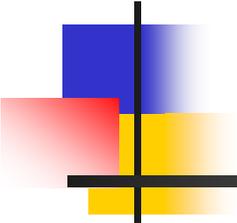


Maggio 2014



SCENARIO DI INVESTIMENTO



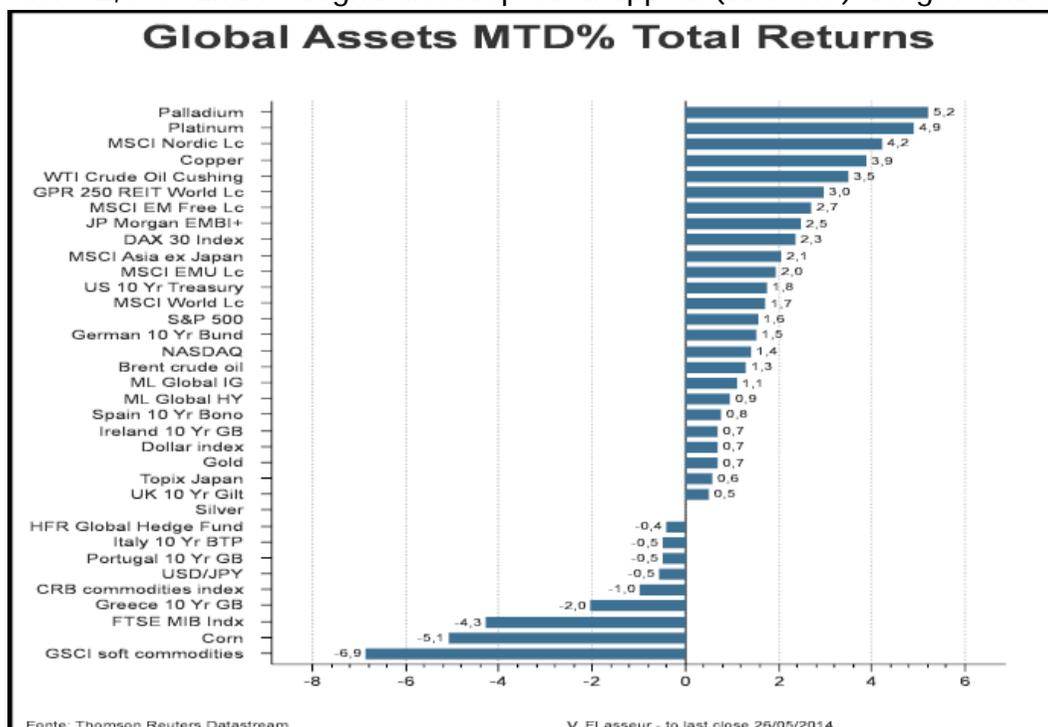
The Chief Strategist Overview

I mercati sembrano sospesi, come se attendessero un evento in grado di generare una più ampia ricomposizione delle posizioni, una bolla di volatilità. In mancanza, i movimenti delle classi di attività sono limitati: temporanee sostituzioni di portafoglio, con effetti sui settori o sui credit spread; «momentum trades», che seguono il newsflow; habitat preferiti, laddove le poche certezze sui fondamentali lo permettono (riguarda in particolare le commodity, alcuni segmenti di curva benchmark, i convertibles). Navigazione a vista quindi. Il mercato sta anticipando tutto quanto può avvenire, politica monetaria inclusa: la manovra che la BCE varerà a giugno è di fatto già disegnata e scontata, salvo specificità non decisive, e pertanto solo un irrigidimento prematuro della FED potrebbe rompere le aspettative legate all'impegno «low for long»; ma è improbabile che ciò avvenga, almeno fino a quando non sarà chiarita la maturità del ciclo USA a fronte di un persistente «economic slack». Gli investitori non tentano di aggredire il rischio, nonostante che gli indicatori di stabilità finanziaria implicino un aumento dell'appetito; la relativa riduzione della volatilità sistemica induce piuttosto incentivi ad effettuare coperture strategiche, per via della continua riduzione dei costi. L'economia sottostante è debole, ne va preso atto: un tasso di crescita del GDP globale inferiore al 3,0% non può essere soddisfacente, perché non consente di chiudere il gap rispetto alla traiettoria del potenziale (ancorché rivisto al ribasso dopo sette anni di appiattimento). La crisi ha distrutto investimenti privati e spesa pubblica: ne hanno risentito il reddito e i consumi privati, non più sostenuti dal credito (che manca in tutto il mondo, nonostante che la politica monetaria non sia mai stata così accomodante). L'economia globale si è ritrovata con rilevanti eccessi rispetto alla domanda naturale (non drogata dal credito) di beni e servizi: eccessi nell'offerta di lavoro, di capitale fisico, di capacità produttiva, di scorte di manufatti e semilavorati, di stock di materie prime. Solo parte degli eccessi di scorte sono stati assorbiti, e questo spiega la perdita di trazione strutturale del sistema economico (caduta dell'output potenziale). Se il trend di fondo della crescita si è abbassato, i livelli di inflazione sono coerenti con uno scenario di «quasi deflazione», nel quale le politiche monetarie sono di fatto inefficaci, a meno che non siano pesantemente coordinate (ma da chi?). Per questo le politiche di bilancio devono fare la loro parte per riavviare il ciclo locale e globale, perché la domanda di credito rimarrà bassa indipendentemente dal prezzo, accentuando un «deleverage» che non possiamo ritenere esaurito, e gli intermediari indurranno un razionamento del credito ancora più accentuato (loro malgrado, l'aumento dei premi al rischio ha prodotto una flessione della domanda dopo le decisioni di contrarre l'offerta, connesse a problemi di capitale piuttosto che di liquidità). Il mercato rimane quindi privo di volatilità ed eccessi, con temi speculativi di breve respiro, drogato da farmaci che attenuano il bruciore delle ferite, ma favoriscono la rendita (i detentori di grandi patrimoni) e non la crescita. La liquidità ufficiale supporterà i P/E piuttosto che gli EPS; le aziende ricorreranno a M&A o Buy-back per sostenere crescita e valore.

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Le performance dei mercati nel mese di maggio

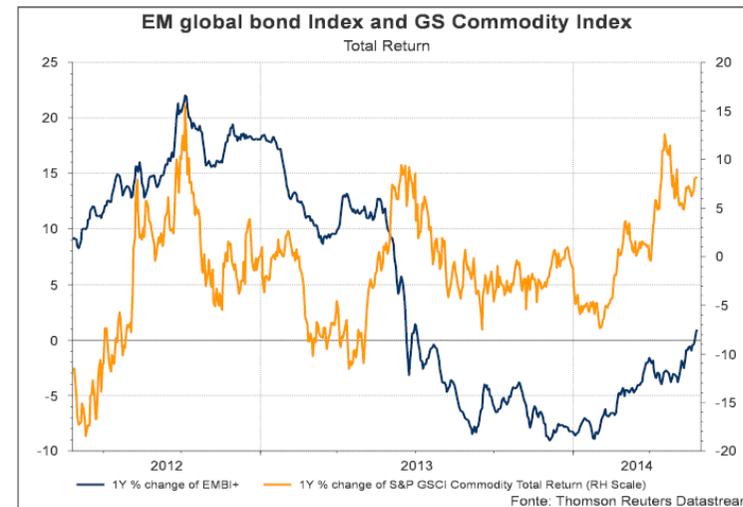
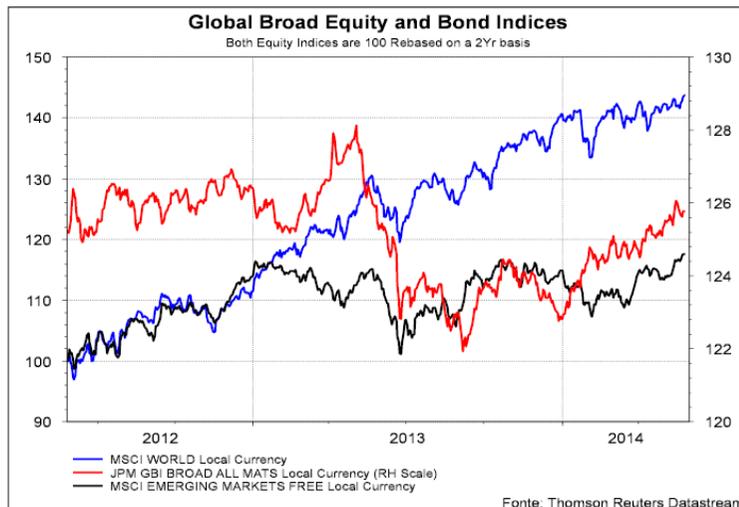
Le performance mensili riflettono posizionamenti tattici: rotazione verso temi difensivi fino alle elezioni europee nei DM, e ripresa marcata delle attività rischiose dopo il 25 maggio. Se ne sono avvantaggiati gli EM. I fondamentali specifici hanno sostenuto Platino e Palladio (in media +5,0%), Rame e WTI Oil in misura minore; i listini hanno visto prevalere le performance di mercati di nicchia (MSCI Nordic, +4,2%) e, come accennato gli Emergenti (MSCI EM +2,7%). A fine mese i listini maturi avevano comunque recuperato. In termini relativi, il decennale USA ha fatto meglio dei governativi EMU, dove soprattutto i periferici sono stati condizionati dalla componente corta delle strategie di copertura del «rischio elezioni». L'Italia fa storia a sé: al rischio citato hanno fatto seguito dati di crescita (GDP -0,5%) e di indebitamento pubblico (+51Mld€ l'incremento dello stock in Q1-2014) preoccupanti: il rischio idiosincratco ha reso negative le performance di listino e decennale. Come previsto, con un ritorno del +2,5% l'EMBI+ segna un recupero di appeal (selettivo) dei governativi EM.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

I mercati: evoluzione del quadro di riferimento

In maggio i mercati hanno attraversato due fasi, prima e dopo le elezioni nella UE. In modo speculare a quanto avvenuto in aprile, caratterizzato da una prudente rotazione di portafoglio, a maggio gli investitori hanno scaricato rischi sistemati (beta) ed hanno caricato rischi idiosincronici (alfa). Se ne sono avvantaggiati alcuni listini di nicchia (Nordic) ed il complesso delle attività finanziarie EM (Bond ed Equity). A fine maggio il MSCI EM ed il MSCI World registravano entrambi una performance YTD intorno al +3,0%, con il primo che ha maturato il recupero quasi per intero in maggio. L'attenuazione delle tensioni geopolitiche e la flessione del pessimismo sullo stato dell'economia in Cina ha quindi indotto una moderata ricomposizione verso gli EM, che potrebbe continuare nelle prossime settimane. Anche decisioni delle banche centrali locali hanno contribuito al movimento favorevole alle emissioni «local markets» di Brasile, Messico, Turchia, Indonesia. L'attesa di una manovra al ribasso dei tassi BCE e le elezioni UE hanno penalizzato il Cash e i governativi «core» EMU, oltre ai periferici, a vantaggio dei Convertibles e del Treasury USA. Più in generale è prevalsa la prudenza nell'allocazione Equity DM (scelte settoriali difensive), mentre i rischi specifici sono stati cercati fra l'Equity EM.

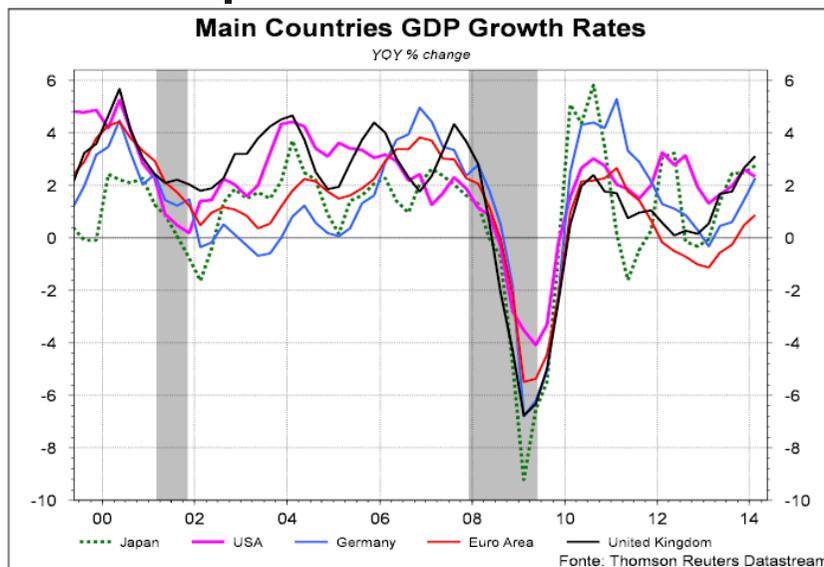


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Quadro generale: macro trend

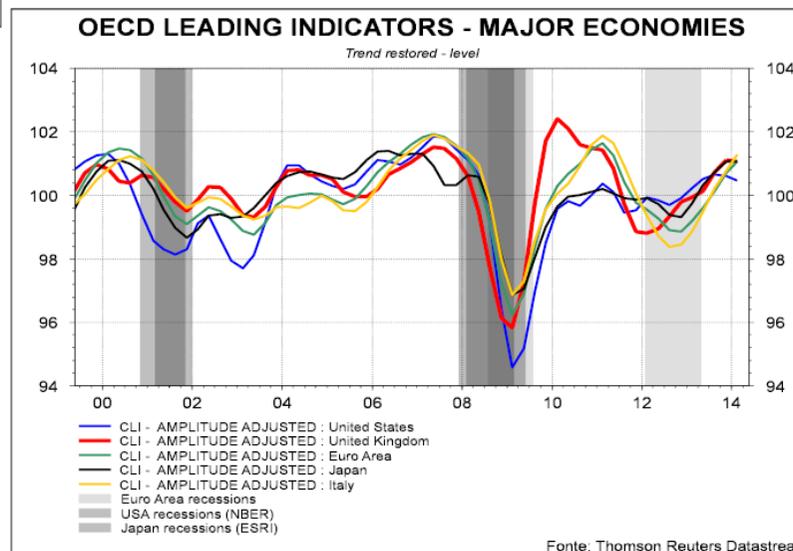
- L'economia globale continua ad espandersi ad un passo moderato, ma il ciclo non è in fase e si accumulano scompensi a causa delle diverse scelte di politica economica e monetaria operate dalle autorità nazionali. L'aggiustamento negli EM è nella fase finale, gli squilibri di parte corrente si stanno ricomponendo, mentre politiche monetarie attente ma non restrittive alimentano flussi di investimento e di portafoglio più stabili, limitando il rischio di shock asimmetrici.
- I dati recenti segnalano un ritmo di crescita più blando in USA, dove il GDP sarebbe diminuito del -1,0% QOQ Saar in Q1-2014. La forte accelerazione ciclica di UK e Giappone non riuscirà a compensare il calo di ritmo degli USA, ragione che ci induce a rivedere ancora al ribasso le previsioni di crescita nel biennio 2014-2015: il World GDP 2014 è stato ridotto a +2,7% da +2,8%, mentre per il 2015 la stima è passata da +3,4% a +3,2%.
- La prudenza delle previsioni è condizionata anche dall'osservazione che il declino dello stock di capitale fisico (quantità e qualità) ha intaccato la struttura economica sottostante, indebolendola. Vi ha inciso, oltre l'effetto delle restrizioni di bilancio, anche la minore disponibilità di credito.
- Ci sono segnali negli indici anticipatori (OCSE) e nelle indagini PMI che il ciclo globale manifatturiero ha toccato un massimo alla fine del 2013. Dato che non pare una semplice fluttuazione, l'instaurarsi di una tendenza può generare un atterraggio dell'output su traiettorie più blande e più vicine ai livelli del potenziale post-crisi. In tal caso è probabile che i tassi di crescita della domanda finale nel 2014-2015 risultino ancora lievemente sovrastimati.
- Ci sono segnali di miglioramento fra gli Emergenti, ma nel complesso essi restano mediamente sovraesposti al ciclo dei tassi USA e delle commodity. Gli squilibri di parte corrente sono in generale rientrati, ma restano bolle ed eccessi nei mercati delle attività, e ritmi dell'inflazione endogena che esigono un controllo attento del tasso di cambio e della domanda domestica.

Scenario macroeconomico globale



Gli indici anticipatori dell'OCSE confermano il quadro di prudente miglioramento congiunturale, risultando più riflessivi in termini di variazioni percentuali. La capacità produttiva inutilizzata rimane accentuata, e suggerisce un calo del potenziale rispetto ai livelli pre-crisi che per i paesi sviluppati è misurabile intorno al -1,2% e per gli EM intorno al -2,5%. In aggregato, il prodotto potenziale globale è passato dal +5,5% precedente la crisi al +3,3% attuale.

La svolta del ciclo è in corso, ma il ritmo si è attenuato in numerose aree economiche. In Giappone al balzo degli investimenti in Q1-2014 fa seguito un rallentamento della domanda aggregata in Q2-2014, indebolita dall'export netto. Negli USA l'economia è relativamente esposta al ciclo delle scorte, e manifesta una volatilità che solitamente emerge nella fase matura. UK, Norvegia e Svizzera sono i soli paesi che fanno segnare dinamiche sostenibili della congiuntura, con crescenti sintomi di surriscaldamento in UK.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Scenario macroeconomico: le previsioni

Abbiamo aggiornato l'esercizio di previsione del GDP 2014-2015, alla luce delle letture in essere sul Q1-2014: ne risulta confermato uno scenario di ripresa consolidato, ma su ritmi più contenuti di quanto previsto in precedenza. Dati congiunturali ancora più riflessivi in USA e Cina non meritano per il momento un ripensamento sulle prospettive della ripresa globale, anche se inducono maggiore cautela sui tempi e sull'intensità del recupero.

Gli ultimi dati hanno evidenziato una maggiore incertezza del quadro di crescita USA, ponendo dubbi sull'origine del rallentamento ciclico registrato nel Q1-2014: il GDP è diminuito del -1,0% (seconda lettura), generando un trascinarsi inferiore allo 0,5% che ci ha costretto a rivedere al ribasso la previsione per il 2014 (ora a +2,7%). Tuttavia, la previsione è condizionata al recupero di ritmi di crescita della domanda non inferiori al +3,0% nei prossimi trimestri, ipotesi non scontata anche come effetto di politiche meno accomodanti. Non escludiamo ulteriori revisioni.

Abbiamo rivisto al rialzo la crescita in Giappone, portandola a +1,2% da +1,1%, alla luce di un recupero di trazione degli investimenti privati in Q1-2014. Manteniamo previsioni migliori del consenso per UK per l'intero orizzonte, ritenendo lievemente surriscaldate le dinamiche strutturali e accomodanti le condizioni finanziarie complessive.

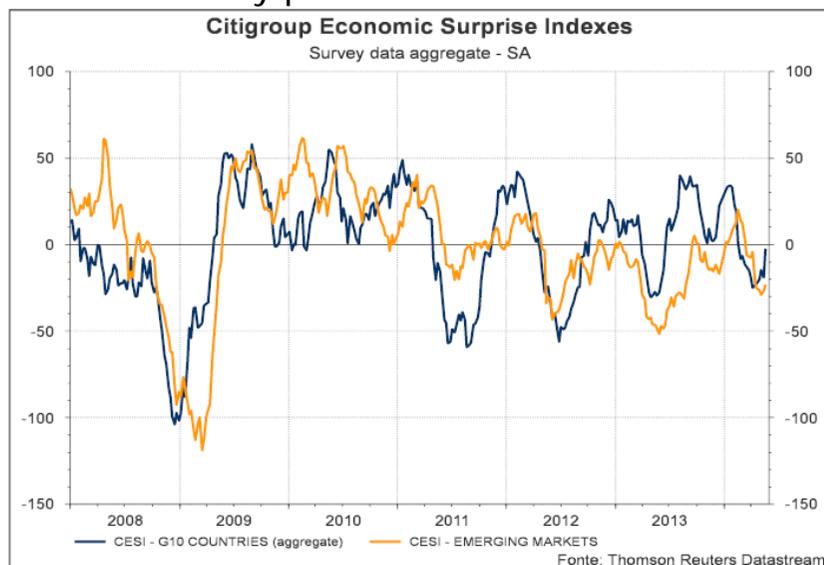
La previsione che l'Eurozona faccia segnare un recupero dell'1,1% è condizionata al mantenimento del profilo di forte accelerazione ciclica della Germania (+2,1% dal +0,5% finale del 2013), possibile solo se aumentano gli investimenti e l'export netto; la dinamica ciclica degli altri grandi paesi EMU dipende dal progresso dell'aggiustamento domestico, un fattore che rende più fragili e meno stabili le stime relative a crescita, occupazione e finanza pubblica.

Macroeconomic Projections - GDP YOY % Growth Rate						
Country	2013	2014	2014	2015	2014	2015
	Final	Carry-on	Consensus	Consensus	Our Estimate	Our Estimate
USA	1,90%	0,40%	2,50%	3,10%	2,70%	3,20%
United Kingdom	1,70%	1,20%	2,90%	2,50%	3,00%	2,80%
Japan	1,50%	1,30%	1,30%	1,30%	1,20%	1,30%
Euro Area	-0,40%	0,30%	1,10%	1,40%	1,10%	1,40%
Germany	0,50%	0,90%	1,90%	2,00%	2,10%	2,20%
Italy	-1,80%	-0,10%	0,60%	1,10%	0,40%	1,00%
France	0,30%	0,10%	0,80%	1,30%	0,90%	1,10%

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A. affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Scenario macro: gli indici sintetici

Gli indici di sorpresa economica segnalano una certa ripresa, più accentuata nel complesso dei DM, ma interamente dovuta al newsflow riveniente da USA e UK. Gli Stati Uniti muovono l'indice a causa della divaricazione fra dati negativi e sotto il consenso per la domanda aggregata, e dati congiunturali (occupazione, retail, ordinativi e produttività) positivi e migliori del consenso. In UK ci sono sintomi crescenti di surriscaldamento dell'attività economica (GDP, immobiliare e investimenti), ma le sorprese sono meno accentuate perché altre variabili congiunturali (inflazione, salari, produttività, manifatturiero, retail) segnano traiettorie deboli o sotto il trend di lungo periodo. Fra i paesi Emergenti rileviamo timidi sintomi di ripresa, ma la Cina ha sperimentato una caduta che si è accentuata da marzo. Ci attendiamo una risalita nei prossimi mesi, visto che il quadro complessivo per gli EM è in graduale miglioramento: il downside risk è minore con l'attenuazione dell'aggiustamento macro, stop improvvisi ai flussi di capitale sono improbabili finché un rialzo dei tassi USA non sarà imminente, mentre un carry positivo nell'ambito di bassi rischi di cambio sostiene mercati locali e divise.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Scenario macroeconomico: USA

La seconda lettura del GDP USA ha evidenziato un sensibile peggioramento rispetto alla stima flash (-0,1%), facendo segnare un calo della domanda aggregata del -1,0% QOO saar. Sebbene parte della caduta - che viene a interrompere nel segno un rialzo che dura da Q2-2011 - sia da attribuire alle avverse condizioni meteo registrate nei primi mesi dell'anno, vi sono anche fattori strutturali all'origine del calo. In particolare, la ripresa nel mercato immobiliare e delle costruzioni si è di fatto fermata: ciò può essere dovuto al rialzo dei tassi dei mutui intervenuto dopo che a maggio 2013 la FED aveva segnalato l'intenzione di avviare una normalizzazione del QE, intervento che aveva irrigidito gli standard creditizi del comparto immobiliare; entrambi i fenomeni hanno scoraggiato gli investitori istituzionali, la cui riduzione della domanda non è stata ancora compensata dalle famiglie residenti (tuttora alle prese con il «deleverage»). Un eccessivo accumulo di scorte nella seconda parte del 2014, e la crisi degli EM hanno impattato in negativo sulla domanda di investimenti e di esportazioni, segnalando ancora una volta quanto l'attuale fase di crescita sia fragile.

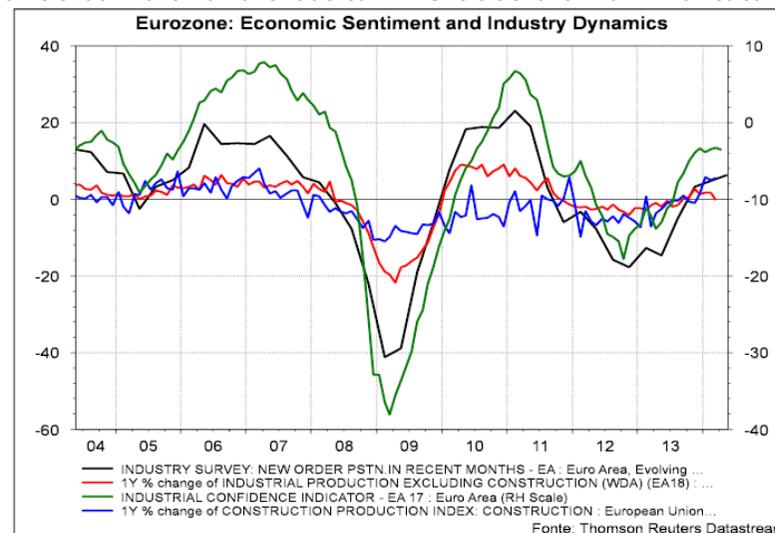
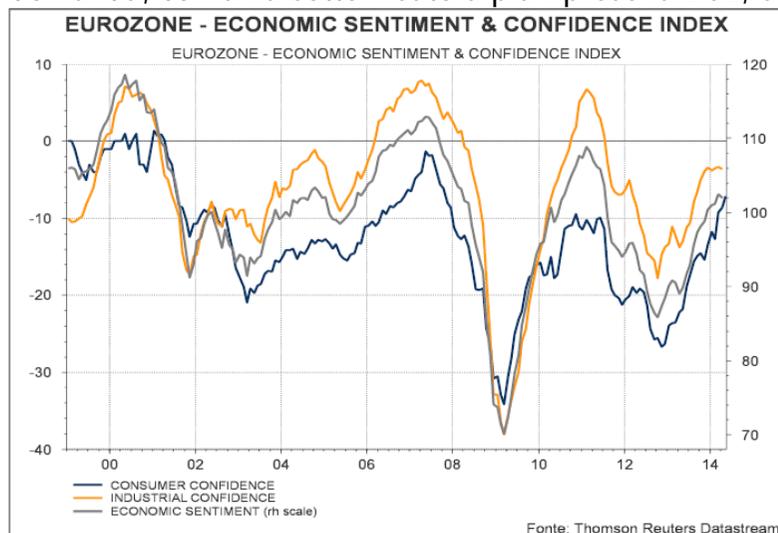
Rimaniamo ottimisti, grazie agli anticipatori del ciclo: sia l'indice FED di Filadelfia (che fornisce uno spaccato comparato di ordini e livello delle scorte di prodotti finiti) sia gli indici ISM (servizi, oltre che manifattura) hanno segnato svolte significative che si sono poi rafforzate, suggerendo una ripresa più robusta a partire da aprile. Rimaniamo confidenti su un tasso di crescita che nel Q2-2014 potrebbe segnare +2,8% QOO Saar.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Scenario macro: Eurozona

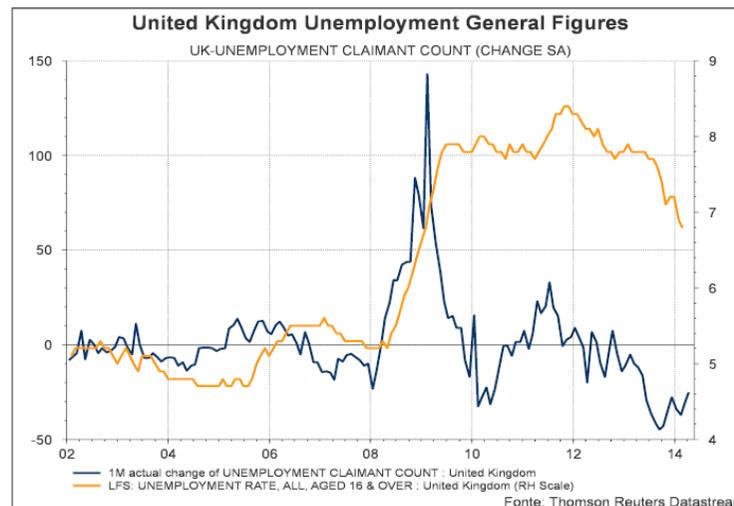
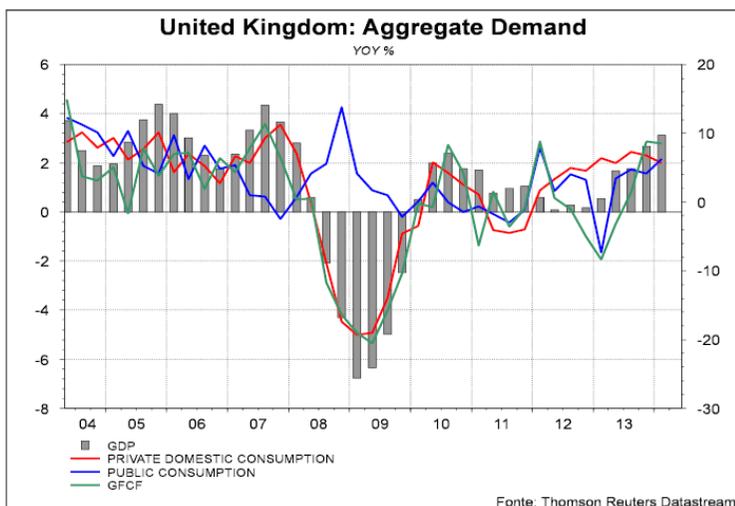
Nell'Eurozona si va diffondendo un cauto ottimismo nel settore privato, che tuttavia non sempre è supportato dai dati. Le nostre previsioni indicano una sostanziale tenuta della crescita nell'area dell'euro, ma su livelli inferiori al potenziale. La BCE conferma queste preoccupazioni, costringendo i previsori a rivedere al ribasso le stime. Un output gap negativo e la relativa ampia disponibilità dell'offerta nel mercato del lavoro (benché gli ultimi dati sulla disoccupazione e le anticipazioni PMI sul tasso di partecipazione al lavoro facciano segnare un graduale miglioramento) implicano che la pressione dei salari rimarrà contenuta. Conseguentemente l'inflazione di fondo persisterà su valori modesti, imponendo azioni espansive alla banca centrale. I dati congiunturali, soprattutto gli indici di aspettativa – come accennato – in parte delineano un quadro più ottimistico: la fiducia degli imprenditori e delle famiglie continua a salire, anche se di recente il settore industriale ha maturato una maggiore cautela; i PMI segnano ritmi di espansione che non si osservavano da tre anni, coinvolgendo sia il settore manifatturiero che terziario. D'altro canto, la produzione manifatturiera continua deludere, così come insoddisfacente appare in generale la dinamica degli investimenti privati. Penalizzato da un apprezzamento dell'euro di oltre il 10% dal 2012, l'export netto fornisce un minore contributo alla crescita del GDP, frenato anche dalle difficoltà di Cina, EM e USA. Da ultimo, il credito al settore privato continua a flettere, per via di una certa rigidità dell'offerta e per la scarsa domanda, come ha sottolineato a più riprese la BCE, segnalando stime di una crescita EMU debole e frammentata.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A. affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Scenario macro: United Kingdom

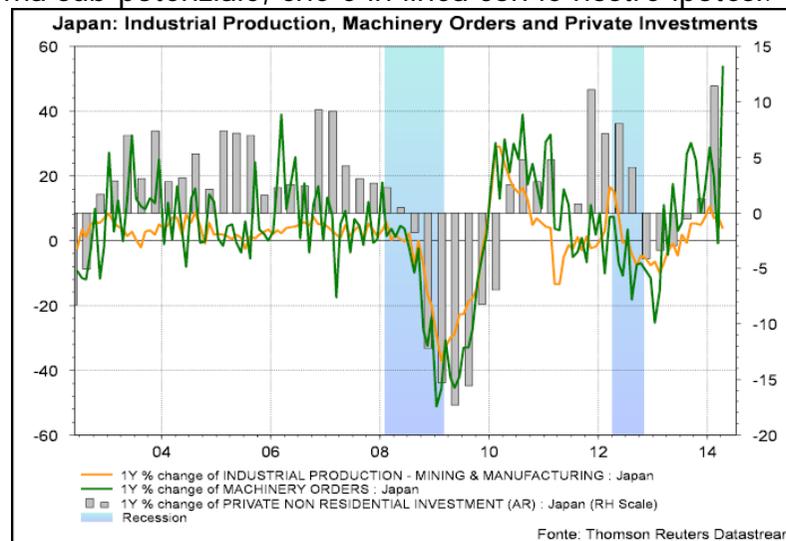
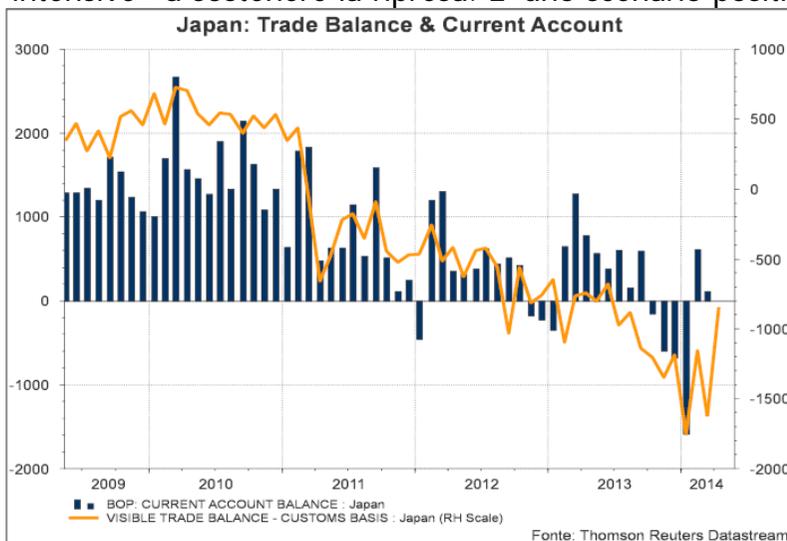
La sequenza dei dati in UK ha sorpreso al rialzo negli ultimi mesi, anche se continuiamo ad osservare che le determinanti fondamentali di un eventuale surriscaldamento dell'economia – un aumento dell'inflazione di fondo alimentato da attese di salari reali superiori ai livelli coerenti con l'incremento della produttività, e una crescita dei consumi privati superiore alla crescita dei salari stessi – non sono al momento emerse. Osserviamo che parte della caduta dell'inflazione sotto il target della BoE è dovuta a fattori occasionali, ma certo il rafforzamento della sterlina coniugato con la flessione dei prezzi delle materie prime è il principale volano della caduta dei prezzi. La BoE si trova comunque nel pieno del dilemma, che riguarda l'eventuale avvio della normalizzazione della politica: da un lato c'è il rischio che un irrigidimento a sorpresa rafforzi ancora di più la sterlina, facendo deragliare nel breve la ripresa; ma dall'altro, una manovra ritardata rischia di provocare una bolla inflazionistica nei mercati delle attività, segnatamente l'immobiliare. Il mercato sconta un rialzo di 25bp del tasso di policy entro il primo quarto del 2015, ma recentemente si registrano diffuse chiusure dei gap rispetto al potenziale: in particolare, il tasso di crescita del GDP è risultato superiore al 3,3% QOQ Saar in Q1-2014, poco al di sotto del potenziale pre-crisi (caso unico fra i paesi del G7), mentre il mercato del lavoro registra una caduta del tasso di disoccupazione (6,6%) alimentata da tassi di partecipazione che non diminuiscono. Indici anticipatori, PMI, ordinativi di beni strumentali e investimenti in CAPEX suggeriscono che la capacità inutilizzata sia prossima a chiudersi, imponendo alla BoE azioni preventive.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Scenario macro: Giappone

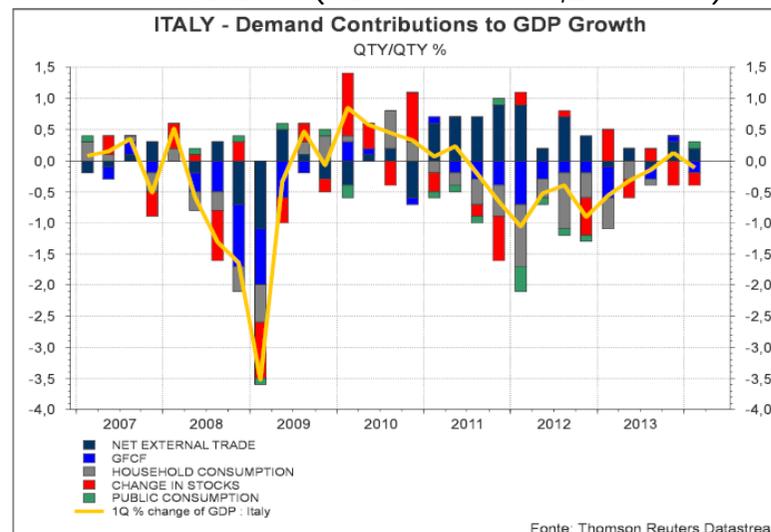
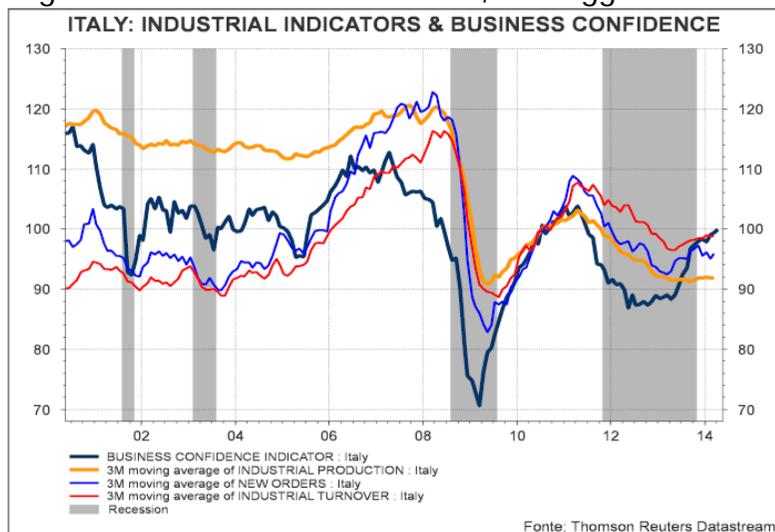
Nonostante la fiducia delle autorità monetarie e del governo, l'economia giapponese continua a mostrare diffuse incertezze, che costringono i previsori a rivedere continuamente le stime. Dopo la revisione al rialzo della spesa per investimenti del settore privato, saliti in Q1-2014 del 11,6% YOY, e la conferma nello stesso periodo di un balzo del +15% YOY degli ordini di macchinari e attrezzature, il tasso di crescita del GDP nel primo quarto dell'anno si è attestato al +6,7% QOQ saar. In previsione del rialzo dell'IVA dal 5% all'8%, ad inizio aprile molti indicatori congiunturali hanno iniziato a mostrare un sensibile calo, in particolare le vendite al dettaglio nella grande distribuzione (come era prevedibile) e le importazioni di beni e servizi, mentre gli indici PMI, pur avendo mostrato un miglioramento, rimangono al di sotto dei valori coerenti con una ripresa sostenuta. La BoJ rimane fiduciosa sul raggiungimento del target di inflazione programmato al 2,0% per la parte finale del 2015, mentre mantiene una previsione più conservativa del consenso sul tasso di crescita del GDP 2014 (+1,1%). I livelli dell'output gap sono sostanzialmente in fase di chiusura per la banca centrale, mentre il governo ritiene che la capacità utilizzata sia ancora inferiore di oltre l'1,5% rispetto ai valori di equilibrio. Nell'incertezza, JPY è apparso più stabile in maggio, e la bilancia commerciale se ne è avvantaggiata. Recenti osservazioni confermano che la dinamica degli investimenti è più riflessiva in aprile e maggio, perché sono state soprattutto le imprese «labor-intensive» a sostenere la ripresa. E' uno scenario positivo, ma sub-potenziale, che è in linea con le nostre ipotesi.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A. affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

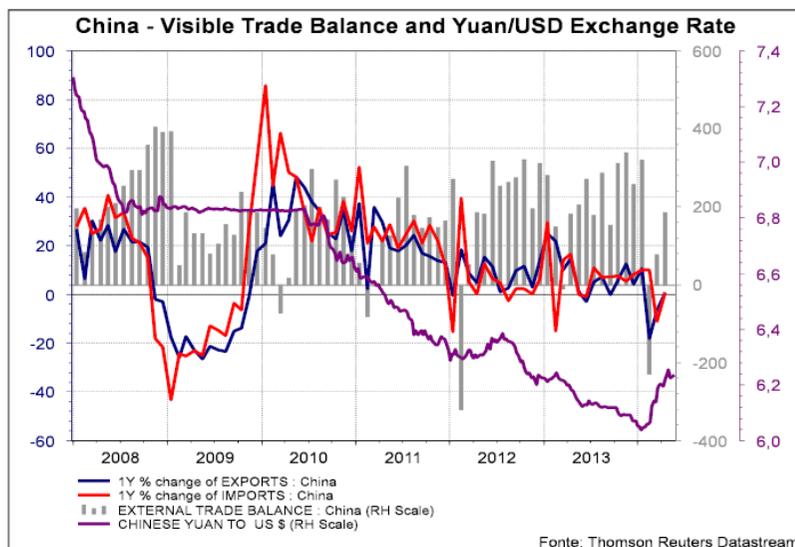
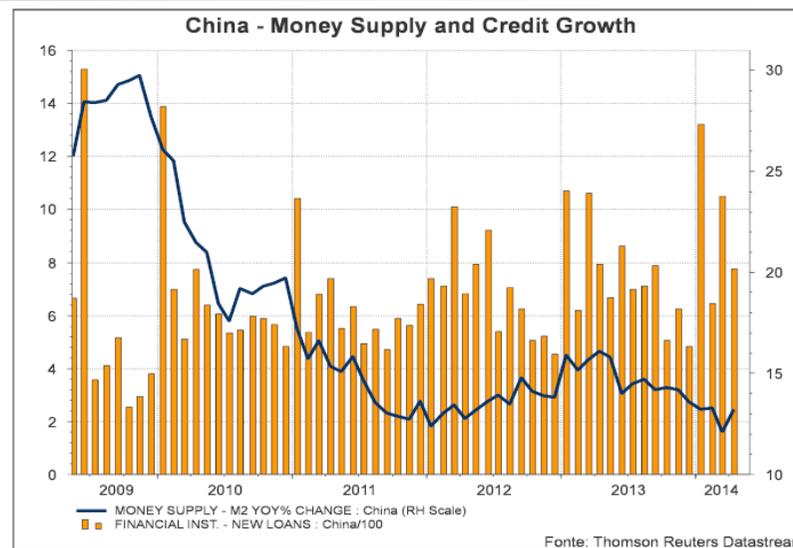
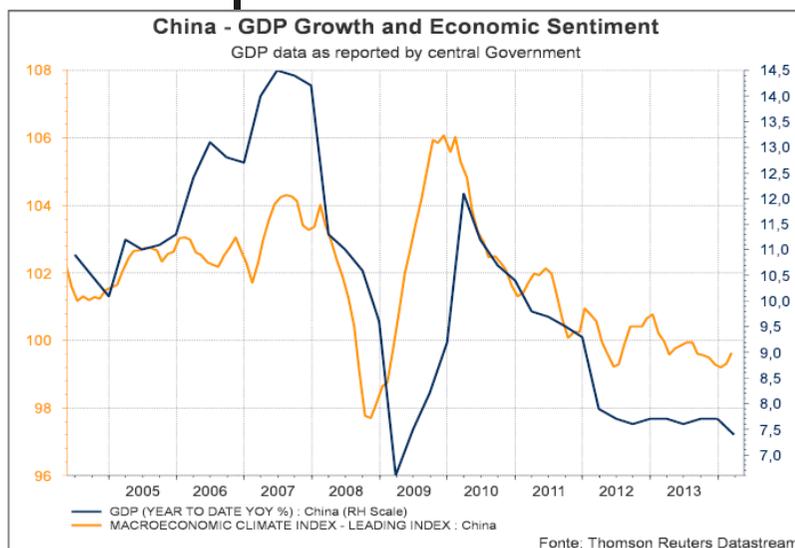
Scenario macroeconomico: Italia

Nel primo trimestre del 2014 il GDP ha registrato una flessione del -0,1% rispetto al Q4-2013, e del -0,5% su base tendenziale. Il contributo della domanda interna è stato negativo (-0,3% QOQ ar), così come le scorte hanno sottratto -0,8% QOQ ar alla crescita del trimestre. La domanda estera netta, sostenuta da un tasso di crescita tendenziale dell'export del +3,3% (+1,3% l'import), ha fornito un contributo positivo e pari al +0,6% QOQ ar al GDP, confermando di essere l'unico volano naturale delle prospettive di consolidamento del paese, insieme a condizioni finanziarie che in generale si vanno facendo più favorevoli. I consumi delle famiglie sono rimasti deboli, benché qualche timido segnale di risveglio si sia notato per la domanda di beni durevoli. Gli investimenti in capitale fisico sono scesi del -1,3% rispetto ad un anno fa, ma giova segnalare il +0,5% QOQ per la componente macchinari e attrezzature, un primo segnale di distensione sul fronte delle scelte di lungo termine delle SMEs che interrompe dieci trimestri consecutivi di calo. La spesa pubblica è tornata a fornire un contributo positivo, registrando un incremento del +0,3% su base annua: vi hanno inciso in particolare i rimborsi dei debiti della P.A. In Q1-2014 lo stock di debito pubblico è aumentato di 51Mld/€, alimentando i dubbi su una possibile manovra correttiva da effettuarsi in settembre. Osserviamo tuttavia un andamento più omogeneo degli indici di aspettativa (PMI manifattura e fiducia delle imprese) con gli indicatori di produzione, ordini e fatturato; insieme al pieno dispiegarsi degli effetti del «bonus» sui salari, ciò suggerisce un cauto ottimismo sul Q2-2014 (GDP atteso a +0,25% QOQ).



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A. affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Cina: lavori in corso.....

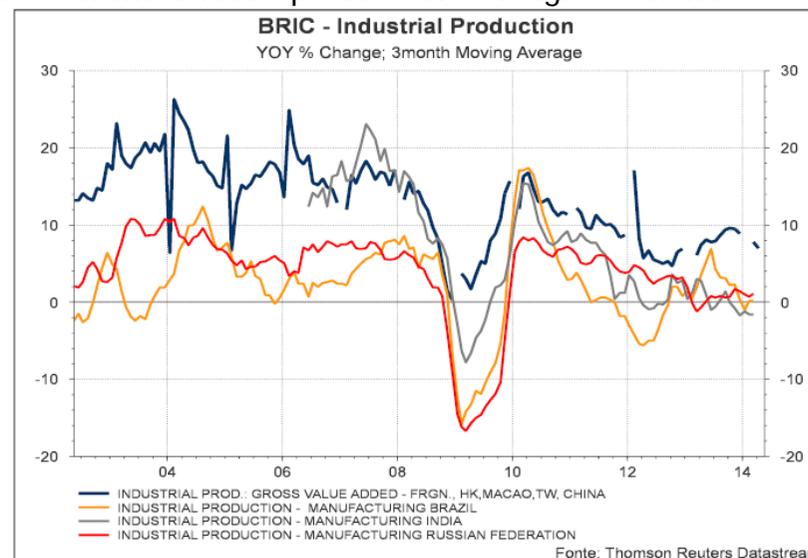


In Cina i dati più recenti hanno confermato le nostre previsioni di rallentamento della domanda aggregata, con il Q1-14 GDP QOQ Saar al +5,9%. L'apertura di settori strategici all'investimento dei privati accompagna un moderato accomodamento della PBoC, ma al contempo non può cancellare l'ipotesi che il 2014 si chiuda con un tasso di crescita prossimo al 7,0%. Manteniamo quindi previsioni di crescita H1-14 intorno al 5,9%-6,2% QOQ Saar, mentre confermiamo la previsione di una graduale svalutazione del CNY, per compensare l'irrigidimento creditizio.

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A. affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Scenario macro: Emerging Countries

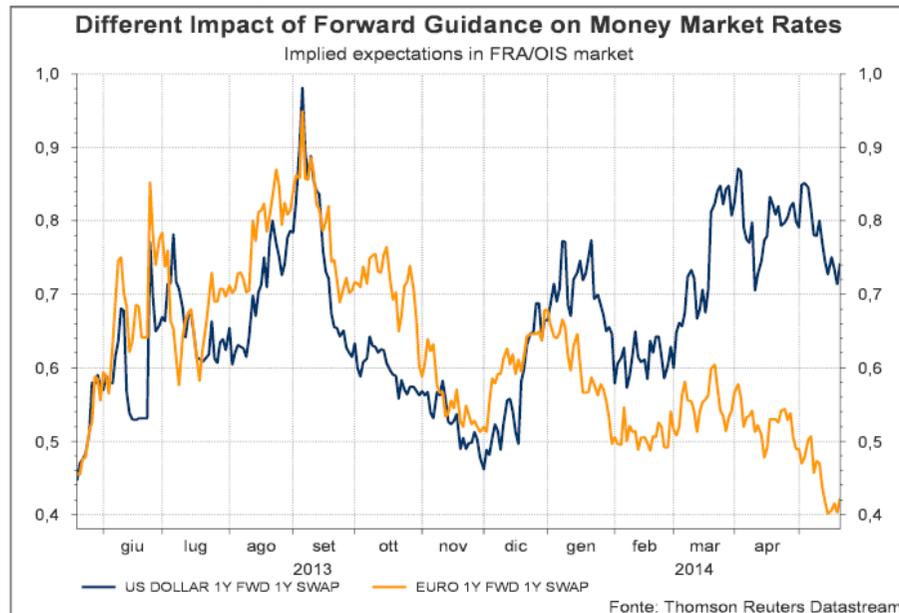
Le tensioni che avevano attraversato gli EM nella prima parte dell'anno sono in parte rientrate, anche se la crisi in Ucraina e una moderata instabilità politica e sociale in Turchia continuano ad alimentare la volatilità sui mercati locali, diffondendo una incertezza di fondo agli emergenti nel loro complesso. Quello scenario di crisi sistemica che all'inizio del 2014 molti osservatori paventavano, alla luce delle perdite che l'inversione dei flussi di capitale aveva provocato sui mercati delle attività e dei cambi di quei paesi, ha lasciato il campo a valutazioni meno pessimistiche. In particolare, riteniamo di essere in presenza di un aggiustamento che semplicemente riflette la naturale evoluzione del ciclo ed aspettative più conservative sull'impatto che la normalizzazione graduale delle politiche monetarie nei DM potrà avere sugli EM che evidenziano squilibri di bilancia dei pagamenti. Diversamente dal precedente ciclo economico, l'attuale fase ascendente dell'economia globale è stata sostenuta dal complesso degli emergenti, in particolare la Cina, il Brasile e l'India. Questi paesi hanno quindi sperimentato i crescenti vincoli di capacità produttiva che si manifestano nelle fasi finali del ciclo, ed hanno quindi cominciato a irrigidire le politiche per evitare un precoce surriscaldamento delle economie domestiche. La conseguente flessione del credito e del ritmo di sviluppo ha depresso le prospettive di investimento in molti EM, ma era un'azione necessaria per evitare una caduta dei prezzi delle attività da più elevati livelli, questo sì che avrebbe prodotto un contagio sistemico.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Le Politiche Monetarie

Le politiche monetarie sono tornate in primo piano in maggio, dopo che la BCE ha anticipato - in occasione del Consiglio del giorno 8 – possibili azioni ultra-espansive di politica monetaria che verrebbero decise ad inizio giugno. I rischi di inflazione bassa per un periodo di tempo prolungato non sono evidentemente più tollerabili, specie quando il tasso di cambio dell'Euro contribuisce ad importare deflazione. Gli obiettivi di possibili manovre non convenzionali sono molteplici: indurre aspettative di ripresa dell'inflazione, contrarre i tassi di interesse reali, indebolire l'Euro, riattivare il canale creditizio di trasmissione degli impulsi di policy, rendere più omogenei i premi di rischio sui tassi benchmark e sugli spread applicati al settore privato non finanziario. Ma anche i rischi sono numerosi: in particolare, è possibile un incremento dell'instabilità prospettica del front-end delle curve sovrane, connesso alla divaricazione delle politiche monetarie di BCE (espansiva) da un lato, e FED e BoE (rigorosa) dall'altro. Atteso anche un incremento della volatilità dei tassi di cambio.

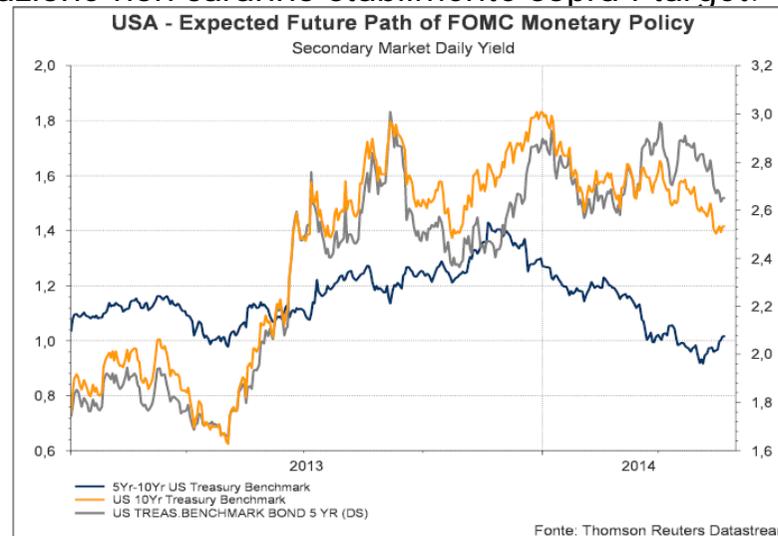
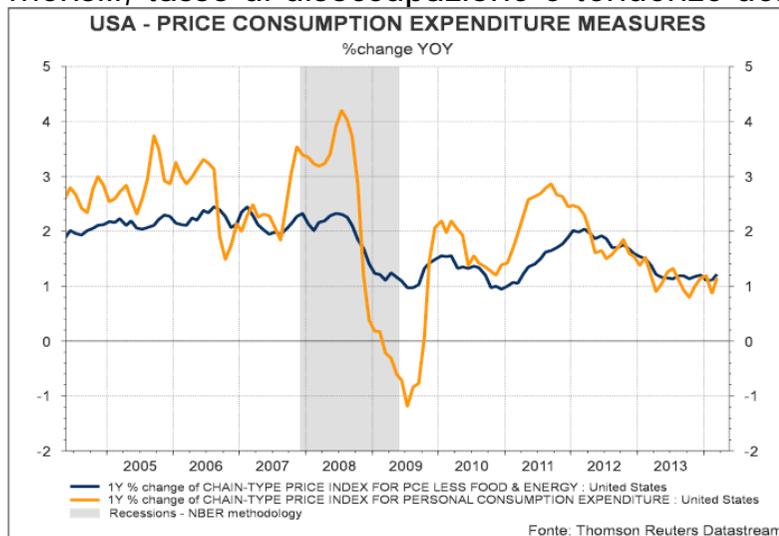


Il problema più generale delle politiche monetarie è l'incoerenza temporale e l'inefficacia in presenza di persistenti sottoutilizzi della capacità e dei fattori. Se la crisi economica ha intaccato il lato dell'offerta infatti, l'ampiezza della capacità reale disponibile (lavoro e capitale fisico) riduce la domanda di credito e impedisce l'avvio di un ciclo di investimenti e la ripresa stabile della domanda aggregata. Il peggioramento della qualità degli attivi induce problemi di capitalizzazione degli intermediari e domanda e offerta di credito interagiscono, accelerando il «deleverage».

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Federal Reserve ed FOMC

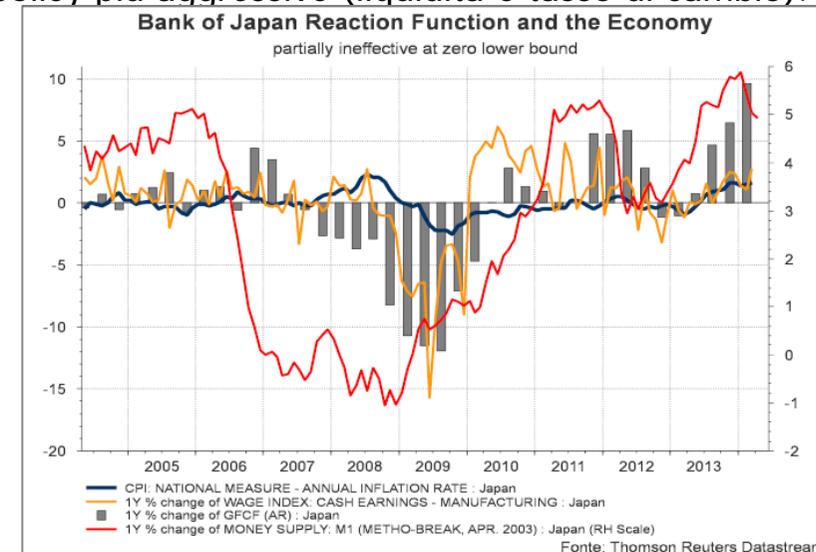
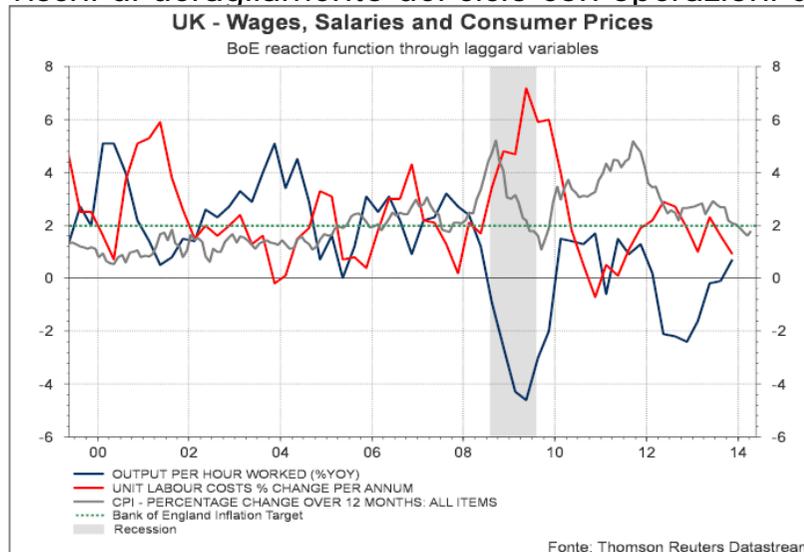
In maggio la FED ha operato in maniera che il mercato scalasse verso il basso le attese di normalizzazione anticipata delle politiche, ottenendo una significativa caduta dei livelli assoluti dei rendimenti dei benchmark. Le variazioni dei tassi di inflazione sono state al rialzo, ma di fatto ancorate intorno al +1,2%, quindi molto al di sotto del livello «preferito» dalla banca centrale (2,0%). La pendenza della curva a medio termine è tornata a salire, incorporando tuttavia un tasso di crescita del GDP nominale del +2,1%, di fatto non adeguato a supportare una ripresa stabile delle variabili economiche osservate dalla FED. I dati congiunturali sono apparsi discordanti, benché gli indici anticipatori e alcuni segnali dal mercato del lavoro tendano a confermare le aspettative di un progressivo rafforzamento dell'economia nei prossimi trimestri. Ciò che ha deluso è stata la domanda aggregata, con il GDP che si sarebbe contratto del 1,0% nel Q1-2014, inducendo una revisione al ribasso delle stime di crescita per l'intero anno. La FED continuerà a ridurre gli acquisti di titoli (QE tapering), ma non cambierà la «guidance» fino a quando crescita, numero di occupati mensili, tasso di disoccupazione e tendenze dell'inflazione non saranno stabilmente sopra i target.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Bank of England e Bank of Japan

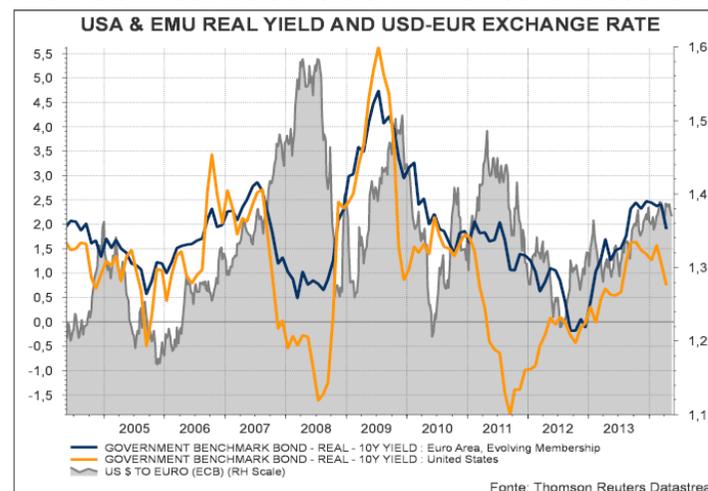
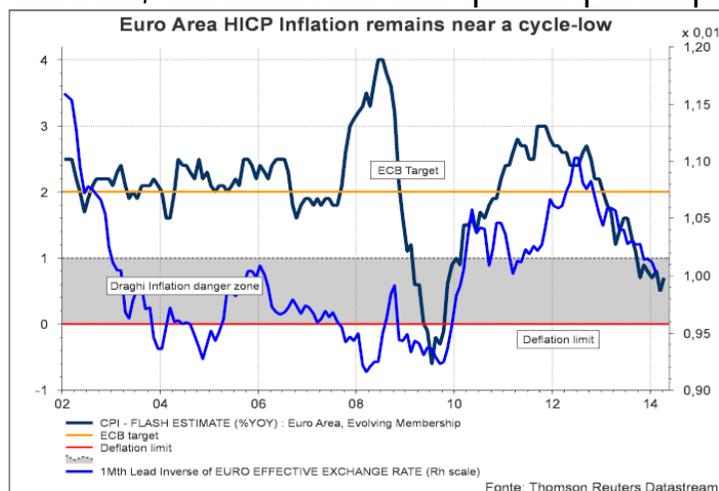
L'Inflation Report pubblicato dalla BoE a metà maggio ha reiterato un messaggio rassicurante per gli operatori: sia pure osservando una graduale flessione della capacità produttiva inutilizzata, essa è ancora intorno al 1,0%-1,5% del GDP, ed occorrerà attendere prima di considerare un rialzo dei tassi. Successivamente una serie di dati hanno segnalato la possibilità che il gap si chiuda prima del previsto, in particolare la crescita del GDP (+1,0% QOQ in Q1-2014) e la disoccupazione che continua a scendere, benché l'effetto sui salari sia mitigato dai bassi livelli contrattuali e da una sensibile ripresa della produttività. La modifica del FLS a vantaggio del settore manifatturiero tende a limitare possibili bolle immobiliari, mentre possibili errori di rilevazione inducono attese di possibili rialzi dei tassi già entro fine anno. Il rafforzamento di GBP è un buon indice anticipatore in tal senso. La BoJ resta fiduciosa sul raggiungimento degli obiettivi annunciati, e pur prendendo atto di un probabile rallentamento della crescita nel Q2-2014, non fornisce segnali di «easing» imminente. Le condizioni finanziarie rimangono accomodanti, ma riteniamo che la BoJ sia pronta a compensare i rischi di deragliamento del ciclo con operazioni di policy più aggressive (liquidità e tasso di cambio).



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Politiche Monetarie: la BCE

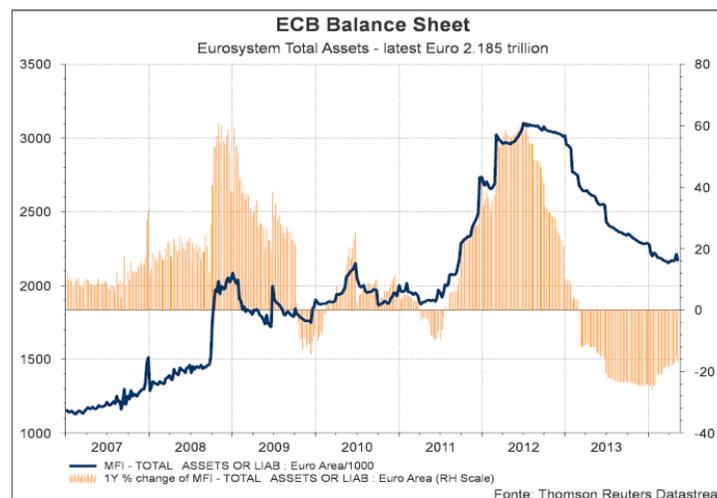
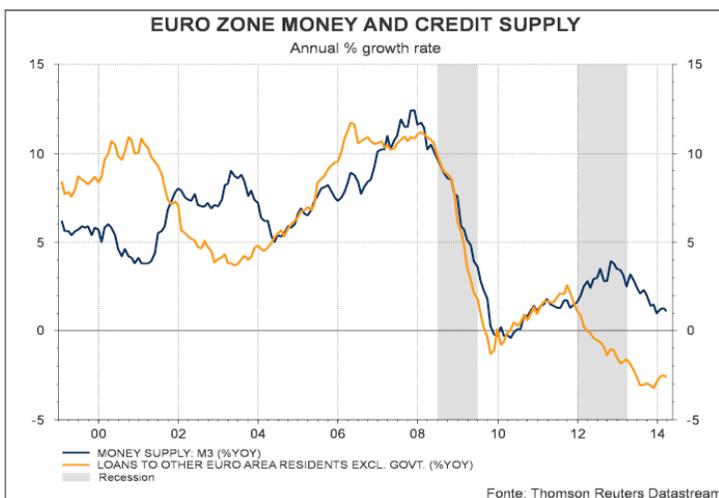
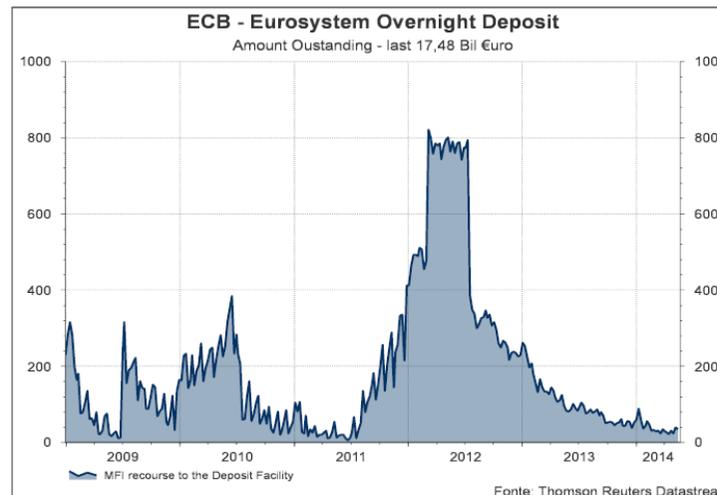
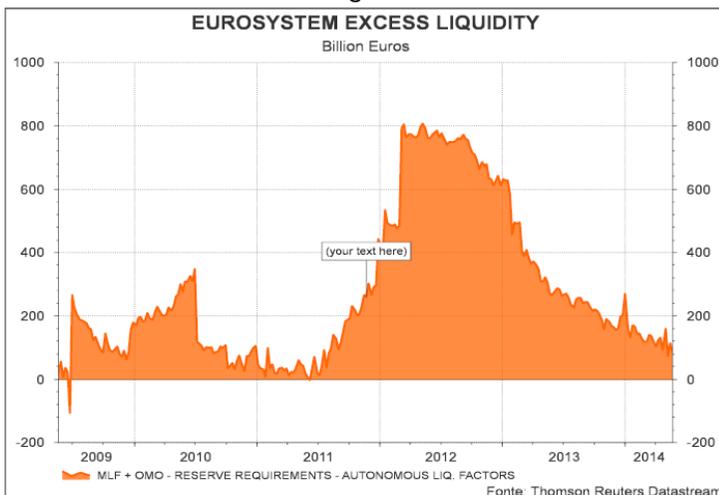
La BCE ha accentuato nella comunicazione al mercato le proprie preoccupazioni per una dinamica della crescita gravata da numerosi rischi, paventando l'ipotesi che, persistendo le attuali pressioni deflazionistiche in un ambiente economico depresso da disoccupazione e ampia disponibilità dei fattori di offerta, la fragile ripresa dell'Eurozona possa presto deragliare. L'apprezzamento del cambio è un altro elemento che rende perplesso il Board, e che peraltro ci induce a rivalutare il quadro dei possibili interventi della banca centrale. Premesso che la BCE pone maggiore enfasi sulle aspettative di inflazione di medio termine, che ritiene ancorate, alla luce del quadro sopra delineato la BCE è attesa agire ad inizio giugno. In primis, ridurrà i tassi fino a portare sotto zero quello sui depositi, per favorire un deprezzamento dell'Euro; per supportare l'offerta di credito al settore privato continuerà a non sterilizzare il SMP, concedendo una LTRO finalizzata al nuovo credito per le SMEs ed annunciando il «full allotment» per almeno un biennio. Possibili operazioni sulle ABS saranno probabilmente annunciate dalla BCE, ma finalizzate non prima della parte finale dell'anno. Il riferimento è il Funding for Lending Scheme adottato dalla BoE. Più complicato ipotizzare un QE in stile FED, dal momento che qualunque acquisto di Governativi sarebbe discriminante e distorsivo.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

La BCE ed i mercati monetari EMU

I mercati monetari dell'Eurozona continuano a mostrare un andamento insoddisfacente dei canali di trasmissione, con la riduzione dei mezzi di pagamento presso l'Eurosistema che è il riflesso di comportamenti prudenti degli intermediari. Di recente si è osservato un modesto miglioramento del credito al settore privato, che resta frenato dalla flessione dell'offerta di moneta.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Fixed Income Markets

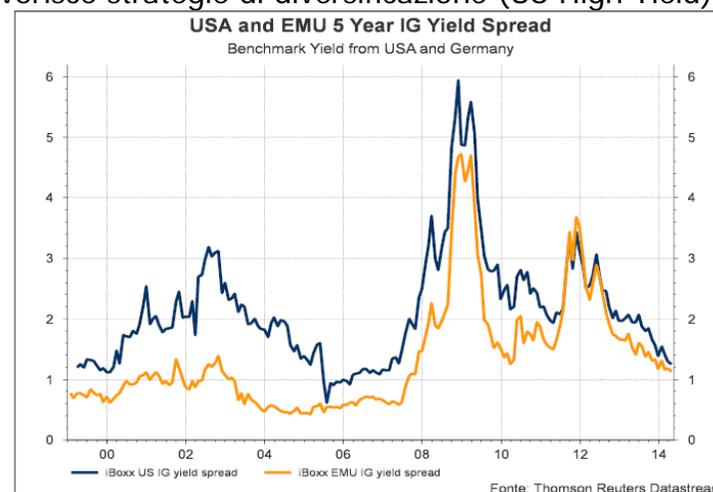
In maggio i mercati Fixed Income hanno mostrato andamenti piuttosto omogenei, condizionati da un lato da tensioni controllate nei teatri di crisi geopolitica (Ucraina, Libia, Tailandia) e dall'altro dalla diminuzione della volatilità macroeconomica e di mercato, che anticipa un quadro di politica monetaria ancora accomodante nel futuro prevedibile. Tali elementi sono all'origine delle tendenze di fondo del comparto nel mese, in particolare: 1) Il sostanziale esaurimento del gioco degli spread EMU (periferici e Italia), frenato dai posizionamenti opportunistici legati ai rischi di un esito «litigioso» delle elezioni europee e dalla maggiore attrattività relativa delle emissioni sovrane locali di alcuni EM; 2) L'aggressività dei messaggi di BCE e BoJ sulla volontà di aggiustare le rispettive politiche monetarie ad un livello delle aspettative di inflazione che dovrà essere più elevato e più vicino ai valori target, un «wording» che ha generato un aumento generalizzato – benché limitato – della pendenza delle curve sovrane benchmark e maggiori tensioni sui decennali; 3) Un significativo incremento degli spread creditizi, per lo più connesso a previsioni di maggiore instabilità prospettica del front-end delle curve sovrane, che ha reso i premi al rischio incoerenti con i livelli assoluti dei rendimenti dei Corporate; 4) Un diffuso spostamento delle preferenze degli istituzionali verso i Convertibles, il cui benchmark ha registrato un rialzo del 1,7% nel mese (+4,5% YTD). Benché il mercato abbia ricreato lo spazio per le posizioni opportunistiche connesse all'attesa manovra della BCE, giudichiamo non trascurabili alcuni elementi emersi nel corso del mese, in particolare il peso che assumeranno i fondamentali dopo che la banca centrale europea avrà agito. Peseranno sui governativi benchmark e i periferici fattori idiosincratichi sovrani (volume emissioni, qualità media, sostenibilità, costo medio dello stock, bid to cover ratios); divergenze di politica monetaria (UK e USA da un lato, EMU e Giappone dall'altro) alimenteranno la volatilità sistemica; positive carry e bassa volatilità macro sosterranno selettivamente EM e Corporate.

Credit Markets

A fronte di yield in tensione, i corporate credit spread si sono ridotti ancora, beneficiando di un sensibile miglioramento delle condizioni economiche (bassa crescita e politiche accomodanti) e di mercato (ricerca di rendimento), che alimentano le ipotesi di continuazione delle principali tendenze in atto nel segmento: flessione degli spread, contrazione dei tassi di default, incremento dei giudizi di rating, bassa domanda di copertura. In particolare, gli spread creditizi hanno raggiunto i livelli più bassi del 2014, mentre i rendimenti hanno raggiunto il 1,90% nel segmento IG ed il 3,94% nel comparto HY. Tali livelli costituiscono un fattore di rischio per gli investitori istituzionali, benché gli spread siano tuttora doppi rispetto ai livelli del 2007 per gli IG e poco al di sopra della media dello stesso anno per gli HY. L'ambiente rimane favorevole al comparto: l'ampia disponibilità di liquidità a basso costo alimenta l'appetito degli istituzionali alla ricerca di rendimento, mentre politiche monetarie che rimarranno accomodanti a fronte di rischi di inflazione contenuti contribuiscono ad ancorare i livelli dei tassi benchmark, quanto meno nelle scadenze più protratte. In uno scenario che si va stabilizzando in assenza di eccessi di leverage, premi al rischio bassi favoriscono l'accumulo di Corporate Bonds, dal momento che gran parte delle altre classi di attività tendono a registrare prezzi di mercato superiori al loro «fair value». I volumi di mercato primario sono in forte aumento, ma i rimborsi sono tuttora superiori alle emissioni, per cui la domanda istituzionale si rivolge al secondario, premendo al ribasso sugli spread. La BCE contribuirà ad ancorare il front-end della curva EMU, favorendo gli emittenti europei a più elevato beta (Financials in particolare), mentre la maggiore disponibilità di carta di primario favorisce strategie di diversificazione (US High Yield).

US PRIMARY CREDIT MARKET						
Issuer Type	Nr	2014 YTD	Nr	2013 YTD	Nr	2013 Final
Industrial	89	141.663	115	142.711	237	346.528
Financial	107	131.013	101	114.004	247	239.749
Utilities	38	17.180	33	15.250	94	44.793
Yankee Bonds	143	204.452	126	184.575	257	351.244
Sovereign	26	39.550	28	37.350	49	72.600
Emerging Markets	19	9.380	39	17.220	59	28.395
High Yield	214	130.603	292	155.499	575	306.719
Agencies	47	77.150	74	118.482	138	181.958
Total	683	750.991	808	785.091	1656	1.571.986

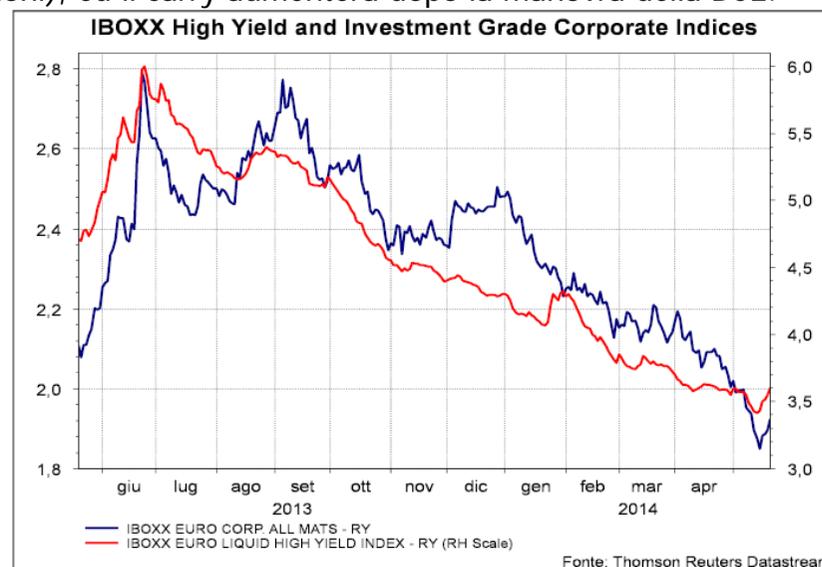
Source: IFR Thomson Reuters, Total deal/Total Volume (\$ 1,00=\$ 1BN) weeks ending May 23/14



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A. affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Credit Markets

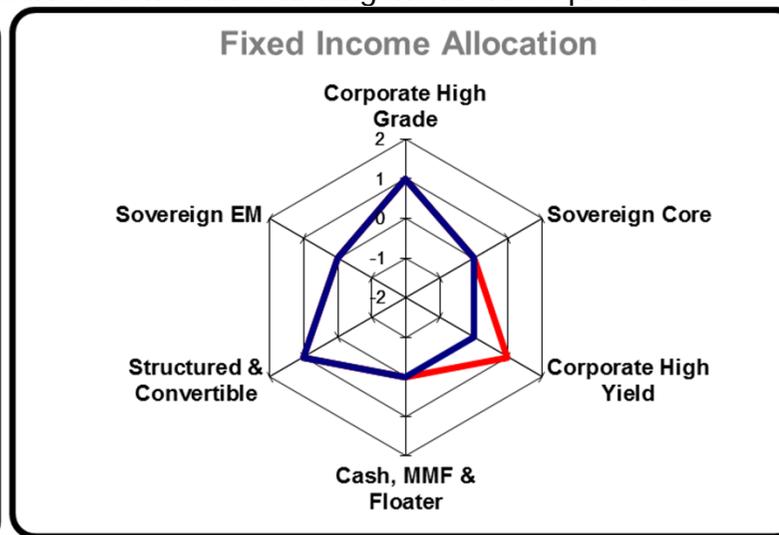
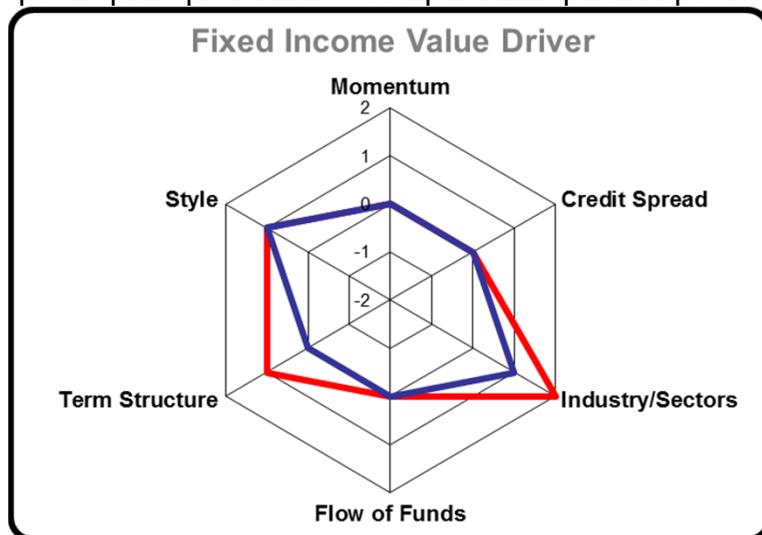
Nel rapporto di aprile avevamo già commentato con una certa sorpresa la veloce ed intensa caduta dei Corp Yield, facendola risalire all'irrigidimento del front-end della curva USA, conseguente a quello che appariva l'avvio di un aggiustamento dei tassi da parte della FED più aggressivo del consenso, nei tempi e nell'intensità. In maggio il mercato ha corretto riconducendo gli Yield su valori coerenti, segnalando l'emergere di tensioni nel segmento Corporate nonostante la flessione dei tassi a breve sovrani. Tre i fattori che hanno condotto al rialzo i credit yield di comparto: 1) Tassi a breve «free risk» schiacciati verso il tasso di policy restituiscono maggiore instabilità del front-end, che penalizza i rendimenti attesi dei Corporate (il premio al rischio è troppo basso rispetto al fattore di correzione); 2) Minimi ciclici già toccati a fine aprile, che hanno reso inevitabile, nell'ambito di una rotazione ampia e cross asset class, una correzione verso valori in linea con i driver fondamentali; 3) I crescenti timori di re-leverage, indotti da numerosi annunci di «mega M&A deals». La resilienza Corporate spread si è tuttavia ancora una volta dimostrata maggiore degli altri segmenti di investimento. Peraltro, un aggiustamento della politica monetaria USA lento rende scenari di instabilità dei tassi meno probabili, spingendo al ribasso i premi a termine. Non ci sono pertanto alternative concrete al Credit, perché i rendimenti sono attraenti rispetto al trascurabile incremento del rischio di default (a parità delle altre condizioni), ed il carry aumenterà dopo la manovra della BCE.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A. affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Fixed Income Markets: strategia

In maggio è sembrato in gran parte esaurito il gioco degli spread sovrani nell'Eurozona. L'annuncio di un pacchetto di stimolo da parte della BCE ed elezioni europee il cui risultato non mette nel breve a rischio il processo di riforma della UE ha favorito un recupero. Approfittiamo pertanto del sell-off precedente per aggiungere carry fra gli emittenti governativi EMU; preferiamo Spagna rispetto a Italia, mentre sembrano più attraenti le scadenze intermedie rispetto a quelle di coda. Crediamo inoltre ad un calo iniziale dei rendimenti «core Europe», Germania in testa, così come siamo convinti che sarà tutta la struttura a termine dei rendimenti sovrani EMU a beneficiare della flessione dei tassi a breve di ancoraggio che farà seguito alla manovra della BCE. Ci attendiamo quindi una significativa crescita del posizionamento tattico fra i sovrani EMU nei prossimi giorni, per il quale non vediamo motivi di attenzione (la BCE non rinuncerà ad agire, e caso mai riteniamo le aspettative degli operatori anche troppo prudenti sulla dimensione degli annunciati interventi). Continuiamo a preferire il Credit rispetto al Sovereign, sostenuto da un carry migliore, dalla stabilità del front-end delle curve sovrane, dalla sostanziale assenza di re-leverage. I settori ad elevato beta, in particolare HY non financial e IG financial, saranno direttamente supportati dall'azione della BCE, motivo per il quale preferiamo i comparti Europa ai rispettivi USA. I Convertibles rimangono la classe preferita.



-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo rosso=mese precedente, blu= mese in corso

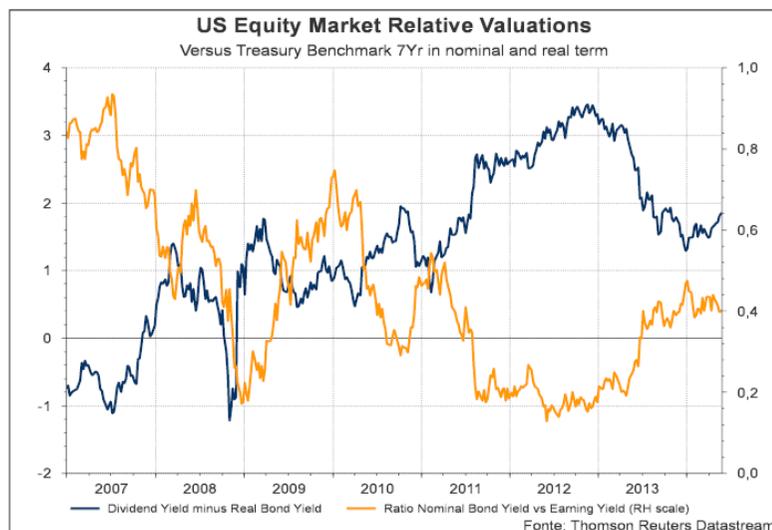
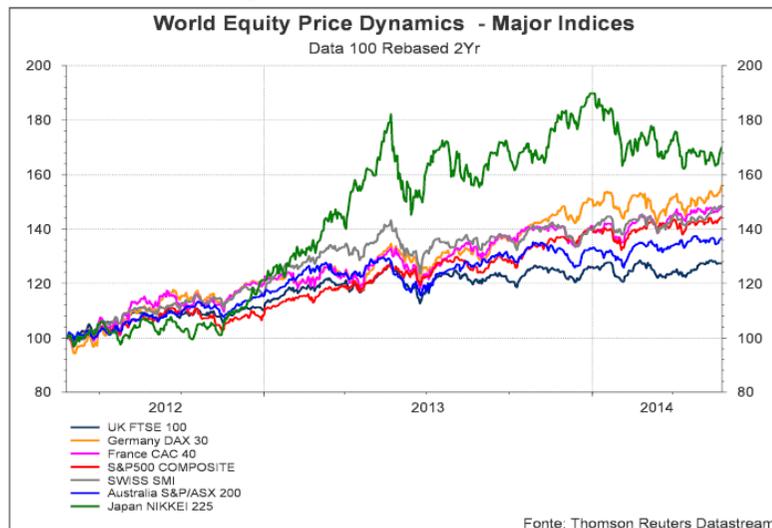
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Global Equity markets trend

Nel mese di maggio i mercati azionari hanno attraversato due fasi di fatto speculari: nella prima parte del mese soprattutto i listini DM hanno subito il completamento della rotazione settoriale che ha ricomposto i portafogli Equity verso profili decisamente difensivi, benché compensati da una ripresa selettiva dei listini EM. Nella seconda parte del mese, anche grazie a valutazioni più ottimistiche del ciclo economico, indotte in parte dai dati (soprattutto le aspettative di business ed una modesta ripresa dell'export netto fra i produttori asiatici) e in parte dal superamento di importanti scadenze elettorali (India ed Eurozona), i mercati DM hanno sprigionato un sensibile recupero delle quotazioni, che ha avvantaggiato soprattutto le borse espressione di paesi in cui il ciclo è piuttosto maturo (USA, Germania, UK, Svizzera, Messico) ovvero quelle destinatarie di posizioni tattiche dovute a considerazioni speculative (Svezia, Norvegia) per lo più connesse ad aspettative sui tassi di policy. È proprio questo il tema di investimento in questa fase. La stagione degli utili 2014 si è aperta con dati in parte non soddisfacenti, soprattutto in Europa, mentre la svolta dei mercati si è evidenziata soprattutto a seguito degli annunci di «Mega M&A deals» (Pfizer-Astra Zeneca, GE – Alstom) e della dichiarata volontà di tutte le banche centrali di agire per chiudere rapidamente quell'output gap negativo che grava sulle aspettative di ripresa e di inflazione. Il sostegno ai prezzi dell'Equity è quindi ancora una volta venuto dalle valutazioni, che a loro volta ringraziano la ritrovata stabilità del front-end delle curve sovrane (dove più pesante è l'effetto dell'easing bias di fonte ufficiale). Ora, fermo restando che nel breve tale supporto pare destinato a continuare, riteniamo che nel medio i rischi possano tendere ad aumentare: in particolare, il gioco speculativo risulta complicato quando le autorità monetarie agiscono «at zero lower bound», specie ad aspettative incorporate (dopo la manovra della BCE). Inoltre, se accettiamo l'idea che la crescita sia sub-potenziale, anche gli utili potrebbero in parte sorprendere al ribasso. Rimane quindi l'esigenza di avere temi speculativi da cavalcare, che tuttavia vengono scartati in presenza dell'emersione di fattori di rischio occasionali. Ne segue una sostanziale presenza di difensivi DM in portafogli bilanciati con rischi differenziali (EM).

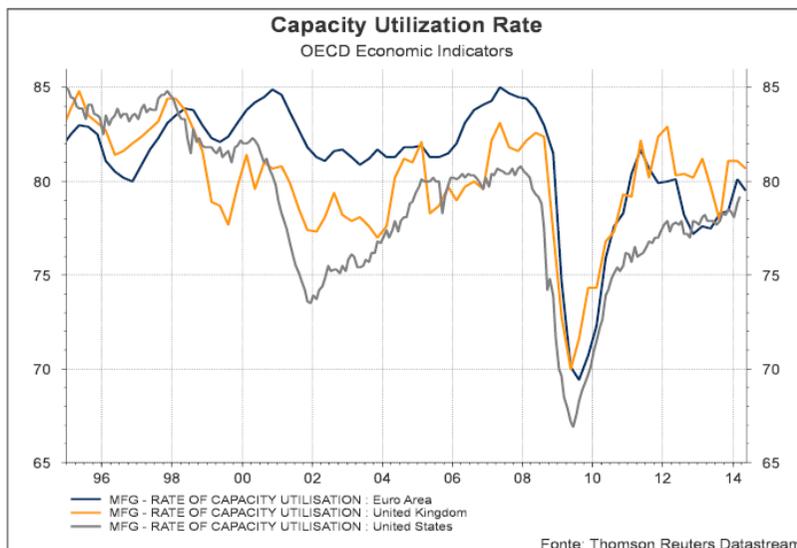
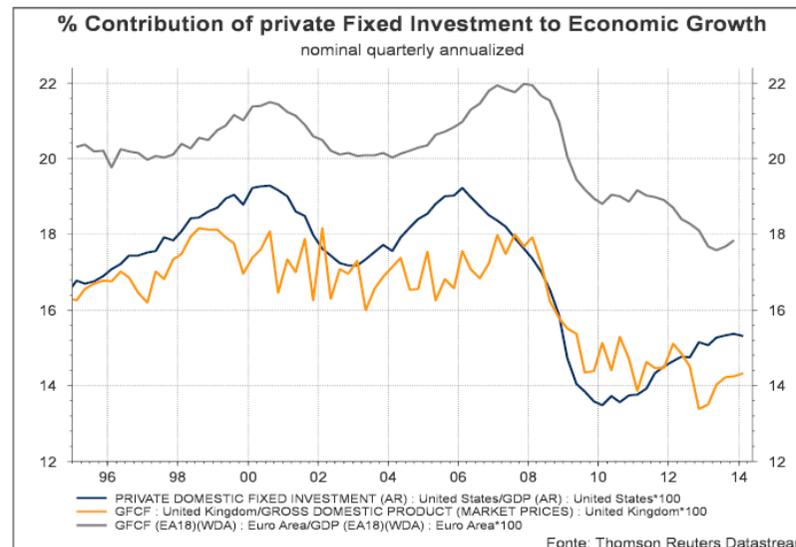
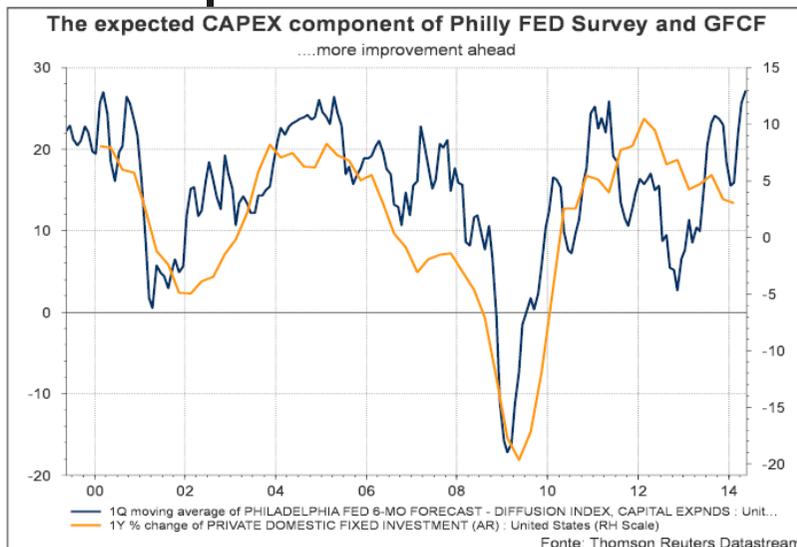
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Global Equity markets



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Focus Equity: Capex is the next driver?

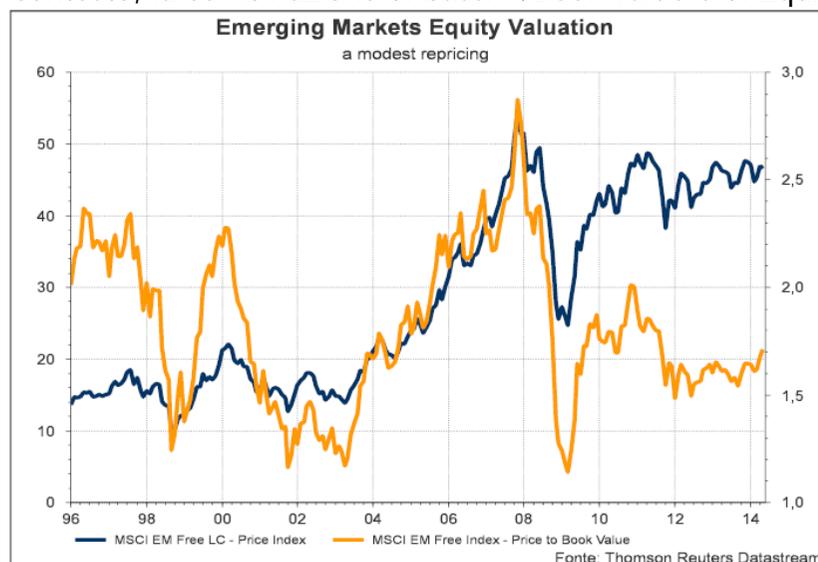


Gli investimenti in CAPEX sono stati fino ad oggi il grande assente dell'attuale ciclo economico, fornendo un contributo medio alla crescita del GDP di circa il 16% contro il 21% che ne rappresenta la media di lungo periodo. Con il tasso di utilizzo degli impianti che nel G7 ha recuperato i valori medi pre-crisi (aggiustati per gli impianti obsoleti o dismessi), una ripresa del CAPEX pare imminente, e negli USA è anticipata dal relativo indice FED di Filadelfia. Se ciò avvenisse, gli EPS di settore sarebbero sottostimati, ed il relativo PE post aggiustamento molto più basso dei livelli correnti. Tecnologie, Beni Intermedi e Finanziari sarebbero i principali beneficiari del repricing; Corea, Taiwan e India gli EM più sensibili.

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

FOCUS: Emerging Markets Equity

Nel mese di maggio si è sperimentato un diffuso apprezzamento per il complesso dell'Equity Emerging Markets, che di fatto ha riportato le performance del relativo indice composito MSCI EM Free in linea con quelle del MSCI World (intorno al +2,3%). Avevamo segnalato in precedenti rapporti che una serie di fattori macro (la sensibilità al ciclo dei tassi internazionali, la posizione di conto corrente della BoP, l'aggiustamento connesso agli eccessi rivenienti dal precedente ciclo economico), unitamente ai rischi idiosincratici (bolle nei mercati delle attività e politiche monetarie restrittive in Cina) ed a quelli sistemici (crisi Ucraina, turbolenze in Turchia e Thailandia) impedivano ai mercati emergenti di accodarsi al graduale miglioramento del quadro dei fondamentali nei paesi sviluppati. Nelle ultime settimane c'è stata una generale attenuazione del pessimismo riguardante gli EM, grazie anche a segnali che paiono indicare l'avvenuto superamento della fase più intensa dell'aggiustamento macroeconomico: in Messico la riforma del mercato dell'energia si è completata avvantaggiando le imprese locali; in Turchia la Banca Centrale ha tagliato i tassi di policy di 50BP, giustificandolo con aspettative di sviluppo del quadro macro relativo agli EM che supporterebbe più ridotti premi al rischio; in India, il solido mandato ricevuto dal partito di maggioranza BJP ha rafforzato le aspettative di riforma della politica economica, e ciò ha spinto l'appetito degli investitori per le attività in valuta locale. In tale contesto, la combinazione di bassi P/Book value e di Equity Premium in crescita ha sostenuto i listini Emergenti.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Global Equity markets arithmetics

In un contesto macro più riflessivo ma meno frammentato nelle tendenze di fondo, nei prossimi mesi ci attendiamo un graduale apprezzamento dell'Equity, supportato da un aumento degli EPS coerente ancorché modesto, da valutazioni che rimangono in linea con le medie storiche e da «earning yield» relativamente elevati rispetto ai «cash yield».

Nel breve termine, a fronte di investitori inclini ad un incremento delle posizioni Equity, un ciclo meno vivace e un'ampia rotazione «cross asset class» ha ricondotto i prezzi correnti intorno ai valori di equilibrio: nel breve operazioni tattiche, legate ai fattori di rischio ed al news-flow, potranno condurre a più ampie correzioni, che costituiranno occasioni per ricomporre i portafogli in vista di una seconda parte del 2014 che prevediamo positiva.

L'Equity Europa ha margini di rialzo significativi: politica monetaria e condizioni finanziarie ultra-espansive, insieme a bassa volatilità macroeconomica potranno supportare una più elevata crescita dei ricavi (grazie anche ad un ciclo che si va rafforzando) e degli utili aziendali. Il Q1-2014 non è stato particolarmente favorevole per gli EPS, cresciuti in Europa del 2,2% su base annua (+5,5% negli USA), confermando che il driver della performance rimangono le valutazioni e che quindi l'atteso taglio dei tassi potrà generare una reazione positiva uniforme di tutti i listini Eurozona.

Gli USA, isolati dagli shock esterni, scontano valutazioni «fair» ma sono esposti alla debole e incerta dinamica dell'attività ed alla possibile sottovalutazione della maturità del ciclo domestico; ciò fa preferire attività connesse al ciclo globale, soprattutto beni intermedi, industriali e tecnologie, in un listino ben diversificato e quindi più protettivo.

MAIN EQUITY INDICES				EPS Growth			P/E Ratios		
	Last Price	%chg YOY	Dividend	2014	2015	2016	2014	2015	2016
	23/05/2014	2014	Yield						
S&P 500	1900,53	2,8%	2,3%	6,3%	8,6%	11,2%	17,4	16,0	14,4
S&P GICS Information Tech.	4185,81	0,2%	2,2%	2,5%	10,6%	10,5%	17,0	15,3	13,9
EURO STOXX (EUR)	328,77	4,6%	3,7%	-4,5%	11,5%	16,2%	16,7	15,0	12,9
FTSE-100 INDEX	6815,75	1,0%	3,8%	-11,3%	8,0%	9,2%	15,5	14,4	13,2
TOPIX First Segment	14602,52	-10,4%	1,9%	75,1%	9,0%	10,9%	14,3	13,1	11,8
MSCI WORLD INDEX	1211,09	2,2%	2,8%	5,6%	8,5%	11,5%	16,9	15,5	13,9
MSCI EMERGING MARKETS	48248,26	2,3%	2,7%	11,7%	9,4%	11,1%	12,1	11,0	9,9
MSCI PACIFIC	766,77	-4,7%	2,7%	38,2%	9,5%	9,5%	15,2	13,8	12,6
MSCI EM LATIN AMERICA	1990,39	20,0%	3,2%	3,8%	11,3%	13,9%	14,5	13,0	11,4

Source: Thomson Reuters & I/B/E/S Global Aggregates

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A. affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

S&P500: Q1-2014 Earnings vs. Expectations

Le società appartenenti allo S&P500 hanno quasi completato la «reporting season» relativa al primo quarto del 2014, con risultati leggermente migliori delle medie storiche. Con riguardo agli EPS, il 69% delle società ha battuto le aspettative, il 9% le ha confermate e il 22% ha realizzato risultati al di sotto del consenso. In aggregato, il risultato è superiore alle medie degli ultimi 20 anni; anche le sorprese positive sono state il 5,0%, un punto percentuale in più degli ultimi quattro trimestri (4,0%). Fra i settori migliori, si segnalano le Utilities (EPS Growth +22,5%), i Telecom Services (+13,9%) e l'Health Care (+12,0%), mentre fra i peggiori troviamo i Financials (-0,6%) e l'Energy (-0,4%). Nel Q1-2014 il tasso di crescita degli utili dello S&P500 si è attestato al +5,5%, per un valore complessivo di 258,9Mld\$, più elevato di quello registrato nel Q1-2013 (245,3mld\$). Segnali discreti vengono dalle «guidance» relative al Q2-2014: 72 società hanno dato indicazioni negative e 21 società hanno fornito indicazioni positive, per un N/P Ratio pari a 3,4 per l'intero indice S&P500 (era il 5,9 un anno prima). Si annuncia pertanto un moderato miglioramento del quadro dei fondamentali, che preannuncia un rialzo meno frammentato del mercato americano.

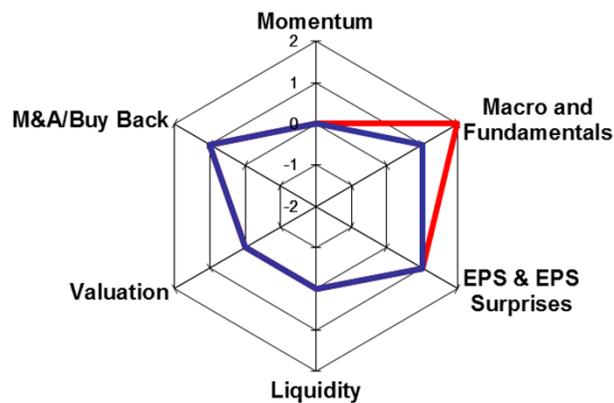
Sector	Above %	Match %	Below %	Surprise Factor %	Reported Total #	Index Total #
Consumer Discretionary	70%	8%	23%	9%	66	85
Consumer Staples	51%	9%	40%	0%	35	40
Energy	80%	5%	16%	8%	44	44
Financials	68%	10%	22%	2%	81	83
Health Care	69%	4%	27%	8%	52	54
Industrials	69%	13%	18%	4%	62	64
Materials	60%	17%	23%	3%	30	30
Technology	76%	12%	12%	8%	59	65
Telecom Services	40%	0%	60%	-1%	5	5
Utilities	77%	3%	20%	9%	30	30
S&P 500	69.2%	8.8%	22.0%	5%	464	500

Source: Thomson Reuters I/B/E/S

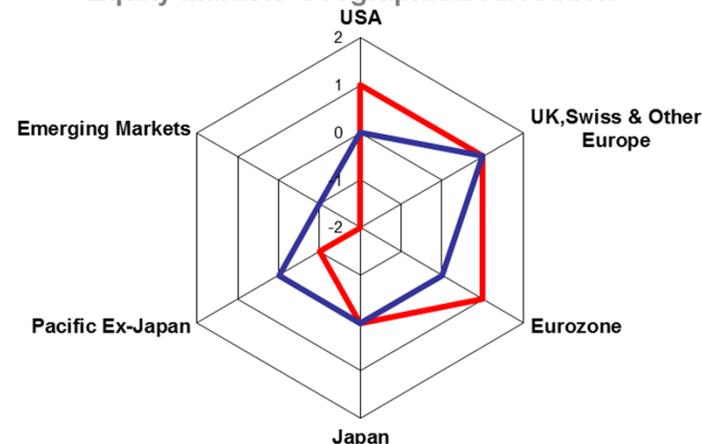
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A. affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Equity Markets: strategia

Equity Markets Value Driver



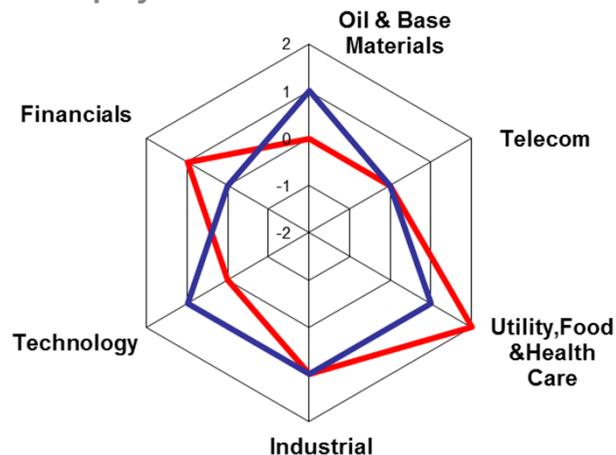
Equity Markets Geographical Allocation



-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

rosso=mese precedente, blu= mese in corso

Equity Markets Sector Allocation

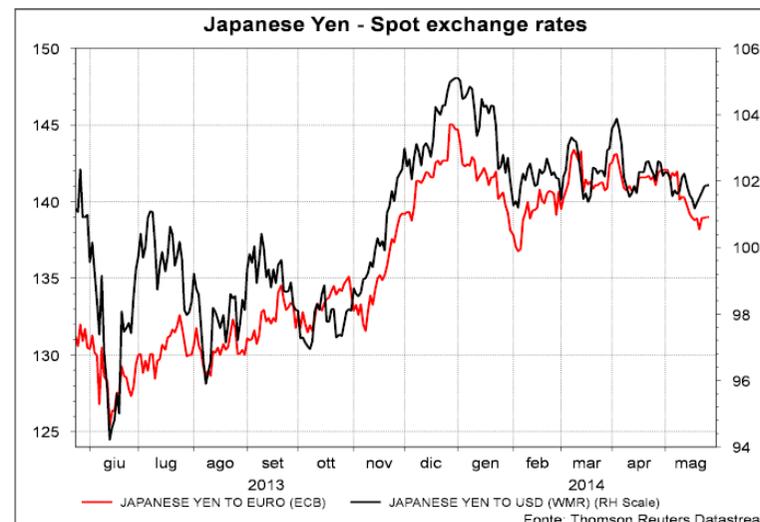
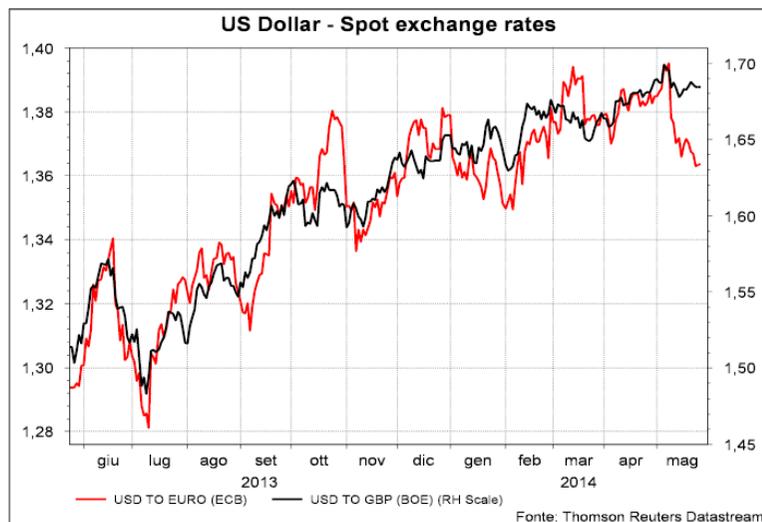


Abbiamo aggiustato le posizioni alla luce della diffusione della ripresa nei DM e dell'attenuazione dei rischi negli EM. Ridotto il peso di EMU, il cui profilo è condizionato da premi al rischio troppo bassi. Abbiamo riportato il peso di Asia-Pacifico a neutrale, sulla base di considerazioni favorevoli ad un incremento dei Tecnologici e dei Beni Intermedi (favorite Corea, Taiwan, India), accumulando posizioni selettive su Brasile e Messico. La posizione in USA è stata riportata su valori di neutralità, in attesa che si chiarisca la rotazione che ha portato gli istituzionali a preferire i difensivi ai ciclici. Il gioco (in parte perduto) dei mega M&A deal può penalizzare Londra a breve, a vantaggio di Zurigo.

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

FX Markets: majors

Il mercato FX ha evidenziato movimenti dei tassi di cambio principali piuttosto accentuati in maggio, nonostante che la volatilità sia ulteriormente diminuita. Fra le major, è stato in particolare EUR a far segnare le più significative correzioni, perdendo sia contro USD che contro GBP. Per la moneta unica il quadro si è modificato dopo che il Presidente della BCE ha anticipato possibili misure di politica monetaria che avrebbero fra gli obiettivi più evidenti proprio una svalutazione del tasso di cambio. Sarebbe in particolare un tasso di interesse negativo sul deposito marginale ad influire sulla traiettoria dell'EUR, sulla base di tre elementi: 1) la diminuzione del punto di ancoraggio della curva dei tassi renderebbe più vicino al livello dell'output gap il tasso neutrale di lungo termine; 2) le aspettative di inflazione risulterebbero più coerenti con l'inflazione di fondo, impedendo una continua diminuzione dei prezzi e stabilizzando i tassi di interesse reali; 3) supportato da una minore volatilità dei parametri (tassi a breve e inflazione), EUR sarebbe la divisa «short» preferita per operazioni di «carry trade», specie contro divise favorite da un atteggiamento espansivo della BCE (TRY, PLN, HUF, BRL, MXN). Una parte del successo della manovra dipenderà dalla velocità con la quale la FED intenderà modificare i propri tassi di interesse, così come inizialmente è probabile che la divisa europea si muova in senso contrario, per via degli effetti sui prezzi dei Governativi principali di una riduzione della struttura a termine. Ha guadagnato trazione JPY, supportato da evidenze macro migliori del consenso e da un atteggiamento della BoJ piuttosto ambiguo sul futuro della politica.

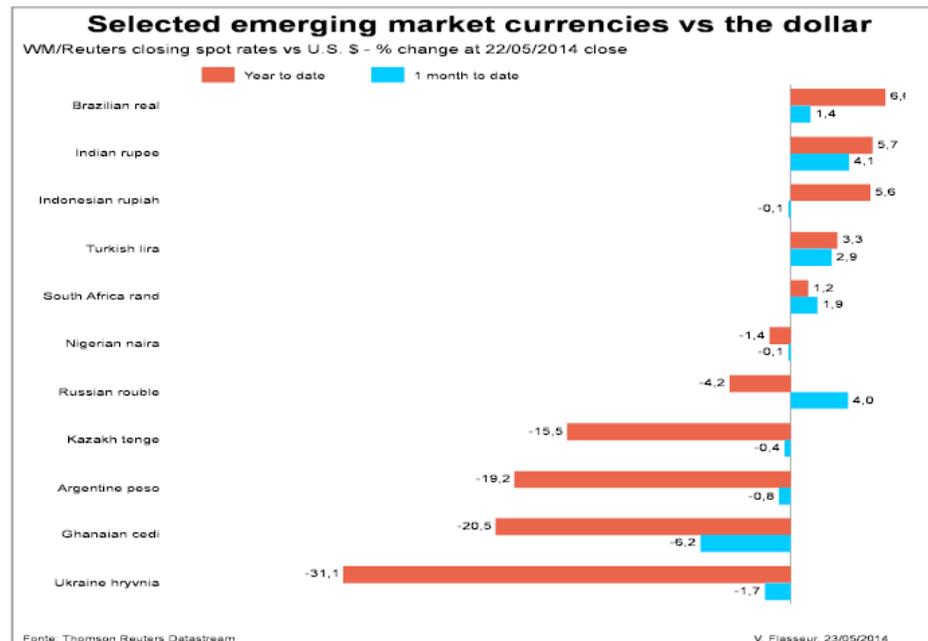


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

FX Markets: EM currencies

Il complesso delle divise EM, nonostante i recuperi messi a segno da inizio anno, non esprime tuttora valutazioni eccessive. E' pur vero che parte della competitività esterna è stata erosa dai recenti apprezzamenti nominali e da differenziali di inflazione verso i DM ancora penalizzanti, ma i forti cali sperimentati fino a febbraio lasciano ampio spazio per giudicare le valutazioni mediamente inferiori ai livelli di equilibrio. Peraltro, alle nostre top picks (BRL, IDR e INR) si è aggiunta di recente la TRY, che ha beneficiato di un taglio a sorpresa dei tassi da parte della CBT nonostante un tasso di inflazione sensibilmente più elevato del target. La TRY ha così potuto sfruttare un triplice volano per apprezzarsi: 1) l'appetibilità dei governativi «local market»; 2) l'accumulo di posizioni carry trade «long TRY»; 3) la maggiore stabilità dei flussi di portafoglio, grazie ad un consolidamento della fiducia nell'azione a sorpresa della banca centrale. In un contesto di mercato che è apparso meno fragile (ne è conferma il recupero del RUB in maggio, +4,0%), la diminuzione dei livelli di avversione al rischio si è sommata ai driver fondamentali delle EM currencies (rafforzamento delle partite correnti, carry positivo, valutazioni attraenti) sostenendo le divise.

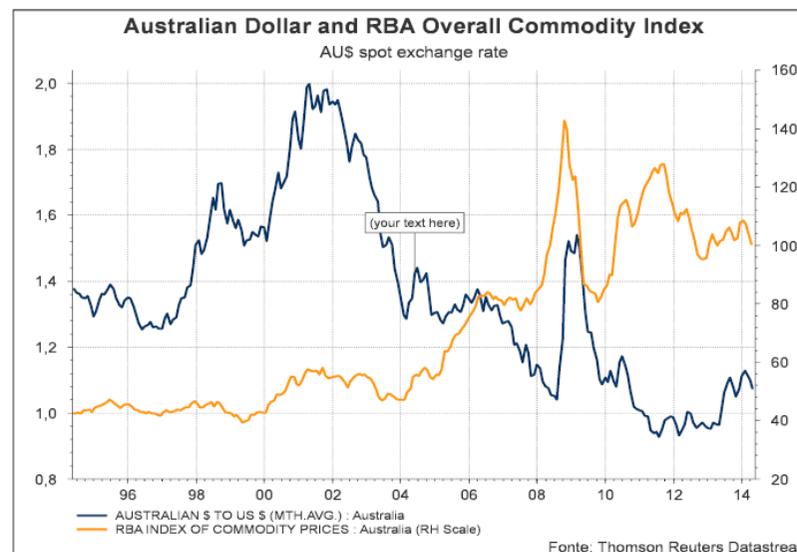
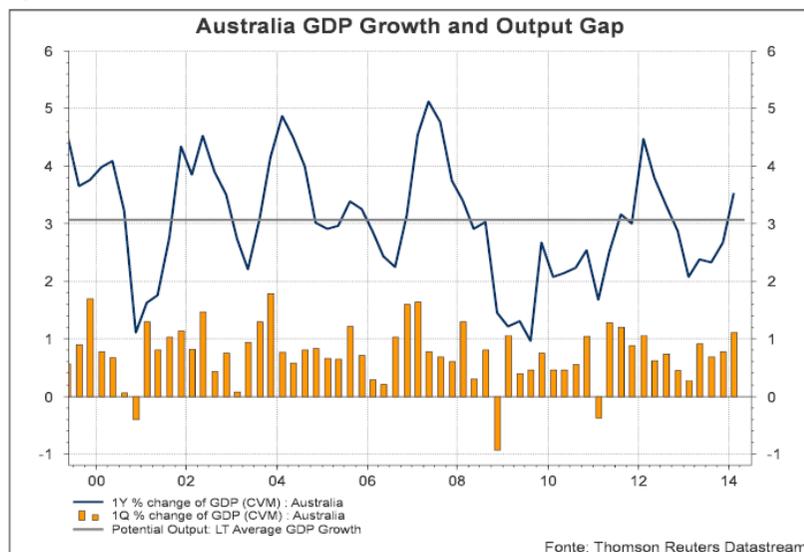
Tenuto conto che il quadro appare ancora in evoluzione, e che il diffondersi di tensioni geopolitiche in aree critiche per gli approvvigionamenti energetici può indurre inversioni improvvise dei flussi di fondi, manteniamo una view positiva selettiva, in particolare per: 1) INR, dove il solido mandato ottenuto dal partito BJP, impegnato nella prosecuzione del piano di riforma del sistema industriale e delle infrastrutture, ha acceso l'appetito degli investitori sul mercato locale; 2) BRL, dove elevati tassi reali a fronte di diminuite tensioni inflazionistiche potrebbero favorire un rally dei governativi; 3) ZAR (FX hedged), dove il mercato locale è sostenuto da elevati tassi reali, carry molto attraente e un atteggiamento più «morbido» della SARB.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

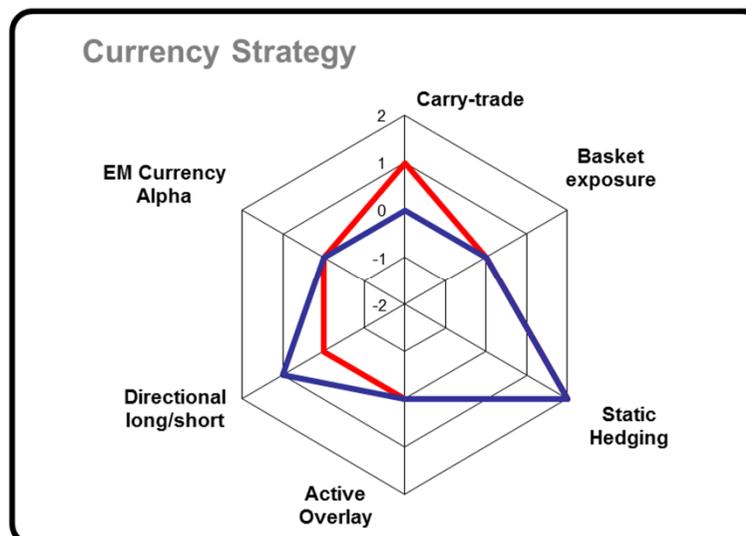
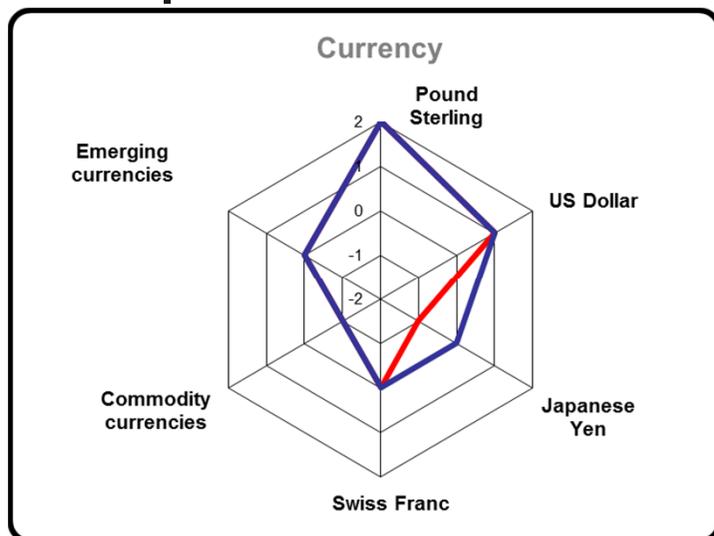
FX Markets: focus AUD

Nel Q1-2014 l'economia australiana è cresciuta del 1,1% su base congiunturale (+4,5% QOQ Saar), con una sensibile accelerazione rispetto alla precedente traiettoria. Il tasso tendenziale si è attestato al +3,5%, superando l'output potenziale (che la RBA valuta al 3,25%). Nonostante la forza della divisa, oltre i due terzi della crescita sono da attribuire alle esportazioni nette, mentre la componente domestica della domanda aggregata è cresciuta meno del 1,0% YOY. La tenuta del AUD sta imponendo un diffuso aggiustamento del sistema economico australiano, in particolare nei settori manifatturieri, della distribuzione al dettaglio e del turismo. Le esportazioni nette sono sostenute in particolare dai precedenti investimenti nel settore minerario e da un significativo incremento dei volumi di interscambio nel comparto agricoltura/allevamenti. Ci aspettiamo una continuazione di questa tendenza, grazie ai margini produttivi impliciti nel precedente boom di investimenti nel settore estrattivo. Dal mercato del lavoro non sono venute notizie rassicuranti, anche se il tasso di disoccupazione (5,8%) è ormai fermo da tre mesi sotto il picco di gennaio, e i dati più recenti evidenziano una sostituzione di posti di lavoro a tempo determinato (-17k) con occupazione stabile (+95k). L'ultimo verbale della RBA ha segnalato che «il GDP si muove intorno al trend» (non più sotto il trend), suggerendo un possibile rialzo dei tassi entro fine anno (anche per contrastare le tensioni sul mercato immobiliare). La previsione su AUDUSD è stata rivista a 0,9250 da 0,9010.

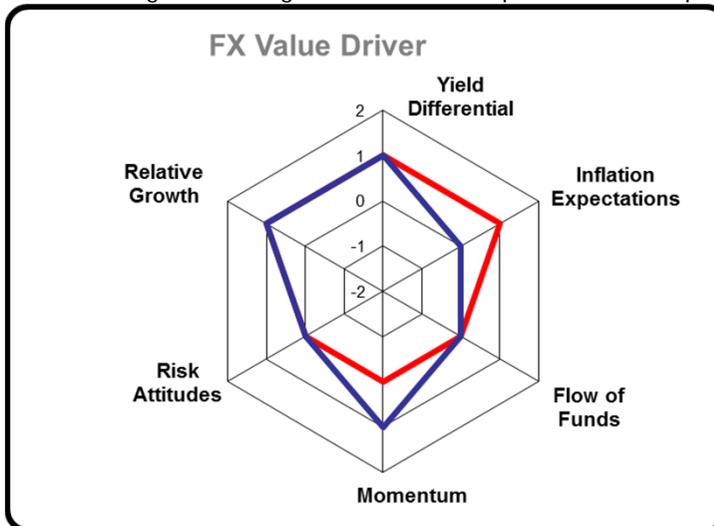


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

FX Markets: strategia



-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo rosso=mese precedente, blu= mese in corso

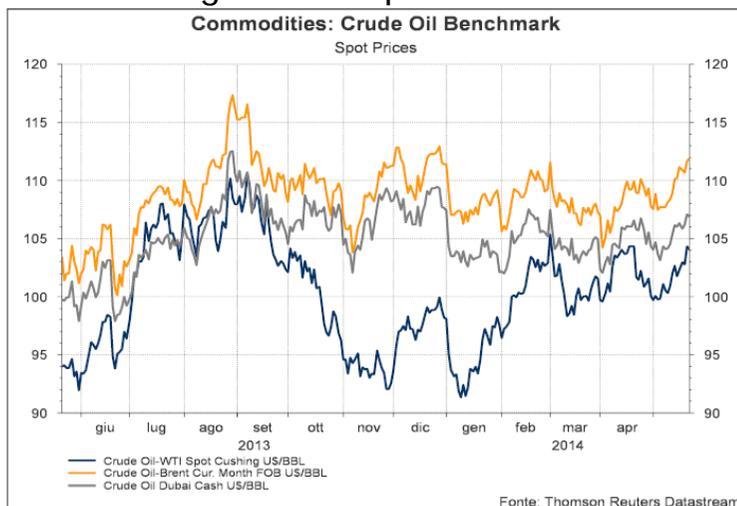


Manteniamo posizioni «long GBP» a breve contro tutte le majors, accumulando posizioni direzionali «long USD». Su JPY la posizione è ora «*neutral*», per effetto di aspettative di politica monetaria meno complacenti del consenso; chiuse quindi le operazioni carry-trade «short JPY». Bassi livelli di volatilità suggeriscono operazioni di copertura strategiche, in questa fase favorite da costi contenuti. Risposte di policy e ridotte tensioni macro alimentano il «momentum» fra le EM currency, in particolare BRL, MXN, IDR, mentre TRY è tornata attraente dopo che la Banca Centrale ha deciso un taglio dei tassi pro-ciclico.

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Commodity Markets

Nel mese di maggio il complesso delle commodity ha fatto segnare una performance positiva, ancorché limitata allo 0,1%. Nel comparto Energy (+1,1%) sono stati soprattutto i prodotti grezzi a sostenere i prezzi, grazie alla ripresa della domanda di raffinazione a seguito della chiusura del periodo di manutenzione degli impianti. Il Brent ha registrato una maggiore tensione sui prezzi di mercato a causa dei rischi di guerra civile in Ucraina; ne ha risentito in particolare lo spread contro WTI, che tuttavia è rapidamente rientrato a fine maggio. Migliori condizioni meteo hanno anticipato la «driving season» nell'emisfero nord (in corrispondenza delle festività pasquali), con effetti limitati sui prezzi dei raffinati e della benzina in particolare. Nel comparto dei Metalli Industriali (+1,2%), ai positivi andamenti di Palladio e Platino (di fatto Preziosi con prevalente uso industriale) si è aggiunto il Rame (+2,4%), che ha beneficiato del sensibile miglioramento delle aspettative di business degli imprenditori cinesi e di un quadro degli Emergenti meno pessimistico dopo le elezioni in India. Le Agricole hanno registrato un calo del -5,0%, dopo che il rapporto mensile del USDA ha segnalato il ripristino di condizioni di offerta abbondanti nel futuro prevedibile.



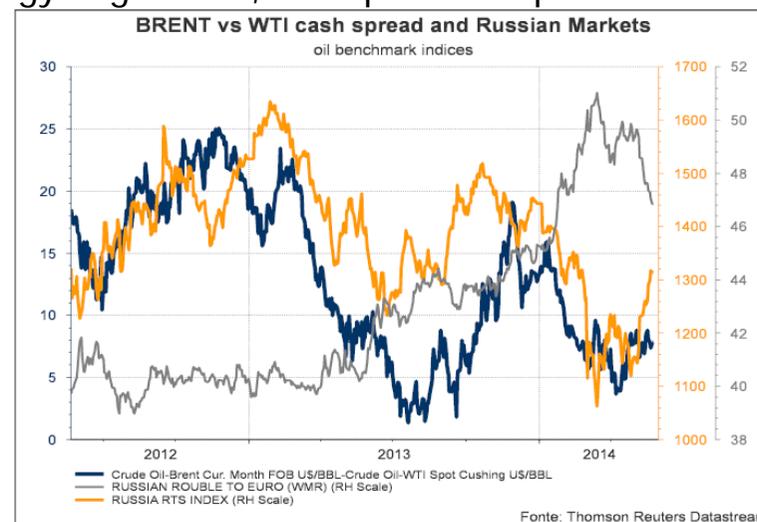
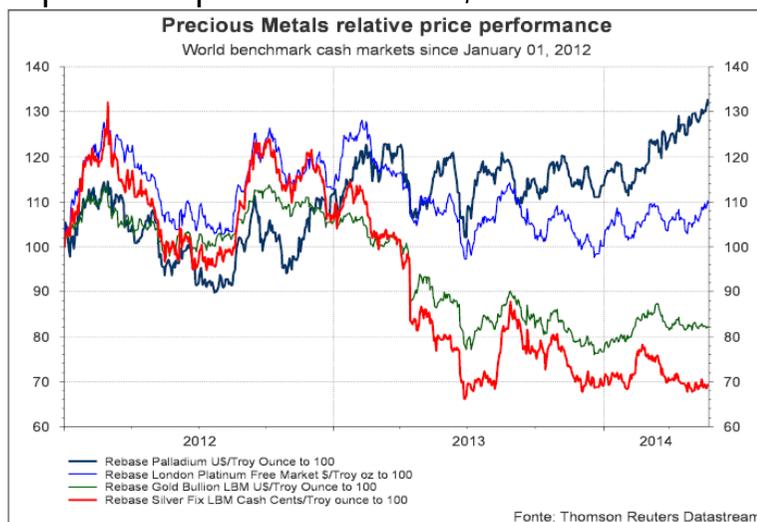
GOLDMAN SACHS COMMODITY INDEX				
Constituents	week%	mt%	2014ytd%	2013final%
S&P GSCI Commodity	0,70%	0,11%	4,13%	-2,21%
S&P GSCI Energy	1,30%	1,06%	1,93%	4,04%
S&P GSCI Industrial Metals	0,41%	1,18%	0,41%	-9,30%
S&P GSCI Livestock	-2,01%	0,34%	17,16%	1,82%
S&P GSCI Agriculture	-0,89%	-5,00%	13,13%	-22,09%
S&P GSCI Precious Metals	-0,10%	-0,78%	6,55%	-29,31%

Fonte: Datastream - dati al 26 05 2014

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Focus Commodity: risk factors analysis

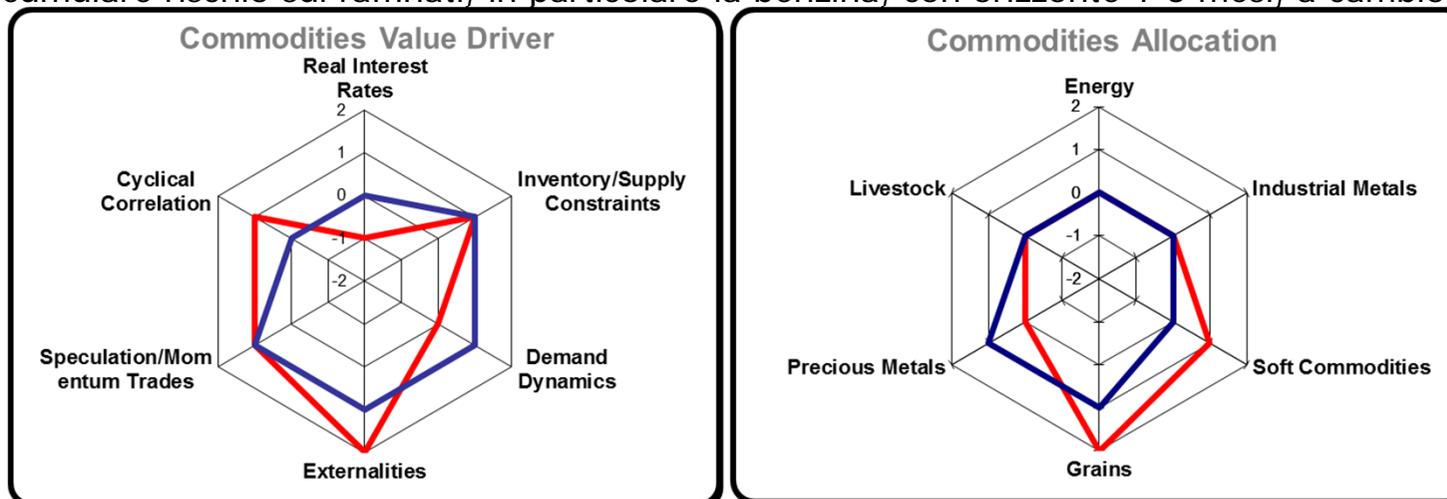
Benché le commodity siano una classe di attività trascurata dagli investitori istituzionali in questa fase storica, esse continuano in generale a costituire potenti indici anticipatori delle preferenze del mercato e delle aspettative sulle possibili evoluzioni del quadro dei fondamentali. Con riferimento ai metalli preziosi, le flessioni di Oro e Argento confermano l'assenza di rischi di inflazione all'interno di un quadro caratterizzato da una persistente stabilità finanziaria, mentre il forte aumento dei prezzi del Palladio e del Platino (in misura minore) riflette la combinazione di un aumento della domanda finale (da parte dei costruttori di auto per i catalizzatori), di bassi livelli di scorte e di vincoli dal lato dell'offerta (lo sciopero pluriennale nell'industria estrattiva del Sud Africa). Con riferimento ai possibili effetti della crisi Ucraina sui prezzi del petrolio, i dati di mercato evidenziano una correlazione molto robusta fra gli indici di preferenza e di rischiosità delle attività finanziarie russe (qui abbiamo riportato il tasso di cambio RBL/USD e l'indice azionario RTS\$) con lo spread Brent-WTI (misurato sui prezzi osservati sul mercato fisico): trova conferma l'ipotesi che la crisi impatta sul prezzo del Brent, e non sul mercato energy in generale, dove pesano di più le scorte.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Commodity Markets: strategia

Ancorché la rotazione settoriale osservata in maggio sia positiva per la tenuta del quadro tecnico delle commodity, essa non ci ha indotto a modificare il sottopeso del comparto per il prosieguo dell'anno. Nel breve, riteniamo possa continuare l'apprezzamento del Palladio, grazie ad un sensibile aumento della domanda da parte dell'industria automobilistica: il prezzo dovrebbe beneficiare di un ridotto livello di scorte e di vincoli dell'offerta del materiale alternativo (il Platino), la cui produzione stenta a decollare a causa del peggioramento della qualità degli impianti estrattivi dopo la fine del lungo sciopero in Sud-Africa. Sulle Agricole, il rapporto WASDE segnala il sostanziale equilibrio di domanda e offerta sul mercato fisico per tutte le varietà di grani nei prossimi mesi, con sostanziosi incrementi dei livelli di scorte residui per Mais e Soia, a seguito di un raccolto che si stima possa doppiare la dimensione della domanda finale. Pesa inoltre l'abbondanza di prodotti Energy raffinati, che riduce la domanda di etanolo. Abbiamo quindi chiuso la posizione sul Mais detenuta fino a metà maggio. Sull'Energia, manteniamo una posizione tattica al rialzo sullo spread BRENT-WTI, mentre cominciamo ad accumulare rischio sui raffinati, in particolare la benzina, con orizzonte 1-3 mesi, a cambio aperto.

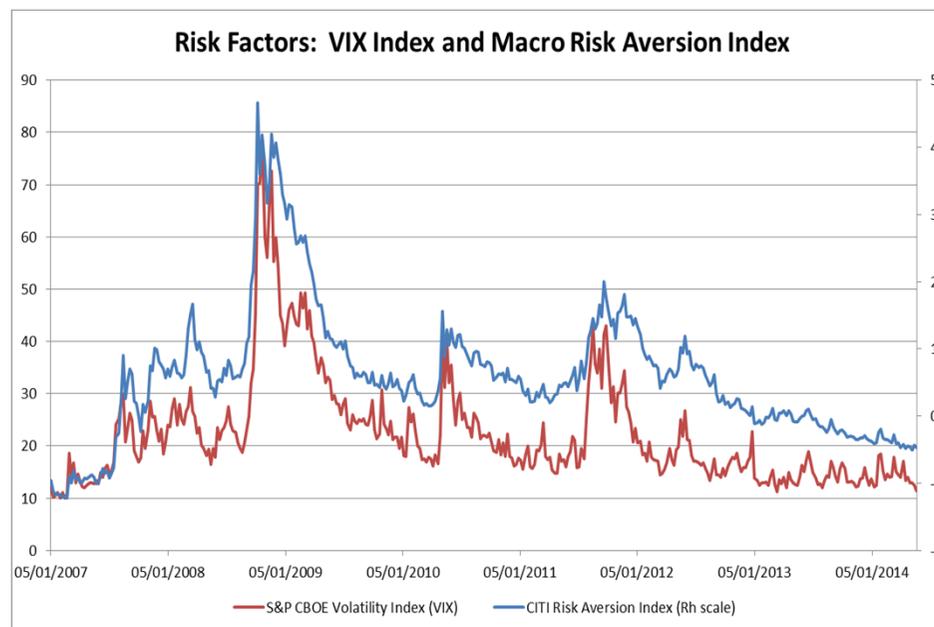


-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo rosso=mese precedente, blu= mese in corso

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Risk Factors: Volatility & Risk Aversion

Dati macro migliori delle attese in Giappone, Cina, India, ed una sostanziale tenuta delle previsioni di consenso per quanto riguarda l'emisfero occidentale, hanno indotto valutazioni più ottimistiche fra gli investitori, riducendo i livelli di volatilità e di avversione al rischio sistemici. Ne è risultata un'ampia rotazione geografica, che ha favorito alcuni listini emergenti (Mexico Borsa in particolare), il Dax, il Nasdaq, lo SMI, l'IBEX. Più contenuto il recupero di Tokyo, anche Milano ha pagato la ricomposizione dei portafogli scontando un quadro macro peggiore. L'esposizione dei portafogli istituzionali rimane protettiva, ma si è osservata una significativa sostituzione degli spread EMU con le obbligazioni EM di alta qualità denominate in dollari, favorite da una più contenuta volatilità relativa. Le oscillazioni del FX sono schiacciate sui minimi storici, che penalizzano EUR contro USD e GBP. Modesto il recupero di JPY.

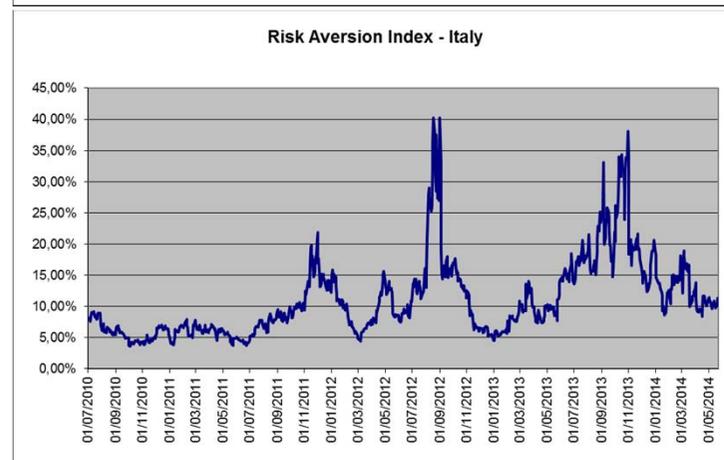
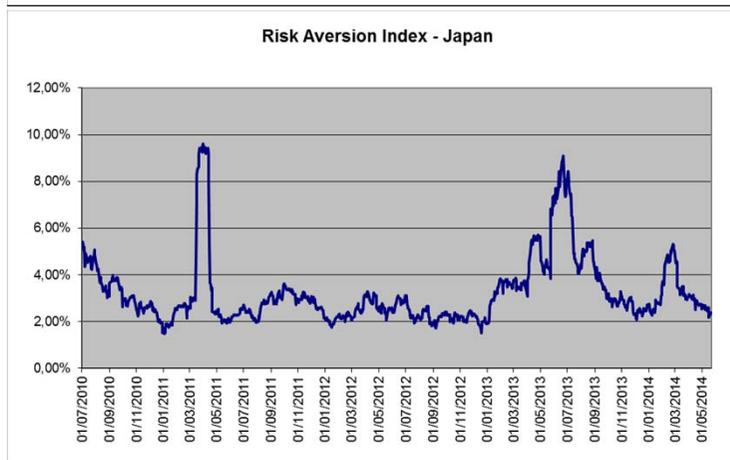
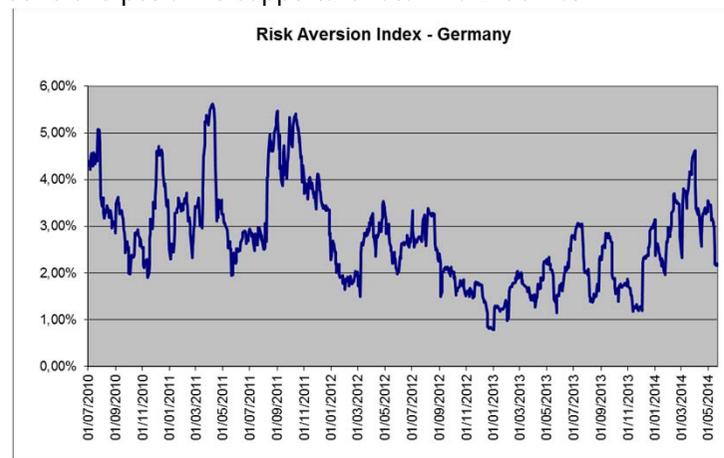
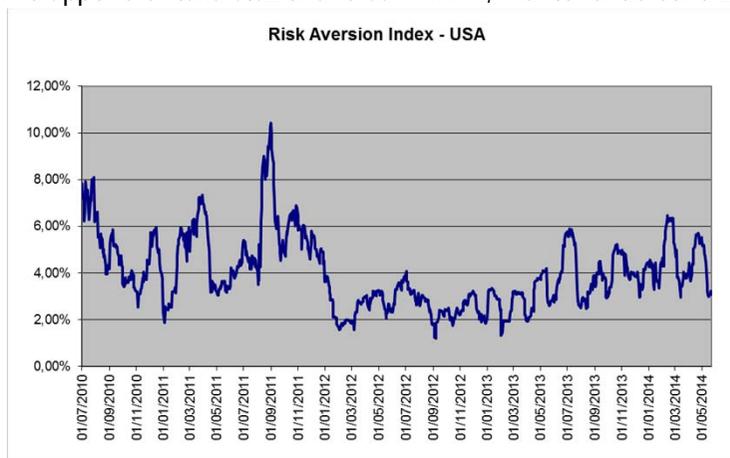


Standard deviation (21 dd) of the main financial assets									
	Yield to Maturity Benchmark Govies			Equity Indices			Foreign Exchange vs US\$		
	March	April	May	March	April	May	March	April	May
USA	27,03	20,75	20,53	10,13	13,70	8,93	-	-	-
Brazil	22,53	13,30	17,23	19,26	20,53	17,45	10,85	12,27	9,31
Mexico	17,04	10,45	10,74	15,71	10,03	10,43	7,40	5,55	3,93
UK	23,53	21,41	23,77	12,28	9,66	6,57	3,68	3,94	4,00
France	29,23	26,65	25,05	17,73	12,07	10,11	6,13	3,46	3,93
Germany	39,32	30,94	35,93	21,43	16,69	11,56	6,13	3,46	3,93
Italy	17,65	18,36	33,81	22,82	22,13	22,49	6,13	3,46	3,93
Japan	25,69	24,30	18,23	23,63	19,91	18,82	7,08	5,94	3,68
Australia	20,27	11,20	14,34	9,67	9,27	9,58	8,22	6,69	5,51
Canada	23,53	18,94	18,97	5,29	7,70	7,58	7,19	4,42	5,06

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Attitudini degli investitori verso il rischio

Nella seconda metà di maggio gli investitori hanno gradualmente abbandonato gli eccessi di prudenza che ne avevano caratterizzato i comportamenti nella prima parte dell'anno: ad un quadro macro che mostra crescenti e diffusi sintomi di consolidamento si associano condizioni finanziarie tuttora molto favorevoli, mentre i paesi emergenti alimentano giudizi meno pessimistici con il progredire della fase di aggiustamento avviata nel secondo quarto del 2013. Gli indici di avversione al rischio hanno pertanto fatto segnare cali significativi, in particolare in Germania e negli Stati Uniti, con i rispettivi listini che beneficiano di sostanziali recuperi di trazione. I RAI in Giappone e Italia stazionano sui minimi, mantenendo condizioni operative che potranno supportare futuri rialzi dei listini.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Le macro view

- Il quadro macro si è deteriorato nella prima parte dell'anno: all'aggiustamento dei paesi emergenti si è affiancato un diffuso rallentamento della crescita economica in Cina e negli USA, una marcata volatilità del ciclo in Giappone ed una ripresa dell'Eurozona ancora debole e frammentata.
- I dati più recenti indicano tuttavia un diffuso miglioramento dell'ambiente economico, grazie anche a crescenti sintomi di esaurimento della fase più acuta dell'aggiustamento degli Emergenti.
- Le banche centrali hanno rafforzato i propri «commitment» ultra-accomodanti, contribuendo a compensare i rischi sistemici (Ucraina) e inducendo una ripresa dell'appetito degli investitori.
- Lo scenario di base risulta confermato: la crescita nei paesi avanzati si rafforzerà nella seconda parte dell'anno, nell'ambito di diffusi rischi al ribasso per l'inflazione. Il GDP registrerà dinamiche più compresse e livelli coerenti con un tasso di sviluppo sub-potenziiale. L'assenza di rischi di inflazione manterrà bassi i premi al rischio sulle curve benchmark a lungo termine, ma aprirà spazi di arbitraggio sulla «term structure», con crescenti difficoltà di controllo per le banche centrali.
- L'aggiustamento necessario al riassorbimento degli squilibri nei paesi emergenti continuerà, ma i tempi stimati per la conclusione di questa fase si sono accorciati: la Cina ha adottato misure intese a compensare l'irrigidimento creditizio, l'India ha annunciato un piano di riforme economiche, il Brasile si accinge ad accogliere flussi turistici epocali per il campionato del mondo di calcio.
- L'impegno delle banche centrali a mantenere un «easing bias» per un periodo di tempo ancora lungo attenua la volatilità dei mercati, almeno fino a quando l'inflazione reale rimarrà «controllata».
- La view sull'Eurozona rimane bilanciata; il pacchetto di misure che la BCE si accinge a varare può indurre una rotazione inizialmente favorevole ai mercati «core», frenati fino ad oggi da valutazioni eccessive. La view sugli USA è più equilibrata, riteniamo che l'economia sia ormai avviata su un sentiero di crescita più maturo dei competitors, che induce a scelte più orientate verso i ciclici.

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Le scelte di investimento globali

- Sintomi di ripresa più diffusi a fronte di elevata capacità inutilizzata, rischi al ribasso per gli EM e per l'inflazione costringono gli investitori Equity a scelte selettive. I Corporate HY e IG beneficiano di una sostanziale stabilità dei tassi benchmark. Un portafoglio bilanciato pare una risposta coerente al più riflessivo quadro dei fondamentali.
- Nel fase attuale prevale un'allocazione opportunistica, basata sulla selezione dei fattori di rischio piuttosto che sull'ottimizzazione. Riteniamo pienamente incorporato nei prezzi e nelle aspettative lo scenario macro, e pertanto la ricerca di rendimento si basa su temi di rischio coerenti e realizzabili con posizionamenti flessibili.
- Ci attendiamo in tale contesto andamenti mediamente piatti o più deboli delle grandi classi di attività correlate con uno scenario macro meno ottimistico (bassa volatilità sistematica), e più instabilità locale connessa alla prevalenza di posizioni tematiche tattiche, direzionali, di arbitraggio o relative value (alta volatilità idiosincronica). L'attività di allocazione sarà pertanto decisamente più complessa, le sostituzioni di portafoglio più frequenti.
- In un quadro di investimento ancora poco sostenuto dai driver di fondo del valore, l'Equity DM continua a segnalare la prevalenza di valutazioni «fair». Nel passaggio a strategie selettive, suggeriamo il mantenimento del peso degli USA, accompagnato da una rotazione settoriale verso i ciclici: il paese è più isolato dagli shock esterni e più avanti nel ciclo, che peraltro comincia a mostrare i sintomi di una sostanziale maturità. La ripresa delle operazioni M&A alimenta le prospettive di UK e Svizzera, mentre EMU beneficerà dell'attesa manovra della BCE.
- Sia pure scontando un graduale irrigidimento della politica della FED, la curva USA (anche nel segmento 2-5Y) ha sperimentato un'attenuazione delle tensioni, anticipando tempi più lunghi per la normalizzazione. Non basta per incrementare il peso dei governativi «core»; anche gli spread periferici EMU hanno ormai margini molto limitati.
- Vediamo spazi di rialzo per USD contro EM e Commodity CCY, anche se meno accentuati, e per GBP contro tutte le major. L'EUR tenderà a deprezzarsi contro USD dopo l'attesa manovra BCE, deboli JPY e CNY (effetti di policy).
- Nuove opportunità per i Convertibles, specie negli USA ed in UK, grazie alle aspettative sui tassi e ad una migliore intonazione dell'Equity. Restano compressi gli spazi per i Corporate, ma gli spread sono ancora 45bp più elevati dei livelli pre-crisi, le politiche monetarie restano accomodanti, e in media per il comparto il «carry» è migliore.
- Sulle Commodity vediamo spazi su Palladium, Platinum, Gasoline; upside momentum su Brent-WTI spread.
- Selettività su EM Equity; occasioni sui Sovrani EM (BRL, INR, PLN, MXN in Lc; ZAR hedged USD).

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A. affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Global Market Model Macro Trend

GLOBAL FINANCIAL MARKETS' DYNAMIC - EXPECTED TRENDS

Macro Asset Classes	tactical view	strategic view		tactical view	strategic view
EQUITY INDICES (local currency)			CORPORATE BONDS, STRUCTURED & SPREADS		
USA & CANADA	=	+	CORPORATE HY EUROPE	+	+
EUROZONE	=	+	CORPORATE HY USA	=	+
UNITED KINGDOM	+	+	CORPORATE HG EUROPE	+	=
SWITZERLAND	=	+	CORPORATE HG USA	=	=
EUROPE - NORDIC COUNTRIES	+	+	CORPORATE EM	-	-
JAPAN	=	+	SOVEREIGN EMU SPREAD	=	+
EM - ASIA	-	-	STRUCTURED & CONVERTIBLES	+	+
EM - LATAM	--	-	FOREIGN EXCHANGE (Euro cable)		
EM - EAST EUROPE	-	=	UNITED STATES \$	+	+
GOVERNMENT BONDS & SUPRANATIONAL (prices)			BRITISH POUND	++	+
USA	-	--	JAPANESE YEN	=	--
GERMANY (EMU)	+	-	SWISS FRANC	=	=
JAPAN	=	-	COMMODITY CURRENCIES	-	=
UNITED KINGDOM	=	--	HY CURRENCIES	-	-
EUROPE - OTHERS	-	=	COMMODITIES (GSCI indices)		
EMU (ITALY & SPAIN)	+	+	GRAINS	=	=
EMU (OTHER NON CORE)	+	+	SOFT COM. & LIVESTOCK	-	=
CEEMEA	-	=	ENERGY	+	+
SOVEREIGN EM	=	=	INDUSTRIAL	=	+
SUPRANATIONAL	+	+	PRECIOUS METALS	=	-

Key: ++ very positive + positive = neutral - negative -- very negative