

Novembre 2014



# SCENARIO DI INVESTIMENTO

---



---

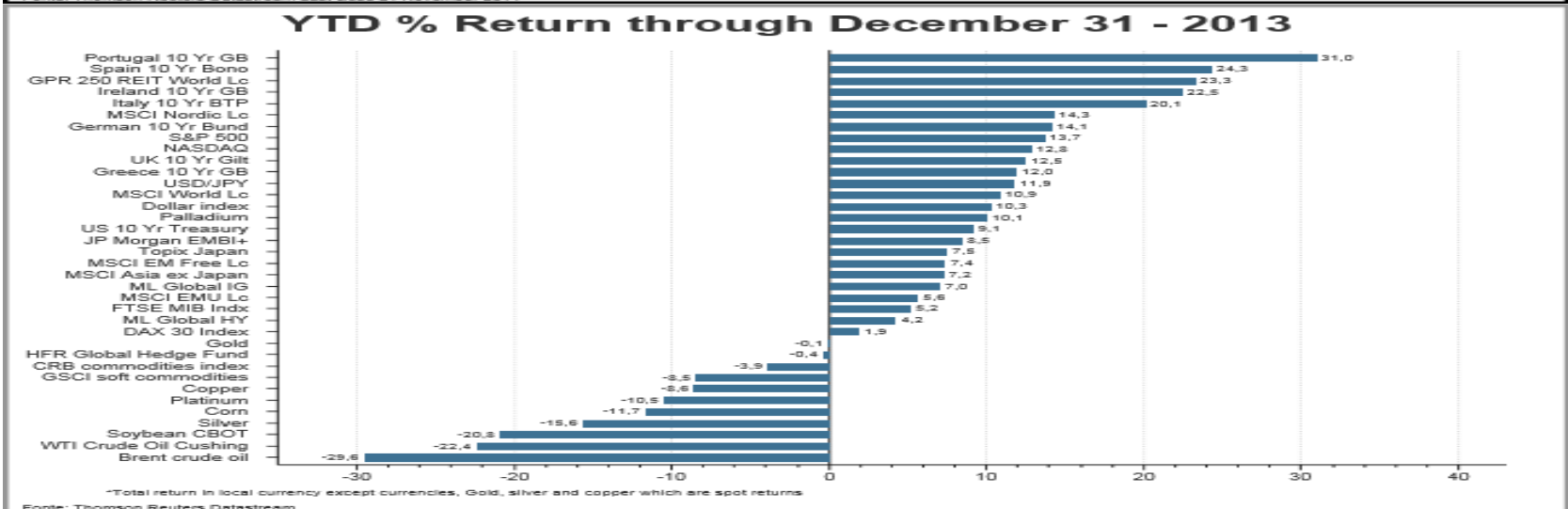
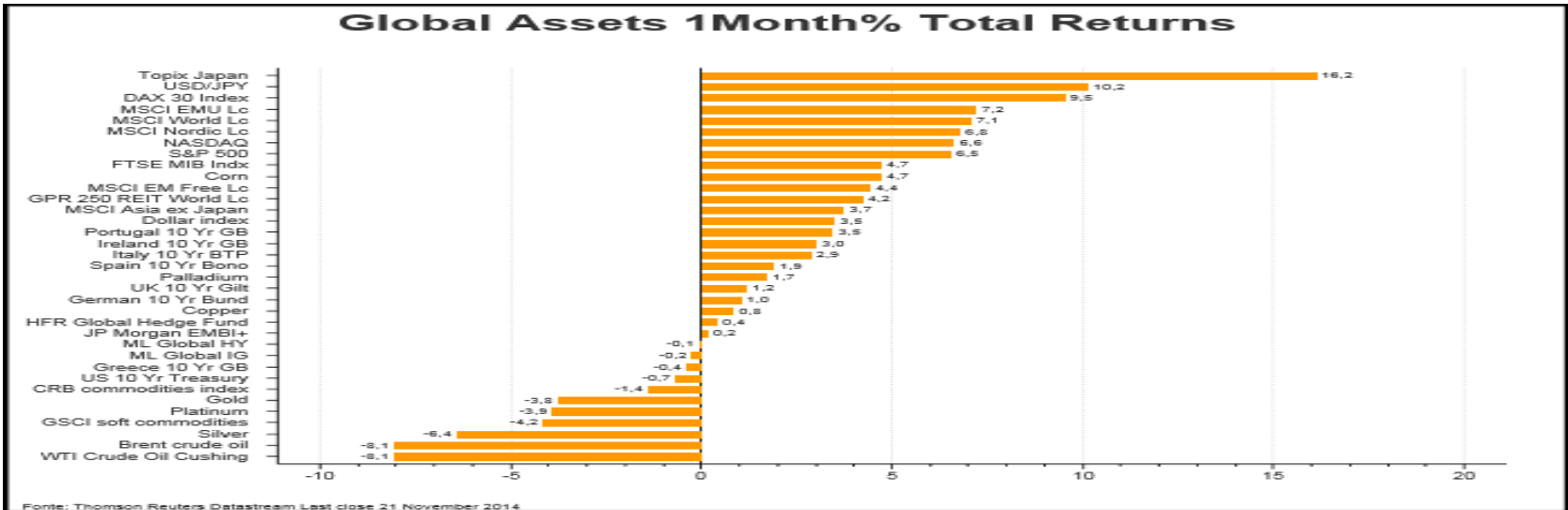
**The Chief Strategist Overview**

---

# Le macro view

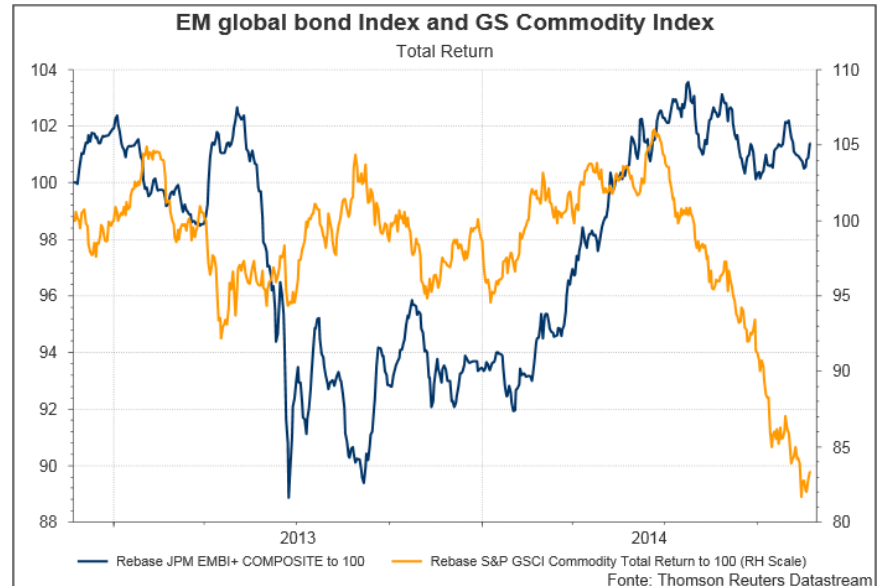
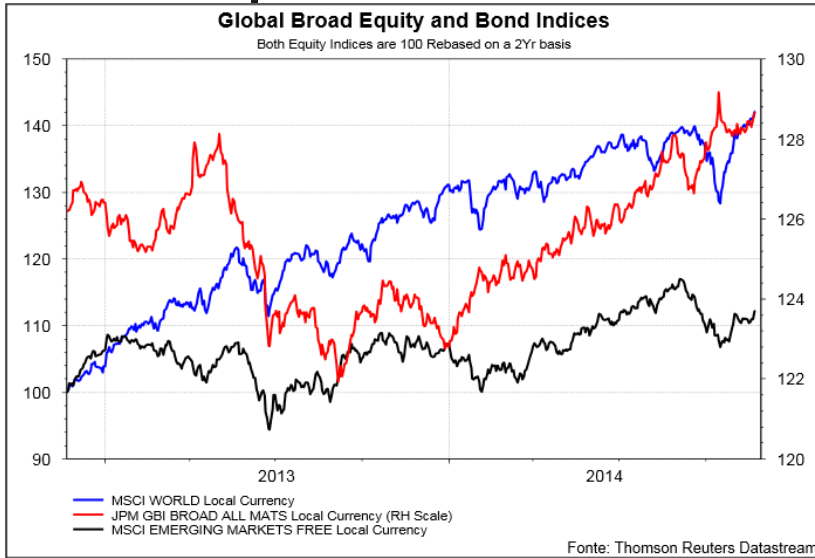
- Il data-flow di novembre, estremamente negativo per numerosi indicatori di crescita e di inflazione, ha rafforzato le nostre ipotesi su un indebolimento del ciclo globale: gli USA rimangono da soli a sostenere la ripresa, e per questo essa è più incerta.
- I dati più recenti indicano un peggioramento dell'ambiente economico: Eurozona e Giappone registrano un rallentamento degli indici di attività, in Cina peggiorano investimenti e produzione.
- Le banche centrali hanno rafforzato i propri «commitment» ultra-accomodanti, contribuendo a compensare i rischi sistemici e geopolitici e inducendo una ripresa dell'appetito degli investitori.
- Lo scenario di base si è modificato: la crescita nei paesi avanzati risulterà positiva ma più contenuta delle previsioni nell'ultima parte dell'anno (+2,4% contro +2,9% precedente), nell'ambito di diffusi rischi al ribasso per l'inflazione in Giappone e nell'Eurozona. Il GDP registrerà dinamiche più compresse e livelli coerenti con un tasso di sviluppo sub-potenziabile. 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.
- In Cina le «politiche di controllo» hanno allungato i tempi della ripresa, comprimendo il credito, ma il GDP è sceso molto al di sotto del target delle autorità, tanto che la PBoC è dovuta intervenire più volte, con un mix di stimoli monetari, taglio dei tassi e svalutazione del cambio per impedire la tracimazione del tasso di crescita sotto il +7,0% annualizzato.
- 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».
- Più complicato immaginare che rimanga sotto controllo anche la volatilità macroeconomica, dal momento che le ampie divergenze delle politiche monetarie ed una loro sostanziale inefficacia rispetto all'obiettivo di inflazione potranno alimentare incertezze, inducendo frequenti correzioni.

# Le performance dei mercati



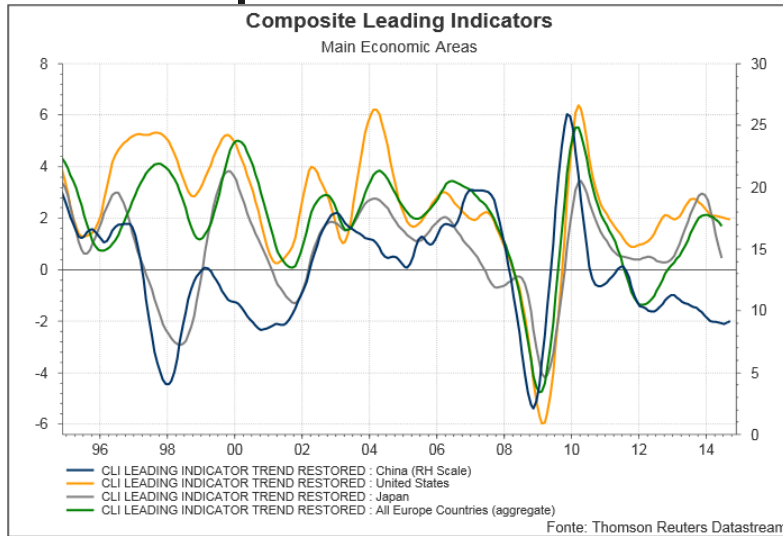
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo 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



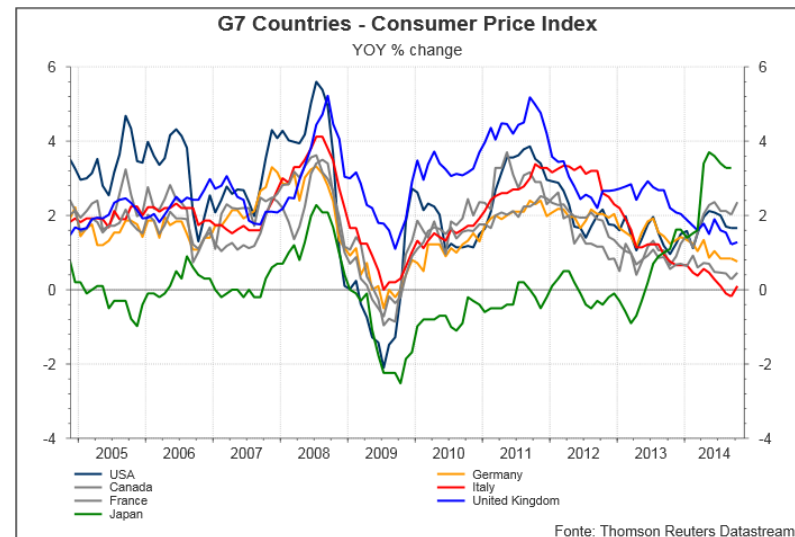
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo 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.

# Fattori di rischio macroeconomico

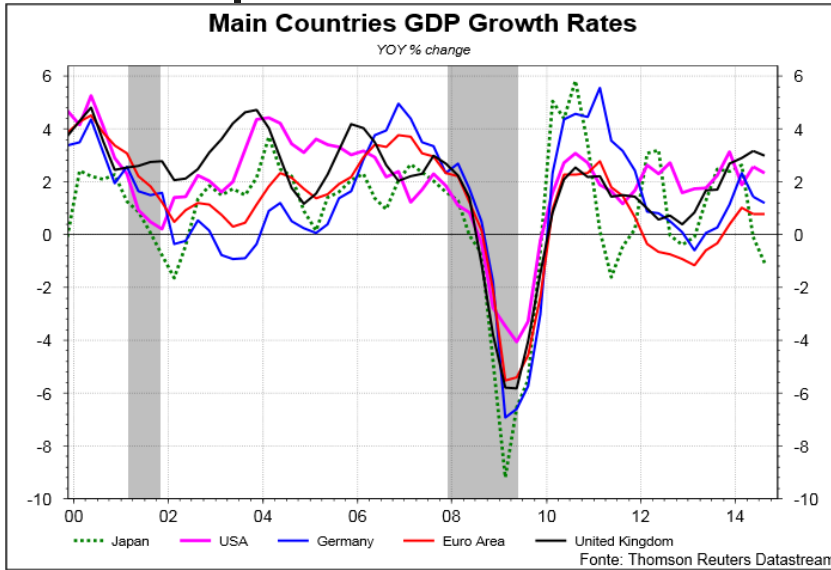


Gli indici compositi anticipatori del ciclo, misurati a livello locale, indicano una attenuazione generalizzata del quadro di crescita mondiale.

I tassi di inflazione fanno segnare una preoccupante tendenza al ribasso, e si muovono in modo uniforme ed indipendente rispetto alle pur evidenti differenze di posizione ciclica fra i vari paesi (anche negli USA l'inflazione è debole rispetto alla fase economica, più solida).

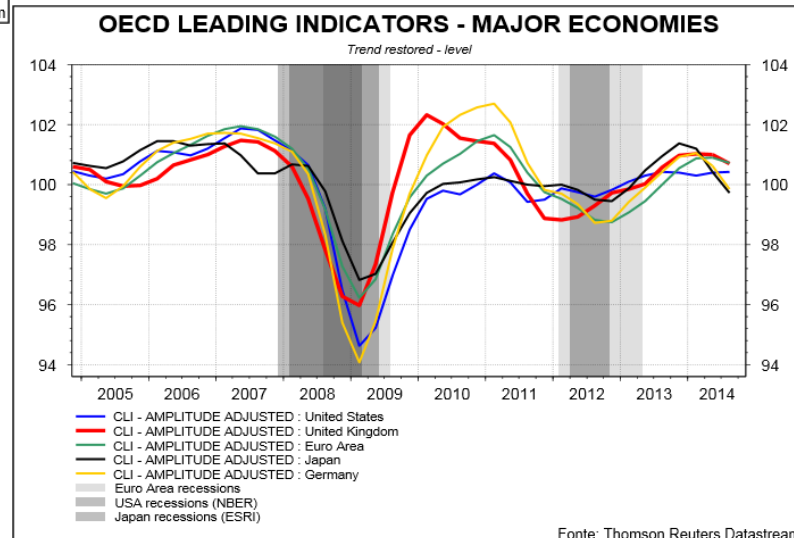


# Scenario macroeconomico globale



Gli indici anticipatori dell'OCSE segnalano un appiattimento o una flessione del ciclo economico nelle aree principali. Essendo il risultato delle dinamiche di sotto-indici congiunturali e di aspettativa, esso costituisce un indicatore robusto dello stato del ciclo, ancorché non sia in grado di misurare la dimensione assoluta del rallentamento economico in atto. L'attenuazione della domanda è diffusa, ed è all'origine del nuovo calo dei tassi di interesse di mercato.

Il ritmo di crescita si è attenuato in numerose aree economiche, mettendo in dubbio la tenuta del quadro di previsione formulato ad inizio 2014. Nell'Eurozona, il calo della domanda in Germania, dovuto anche all'effetto negativo delle sanzioni alla Russia, rende irraggiungibili gli obiettivi di crescita e di bilancio di Italia e Francia. In Giappone sarà necessaria una manovra di stimolo della BoJ per rispettare gli obiettivi macroeconomici, mentre in UK preoccupa la capacità inutilizzata nei mercati dei fattori.



# Scenario macroeconomico: le previsioni

Abbiamo aggiornato l'esercizio di previsione del GDP 2014-2015, alla luce delle ultime letture sul Q3-2014: ne risulta un miglioramento delle stime per gli USA per il 2015, ed un moderato recupero di trazione per il 2014 rispetto alla proiezione di giugno, entrambe soggette alla valutazione dei possibili impatti di un ciclo globale più debole e di politiche monetarie domestiche meno favorevoli. Invariata la previsione per UK, rivisti al ribasso gli altri paesi G7.

Gli ultimi dati hanno evidenziato una maggiore tenuta del quadro di crescita USA, e la nostra previsione per il 2014 è ora in linea con il consenso e riflette l'eccessiva dipendenza degli Stati Uniti dal ciclo delle scorte. La nuova stima 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 e dell'indebolimento dell'interscambio con i partner.

Abbiamo rivisto al ribasso la crescita in Giappone, a +1,1% da +1,2%, alla luce di una confermata flessione di investimenti in capitale fisico e domanda estera in Q3-2014. Manteniamo previsioni in linea con il consenso per UK per l'intero orizzonte, ritenendo sostenibili le dinamiche strutturali in assenza di pressioni inflazionistiche.

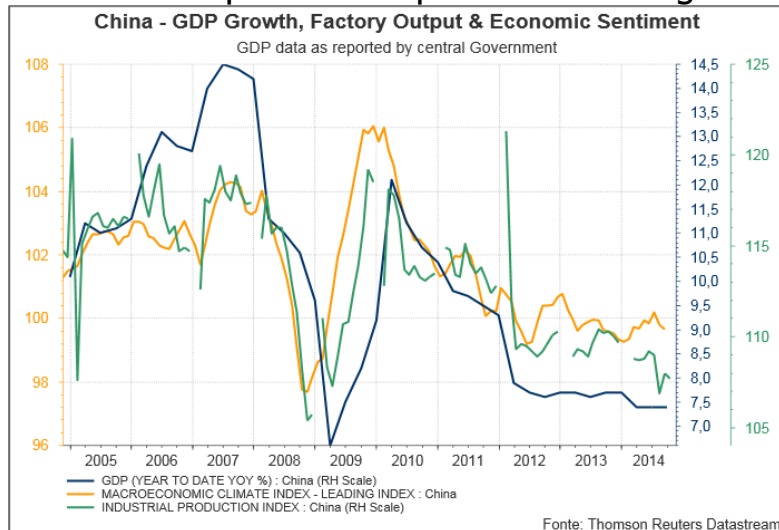
La previsione per l'Eurozona è stata significativamente rivista al ribasso, perché non hanno tenuto le condizioni alle quali avevamo legato il mantenimento di una stima di crescita del +1,1%. In particolare la Germania sconta il peggioramento della crescita in Cina, Italia e Francia e soffre di una cronica diminuzione degli investimenti in capitale fisico; l'Italia è di nuovo in recessione, e temiamo che anche il 2015 possa concludersi con un tasso di crescita del GDP prossimo a zero; la Francia non ha completato l'aggiustamento macro, e procede a ritmi di riforma troppo lenti.

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

Source: Consensus Economics, Soprarno proprietary research. Revisions, previous month: green paint, upward; red paint, downward.

# Scenario macro: Cina

In Cina i dati più recenti hanno sorpreso al ribasso, ed hanno fatto deragliare le ipotesi di consolidamento della crescita in estate. In particolare, il crollo della produzione industriale e degli investimenti privati domestici, unitamente alla flessione dell'export, hanno indotto il consenso ad una revisione al ribasso non soltanto del tasso di crescita del GDP nel Q3-14 (+7,2% da +7,7%), ma anche di quello riferito al 2014 nel suo complesso (+7,0% da +7,4%). Abbiamo cercato di individuare soprattutto i principali driver dell'indebolimento degli investimenti privati: 1) L'effetto della campagna anti-corruzione; 2) la diminuzione dell'offerta di credito dal canale «shadow banking»; 3) l'attenuazione della mini-manovra di stimolo fiscale effettuata in tarda primavera; 4) la diminuzione dei prezzi relativi all'import di manufatti e semi-lavorati provenienti dai partner asiatici (Thailandia, Vietnam e Malaysia in particolare). Osserviamo che la Cina importa ed esporta deflazione, ma trasforma la deflazione importata in inflazione domestica, e ciò implica una certa rigidità della politica monetaria ed un ulteriore indebolimento del cambio. Ci attendiamo pertanto la persistenza di rigidi controlli all'offerta di credito nel futuro prevedibile.



China - Balance of Payment (US\$ billion)							
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	1H2014
<b>Current account</b>	420,6	243,3	237,8	136,1	215,4	182,8	80,5
Goods	360,6	249,5	254,2	243,5	321,6	359,9	149,3
Services	-11,8	-29,4	-31,2	-61,6	-89,7	-124,5	-62,5
Income	28,6	-8,5	-25,9	-70,3	-19,9	-43,8	5,5
Current transfers	43,2	31,7	40,7	24,5	3,4	-8,7	-11,8
<b>Capital and financial account</b>	40,1	198,5	286,9	265,5	-31,8	326,2	77,8
Direct investments	114,8	87,2	185,7	231,7	176,3	185,0	93,0
Portfolio investments	34,9	27,1	24	19,6	47,8	60,5	36,9
Other investments	-112,6	80,3	72,4	8,7	-260,1	77,6	-51,7
<b>Error and omissions</b>	18,8	-41,4	-52,9	-13,8	-87,1	-77,6	-10,4
<b>Overall balance of payment</b>	479,5	400,4	471,8	387,8	96,5	431,4	147,9

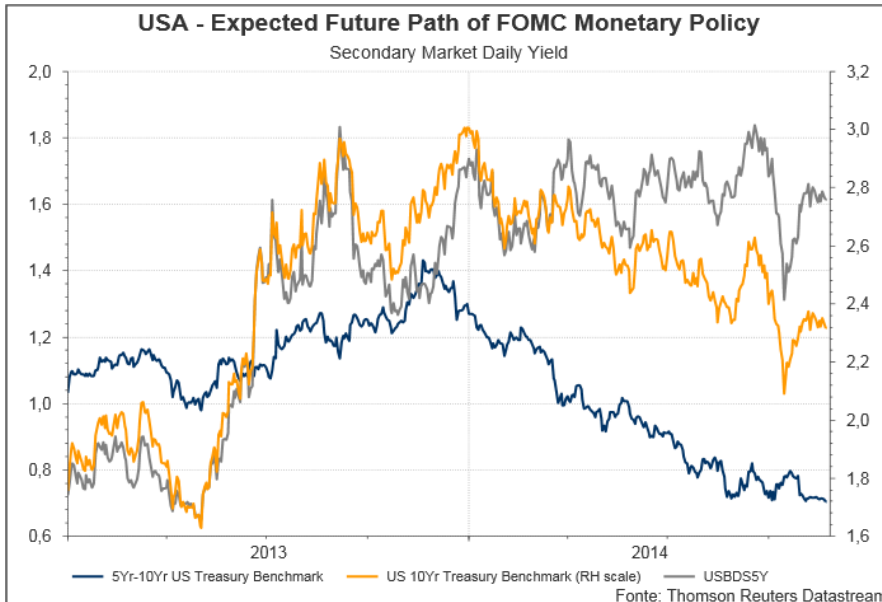
Source: SAFE

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

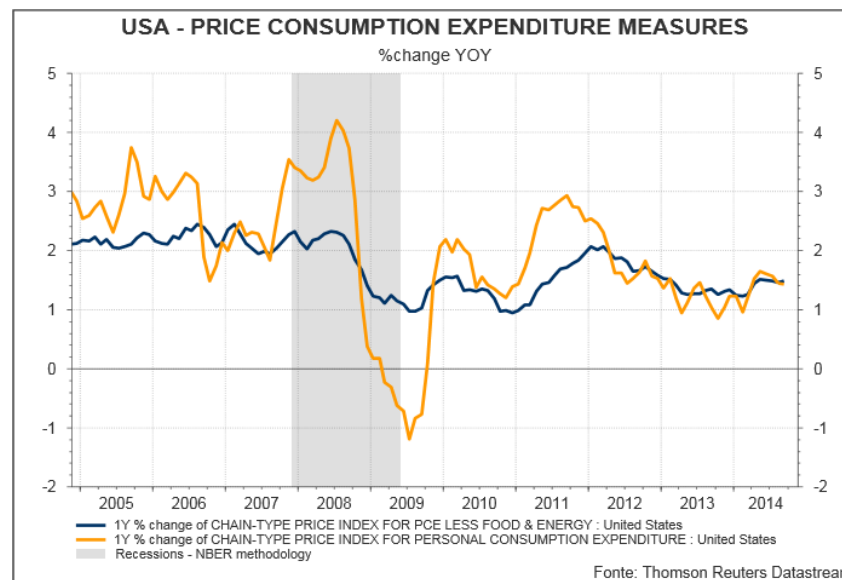
Nei mesi estivi si è accentuata la pressione sulle banche centrali, costrette da un contesto economico globale che si sta indebolendo a mantenere politiche monetarie ultra-espansive, a fronte di un incremento dei rischi di perdita del controllo delle variabili osservate e delle curve dei tassi. La BCE ha concretizzato in settembre gli annunci dei mesi precedenti, confermando l'avvio di un piano di acquisto di strumenti finanziari che incorporano crediti bancari (ABS di elevata qualità e Covered Bonds), oltre ad un ulteriore taglio dei tassi (il deposito marginale è stato nuovamente ridotto e portato a -0,20%) e al varo della prima TLTRO (82,5Mld di Euro la liquidità allocata). Al contempo, sia la FED che la BoE sono apparse più timide riguardo ai tempi e alle modalità del processo di normalizzazione dei tassi, benché la maggiore prudenza non abbia evitato una divaricazione delle aspettative, che sta inducendo un apprezzamento di USD e una maggiore volatilità dei tassi benchmark in USA, Eurozona e UK, che tuttavia tendono ad appiattirsi a «zero».



Il problema delle politiche monetarie in questa fase 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».

# Federal Reserve e FOMC

L'ultima riunione ha rafforzato le esitazioni del FOMC, che da un lato ha mantenuto le «forward guidance» inalterate (l'accomodamento monetario continuerà per un tempo considerevole), ma dall'altro ha alzato le proiezioni sui Fed Funds Target rates, facendo apparire i tassi a termine di mercato molto al di sotto della proiezione stessa. Nel comunicato, inoltre, la FED rileva che l'inflazione di fondo si muove al di sotto dell'obiettivo di lungo periodo, e che permangono condizioni diffuse di sottoutilizzo nel mercato del lavoro.



**Economic Projections of Federal Reserve Board Members and Federal Reserve Bank Presidents, September 2014**

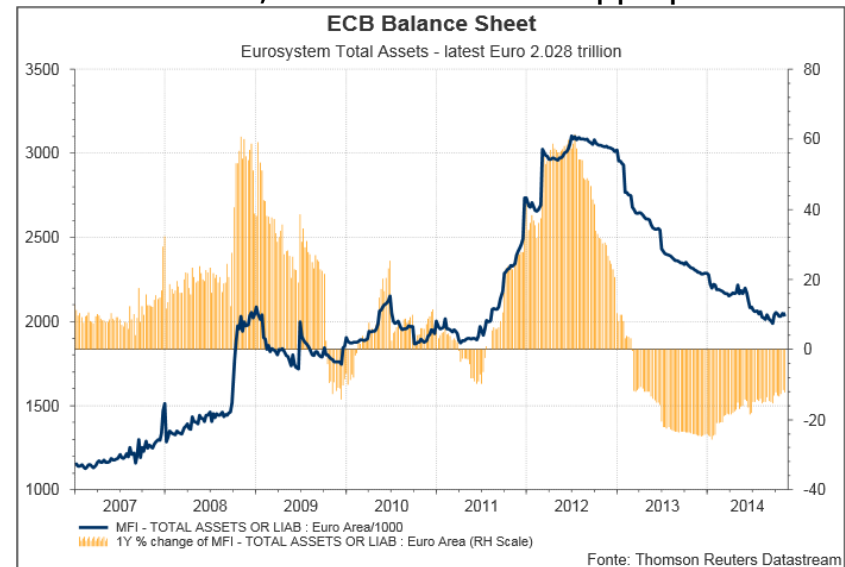
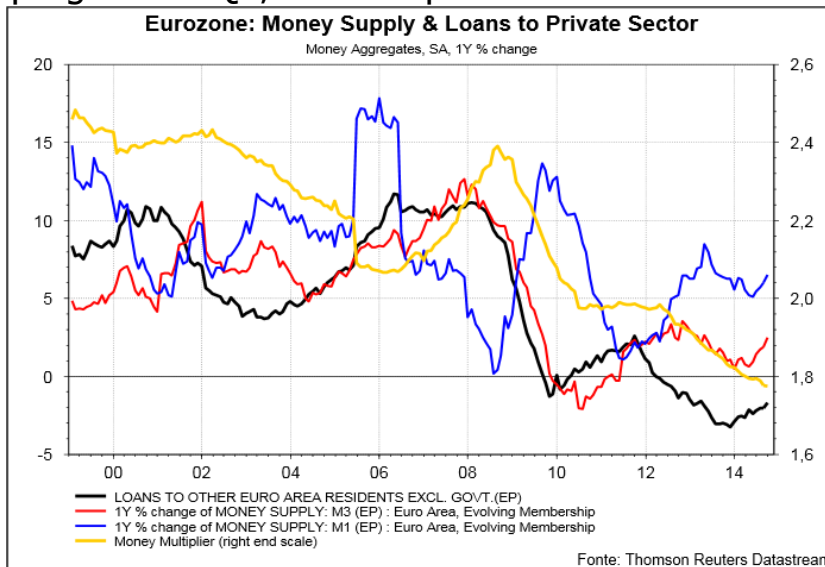
Variable	Central tendency %					Range %				
	2014	2015	2016	2017	Longer run	2014	2015	2016	2017	Longer run
Change in real GDP.....	2.0 to 2.2	2.6 to 3.0	2.6 to 2.9	2.3 to 2.5	2.0 to 2.3	1.8 to 2.3	2.1 to 3.2	2.1 to 3.0	2.0 to 2.6	1.8 to 2.6
June projection....	2.1 to 2.3	3.0 to 3.2	2.5 to 3.0	n.a.	2.1 to 2.3	1.9 to 2.4	2.2 to 3.6	2.2 to 3.2	n.a.	1.8 to 2.5
Unemployment rate.....	5.9 to 6.0	5.4 to 5.6	5.1 to 5.4	4.9 to 5.3	5.2 to 5.5	5.7 to 6.1	5.2 to 5.7	4.9 to 5.6	4.7 to 5.8	5.0 to 6.0
June projection....	6.0 to 6.1	5.4 to 5.7	5.1 to 5.5	n.a.	5.2 to 5.5	5.8 to 6.2	5.2 to 5.9	5.0 to 5.6	n.a.	5.0 to 6.0
PCE inflation.....	1.5 to 1.7	1.6 to 1.9	1.7 to 2.0	1.9 to 2.0	2.0	1.5 to 1.8	1.5 to 2.4	1.6 to 2.1	1.7 to 2.2	2.0
June projection....	1.5 to 1.7	1.5 to 2.0	1.6 to 2.0	n.a.	2.0	1.4 to 2.0	1.4 to 2.4	1.5 to 2.0	n.a.	2.0
Core PCE inflation.....	1.5 to 1.6	1.6 to 1.9	1.8 to 2.0	1.9 to 2.0	---	1.5 to 1.8	1.6 to 2.4	1.7 to 2.2	1.8 to 2.2	---
June projection....	1.5 to 1.6	1.6 to 2.0	1.7 to 2.0	n.a.	---	1.4 to 1.8	1.5 to 2.4	1.6 to 2.0	n.a.	---

Advance release of table 1 of the Summary of Economics Projections to be released with the FOMC minutes

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.

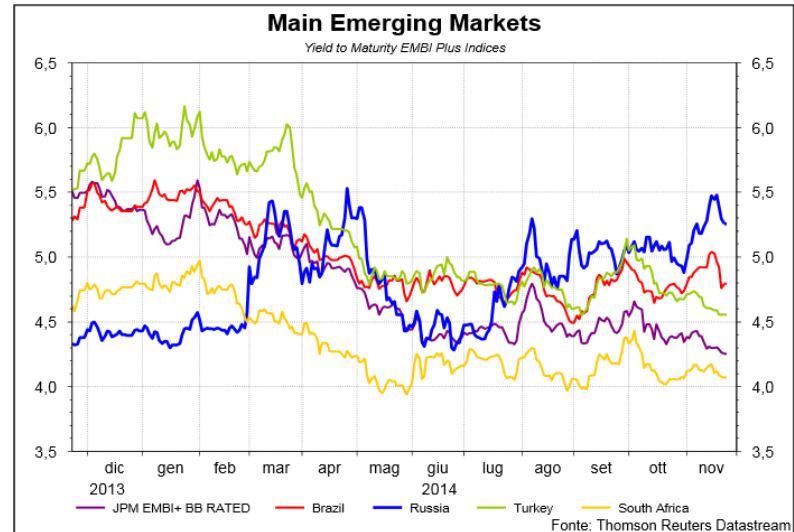
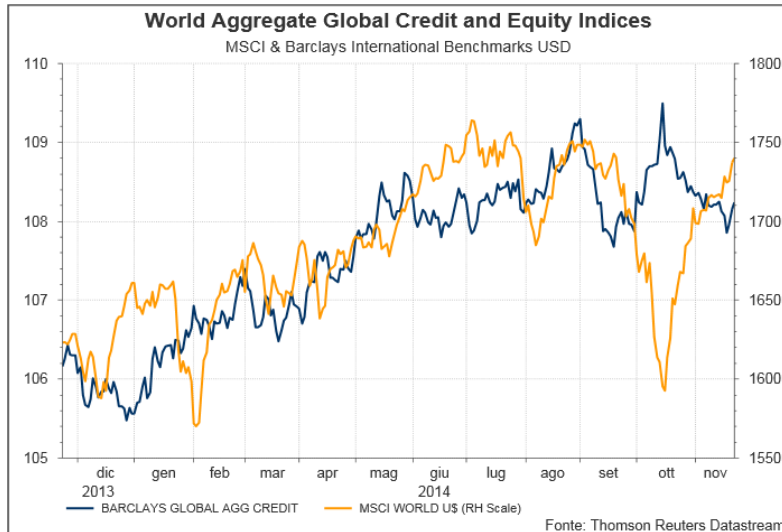
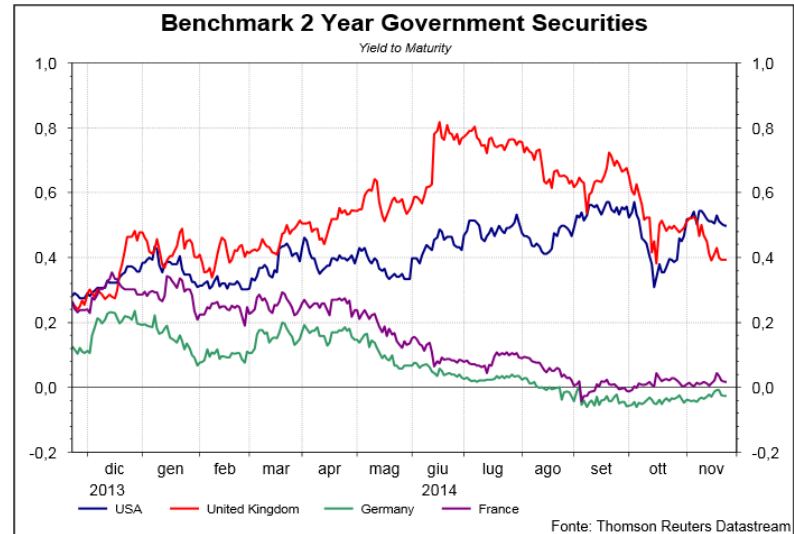
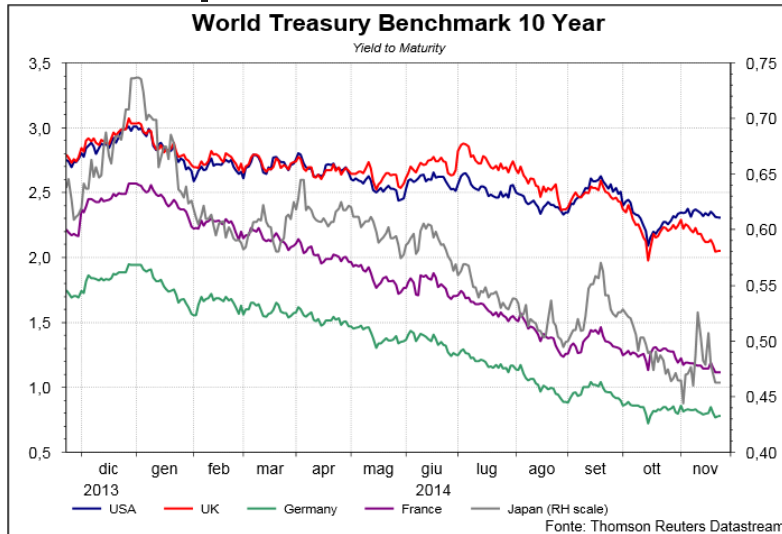
# La BCE ed i mercati monetari EMU

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. Le recenti misure della BCE, in particolare le TLTRO, hanno lo scopo di rilanciare il credito al settore privato non finanziario, in particolare le imprese. Tuttavia, come l'esito della prima operazione ha dimostrato, crediamo che l'impatto degli interventi sull'economia reale possa risultare inferiore alle aspettative, perché la dimensione attesa delle TLTRO (340mld€ dopo la bassa partecipazione alla prima) pare inadeguata a supportare il credito nell'Eurozona nel suo complesso. Recenti indagini della BCE mostrano come le PMI in Europa siano restie ad avviare una domanda di credito, anche perché le risposte delle banche sono troppo lente; riteniamo quindi che la BCE avvierà un articolato programma QE, che non potrà tuttavia limitarsi alle sole ABS e CB, mercato ancora troppo piccolo.



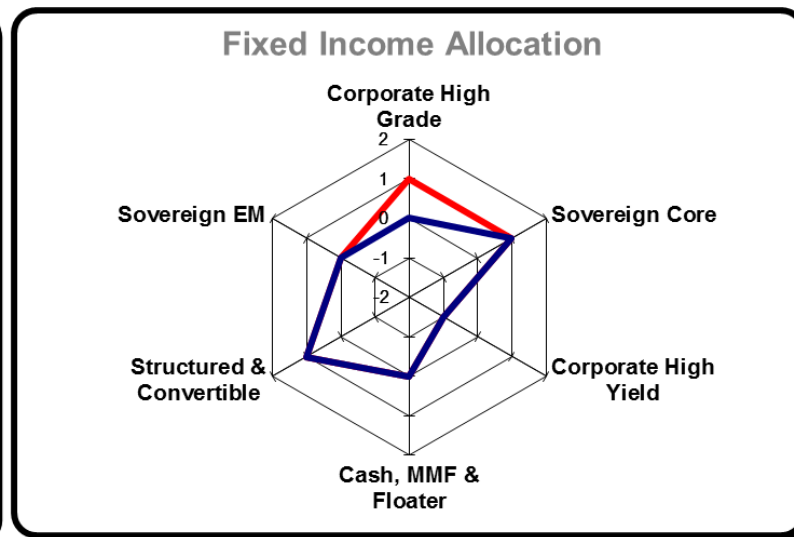
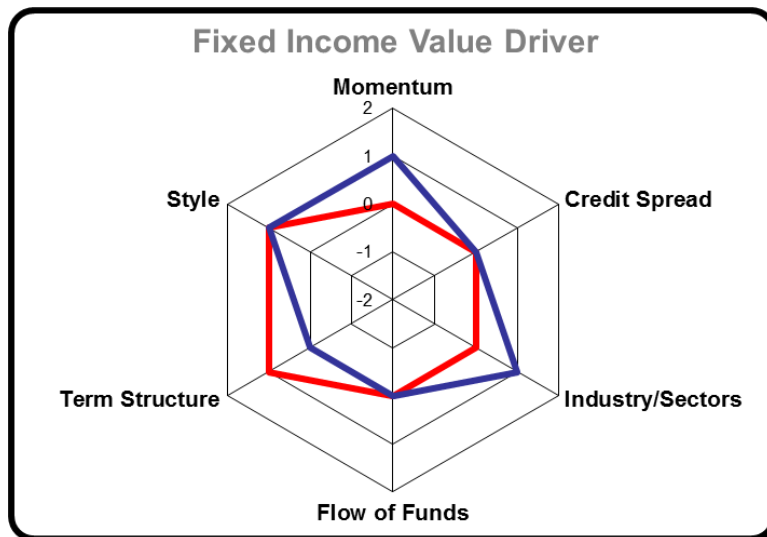
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo 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



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



-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 arithmetics

In un contesto macro più debole e che riguadagna uniformità nelle tendenze di fondo, nei prossimi mesi ci attendiamo un graduale apprezzamento dell'Equity, ma i driver di sostegno sono tornate ad essere le valutazioni e la liquidità di fonte ufficiale, che alla luce di un livello dei tassi di interesse vicini a zero rendono peraltro attraenti gli earning yield.

L'assenza di posizionamenti correlati al ciclo dei fondamentali, vista la contrazione del ciclo economico globale, ha indotto gli investitori a privilegiare le posizioni opportunistiche, compensando il maggior peso degli Stati Uniti – che riflette considerazioni positive sui fondamentali economici del valore – con una sostituzione più frequente dell'esposizione tattica, che ha interessato soprattutto EM Asia (ora sostituiti dal Giappone), Svizzera e Paesi Nordici.

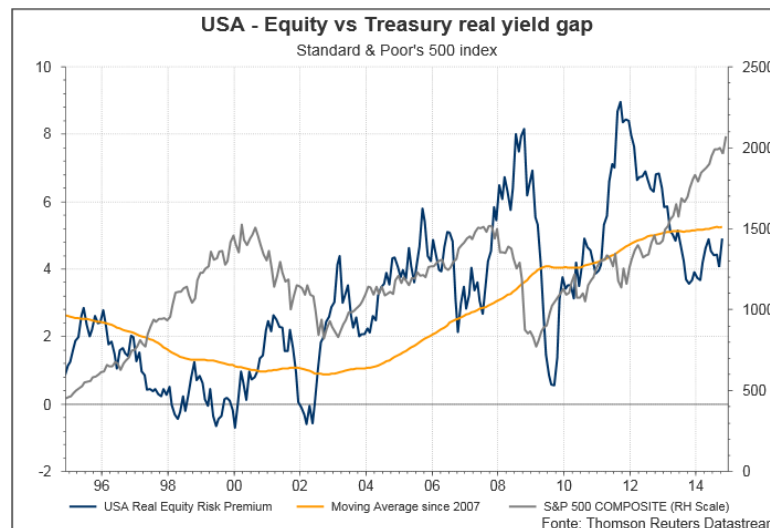
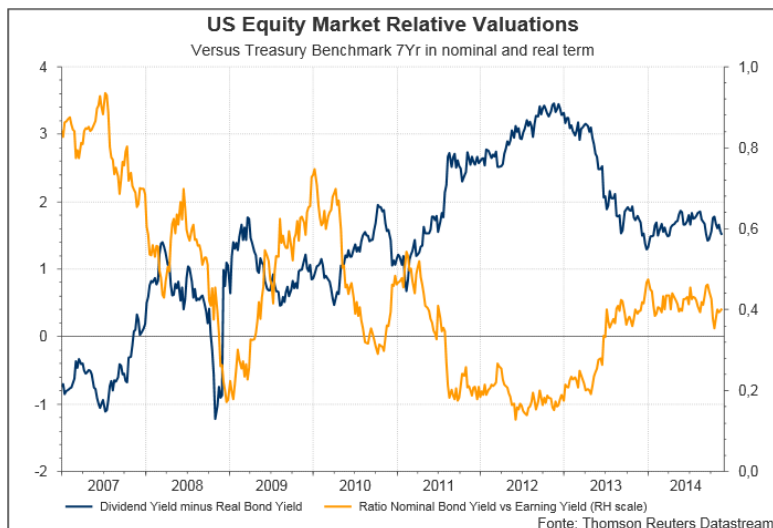
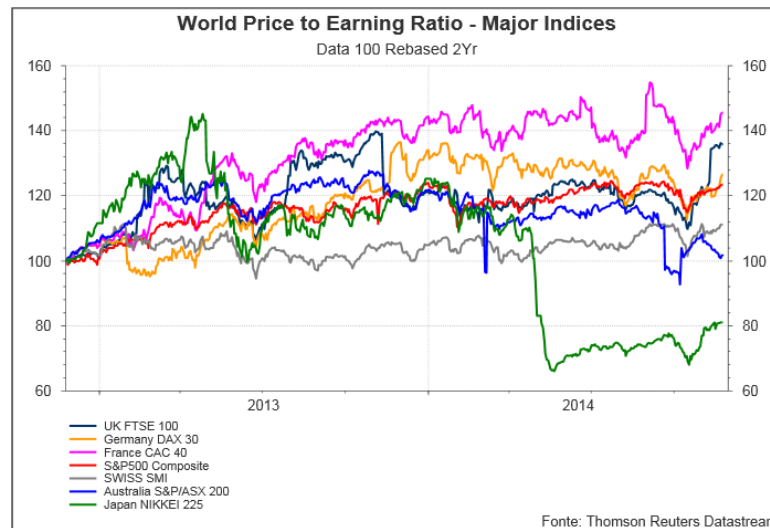
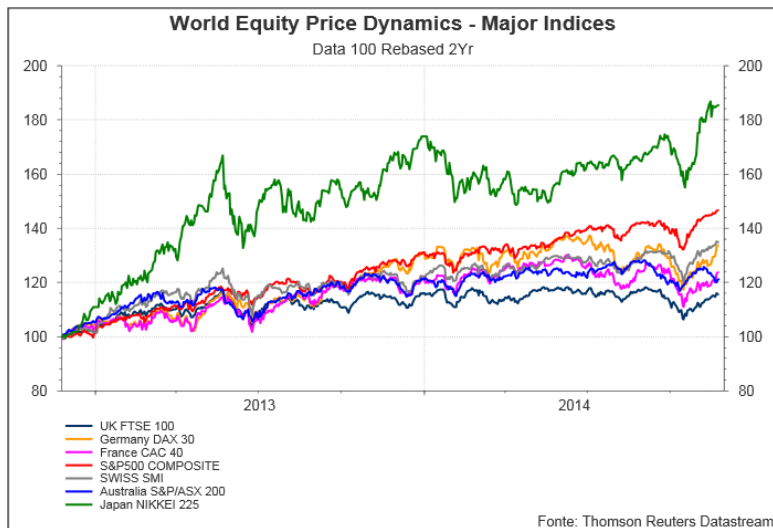
L'Equity Europa ha margini di rialzo significativi, ma le incertezze connesse ad una possibile inefficacia delle politiche monetarie in un contesto di pressioni deflazionistiche, senza il sostegno di politiche di bilancio potranno alimentare volatilità macroeconomica ed impedire una più elevata crescita dei ricavi e degli utili aziendali, impedendo un più intenso recupero dei listini. D'altra parte, la persistenza di bassi tassi di interesse e di moderati premi al rischio potrà supportare le operazioni di M&A e buy-back, ma in questo caso ci sembrano favoriti Svizzera e ancora USA.

A livello geografico, le valutazioni sono tornate in linea con le medie storiche, con l'eccezione di UK e in parte della Francia. Il Giappone è penalizzato dal ciclo e dal peggioramento delle ragioni di scambio, ma è supportato da politiche espansive. Fra i settori, una graduale ripresa dei redditi reali sosterrà Consumi e Tecnologie, più cauti gli Industriali.

MAIN EQUITY INDICES				EPS Growth			P/E Ratios		
	Last Price	%chg YOY	Dividend	2014	2015	2016	2014	2015	2016
	21/11/2014	2014	Yield						
<b>S&amp;P 500</b>	2063,50	11,6%	2,3%	6,5%	7,8%	9,5%	18,9	17,5	16,0
<b>S&amp;P GICS Information Tech.</b>	4712,97	12,8%	2,0%	2,5%	11,7%	10,1%	19,7	17,6	16,0
<b>EURO STOXX (EUR)</b>	322,25	2,5%	3,9%	9,5%	6,6%	17,2%	16,5	15,5	13,2
<b>FTSE-100 INDEX</b>	6750,76	0,0%	4,0%	<b>-10,4%</b>	2,9%	4,2%	14,5	14,1	13,5
<b>TOPIX First Segment</b>	17357,51	6,5%	1,7%	74,2%	7,0%	12,8%	16,6	15,7	13,9
<b>MSCI WORLD INDEX</b>	1283,66	8,4%	2,7%	5,9%	5,7%	10,1%	17,7	16,7	15,2
<b>MSCI EMERGING MARKETS</b>	49340,18	4,6%	2,8%	20,6%	2,7%	10,9%	12,2	11,9	10,7
<b>MSCI PACIFIC</b>	843,76	4,9%	2,5%	36,2%	7,2%	9,6%	16,6	15,6	14,2
<b>MSCI EM LATIN AMERICA</b>	2082,90	25,6%	3,3%	5,3%	<b>-1,7%</b>	14,5%	13,9	14,1	12,2
<i>Source: Thomson Reuters &amp; I/B/E/S Global Aggregates</i>									

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.

# S&P500: Q3-2014 Earnings vs. Expectations

Le società appartenenti allo S&P500 hanno quasi completato la «reporting season» relativa al terzo quarto del 2014: gli analisti si aspettano una crescita tendenziale degli utili del +10,1%. Con riguardo agli EPS, il 74% delle società ha battuto le aspettative, il 7% le ha confermate e il 19% ha realizzato risultati al di sotto del consenso. In aggregato, il risultato è migliore delle medie degli ultimi 20 anni (63%) e anche della media degli ultimi 4 trimestri (63%); le sorprese positive sono state il 4,0%, al di sopra quindi della media storica e di quella degli ultimi quattro trimestri (3%). Fra i settori migliori si segnalano in particolare la Salute (75%), i Consumi (77%) gli Industriali (85%) e le Tecnologie (85%). Nel Q3-2014 il tasso di crescita degli utili dello S&P500 è stimato al +10,1%, per un valore complessivo di 276,5Mld\$, più elevato di quello registrato nel Q3-2013 (251,1mld\$). Il settore Materiali ha segnato il più elevato tasso di crescita degli utili (+20,7%), seguito da Finanziari e Salute (entrambi +16,3%). Segnali discreti vengono dalle «guidance» per il Q4-2014: 82 società hanno dato indicazioni negative e 17 società hanno fornito indicazioni positive, con un N/P Ratio pari a 4,8 per l'intero indice S&P500 (era il 8,0 un anno prima). Tale indicazione prospettica è peggiorata gradualmente nel corso dell'anno, si posizione al di sopra della media ventennale (2,6) e sembra anticipare un andamento più modesto della domanda nel trimestre in corso, condizionato anche da un quadro macro peggiore.

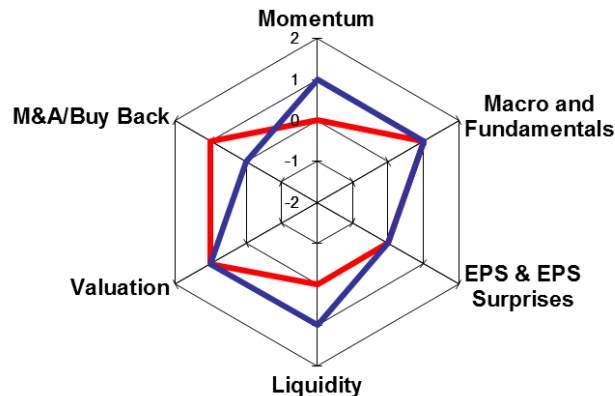
Sector	Above%	Match%	Below%	Surprise Factor %	Reported Total#	Index Total#
Consumer Discretionary	75%	5%	20%	4%	79	83
Consumer Staples	78%	11%	11%	3%	36	40
Energy	67%	7%	26%	9%	43	43
Financials	68%	8%	24%	5%	84	85
Health Care	75%	11%	14%	4%	55	55
Industrials	85%	5%	10%	5%	61	64
Materials	70%	13%	17%	7%	30	30
Technology	85%	4%	11%	3%	62	64
Telecom Services	50%	0%	50%	-1%	6	6
Utilities	57%	10%	33%	4%	30	30
<b>S&amp;P 500</b>	<b>74%</b>	<b>7%</b>	<b>19%</b>	<b>4%</b>	<b>486</b>	<b>500</b>

Source: Thomson Reuters I/B/E/S



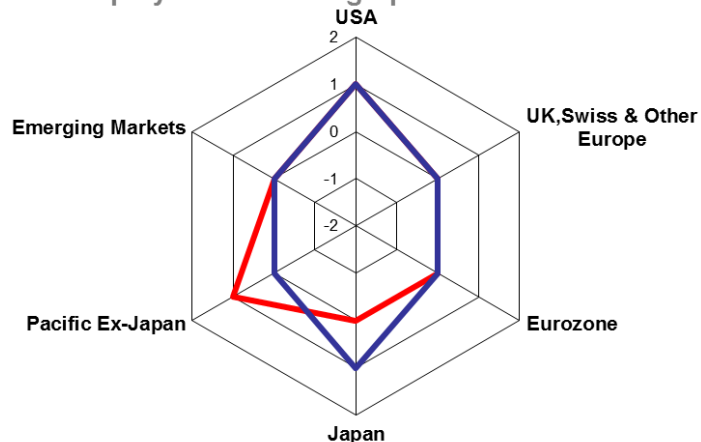
# Equity Markets: strategia

Equity Markets Value Driver



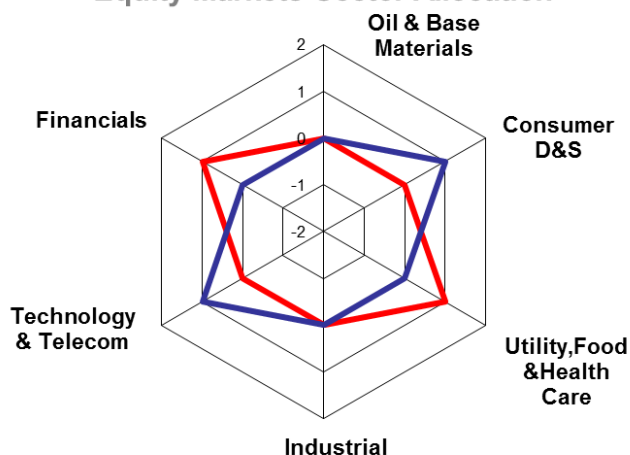
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

Equity Markets Geographical Allocation



rosso=mese precedente, blu= mese in corso

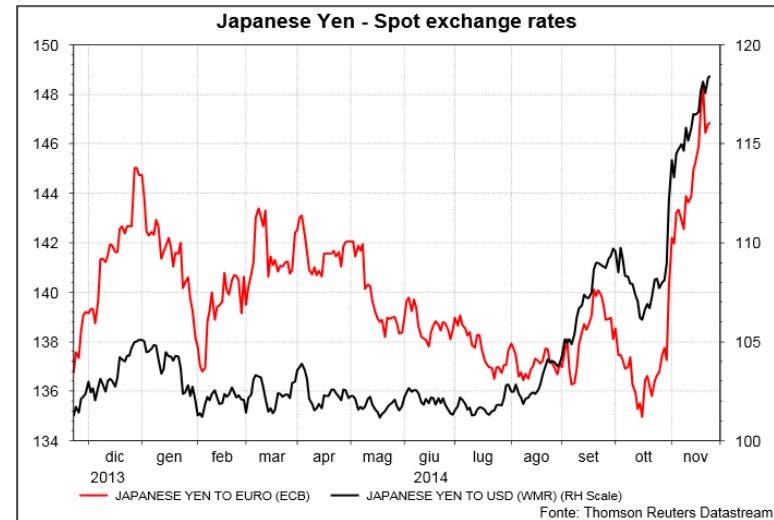
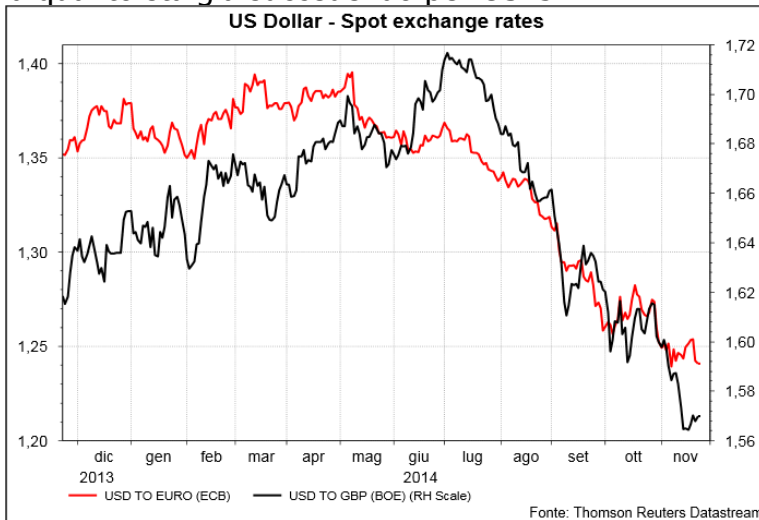
Equity Markets Sector Allocation



Il ciclo globale è debole, ma l'Equity trova sostegno nelle politiche monetarie e nel miglior profilo di liquidità. Il peso complessivo del comparto rimane neutrale sul benchmark, ma abbiamo sostituito la parte OW investita in EM Asia con una limitata sovraesposizione in Giappone. Il peso di USA resta OW per valutazioni relativamente più attraenti e migliore profilo del ciclo domestico, dove redditi reali in crescita (calo carburanti aiuta) ci inducono a caricare Consumi Discrezionali e Tecnologie, portando a NW i Finanziari. Poco sostegno dalle operazioni M&A sul fine anno, sono soprattutto i temi grafici, valutazioni relative di rischio specifico e l'offerta di liquidità ufficiale i driver del valore.

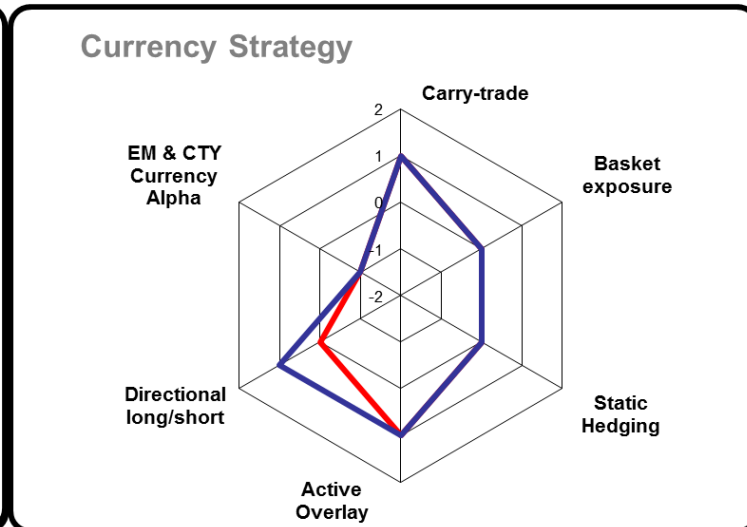
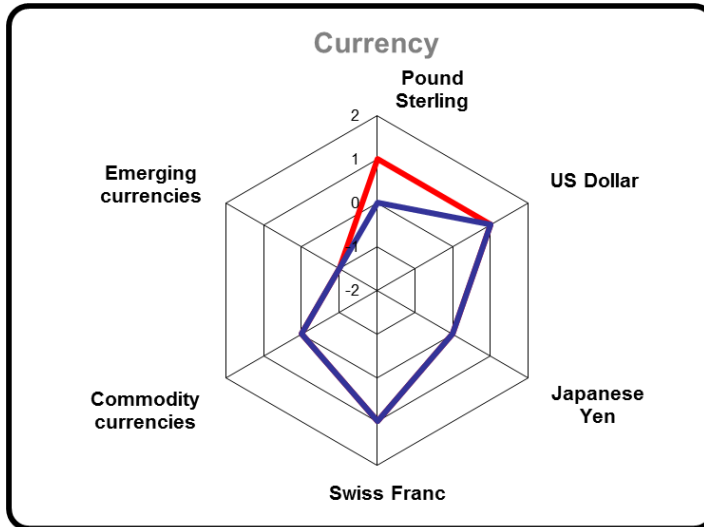
# FX Markets: majors

Le dinamiche dei tassi di cambio sono state principalmente il riflesso delle crescenti divergenze di politica monetaria, che in gran parte hanno incorporato significative dispersioni cicliche. Il sostanziale fallimento delle azioni di politica monetaria e fiscale in Giappone, il pesante rallentamento economico in Cina e Eurozona e le aggressive decisioni espansive di politica monetaria decise da BoJ, ECB e PBoC hanno costituito ulteriore benzina dell'aggiustamento sui mercati FX, che ha penalizzato GBP, JPY e EUR contro USD. Quest'ultimo si è rafforzato moltissimo anche verso la maggior parte delle EM e commodity currency, nel primo caso perché si teme un effetto negativo con l'avvio della normalizzazione dei tassi da parte della FED, nel secondo caso perché la rinnovata flessione dell'economia cinese pone una pesante ipoteca sulla dinamica delle commodity nel futuro prevedibile. EURUSD ha subito una intensa flessione, che lo ha portato ben al di sotto di quota 1,2500; non ci stupiamo, visto l'evidente tentativo della BCE di portare i tassi di interesse reali al ribasso, e attraverso questo canale di ridurre l'attrattività relativa della rendita in Europa rispetto alla rendita negli USA. E' stata in effetti la combinazione dell'atteggiamento ultra-espansivo della BCE e di quello (blandamente) meno accomodante della FED a condurre il cambio al ribasso. Riteniamo che la sostanziale inefficacia della componente quantitativa della politica della BCE possa condurla ad una qualche forma di QE nel futuro prevedibile, e ciò potrebbe indurre maggiore volatilità del cambio e graduali incrementi delle posizioni in acquisto di volatilità che penalizzerebbero EUR, in maniera analoga a quanto sta già succedendo per USDJPY.



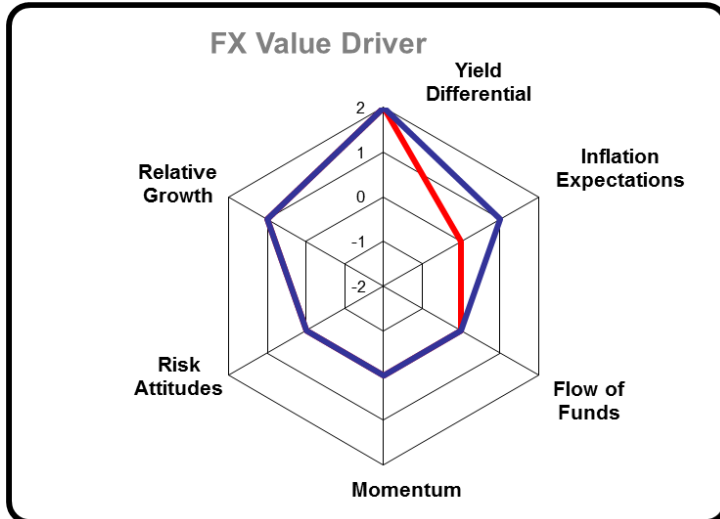
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo 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

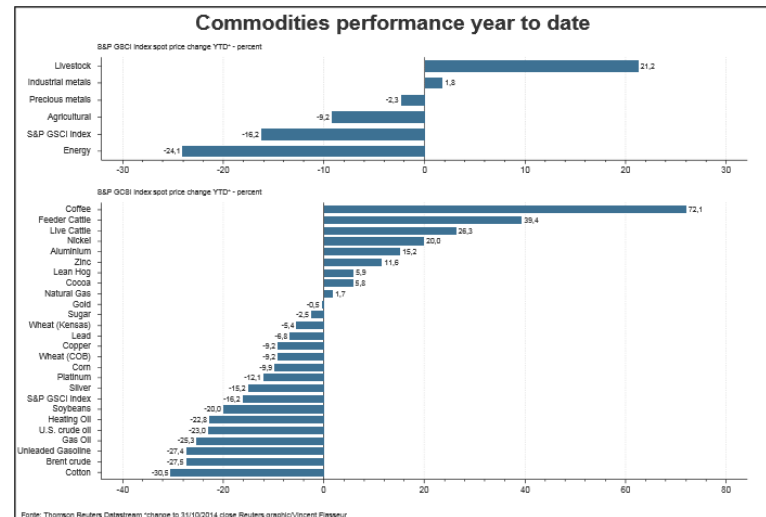
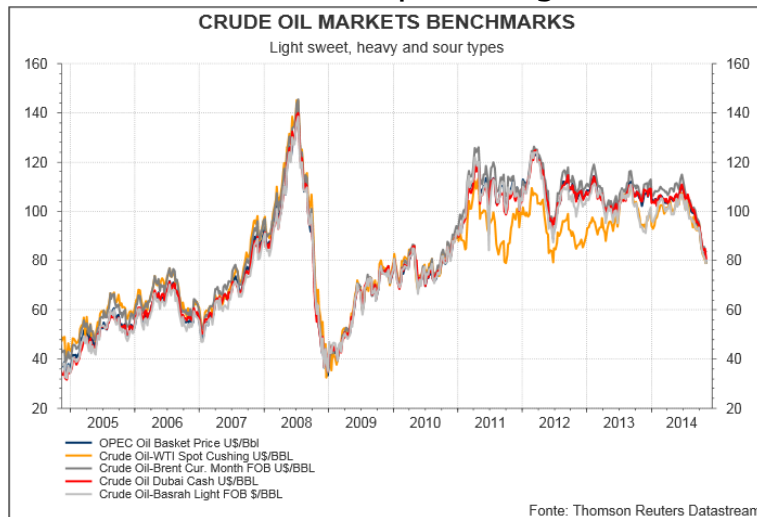
rosso=mese precedente, blu= mese in corso



Abbiamo ridotto ancora le posizioni GBP a vantaggio di USD, che è long contro basket JPY, AUD, TRY, SEK, ZAR. EUR rimane in una posizione di debolezza contro USD, per target 1,2090 entro 1-3 mesi, mentre la posizione contro GBP rimane neutrale. JPY è debole contro tutte le majors, a causa dell'inefficacia delle politiche di stimolo e del contrasto fra BoJ e Governo. Politiche monetarie ultra-accomodanti ci inducono a perseguire strategie a rischio specifico, fra le quali privilegiamo le posizioni direzionali long USD. EUR è divisa preferita per le operazioni carry; ci piacciono MXN, INR e PLN fra EM currency, mentre manteniamo longNOK/short SEK.

# Commodity Markets

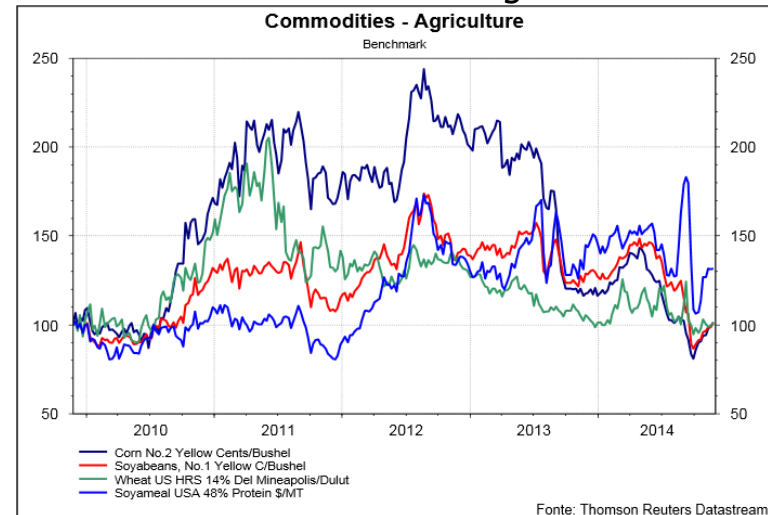
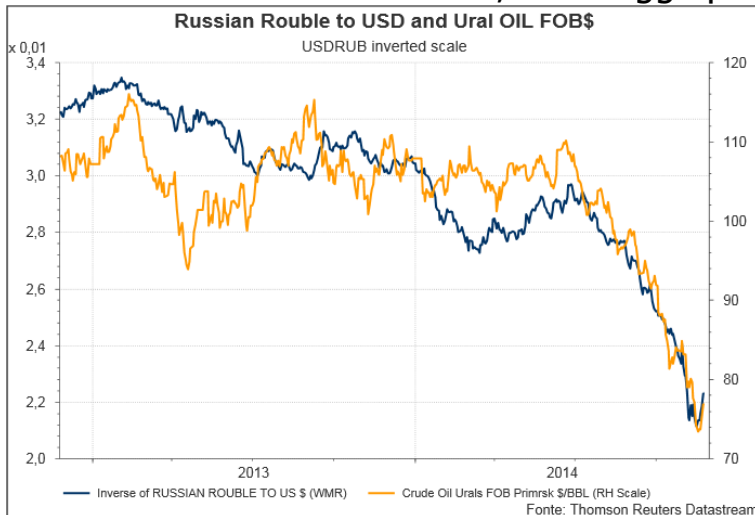
La caduta accentuata dei prezzi del petrolio, la forza del dollaro e il calo diffuso del sentiment economico pesano sulla dinamica dei prezzi delle commodity. Ai livelli attuali, intorno ai 75\$bb, molti progetti di investimento non potranno essere avviati, ma l'OPEC continua a manifestare incertezza su un taglio della produzione, che se ci sarà (una decisione è attesa il 27 novembre), sarà limitata a 1,0/1,5mbd, lasciando libero il mercato di aggiustarsi alla domanda. Non sorprende che quello dell'energia sia il peggior settore nel mese di novembre, al minimo dal 2010. Un persistente eccesso di offerta dalle piattaforme in Atlantico, un sensibile calo della domanda in Asia ed Europa ed una produzione libica sostenuta incidono sui ribassi, accompagnando fattori di mercato quali il rafforzamento del dollaro e le operazioni speculative legate alla movimentazione delle opzioni. Ci aspettiamo al più una stabilizzazione dei prezzi ed una maggiore volatilità intorno alla data della decisione dell'OPEC. Oro (-3,3%) e Argento (-5,6%) continuano a scendere per i rischi di deflazione e per la forza del dollaro, ma è calata per il terzo mese consecutivo anche la detenzione del fisico da parte degli ETF. Il comparto sembra avviato ad ulteriori contrazioni.



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

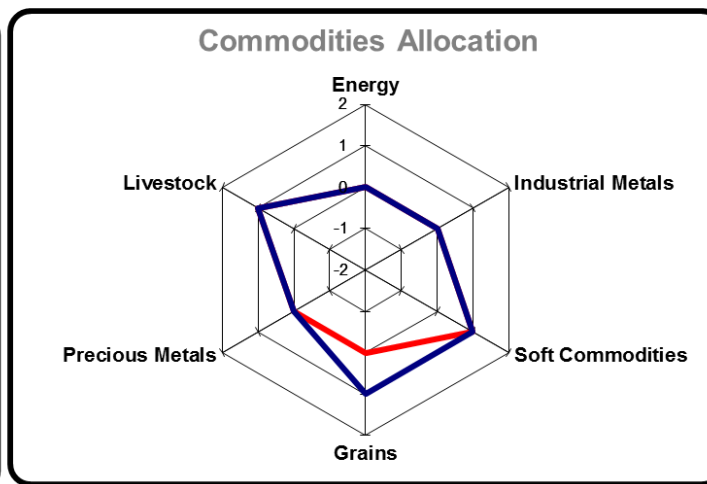
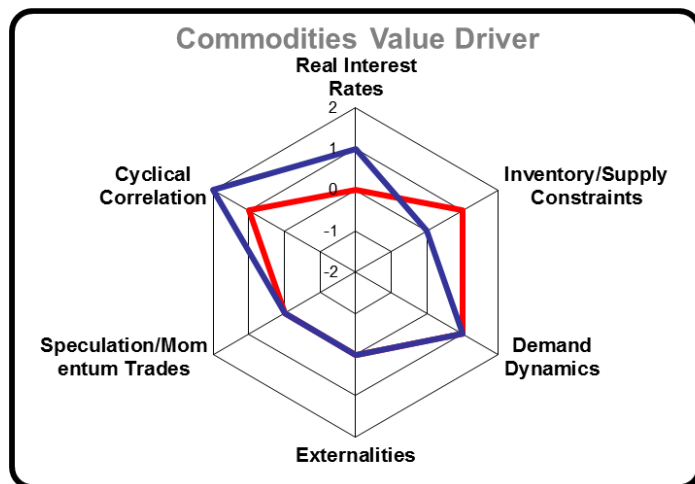
Nelle settimane recenti il mercato dell'energia ha registrato pesanti cali dei prezzi, nonostante i crescenti timori che l'avanzata dell'ISIS in IRAQ e in Siria potessero trascinare in una crisi geopolitica più ampia nelle regioni confinanti. E' bastato che la Libia annunciassse il ritorno a condizioni di produzione normali per attenuare quindi i rischi connessi a possibili flessioni dell'offerta nei terminal iracheni. I fondamentali indicano che i margini di raffinazione si sono abbassati dopo il picco di maggio, anche a causa della pressione dell'offerta di grezzo; una netta diminuzione della domanda delle raffinerie a fronte di scorte già oltre il normale ha quindi prodotto una accentuata correzione dei prezzi del petrolio, del gas e dei distillati. La «driving season» non ha indotto un significativo incremento della domanda, non comunque tale da intaccare le scorte di prodotti finiti e la produzione incrementale. La divaricazione dei prezzi delle agricole (i grani sono saliti di recente) riflette la dinamica dei raccolti e delle scorte finalizzati alla produzione di mangimi animali e di etanolo, mentre fra le materie prime alimentari soltanto la farina di Soia registra un balzo di oltre il 20% nel mese, e corregge precedenti sottovalutazioni di natura stagionale.



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

L'insoddisfacente andamento del quadro macro ci induce a mantenere il sottopeso del comparto. Abbiamo aperto una posizione selettiva sulle Agricole, per cogliere incrementi stagionali della domanda di mais per uso industriale (etanolo) e di grani su base prudentiale (persistenza del conflitto Russia-Ucraina, fra i maggiori produttori mondiali). Registriamo tendenze al rialzo sul Cacao, a causa del rischio Ebola in molte zone di raccolta, costituendo una modesta posizione long sulla curva 3-9 mesi. Sui metalli rimaniamo cauti, a causa del conclamato rallentamento ciclico in Cina: rimangono spazi solo per Nickel e Zinco, a causa dei limiti all'export decisi dall'Indonesia e delle sanzioni alla Russia. Fra i preziosi, il Palladio è atteso confermare una ripresa, ma il sostegno del settore auto potrebbe diminuire nel Q1-14, riducendo la media 2015 prevista a 850\$/Oz. L'Energia e i raffinati hanno continuato a flettere, per effetto dell'ampia disponibilità di scorte e delle previsioni della IEA su un sensibile calo della domanda globale nel 2015. Non crediamo che un eventuale taglio OPEC possa invertire la tendenza, ancorché la stagione fredda possa suggerire che i livelli attuali siano prossimi ai minimi. Preferiamo coprire il rischio WTI comprando protezione, mentre sul Brent restiamo UW.

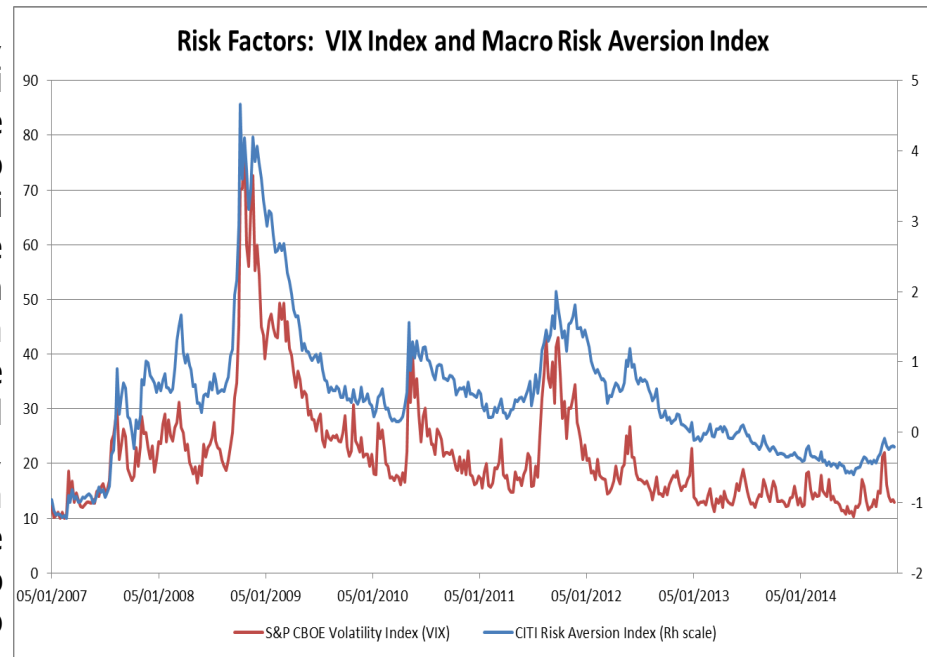


-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo    rosso=mese precedente, blu= mese in corso

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

La volatilità sistemica è scesa a novembre, accompagnata da un'attenuazione dei livelli di avversione al rischio. Tali dinamiche costituiscono il riflesso di un contesto macroeconomico che si è indebolito, e di politiche monetarie che vanno coerentemente allentandosi. I diffusi sintomi di deflazione in molte aree sono il fattore che alimenta l'incertezza fra gli investitori, come è evidente osservando livelli di volatilità molto elevati nel comparto dei tassi sovrani a lungo termine, nonostante l'impegno espansivo delle autorità monetarie. Aggiustati per il rischio, che si è contratto, numerosi mercati azionari sono tornati attraenti, ma la forza del dollaro richiede attenzione all'allocazione valutaria.

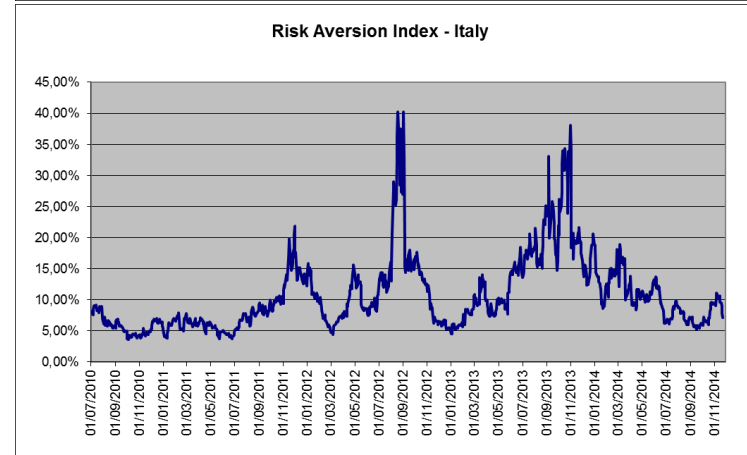
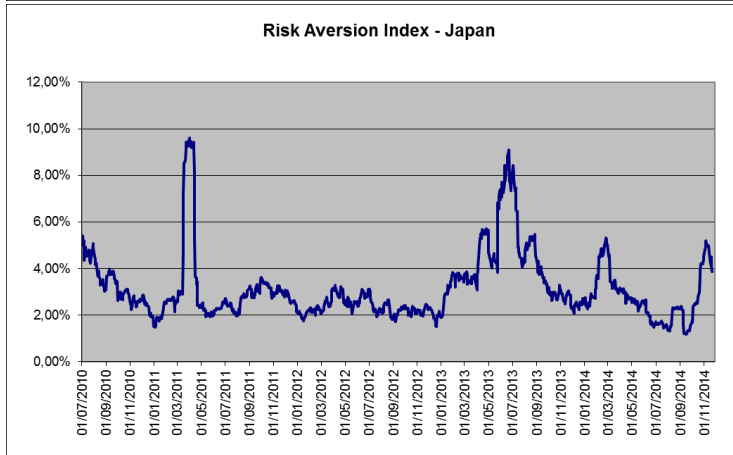
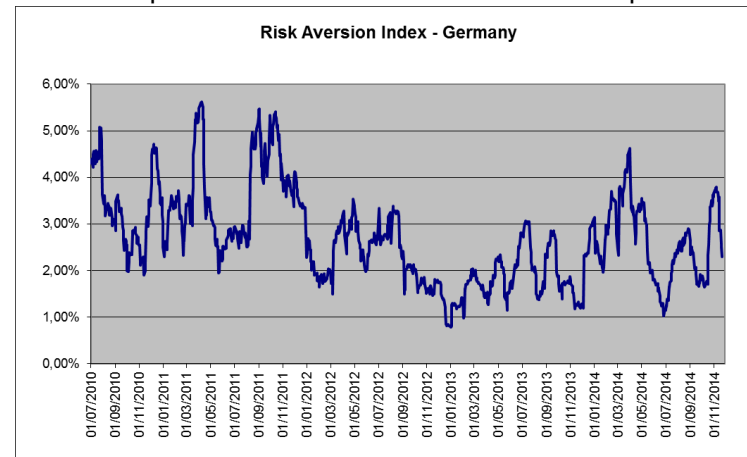
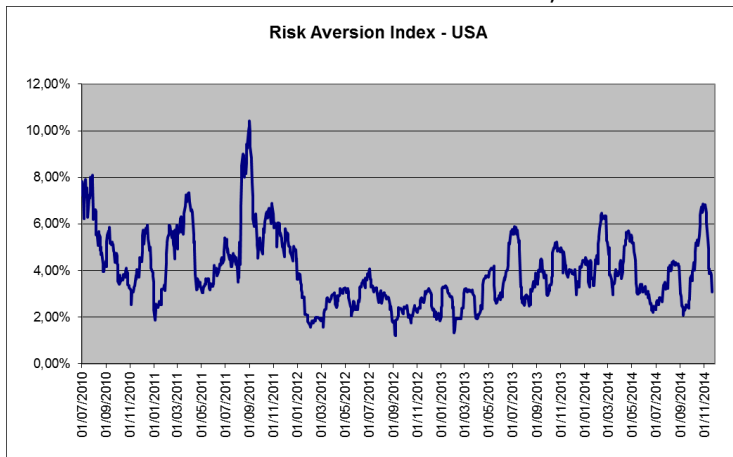


Standard deviation (21 dd) of the main financial assets									
	Yield to Maturity Benchmark Govies			Equity Indices			Foreign Exchange vs US\$		
	September	October	November	September	October	November	September	October	November
<b>USA</b>	21,62	29,04	23,24	9,73	18,03	6,57	-	-	-
<b>Brazil</b>	20,28	19,62	23,11	25,78	42,82	37,00	12,29	19,44	21,83
<b>Mexico</b>	14,62	16,48	9,88	8,72	10,54	11,14	7,53	8,44	7,25
<b>UK</b>	17,61	48,46	23,21	8,28	17,15	9,08	7,76	7,74	5,84
<b>France</b>	36,54	53,35	36,44	14,33	24,67	17,73	7,55	10,33	8,69
<b>Germany</b>	43,76	60,88	50,10	12,55	21,86	17,55	7,55	10,33	8,69
<b>Italy</b>	33,34	39,16	27,81	21,02	30,56	28,65	7,55	10,33	8,69
<b>Japan</b>	36,92	24,25	69,12	11,10	24,39	24,58	5,97	8,88	11,78
<b>Australia</b>	24,36	26,92	22,85	9,94	13,46	9,17	10,15	12,57	11,44
<b>Canada</b>	22,81	25,86	18,37	8,83	15,16	9,99	7,44	7,40	7,79

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

Nel mese di novembre i mercati azionari hanno proseguito la fase di apprezzamento iniziata a metà ottobre, grazie al migliore profilo relativo rischio/liquidità rispetto alle altre classi di investimento. Lo scenario macro ha registrato un sensibile deterioramento della domanda globale, accompagnato da un diffuso calo dei tassi di inflazione. Le banche centrali hanno reagito varando nuovi stimoli quantitativi, riducendo i tassi o rafforzando in senso accomodante le forward-guidance. Gli indici di avversione al rischio sono pertanto nuovamente scesi, supportando la ripresa dei listini. Ha fatto parziale eccezione il Giappone, dove gli investitori sono apparsi più cauti alla luce dei rischi di fallimento della Abenomics, nonostante le ulteriori manovre espansive varate nel mese dalla Bank of Japan.



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

- I segnali di ripresa e di inflazione si sono attenuati nella maggior parte delle aree economiche, lasciando solo gli Stati Uniti a sostenere la crescita globale. L'Equity, che rimane la classe di investimento privilegiata, è sostenuto dal migliore profilo della liquidità ma non dal ciclo economico; le scelte di investimento seguono le valutazioni.
- Prevalde un'allocazione opportunistica, basata sulla selezione dei fattori di rischio piuttosto che sull'ottimizzazione. Riteniamo pienamente incorporato nei prezzi e nelle aspettative uno scenario macro in genere più debole, e pertanto la ricerca di rendimento privilegia temi di rischio coerenti e realizzabili con posizionamenti flessibili.
- La divergenza delle politiche monetarie in un contesto che sarà «zero lower bound» ancora per mesi potrà generare andamenti asincroni e talvolta contro-intuitivi delle grandi classi di attività, specie quelle correlate con uno scenario macro deflazionistico (bassa volatilità sistemica), ed instabilità locale connessa alla prevalenza di posizioni tematiche tattiche, direzionali, di arbitraggio o relative value (alta volatilità idiosincratca).
- In particolare, una persistente inefficacia dell'azione di policy della BCE e della BoJ, unita alle velate incertezze della FED sui tempi e gli effetti dell'attesa normalizzazione, potranno contenere i premi a termine sulla parte media e lunga delle rispettive curve benchmark, lasciando margini (ancorché limitati) per le posizioni «relative core» (short US & UK-long Germany 5/10Y) ed «EMU spread tightening» (long Spain/Italy 10Y/short Bund). La posizione sui sovrani EM è scarica, perché valute e tassi locali sono ora sovraesposti all'azione della FED.
- In assenza di un sostegno diffuso del ciclo e degli utili, l'Equity DM registra una significativa dispersione della valutazioni, sia a livello settoriale che geografico. Un possibile incremento della volatilità cross market accompagnato da un migliore profilo di liquidità ci induce a mantenere un limitato OW sull'Equity, ricomponendo l'allocazione geografica a vantaggio di Giappone (contro EM Asia) e USA. Privilegiamo settori le cui valutazioni sono inferiori ai valori di equilibrio (Tech e Consumer Discretionary) o che restituiscono elevati dividend yield.
- USD ha avviato un ciclo rialzista contro EUR, JPY, SEK, AUD, ZAR, mentre contro GBP l'aggiustamento è per il momento esaurito. Attendiamo EURUSD a quota 1,2000 a 4-6 mesi, ed in range 1,2090-1,2650 fino a dicembre.
- Opportunità nei Convertibles, grazie alle possibili tensioni sui tassi (USA e UK) e ad una migliore intonazione relativa dell'Equity. I Corporate hanno un «carry» migliore solo nei Financials EMU, sostenuti dall'azione della BCE. Abbiamo chiuso posizione su Corporate HY USA, per il peso del comparto Energy sul segmento (rischio default).
- Su Commodity spazi per Nickel, Zinco, Soia e Grani a breve, Cacao a medio. UW strutturale sul Brent.

# Global Market Model Macro Trend

## GLOBAL FINANCIAL MARKETS' DYNAMIC - EXPECTED TRENDS

Macro Asset Classes	tactical view	strategic view		tactical view	strategic view
<b>EQUITY INDICES (local currency)</b>			<b>CORPORATE BONDS, STRUCTURED &amp; SPREADS</b>		
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	-	-	<b>FOREIGN EXCHANGE (€uro cable)</b>		
EM - EAST EUROPE	-	=	UNITED STATES \$	+	+
<b>GOVERNMENT BONDS &amp; SUPRANATIONAL (prices)</b>			BRITISH POUND	-	+
USA	-	-	JAPANESE YEN	--	-
GERMANY (EMU)	+	-	SWISS FRANC	+	=
JAPAN	=	-	COMMODITY CURRENCIES	-	-
UNITED KINGDOM	-	--	HY&EM CURRENCIES	-	=
EUROPE - OTHERS	+	=	<b>COMMODITIES (GSCI indices)</b>		
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