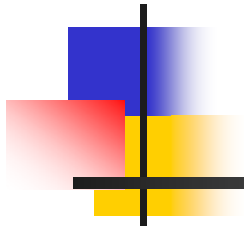


First Quarter, 2015

Global Economic & Investments Outlook 2015



The Chief Strategist Overview

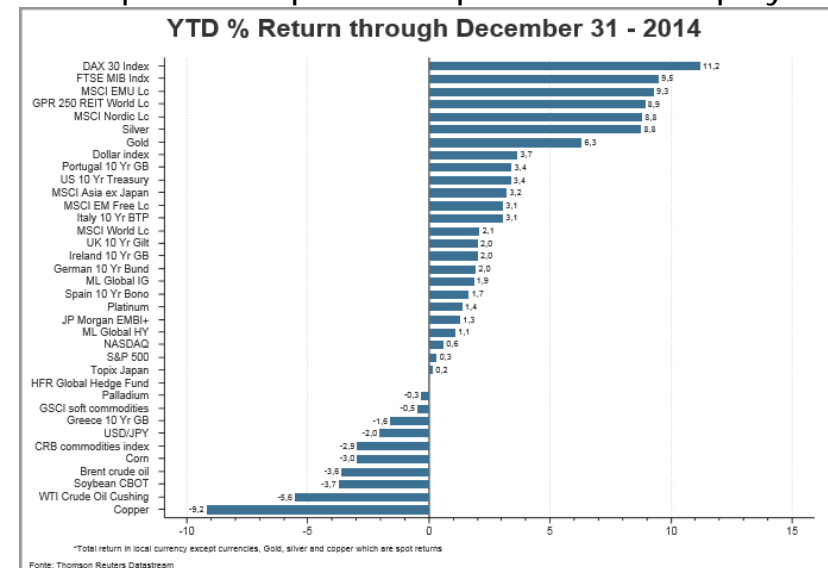
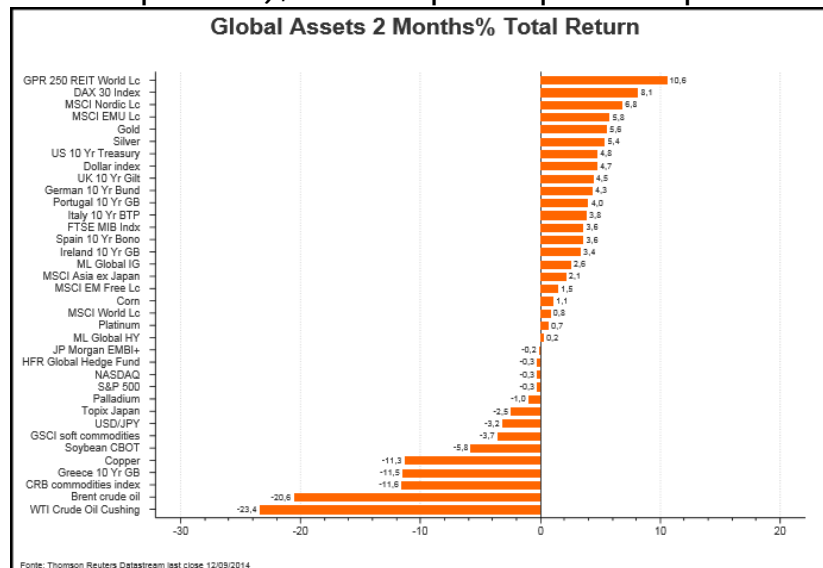
Gli aggiornamenti dell'outlook macroeconomico rilasciati di recente dal Fondo Monetario e dalle altre istituzioni internazionali confermano che la ripresa è in atto, ma è ancora debole e squilibrata. Segnalano inoltre, in linea con le nostre precedenti analisi, che i soli Stati Uniti costituiscono al momento il motore «già avviato» della crescita. Come conseguenza, le politiche monetarie tendono a divaricarsi: il mercato del lavoro americano si sta irrigidendo, una produttività che rimane bassa ed un elevato tasso di partecipazione potranno indurre pressioni sui salari, spingendo la FED ad un progressivo rialzo dei tassi nel futuro prevedibile. In Europa si notano i primi segnali di stabilizzazione, che a nostro avviso sono in parte sottovalutati. Un primo sintomo di modificazione dello scenario prospettico europeo è rilevabile dalla dinamica del consenso: fino a tutto l'anno passato le revisioni delle stime macro erano costantemente al ribasso, mentre da inizio 2015 le stesse revisioni sono in generale al rialzo. Germania e Spagna stanno trainando l'Eurozona verso una crescita che potrà divenire più equilibrata, ma non c'è dubbio che i volani di una fase di sviluppo nuova sono potenti e tutti in campo, in particolare: 1) politiche monetarie ultra accomodanti, ci attendiamo che BCE e BoJ aggiungano oltre 1.400 miliardi di dollari all'attuale stock di liquidità globale nel 2015; 2) indici delle condizioni finanziarie favorevoli, specie laddove alla politica monetaria espansiva si è aggiunta una svalutazione del tasso di cambio; 3) il crollo dei prezzi dell'energia, che potrà generare un'accelerazione dei consumi, sottraendo tuttavia un po' di trazione agli investimenti; 4) la deflazione, che in questa fase va considerata come un fattore positivo, rivenendo in gran parte da un mancato allineamento dell'offerta alla debolezza della domanda.

Su quest'ultimo punto, la nostra analisi suggerisce che le manovre basate sull'acquisto di attività finanziarie sovrane e private su larga scala, riducendo i premi al rischio sull'intera struttura a termine, compensano interamente i rischi di deflazione, in quanto consentono di evitare la nota penalizzazione per i grandi debitori: se lo stock di debito e le relative scadenze sono rifinanziate dallo sportello della banca centrale, esso diventa assimilabile al working capital, con in più la certezza di ottenere tale «linea di credito» per un tempo certo ed a tassi prossimi a zero.

Nel contesto sopra delineato potranno emergere alcuni rischi, di cui gli investitori istituzionali dovranno tenere conto: in particolare, con gli USA a guidare la ripresa e l'Eurozona avviata verso una graduale stabilizzazione, il resto del mondo sta sperimentando ancora un aggiustamento (Giappone, Cina, Sudamerica e Russia), da cui sta emergendo un riallineamento significativo dei tassi di cambio, con relativo aumento della volatilità; in secondo luogo, la manovra che sta conducendo i tassi sovrani a zero e gli spread creditizi ai minimi storici alimenterà i rischi di inversione, che dati i condizionamenti di politica monetaria, potranno scaturire solo da eventi non anticipati (shock non simmetrici); in terzo luogo, i mercati azionari rifletteranno una crescita squilibrata, trovando sostegno nelle sole valutazioni (PE).

Le performance dei mercati

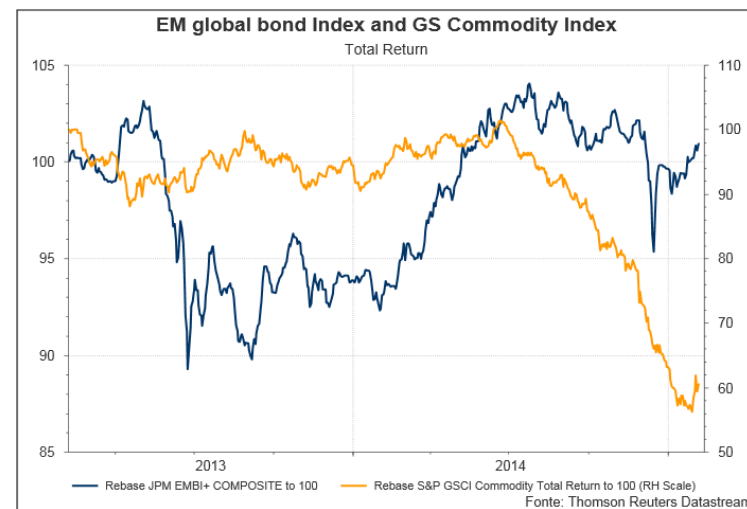
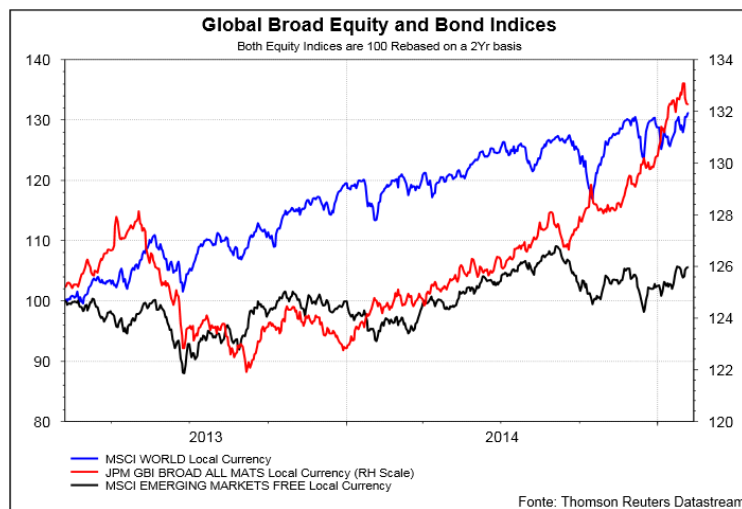
Il 2015 è partito sotto il segno di un'ampia rotazione di portafoglio, che ha coinvolto la maggior parte delle attività finanziarie. Gli investitori istituzionali hanno continuamente riposizionato gli asset tattici, nel tentativo di cogliere con anticipo possibili rimbalzi e/o correzioni tecniche, ma la manovra non è sempre riuscita, e ciò si è riflesso in un massiccio utilizzo di derivati a scopo speculativo ed in un conseguente sensibile incremento dei livelli di avversione al rischio nel sistema. Fattori geopolitici (l'esito delle elezioni in Grecia, le crescenti tensioni Russia/Ucraina, gli attentati di Parigi), le decisioni della BCE e della SNB (l'abbandono del peg al ribasso del cambio EURCHF), il crollo dei prezzi del petrolio e più in generale delle commodity, ed al contempo il rialzo «occasionale» di Oro e Argento, sono stati tutti fattori di disturbo nelle scelte di allocazione, per le quali si può affermare che gli istituzionali sono tuttora alla ricerca di una strategia di fondo. I rischi sulle curve sovrane «core» sono azzerati (deflazione+politiche ultraespansive), non stupisce quindi la performance di questi comparti e la positività dell'Equity



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

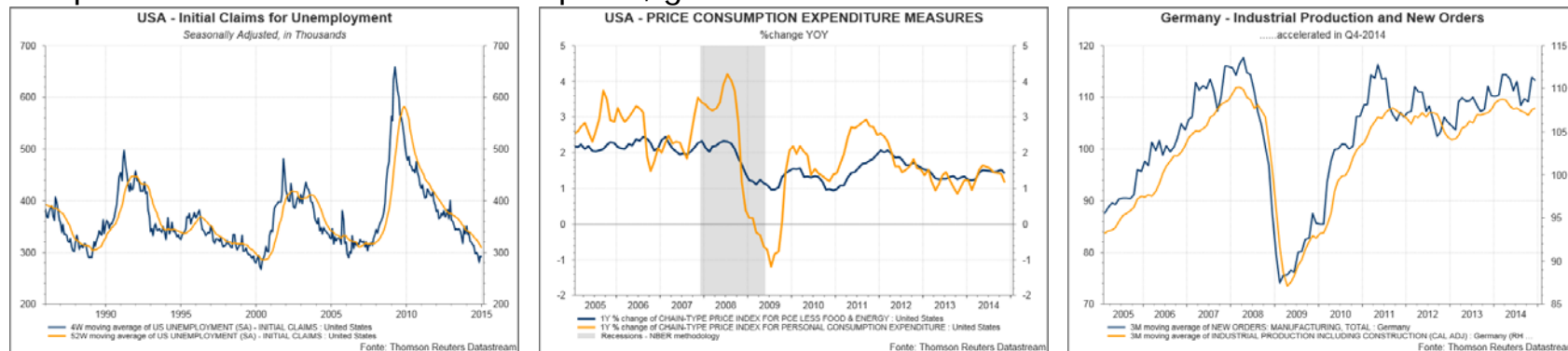
Uno scenario economico in evoluzione, che vede gli Stati Uniti come il solo motore della crescita globale in questa fase, con l'Eurozona che faticosamente sta ritrovando una sua relativa stabilità (sia pure su traiettorie di sviluppo molto dimesse) e Cina, Giappone e Paesi Emergenti proiettati verso un significativo indebolimento dell'attività, ha modificato il quadro di investimento nella prima parte del 2015. Il calo dei prezzi delle commodity cicliche (industriali ed energia) sta inducendo pressioni deflazionistiche globali, alimentate da una persistente debolezza della domanda e del reddito. Le banche centrali hanno reagito aumentando le quantità di moneta in circolazione mediante operazioni di acquisto di titoli su larga scala (BCE e BoJ), ma ciò ha favorito il trasferimento della volatilità sulle curve sovrane e sui tassi di cambio, a vantaggio di un riposizionamento sull'Equity e sul Credit di grado speculativo. Ma è evidente che la rotazione ha carattere tattico e non ciclico, ed è sostenuta dalle valutazioni piuttosto che dai driver fondamentali del valore. Il repricing riflette il calo dei tassi e la deflazione nei mercati EMU, ma nei mercati USA (dove si attende un irrigidimento della politica) e negli EM (ciclo debole) il quadro è più fragile.



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 dinamiche delle «locomotive»

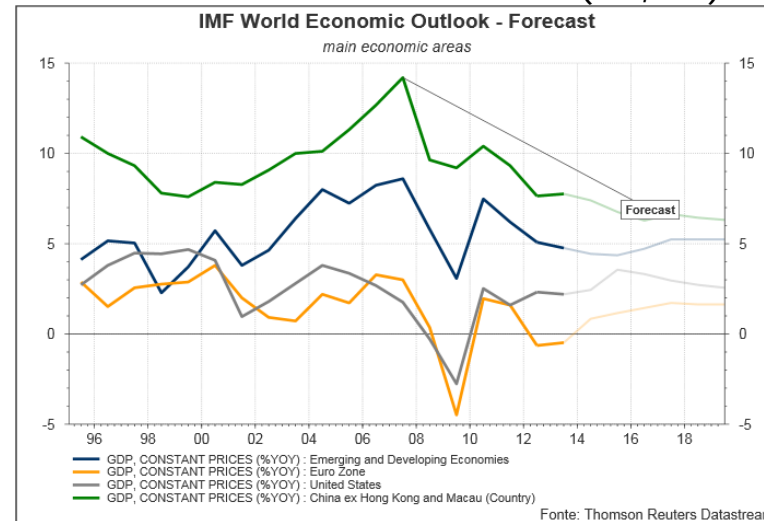
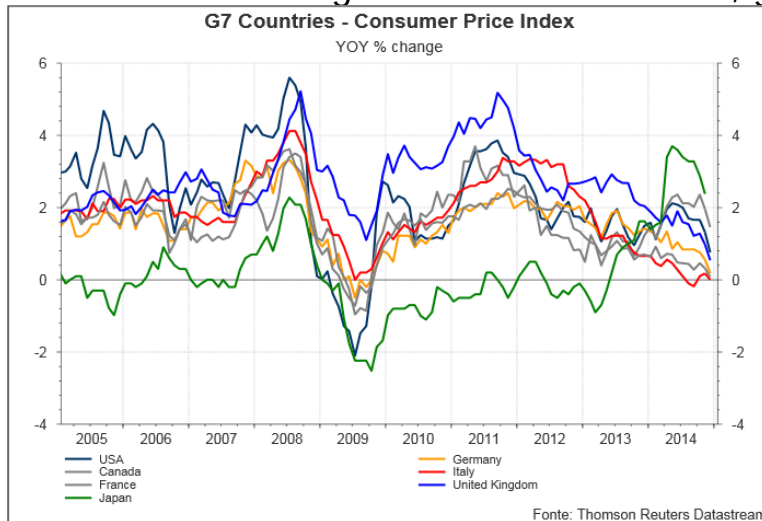
Le analisi che abbiamo condotto ad inizio anno suggeriscono un moderato ottimismo rispetto al consenso sulle prospettive del ciclo globale. USA e Germania guidano il piccolo nucleo di paesi che non solo sembra uscito dal cono d'ombra della crisi economica, ma ha visto accelerare i livelli di attività nei mesi più recenti, con benefici riflessi sui livelli di occupazione. Osserviamo con attenzione le crescenti pressioni deflazionistiche nella maggior parte dei paesi sviluppati, ma siamo anche consapevoli che gran parte di tali dinamiche è il riflesso del crollo dei prezzi delle materie prime industriali e dell'energia, a loro volta indotte da ritardi nell'adeguamento dell'offerta alle modificazioni al ribasso della domanda globale. In generale, c'è una certa sottovalutazione degli effetti del calo dei prezzi dell'energia sulla dinamica dei consumi, anche se non siamo fra quelli che si attendono un balzo accentuato del GDP per via di questo fattore. Negli USA, a fronte di una conclamata ripresa dell'occupazione, è in atto una rotazione del reddito dalle aziende alle famiglie (complice il crollo dell'energia e il rialzo del dollaro): pertanto, export e progetti di investimento nel settore Energia sono scesi, mentre i consumi finali delle famiglie sono saliti. E' in atto una ricomposizione della domanda. In Germania, ci sono evidenze di una ripresa più diffusa negli indici anticipatori (IFO, ZEW, PMI) e nella fiducia dei consumatori. A dicembre sono saliti gli ordinativi all'industria, ai massimi da tre anni. L'export tedesco in USA e UK è in ripresa, grazie alla debolezza dell'€uro. Le locomotive corrono!



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.

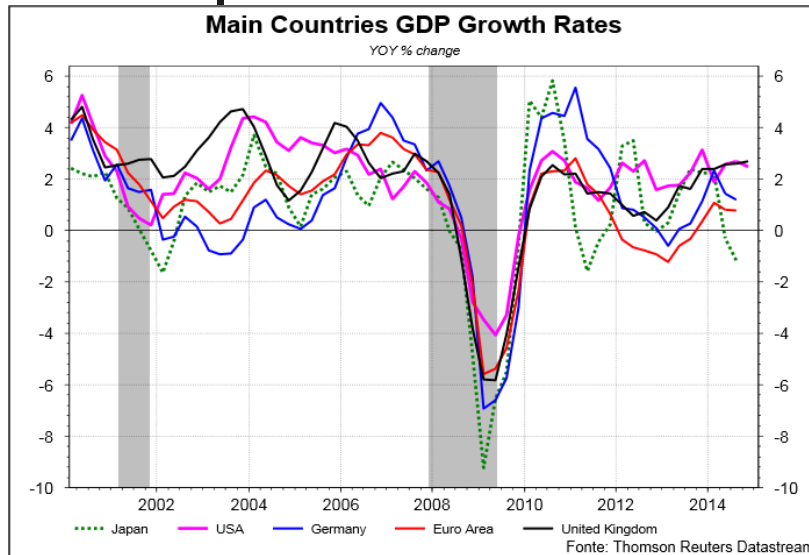
Quadro generale: macro trend

- All'inizio dell'anno un pessimismo diffuso ha caratterizzato i previsori istituzionali, a cominciare dal Fondo Monetario, dalla World Bank e in misura minore dall'OCSE. In realtà, le revisioni al ribasso hanno riguardato in particolare gli EM e i BRIC (con l'esclusione dell'India). Dal momento che le istituzioni non ritengono il calo dei prezzi degli input di energia un volano strutturale della crescita, suggeriscono alle autorità dei DM un mix di politiche monetarie accomodanti e di riforme tese a liberare le economie domestiche dai lacci dei monopoli «nascosti», al fine di sprigionare le forze imprenditoriali sottostanti ed avviare una fase di sviluppo più equilibrata (e meno drogata).
- Sono fattori di disturbo le elezioni locali in Europa, la deflazione e la divaricazione delle politiche monetarie, più apparente che reale, ma in grado di scatenare guerre valutarie e volatilità.
- Rimaniamo più ottimisti del consenso, perché abbiamo stime migliori per Eurozona e USA: nel 2015 manteniamo una previsione di crescita del GDP globale al +3,0%, mentre per il 2016, ci attendiamo una significativa accelerazione, grazie anche al contributo di alcuni EM (+3,5%).



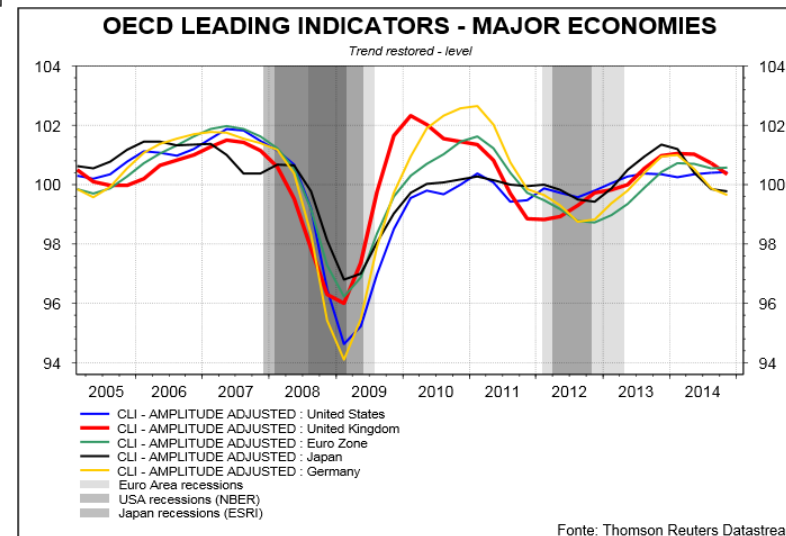
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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



Il ritmo di crescita si è attenuato in numerose aree economiche, suscitando dubbi sulla tenuta delle previsioni di lieve accelerazione formulate a fine anno. In termini di dinamiche della domanda aggregata, le principali aree economiche evidenziano una flessione, con l'eccezione di UK, dove tuttavia la crescita del GDP stenta a tradursi in salari, produttività ed investimenti. Il ribilanciamento in atto nel mercato dei cambi e politiche monetarie aggressive dovrebbero sostenere una svolta.

Anche gli indici anticipatori dell'OCSE segnano un appiattimento o una flessione del ciclo economico nelle aree principali. Essendo il risultato di sotto-indici congiunturali e di aspettativa basati sulla domanda, essi costituiscono un indicatore parziale dello stato del ciclo, e quindi non in grado di misurare la dimensione assoluta della dinamica economica in atto. Le politiche monetarie potranno supportare una ripresa dal lato dell'offerta, favorita dal calo dei tassi a zero.



Scenario macroeconomico: le previsioni

Abbiamo effettuato il primo esercizio di previsione del GDP 2015-2016, alla luce delle ultime letture sul Q4-2014: ne risulta il mantenimento delle stime per gli USA per il 2015, ed una moderata perdita di trazione per il 2016 rispetto alla proiezione 2015, entrambe da valutare in base alla diffusione della crescita ad altre aree economiche rilevanti, a politiche monetarie domestiche attese meno favorevoli, ed agli effetti dell'apprezzamento del dollaro.

Per quanto riguarda UK, la chiusura del 2014 è stata più debole delle attese, con gli elementi a supporto di una ripresa sostenibile (produttività, reddito e inflazione) che viceversa segnalano una sostanziale stagnazione. Il trascinarsi è sceso sotto l'1,0%, e noi abbiamo appiattito la previsione nell'orizzonte 2015-2016 al 2,5% e al 2,4% rispettivamente.

Manteniamo il profilo di crescita 2015 in Giappone al +1,3%, alla luce di una eccessiva volatilità dell'interscambio commerciale e della debolezza persistente degli investimenti in capitale fisico in H2-2014. Per il 2016 siamo più pessimisti del consenso (+1,3%): riteniamo non trascurabile il rischio che rilevanti pressioni competitive sui mercati asiatici possano deprimere il contributo delle partite correnti, lasciando il paese esposto ad aggiustamenti valutari.

La previsione per l'Eurozona è migliorata per il 2015, e si attesta al +1,2% (un dato più elevato del consenso): da un lato ci sono segni evidenti e diffusi di stabilizzazione (in Germania e Spagna in particolare), ma dall'altro ci sono paesi che entrano nell'anno in sensibile ritardo ed a trazione ridotta (Italia e Francia). La svalutazione dell'euro e il Quantitative Easing favoriranno un'accelerazione ciclica, ma la disomogeneità dell'ambiente economico e le tensioni geopolitiche (Grecia e Ucraina) ne freneranno gli istinti. Il 2016 è invece stimato in linea col consenso (+1,5%).

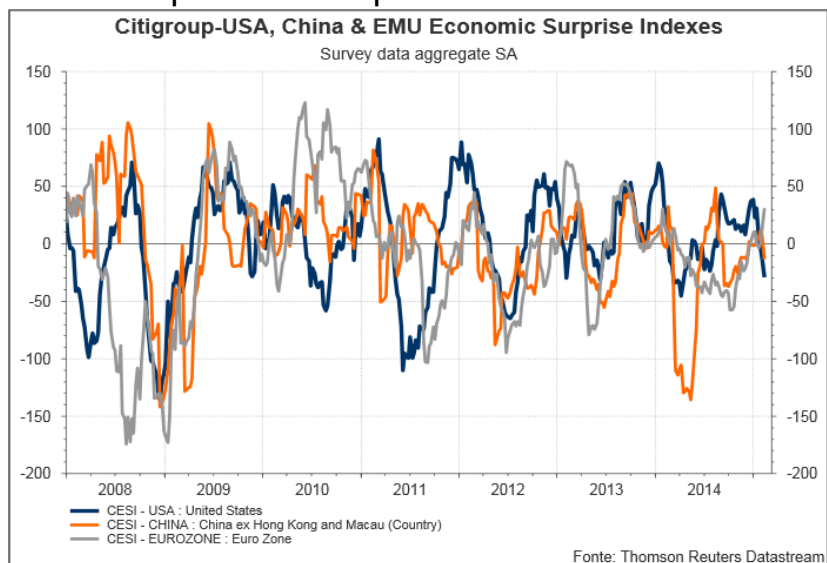
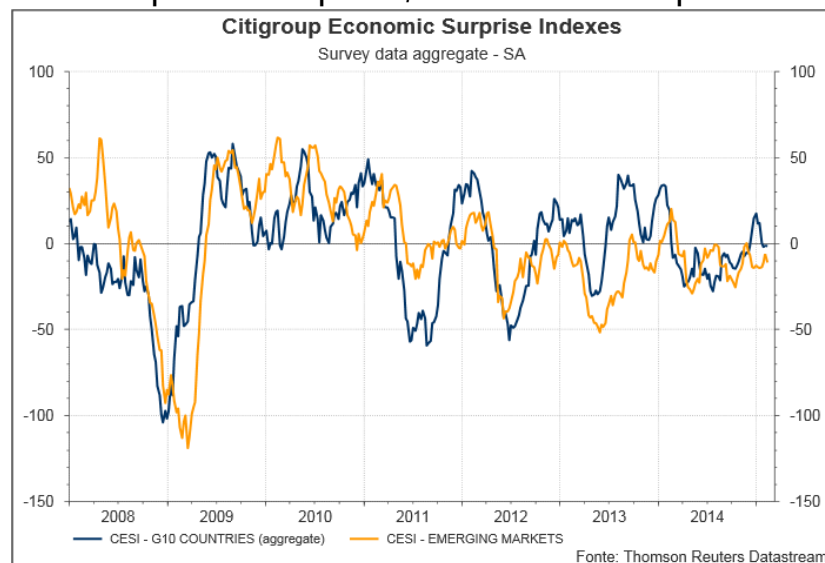
Macroeconomic Projections - GDP YOY % Growth Rate						
Country	2014	2015	2015	2016	2015	2016
	Preliminary	Carry-on	Consensus	Consensus	Our Estimate	Our Estimate
USA	2,40%	1,40%	3,20%	2,80%	3,40%	2,90%
United Kingdom	2,60%	0,90%	2,60%	2,40%	2,50%	2,40%
Japan	0,20%	-0,90%	1,20%	1,50%	1,30%	1,30%
Euro Area	0,80%	0,20%	1,10%	1,60%	1,20%	1,50%
Germany	1,50%	0,20%	1,40%	1,80%	1,70%	1,80%
Italy	-0,40%	-0,20%	0,40%	1,00%	0,40%	0,80%
France	0,40%	0,10%	0,90%	1,30%	0,80%	1,00%

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

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

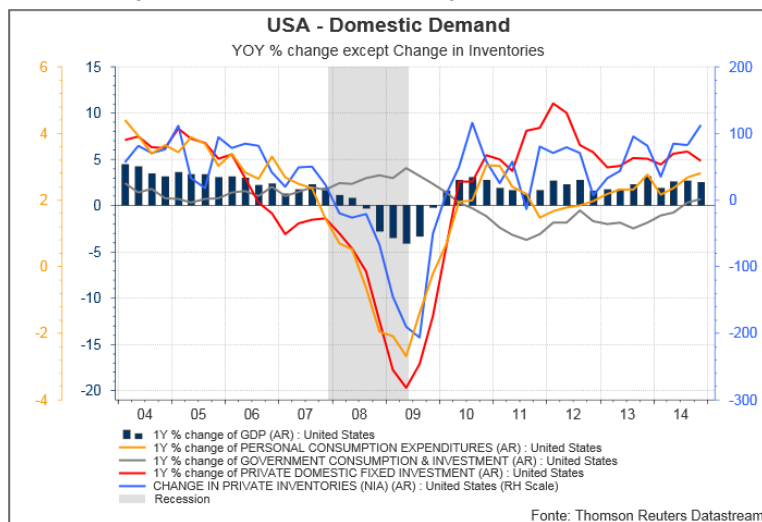
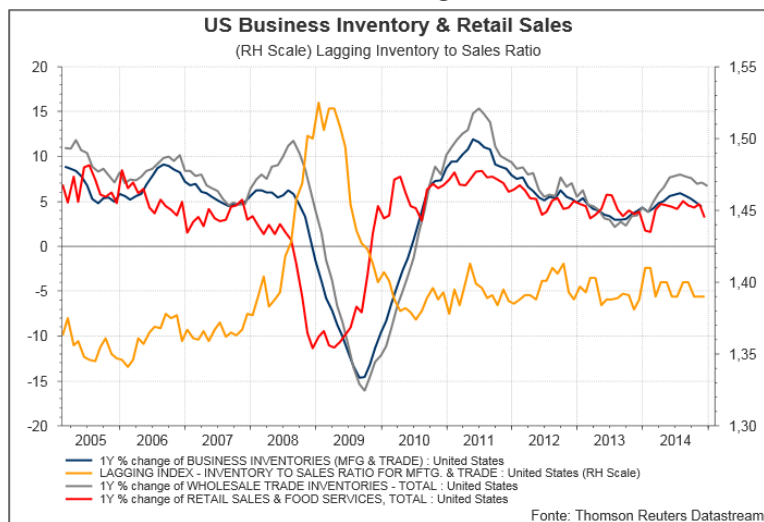
Gli indici di sorpresa economica confermano le indicazioni emerse dall'analisi congiunturale. Qui ricordiamo che tali indici sono definiti come la deviazione standard ponderata degli scostamenti dei dati economici pubblicati rispetto al consenso. Una lettura positiva indica che i dati sono risultati migliori delle previsioni, una lettura negativa che essi sono risultati peggiori, un andamento piatto che essi sono stati in linea con le stime. Ebbene, i grafici sottostanti segnalano due fenomeni. A livello globale, i due grandi aggregati «funzionali» (paesi G10 e paesi Emergenti) evidenziano un andamento da debole a piatto dei rispettivi indici, a conferma che il consenso è ormai polarizzato sulle previsioni medie e che il data-flow in media rispetta quelle previsioni medie. Ciò significa che una modifica dello scenario macro richiederebbe uno shock non marginale. A livello geografico, è palese il differente andamento degli indici di sorpresa relativi a USA e Cina (fortemente discendente) ed Eurozona (fortemente ascendente), a conferma di un evidente eccesso di ottimismo per le aspettative relative al ciclo dei primi due paesi, e di un non sorprendente eccesso di pessimismo per l'Area dell'Euro.



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

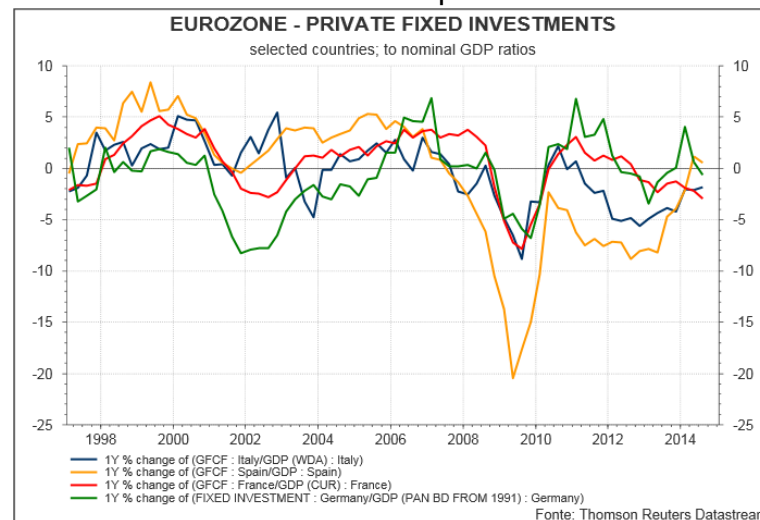
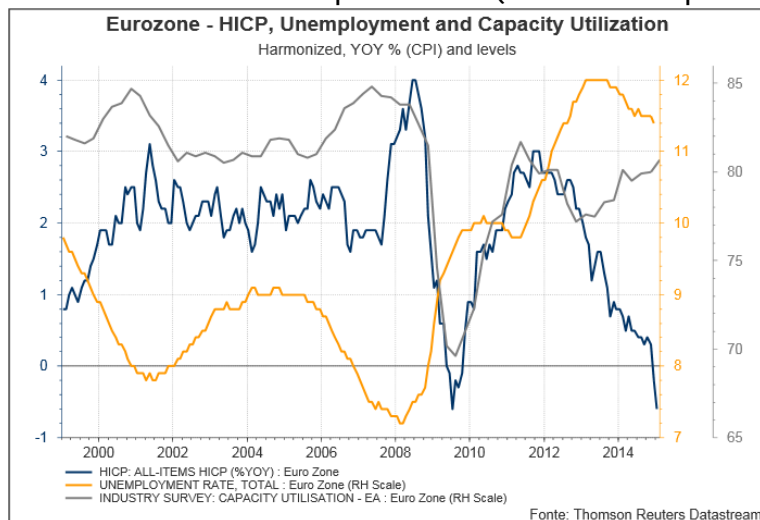
Negli USA si sono rafforzati i segnali di accelerazione del ciclo, che rimane tuttavia in parte condizionato dalla dinamica delle scorte. Il Q3-14 ha confermato un tasso di crescita del GDP al +5,0% QoQ saar, mentre nel Q4-14 la dinamica della domanda è apparsa rallentata (+2,6% in prima lettura) dal netto indebolimento degli investimenti e da un minore contributo dell'interscambio (connesso ad un mix negativo di apprezzamento del dollaro e calo dell'export netto verso i partner asiatici e sudamericani). La frenata degli investimenti in capitale fisico costituisce il riflesso della contrazione dei profitti delle imprese esposte alla concorrenza internazionale (effetto della rivalutazione del cambio) e del blocco dei progetti di investimento nel settore energia (effetto del calo dei prezzi dei prodotti grezzi, raffinati e del gas). Il mercato del lavoro segnala che il trend macro sottostante è sostenibile, mentre il calo dell'inflazione riflette l'eccesso di offerta sui mercati delle materie prime. Considerando il peso dei consumi sul GDP USA (70%), stimiamo un contributo positivo al GDP del reddito liberato dal calo dei prezzi dell'energia di circa l'1,1%, contro una sottrazione di contributo dagli investimenti di circa il -0,4%, per un saldo netto positivo del +0,7%.



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

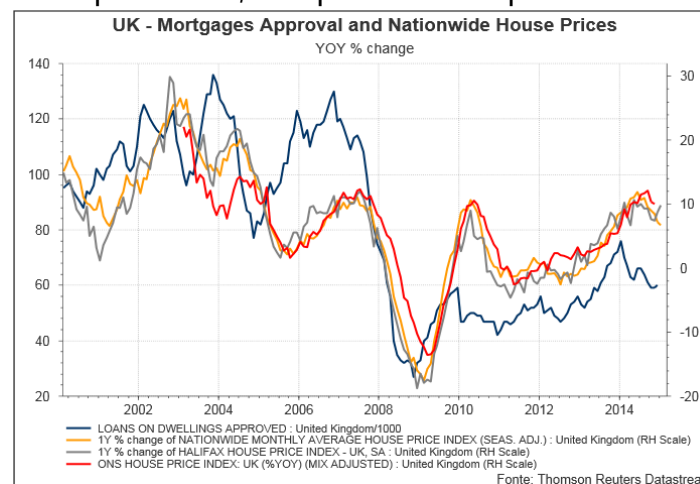
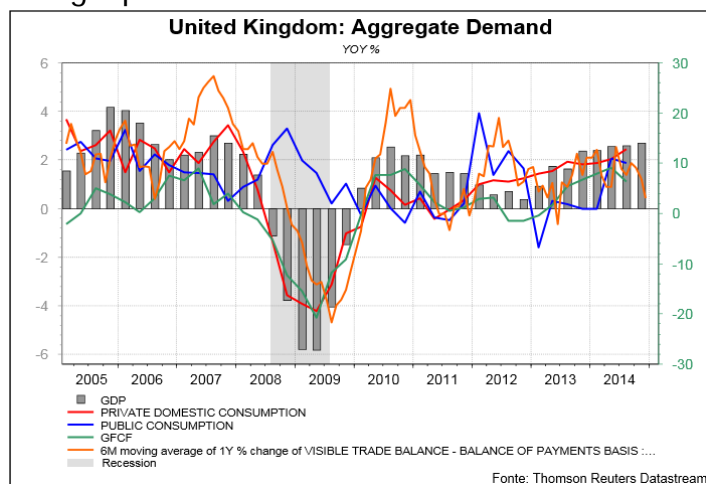
I ritmi di crescita nell'Eurozona sono rimasti piatti fino a tutto il Q3-14, quando al persistente indebolimento degli indicatori manifatturieri, delle costruzioni e dei mercati del lavoro specialmente in Francia ed in Italia, si sono aggiunte tensioni geopolitiche ed aspettative non favorevoli riguardo l'evoluzione del quadro politico e istituzionale in Grecia e Regno Unito. I dati rilasciati inducono alcune riflessioni: innanzitutto è in atto una correzione dei prezzi interni che ormai ha assunto la forma di una deflazione; nel caso dell'EMU, tuttavia, il fenomeno è il risultato di una combinazione della compressione del reddito e dei consumi da un lato, e del crollo dei prezzi dell'energia dall'altro, e questo è il motivo per cui in Europa la risposta di policy è stata più importante. In secondo luogo, si è sperimentato un graduale rientro dei tassi di disoccupazione aggregati, che sembra essere stato più il riflesso del maggiore utilizzo della capacità produttiva installata (soprattutto dalle aziende orientate all'export) che non di un effettivo recupero della domanda domestica. Da ultimo, tale supposizione sarebbe confermata dal calo persistente e generalizzato degli investimenti in capitale fisico, che soprattutto in Germania ha assunto dinamiche molto preoccupanti. Nell'ultima parte dell'anno il quadro previsivo si è fatto più favorevole, Germania e Spagna hanno confermato progressi sia sul fronte industriale che su quello dell'export, in Italia pare in atto un tentativo di stabilizzazione. Riteniamo che l'indebolimento dell'euro e dell'energia, condizioni creditizie alleggerite e buona crescita dei mercati di esportazione (USA e UK in particolare) rinforzeranno la domanda nei prossimi trimestri.



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

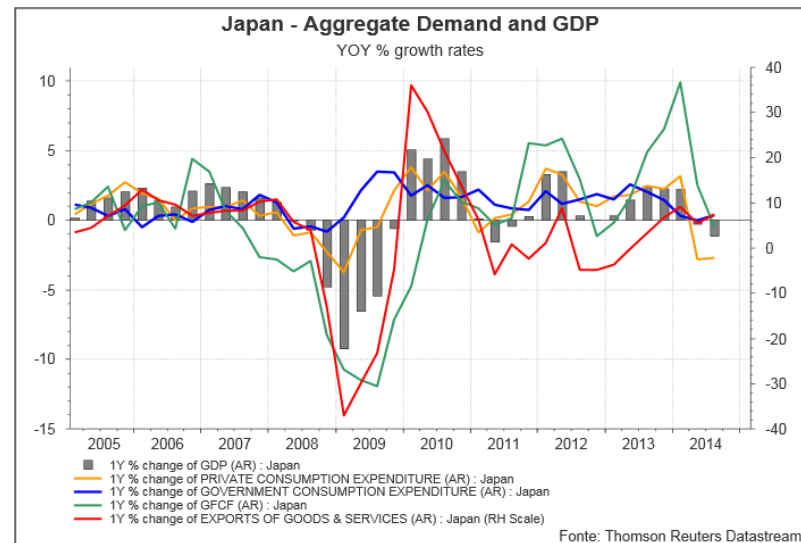
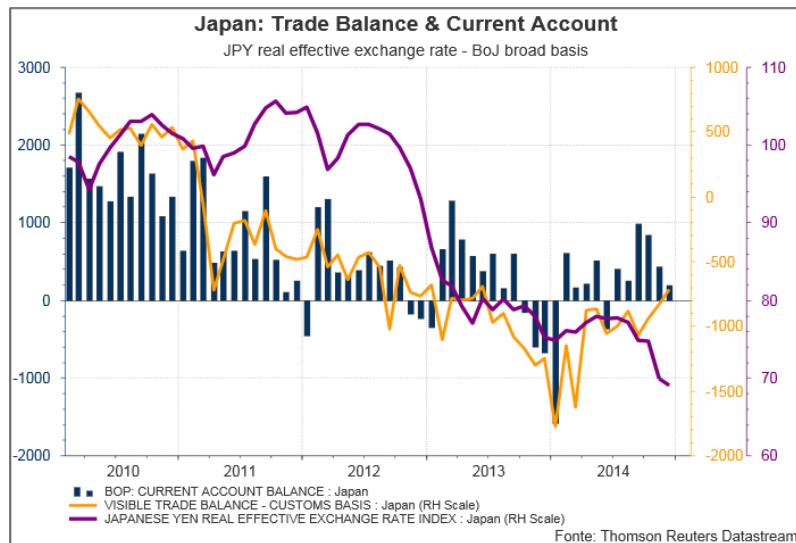
L'economia UK ha sperimentato un biennio di crescita costante, che in H2-14 si è tradotto in una variazione media della domanda aggregata del +2,7%. Sia pure senza sperimentare un trend, dall'inizio del 2010 il Regno Unito è di fatto uscito dalla crisi, recuperando un tasso di crescita del potenziale di circa il 2,2%, superiore a tutti gli altri competitor. I segnali che rivengono dai dati si sono fatti tuttavia più incerti nella parte finale dell'anno passato, e conseguentemente la banca centrale è diventata più cauta in ordine al progettato avvio di una fase di normalizzazione. Una parte del recupero di trazione dell'economia britannica è infatti dovuto al rialzo in alcuni mercati delle attività (l'immobiliare, l'azionario, le energie rinnovabili), a loro volta sostenuti dal ruolo preminente della Piazza Finanziaria di Londra (che pesa il 55% del prodotto nazionale) e dall'allentamento delle condizioni creditizie. Il rafforzamento della sterlina ha costituito il contraltare – in termini reali – della fase di ascesa del sistema economico domestico, e ora ne è divenuto un fattore di rischio, come è evidente osservando il sensibile indebolimento della bilancia commerciale a fine 2014. Il mercato del lavoro fa segnare buoni progressi, così come indagini recenti presso le imprese manifatturiere ne segnalano le intenzioni di investimento intorno al +8,0% per il 2015. Occorre valutare se il modello di crescita è ancora sostenibile, tenuto conto che le famiglie hanno continuato a spendere nonostante la flessione del reddito (si è ridotto il risparmio e si è confidato sul credito). La flessione del CPI potrà compensare il calo del reddito disponibile, ma sarà la tenuta dell'economia UE e la riduzione delle tensioni geopolitiche a determinare la misura e la tenuta del quadro di previsione, che per adesso è più cauto.



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

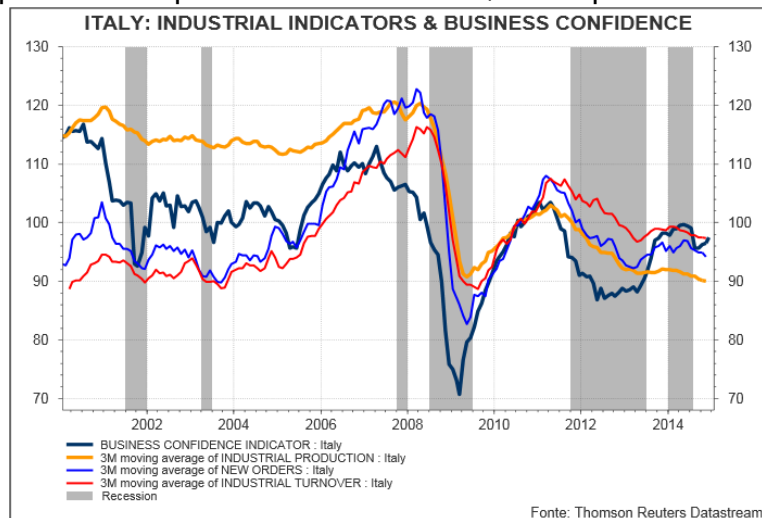
Nonostante la fiducia delle autorità monetarie e del governo, l'economia giapponese evidenzia diffuse incertezze, che costringono i previsori a rivedere continuamente le stime. Alla fine del Q3-2014 il Giappone è infatti ripiombato in recessione, facendo segnare due trimestri di crescita negativa del GDP e soprattutto evidenziando un netto incremento della volatilità macroeconomica. Consumi ed interscambio continuano a segnare il passo, quest'ultimo nonostante la svalutazione dello Yen, ma sono soprattutto gli investimenti in capitale fisico ad avere assunto dinamiche preoccupanti e molto volatili. Gli indicatori anticipatori relativi al Q4-14 sembrano proiettare un significativo recupero della congiuntura nipponica, sulla quale ha continuato a pesare un livello della produzione industriale abbondantemente al di sotto delle previsioni (atteso un +1,75% YoY in Q4-14). Note negative arrivano dal mercato del lavoro, dove la crescita dell'occupazione e dei salari contrattuali, che fino all'estate parevano stabilmente in rialzo, hanno invertito di recente la tendenza e stanno gettando qualche ombra anche sulla ripresa del reddito e dei consumi finali delle famiglie. La BoJ ha segnalato di recente che il principale canale di trasmissione della politica espansiva in atto sono le aspettative di inflazione, di recente in sensibile flessione a causa anche di fattori internazionali: visto che il quadro rimane molto incerto, ragione che ci ha indotto a mantenere una stima del GDP intorno al consenso, riteniamo che la BoJ rafforzerà l'easing quantitativo in estate.



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: Italia

In Italia la domanda interna ha continuato a cadere anche nella seconda parte dell'anno. Il Q3-14 si è chiuso con una flessione tendenziale del -0,5%, poco migliore della nostra stima. E' stato soltanto grazie al contributo dell'export netto se il GDP non è sceso ulteriormente, visto che l'altra componente positiva – i consumi delle famiglie – hanno fatto segnare una variazione frazionale. Continua a pesare in negativo l'andamento degli investimenti in capitale fisico, che non hanno trovato incentivo nella discesa dei tassi di interesse. Anche per il Q4-14 prevediamo una conferma della fase recessiva in atto, ancorché è innegabile che si comincino ad intravedere segnali più consistenti e diffusi di stabilizzazione del ciclo. Sono in particolare le indagini condotte presso le imprese e le famiglie che segnalano una prevalenza lieve di giudizi improntati ad un recupero di ottimismo, anche se permangono deboli le aspettative relative al portafoglio ordini domestici ed alle intenzioni di investimento. La svalutazione dell'euro dovrebbe consolidare la ripresa delle esportazioni nette (a fronte di prezzi dell'import molto bassi), ma queste pesano appena il 7% della domanda aggregata. I consumi potrebbero beneficiare della combinazione del bonus alle famiglie e del recupero di reddito indotto dalla deflazione, ma non basterà per cogliere la ripresa se mancheranno gli investimenti produttivi. Questi ultimi saranno frenati dalla debole domanda interna, dalle incertezze di scenario e dalla capacità produttiva inutilizzata ancora ampia. I buoni dati sull'occupazione potrebbero quindi essere transitori, come paiono confermare le caute intenzioni di assunzione delle imprese.



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: Cina

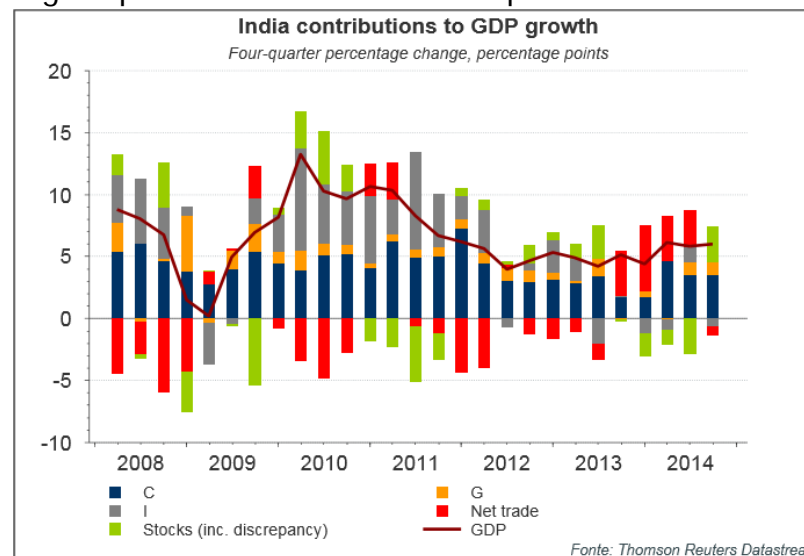
In Cina è in atto una sensibile attenuazione della crescita. Come è noto da nostre analisi precedenti, gran parte del rallentamento è da attribuire alla rapida crescita del credito sperimentata nel precedente ciclo di sviluppo: essa ha generato una enorme sovra-capacità produttiva nella fase di espansione, che successivamente si è riflessa in pressioni al ribasso sugli investimenti in capitale fisico e sull'inflazione, con ciò facendo salire i rischi nel settore finanziario. L'aggiustamento macroeconomico successivo ad una fase di boom creditizio può ridurre il tasso di crescita del GDP di circa 3,5 punti percentuali, una contrazione che in gran parte è già avvenuta in Cina (dal 10,5% si è passati al 7,3% per anno). I segnali di una stabilizzazione per ora sono molto timidi: i PMI sono ancora sotto la soglia di 50, quindi in zona di contrazione, mentre qualche risveglio si nota nella produzione industriale (+0,9% mensile a dicembre contro il +0,4% medio del trimestre settembre-novembre). La PBoC accompagna il ciclo riducendo la riserva obbligatoria e iniettando liquidità, ma è costretta ad impedire la svalutazione per evitare la fuoriuscita di capitali, accentuatasi negli ultimi mesi. Il ciclo si muove quindi su basi più incerte.



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

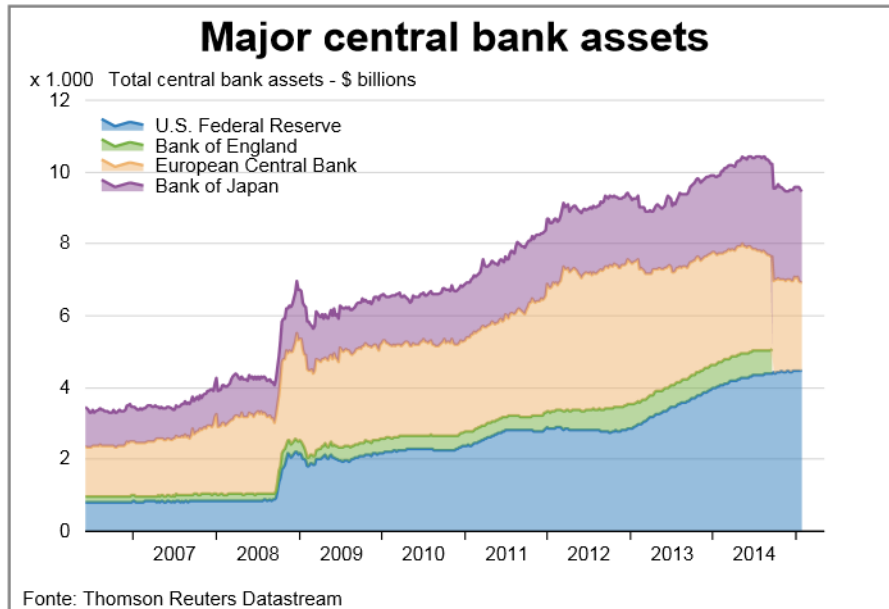
Le tensioni negli EM rimangono mediamente contenute, ma il deprimente andamento delle commodity, la pesante recessione in Russia, ed il sensibile rallentamento della Cina sono tutti elementi che ci hanno suggerito di rivedere al ribasso la stima di crescita 2015 per il complesso EM (al +3,7% dal +4,2% precedente) e ad allungare i tempi dell'aggiustamento. Il tasso di crescita della domanda potrebbe accelerare in particolare fra gli EM Asia, che beneficiano del calo dei prezzi dell'energia e dell'ampia disponibilità a costi competitivi di metalli industriali, ma lo stesso driver potrà viceversa frenare la dinamica dei paesi produttori: l'Indonesia per i metalli; la Russia, il Venezuela e il Messico per l'energia; il Brasile per le agricole ed i coloniali. Peraltro, fra gli EM Sud America, il quadro risulta ampiamente compromesso a causa delle decisioni di irrigidimento fiscale varate dai governi di Messico e Brasile, il primo per limitare l'impatto sul bilancio dei minori trasferimenti da parte delle aziende concessionarie dei campi petroliferi, il secondo per continuare il drenaggio della spesa pubblica in eccesso immessa nel ciclo elettorale terminato a metà 2014. Fra gli EM più solidi, segnaliamo l'India, con un tasso di crescita del GDP prossimo al +7,0% YoY, una composizione della domanda molto equilibrata e prevalentemente di origine domestica a fronte di uno scarso contributo degli investimenti. Fra i più esposti troviamo la Russia, penalizzata dalle sanzioni e dai ribassi del petrolio, ma dove gli imprenditori continuano ad esprimere fiducia.



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

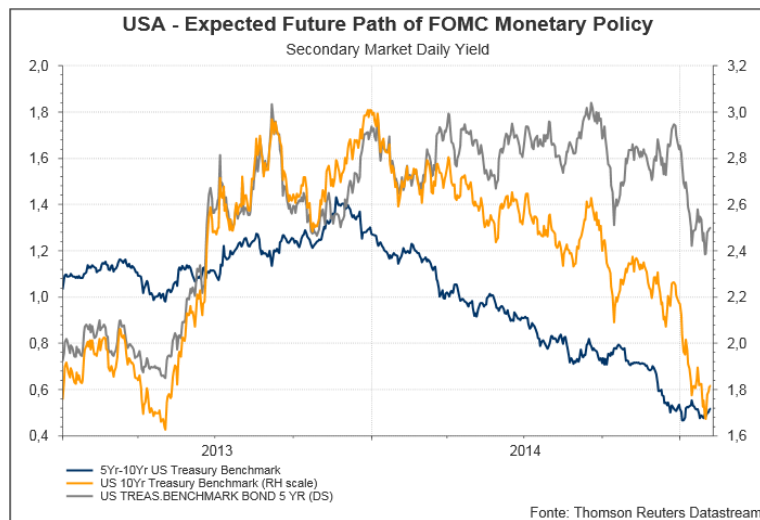
Nei mesi scorsi si è accentuata la pressione sulle banche centrali, costrette da un contesto economico globale frammentato a mantenere politiche monetarie ultra-espansive, a fronte di un incremento dei rischi di perdita del controllo delle variabili osservate e delle curve dei tassi. La BCE ha concretizzato gli annunci dei mesi precedenti, confermando l'avvio di un piano di acquisto di strumenti finanziari che incorporano anche i sovrani, su un orizzonte temporale di 18 mesi, per 60 mld di Euro al mese, per un totale di circa 1.100 mld di Euro. Il focus è ormai sull'allentamento delle quantità di moneta, con rischi crescenti per quanto riguarda la distorsione degli incentivi. 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

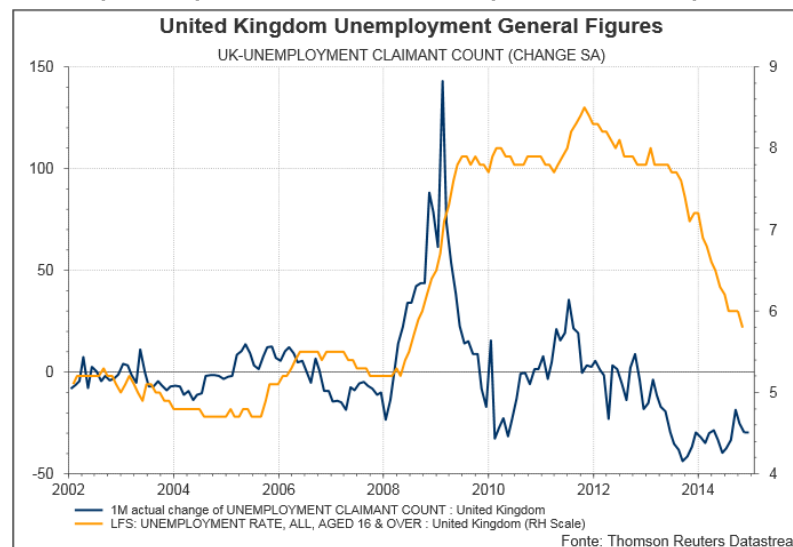
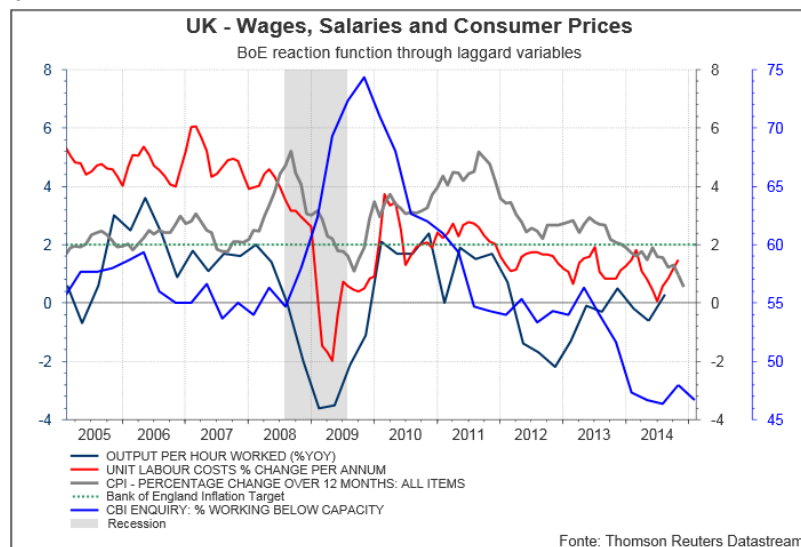
Nell'ultimo comunicato il FOMC ha confermato un irrigidimento del tono della comunicazione. L'attività economica si sta espandendo a passo solido, aggiungendo velocemente posti di lavoro, mentre il ribasso dei prezzi dell'energia ha incrementato il potere di acquisto. Le pressioni al ribasso dell'inflazione sono confinate al breve termine secondo la FED; nel medio essa tornerà verso il 2,0%, col miglioramento del mercato del lavoro e il dissiparsi degli effetti transitori dei prezzi dell'energia. Sulla base di queste valutazioni, il FOMC segnala di poter essere paziente nell'avviare il rialzo dei tassi, ma non assume alcun impegno sull'orizzonte di intervento, ed anzi avverte che più rapidi progressi verso gli obiettivi di occupazione e inflazione indurrebbero un aumento del tasso sui Fed Funds prima di quanto scontato nelle aspettative di mercato. E' il segnale che la FED è fiduciosa sull'evoluzione del quadro domestico (un po' meno sugli sviluppi internazionali); il rafforzamento del USD conferma e anticipa le intenzioni di policy, irrigidendo le condizioni finanziarie. Crediamo che un rialzo possa intervenire fra luglio e settembre, come sembrano indicare una certa debolezza dell'equity e dei TSY-2Y dopo il meeting.



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

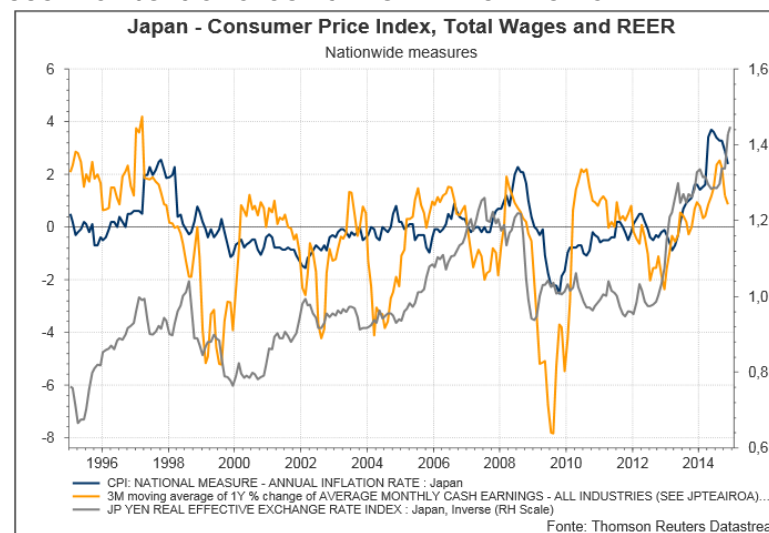
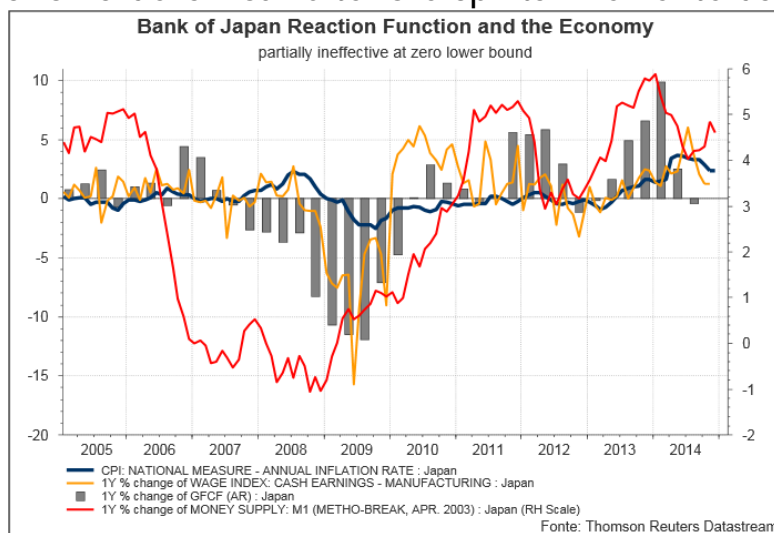
L'economia UK entra nel 2015 con buona solidità e alcune incertezze. Le stime di consenso sono più riflessive, anche per effetto della diminuzione del credito interno e della forza espressa da GBP. La funzione di reazione della BoE sarà messa a dura prova da un'inflazione che continuerà a scendere in H1-15, rimuovendo le ipotesi di rialzo anticipato dei tassi. Benché la BoE non sia solita reagire a deviazioni temporanee del CPI dal target, il recente calo della componente di fondo dei prezzi al 1,3%, i segnali di caduta delle aspettative e le pressioni deflazionistiche globali potrebbero rendere persistenti le tendenze disinflazionistiche domestiche. D'altra parte, il tasso di disoccupazione è sceso sotto il 6,0% osservato dalla banca centrale e i salari sono in accelerazione. Uso della capacità produttiva e produttività viceversa, diminuiscono, ed è quindi possibile che un balzo improvviso dei prezzi interni possa avvenire quando il mercato del lavoro sarà saturo (a parità di capacità installata). La nostra analisi suggerisce che la BoE rinvierà alla parte finale del 2015 il possibile rialzo, ma che da allora la normalizzazione sarà più rapida e intensa di quanto anticipato.



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 Japan

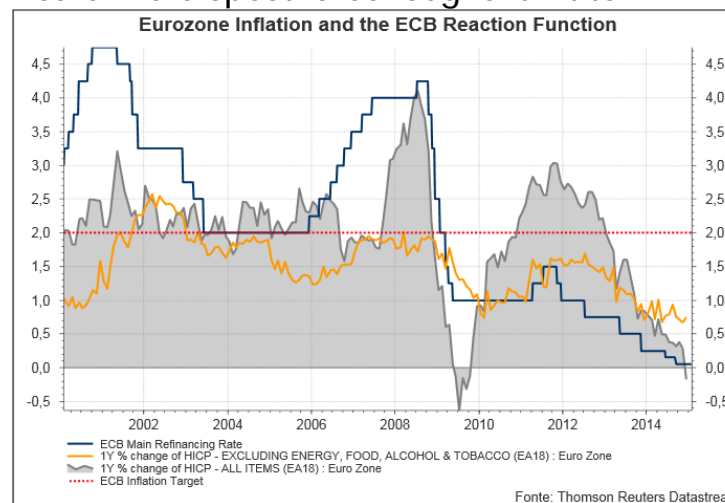
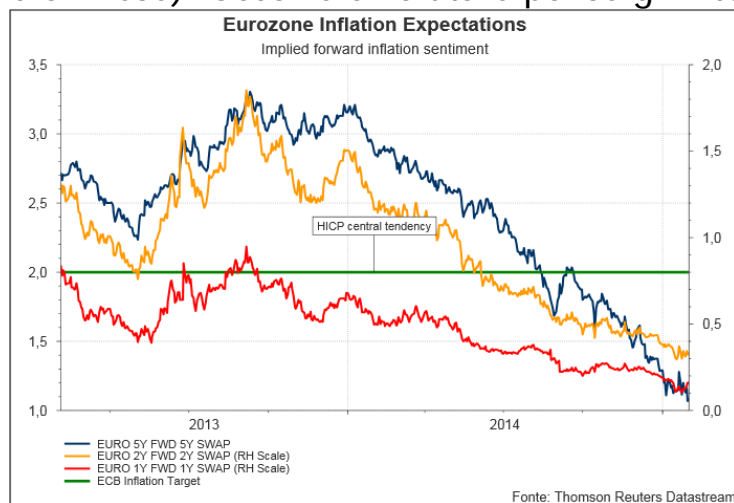
Dopo l'allentamento quantitativo deciso a ottobre 2014, la BoJ sembra intenzionata ad attendere i possibili effetti delle passate manovre sull'inflazione osservata. Il «wording» recente dell'autorità monetaria è piuttosto ambiguo: la stima della «core inflation» (che in Giappone comprende anche l'energia) è stata ridotta al 1,0% nel 2015 (-0,7%), e portata al 2,2% nel 2016 (sopra il livello obiettivo). Il focus sull'inflazione segnala che è questo il principale canale di trasmissione degli impulsi secondo la BoJ: se esso non funzionasse un ulteriore stimolo espansivo è possibile. La manovra di ottobre includeva tre strumenti: 1) aumento del livello target di base monetaria; 2) acquisto di titoli a scadenza come strumento privilegiato di liquidità; 3) aumento della scadenza media dei JGB in portafoglio, al fine di trasmettere gli impulsi espansivi all'intera struttura a termine. Se la previsione di raggiungimento del CPI target al 2,% nel 2015 risultasse irrealizzata, un incremento del QE è probabile; esso potrebbe decidersi fra luglio e ottobre dell'anno in corso, giusto in corrispondenza del possibile rialzo dei tassi USA. La prevedibile svalutazione del JPY darebbe alla manovra della BoJ l'ulteriore spinta riveniente dal rilassamento delle condizioni finanziarie.



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

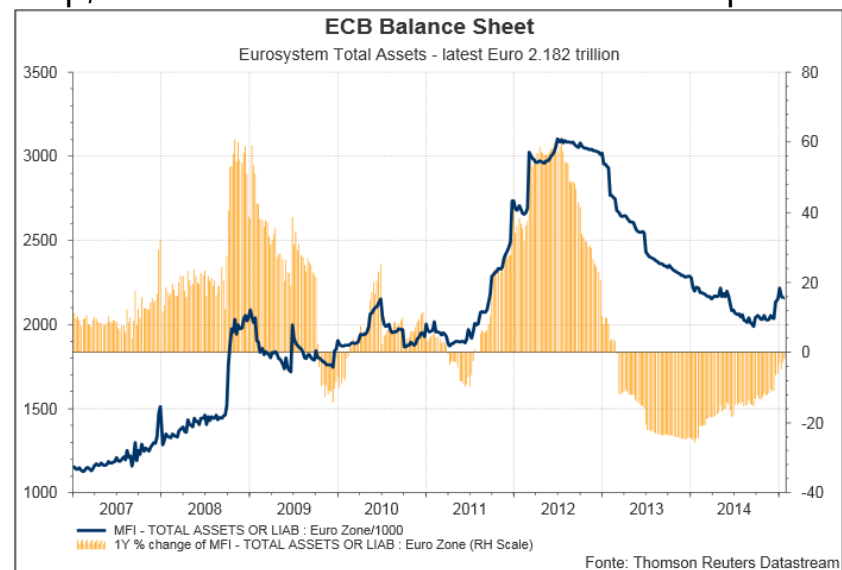
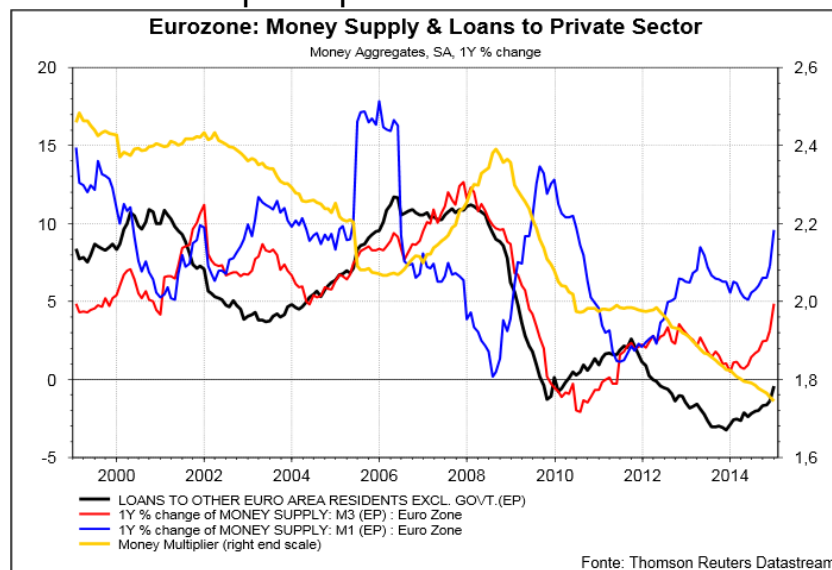
Con l'obiettivo di contrastare le pressioni deflazionistiche e favorire un funzionamento più fluido del canale creditizio (rendendo più omogenei i premi al rischio), il 22 gennaio la BCE ha annunciato un massiccio programma di acquisto di titoli (non solo pubblici) che partirà a marzo e durerà almeno fino a settembre 2016, per complessivi 1.140Mld di €uro (60Mld al mese). Quel valore rappresenta in realtà l'obiettivo minimo di incremento del bilancio della BCE, nel senso che le scadenze e l'impegno all'acquisto verranno commisurati sulla effettiva capacità del programma di riportare l'HICP in prossimità del 2,0%, evitando effetti secondari dal calo dei prezzi dell'energia. I fatti da sottolineare sono due, entrambi di natura tecnica (la componente strategica è chiara, i soli tassi sono inefficaci, in questa fase serve il QE); 1) della componente sovrana acquisita, la BCE garantirà solo il 20% del rischio, il resto sarà in capo alle NCBs: serve a disincentivare giochi perversi da parte dei paesi indebitati, ovvero l'emissione di primario sottoscritta dalle banche locali sulla base della possibile cessione immediata alla BCE; 2) L'ammontare dei sovrani da acquisire è intorno ai 925Mld di €uro, considerato che il programma si aggiunge a quelli già in essere (ABS e CB per 13 Mld al mese). Occorrerà valutare poi se gli intermediari saranno disposti a consegnare i titoli.



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

La combinazione dell'avvio degli acquisti su larga scala (QE) della BCE e della veloce e intensa svalutazione del cambio sembra avere invertito la tendenza dei sotto-indici delle condizioni monetarie-finanziarie dell'Eurozona. In particolare, con l'aumento delle riserve in eccesso (come esito delle nuove LTRO e dei precedenti acquisti di ABS e CB), si è assistito ad un rimbalzo significativo degli aggregati monetari e creditizi, ancorché il moltiplicatore abbia per il momento continuato a flettere (a dimostrazione che la liquidità viene prevalentemente tesaurizzata per motivi precauzionali, e non immessa nel sistema economico). Gli standard creditizi, come risulta dall'ultima BLS della BCE, si sono gradualmente allentati, mentre le imprese orientate all'export hanno fatto maggiore ricorso a linee di credito e anticipi in divisa, a cambio coperto ma neutrali in termini di base monetaria. Rispetto a fine novembre, il bilancio dell'Eurosistema è aumentato di circa 130Mld di Euro, a fronte di una struttura a termine interbancaria attestata a zero. Nostre stime indicano che il QE ha un impatto potenziale sul tasso EONIA di -20bp, su Euribor a 3 e 6 mesi di -16 e -13 bp.

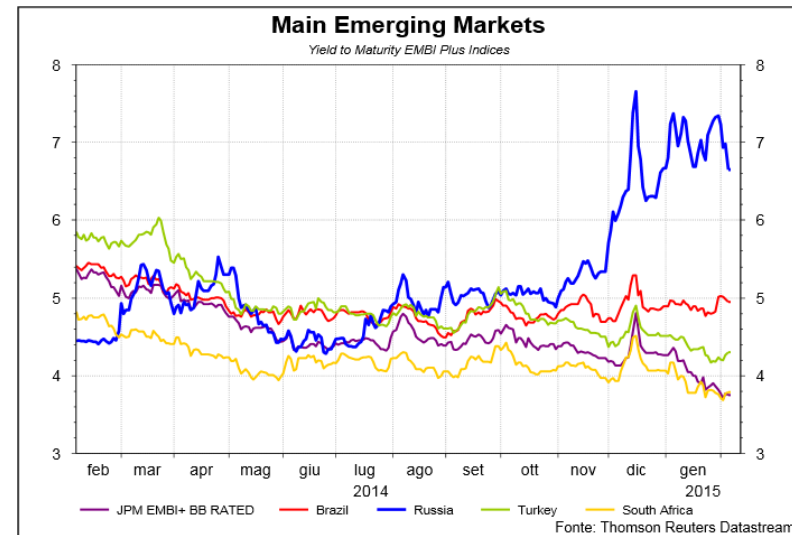
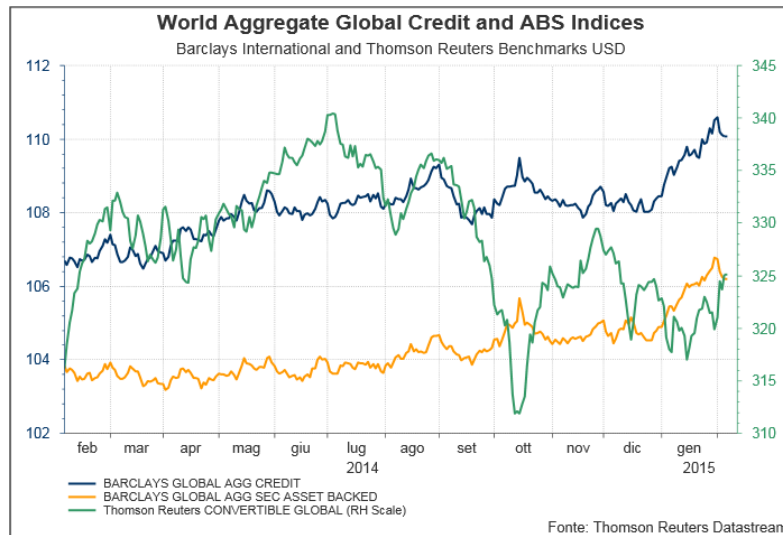
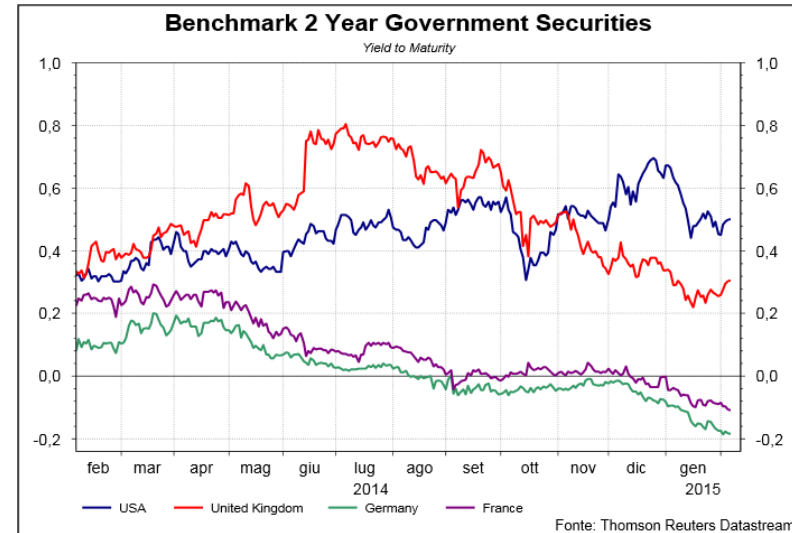
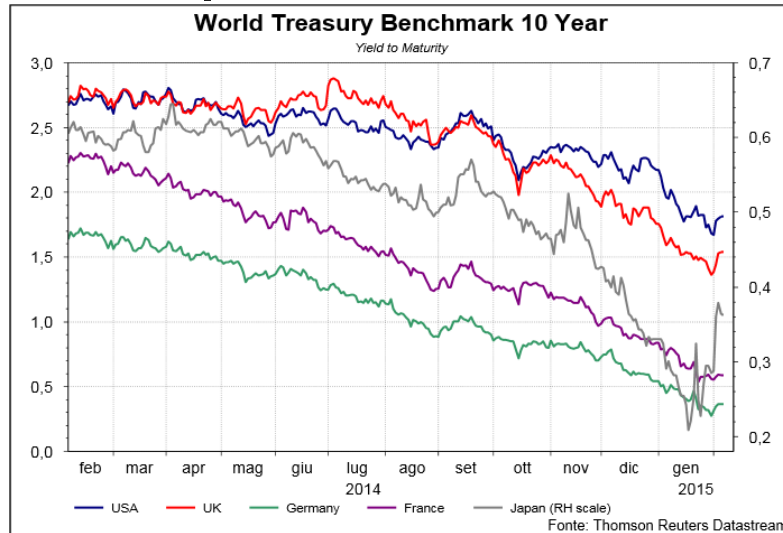


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

Il peggioramento del quadro geopolitico ed i crescenti rischi di deflazione globale hanno indotto gli istituzionali a cercare protezione nei titoli sovrani «core» ad inizio 2015, spingendo verso l'alto le performance del comparto e verso il basso gli spread dei periferici EMU (con l'ovvia eccezione delle emissioni elleniche). Successivamente, l'avvio di un programma di acquisti su larga scala di strumenti di debito in Euro deciso dalla BCE ha chiarito lo scenario prospettico per il reddito fisso. Il rischio sovrano verrà eliminato (la BCE ha annunciato che comprerà titoli con scadenza compresa fra 2 e 30 anni), mentre la deflazione sottrarrà ulteriore rischio sulle parti lunghe delle curve. Con la liquidità interbancaria che sconta ormai solo il costo di sostituzione, nell'Eurozona circa 1.500Mld di euro di emissioni governative pagano tassi negativi agli investitori. Entrambi i fenomeni sono potenti attrattori verso il basso (e quindi a zero) dell'intera struttura a termine, dal momento che soprattutto i fondi pensione e ed i fondi assicurativi vita continuano a spostare la duration del portafoglio verso le scadenze protratte (15-30 anni), schiacciando i rendimenti differenziali. I beneficiari della manovra sono stati anche i governativi di Spagna e Italia, che hanno visto comprimersi gli spread e i rendimenti. La BCE, segnalando l'intenzione di mantenere a lungo i tassi a zero e rimuovendo le attività dal mercato secondario, causerà una compressione dei premi al rischio, inducendo gli investitori a sostituire le obbligazioni cedute alla BCE con strumenti di grado speculativo o comunque a maggior rischio. La ricomposizione del portafoglio può condurre ad un sensibile indebolimento dell'Euro, se i rendimenti bassi o nulli dei titoli domestici dovessero spingere gli istituzionali a ricercare più elevate remunerazioni fra le attività denominate in valuta estera (es. USD, AUD, NZD). E quest'ultimo effetto potrà essere ancor più consistente per l'Eurozona, che sperimenta un surplus di parte corrente e come tale evidenzia un'ampia disponibilità di risparmio domestico che sta già ricercando allocazione su attività all'estero (ricomposizione dei rischi).

Fixed Income Markets



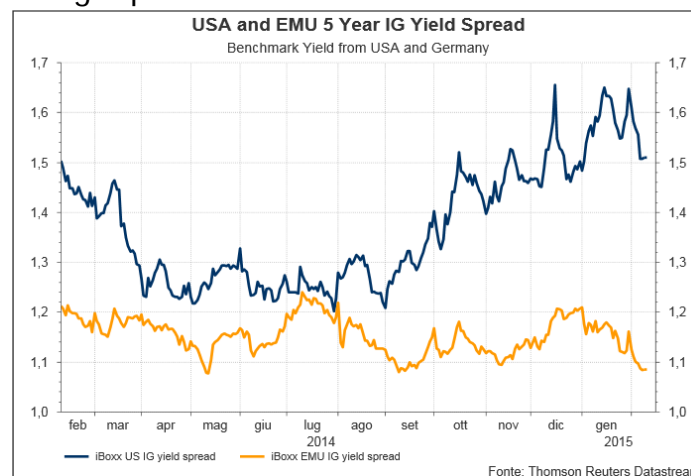
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

Credit Markets

Con le pressioni deflazionistiche che stanno diffondendosi a livello globale e l'azione espansiva delle banche centrali che si va concentrando sulle operazioni di acquisto di attività finanziarie su larga scala, si è osservata una discesa dei corporate credit spread, nonostante la tendenza dei tassi sovrani benchmark verso livelli di rendimento prossimi a zero. L'azione delle banche centrali sta eliminando i premi al rischio sulle curve governative, e questo induce gli istituzionali - alla ricerca di remunerazioni coerenti del portafoglio - a compiere scelte solo sulla base di valutazioni di convenienza: per il credit in particolare, i rischi specifici e settoriali e i tassi di default. Nel lungo termine, specie se il ciclo economico tende a rafforzarsi e le politiche monetarie proseguono con il QE comprimendo i premi al rischio, c'è un limite minimo del rendimento governativo (intorno all'1,20% medio) oltre il quale conviene caricare credit in portafoglio. Quel limite è stato ampiamente superato, ed il mercato si sta adeguando. C'è una netta preferenza per le emissioni USA Investment Grade Long Dated (10-20 anni) in questa fase: recenti indagini mostrano come il tasso di partecipazione al mercato primario americano da parte di istituzionali (fondi pensione) e intermediari europei è aumentato dal 15% al 30%, mentre l'appetito mostrato sul mercato secondario USA dagli stessi investitori esteri non è mai stato così elevato. Lo si evince dai flussi in uscita dall'Eurozona, che dal mese di novembre 2014 si sono fatti via via più massicci. La BCE da marzo avvierà il programma di acquisto di titoli varato a gennaio, è quindi presumibile che il mercato USA potrà beneficiare di un calo dei tassi di emissione in Europa e di una minore disponibilità di carta di primario, con la maggiore domanda estera che spingerà ancora al ribasso gli spread di mercato secondario domestici.

US PRIMARY CREDIT MARKET						
Issuer Type	Nr	2015 YTD	Nr	2014 YTD	Nr	2014 Final
Industrial	17	17.150	15	18.300	232	356.178
Financial	29	48.650	21	37.275	278	320.078
Utilities	5	4.950	2	1.450	99	47.075
Yankee Bonds	15	22.550	31	49.650	289	379.486
Sovereign	7	13.000	10	15.500	58	77.510
Emerging Markets	0	-	3	1.825	36	20.166
High Yield	24	19.825	26	17.142	494	276.513
Agencies	16	20.875	12	26.250	93	147.075
Total	113	147.000	120	167.392	1579	1.624.081

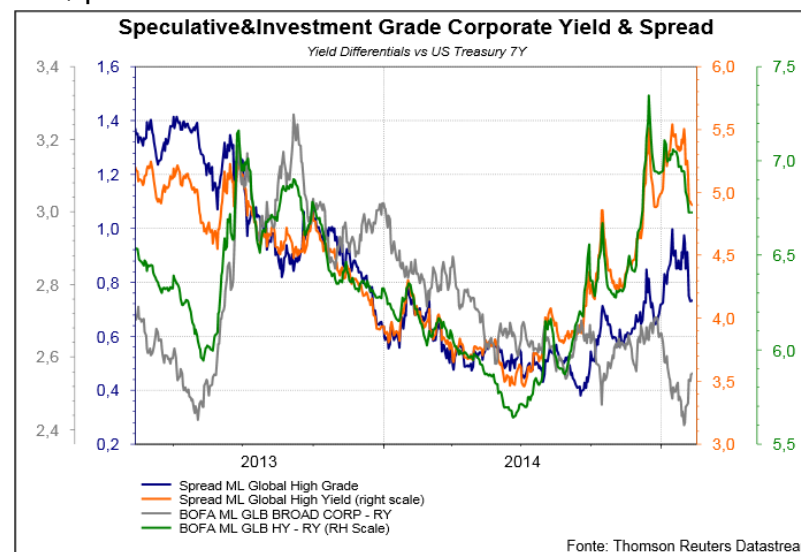
Source: IFR Thomson Reuters, Total deal/Total Volume (\$ 1,00=\$ 1BN) weeks ending January 30/15



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 – Investors' Behaviour

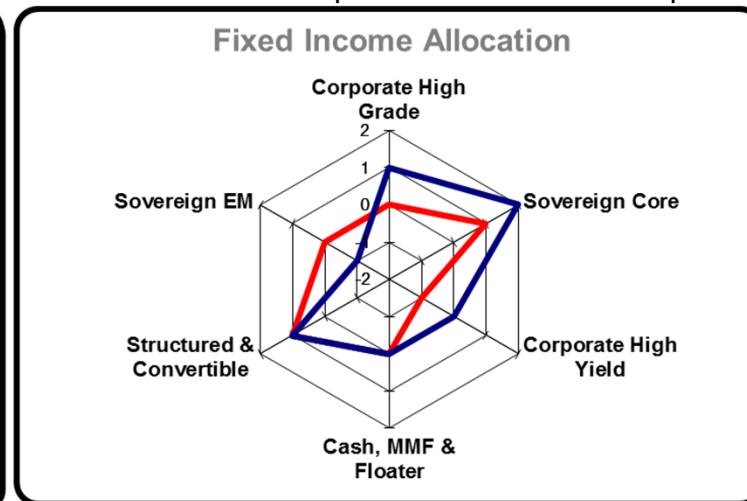
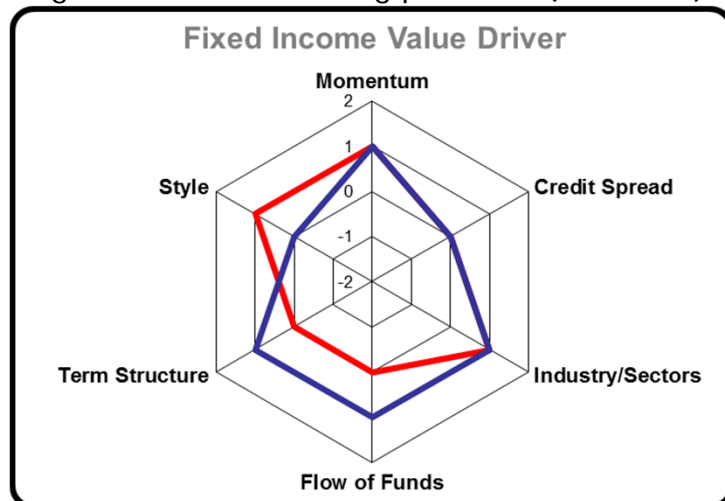
In mercati caratterizzati da tassi benchmark in forte calo, il segmento Credit rimane molto attraente. Il carry è aumentato ancora dopo il varo del QE da parte della BCE ed il correlato calo della struttura a termine dei tassi in prossimità o addirittura sotto lo zero. La cautela della FED e della BoE – dovuta alle incertezze globali e/o a bolle domestiche – il pragmatismo della BoJ, della SNB e delle banche centrali di Svezia e Danimarca (queste ultime non hanno esitato a portare i tassi di policy in territorio ampiamente negativo) hanno generato una svolta più ampia e al ribasso dei benchmark yield globali. Gli spread Corporate IG e ancora di più HY hanno così subito una sensibile contrazione, a fronte di un netto aumento della domanda marginale di investitori internazionali (search for yield). Si è osservata in particolare una caduta sia degli yield che degli spread relativi al segmento americano di grado speculativo, in precedenza penalizzato dalla pesante flessione dei prezzi del petrolio (fra gli HY, gli emittenti del settore Energy pesano circa il 18% dell'outstanding amount). In linea con le nostre previsioni di una possibile ripresa graduale dei prezzi del petrolio, l'aumento delle posizioni «long US HY» costituiscono una copertura naturale dai rischi di rialzo, e consentono di beneficiare di un elevatissimo carry (dato dagli effetti del QE della BCE) e dell'attuale picco di differenziale fra i rendimenti dei corporate HY di USA ed Eurozona. Il quadro è favorevole ad una compressione degli spread periferici EMU e corporate USA, per via di una diffusa domanda di rendimento.



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

La posizione con cui apriamo l'anno è OW Duration. L'idea di fondo è che l'assenza di rischi di inflazione e talvolta la deflazione, unitamente alla presenza di compratori di ultima istanza (BCE e BoJ) introdurranno un doppio volano al ribasso, che tenderà a portare verso lo zero la parte delle strutture a termine dei rendimenti sovrani che ancora offre rendimento. E' un gioco che ci suggerisce di aumentare il peso delle strategie basate sulla compressione degli spread periferici, ad esempio aggredendo la scadenza 10-30 anni delle curve Italia e Spagna, e aggiungendo una strategia opportunistica long Irlanda- short Germania 10Y. Per quanto riguarda il segmento Credit, crediamo che il rialzo degli spread osservato nell'ultimo bimestre del 2014 sia principalmente il riflesso dello schiacciamento dei rendimenti benchmark (sovrani e swap), mentre nel segmento Corporate HY (notoriamente USA) esso riflette il peso degli emittenti Energy sul totale dell'outstanding amount (circa il 18%). Apriamo quindi una posizione sui Corporate US HY, perché ci sembra un modo naturale di coprire il rischio di un rimbalzo del petrolio, aggiungendo all'incremento possibile del prezzo la componente di rivalutazione di USD da noi prevista. Il deprezzamento dell'euro e i bassi tassi sovrani sconsigliano gli HG Financials EMU, mentre un dollaro forte ed il possibile repricing da «UE institutional inflows» ci spingono ad aumentare il peso dei Corporate US HG, sebbene in maniera selettiva, privilegiando le classi di rating più basse (BBB/BBB-). Rimane UW tutto il comparto EM Sovrano e Corporate.



-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

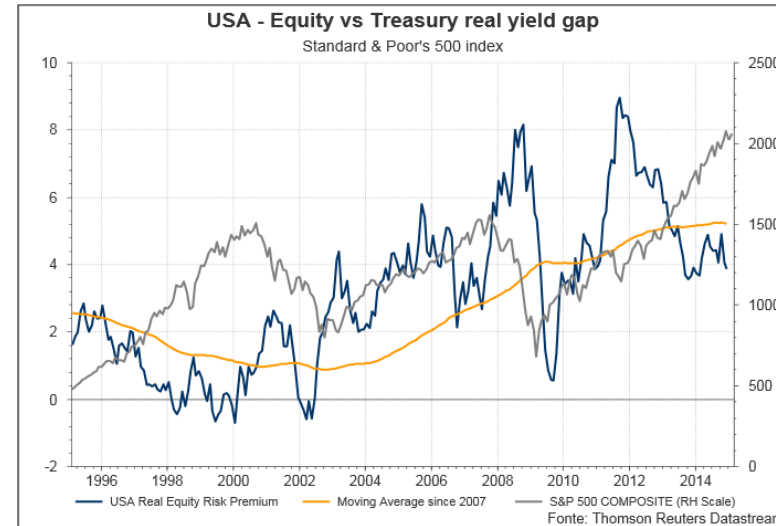
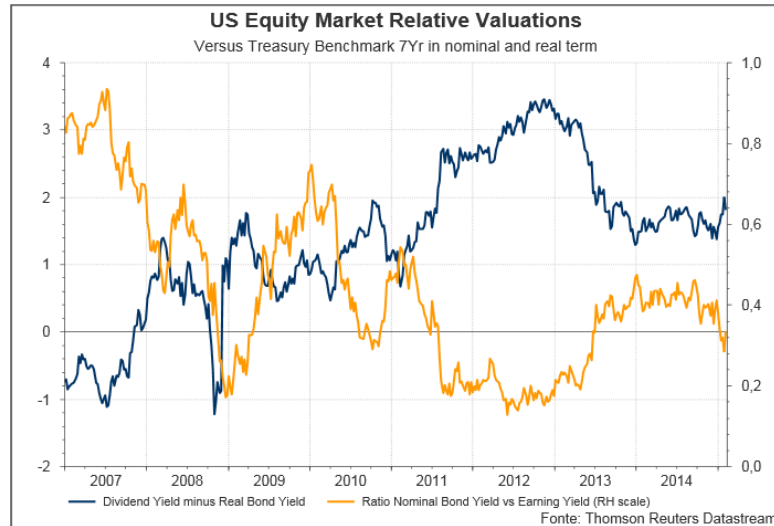
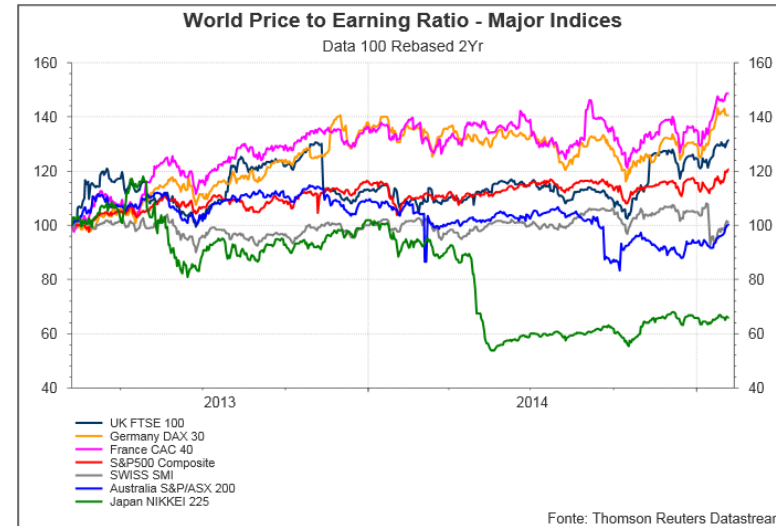
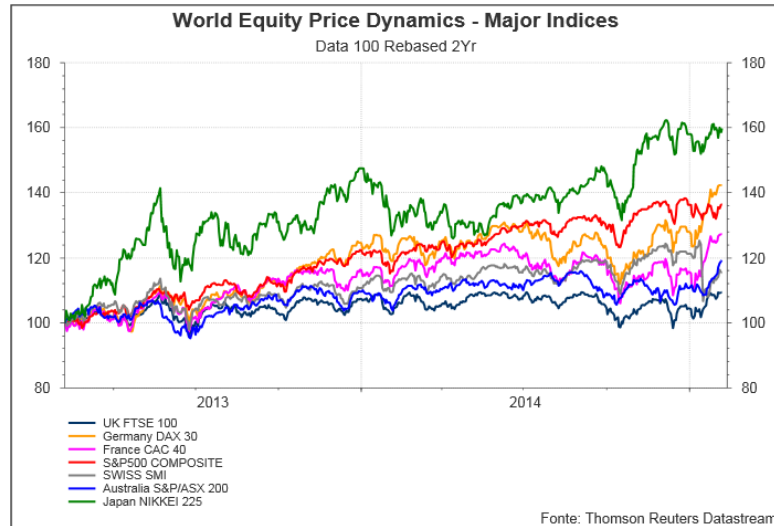
La dinamica dei mercati azionari all'inizio dell'anno è stata mediamente debole. Gli istituzionali hanno fatto fatica a ricomporre i portafogli, sotto l'incombere di fattori di rischio non controllabili (attentati terroristici, avanzata dell'ISIS, venti di guerra fra Russia e Ucraina, la vittoria di Tsipras in Grecia) e di opportunità da maturare le cui conseguenze in termini di allocazione avrebbero potuto dare esiti non lineari (il QE varato dalla BCE e l'apprezzamento di USD, con un migliore profilo di crescita USA). Con il progredire dei giorni e con tassi e rendimenti sovrani che si sono approssimati a zero, le tensioni si sono scaricate sui tassi di cambio: ma un dollaro che si apprezza penalizza l'attività economica USA, favorendo al contempo una ricomposizione dei portafogli internazionali. Ne può risultare un minore appetito per l'equity americano e più in generale per i listini le cui divise – meglio supportate dalla crescita economica o da fattori esogeni – vengono acquistate (USD, AUD, NZD e CHF), ed un maggiore appetito per i listini le cui divise vengono vendute (EUR, JPY). In effetti, fino ad oggi il trend di fondo ha visto migliori andamenti dei listini dell'Eurozona (che era anche la nostra previsione di fine 2014) rispetto a quelli USA, dove peraltro la reporting season si è mostrata più riflessiva.

Più in generale, un dollaro in rialzo giustifica un basso equity yield, ma i listini americani risultano in tal modo sovraesposti a possibili correzioni, a meno che non si riprezzino gli EPS, fenomeno che potremmo ipotizzare (sia pure in modo più importante per i settori meno esposti alla concorrenza internazionale) grazie a previsioni di una ripresa stabile e sostenibile dell'economia americana.

Dall'altra parte, un euro in ribasso è coerente con un più elevato equity yield, ed i mercati dell'Eurozona risultano sottoesposti ai fattori di rischio per via dei più elevati equity premium. Anche in previsione di un tasso di crescita più modesto del GDP, solo gradualmente più sostenibile (in termini di inflazione e di occupazione), saranno in questo caso le valutazioni a supportare i listini continentali.

E' evidente che in questo caso le small cap europee potranno costituire (in H1-15) eccezione alla nostra visione globale - favorevole alle large cap - perché hanno volatilità contenuta e PE in equilibrio.

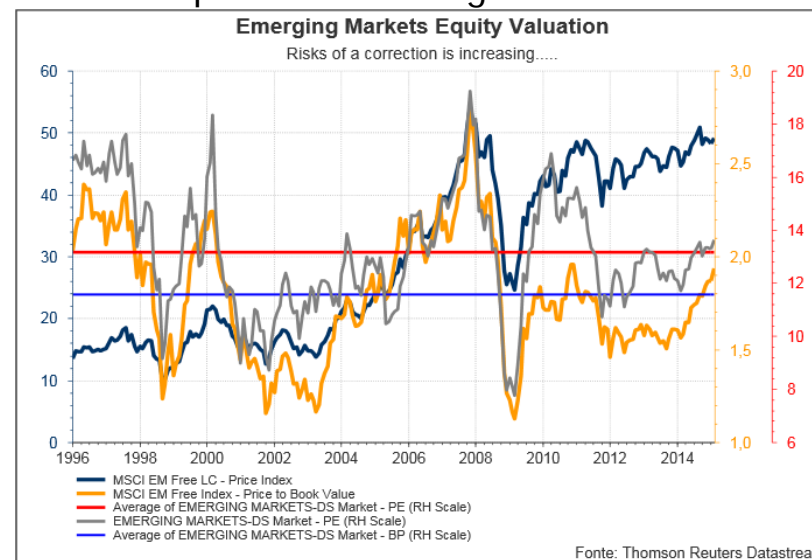
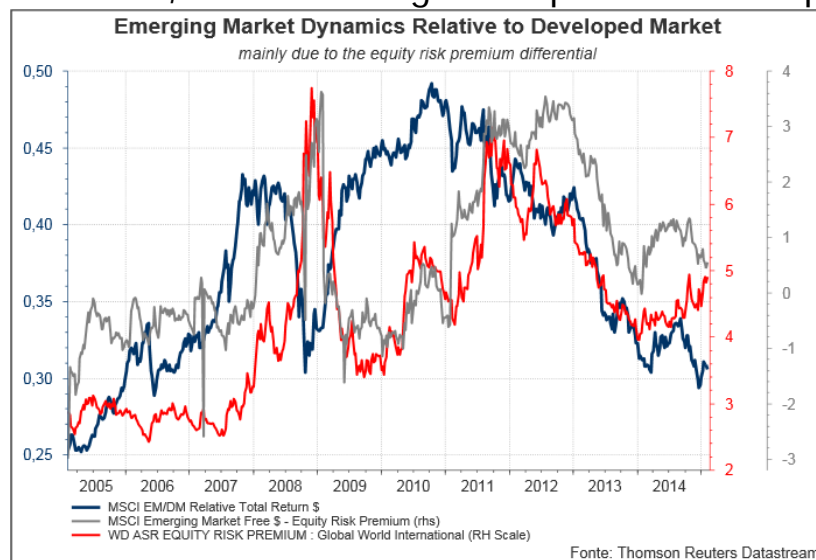
Global Equity markets



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: Emerging Markets Equity

In precedenza abbiamo evidenziato che la maggior parte dei paesi emergenti sta attraversando una fase di aggiustamento, al fine di assorbire gli squilibri economici e finanziari già accumulati. In generale, essi appaiono sovraesposti alla combinazione di un USD forte, una FED meno accomodante e una debolezza strutturale dei prezzi delle commodities. Come accennato, tuttavia, ci sono delle eccezioni, e taluni paesi potrebbero beneficiare di alcuni dei fattori sopra citati, in particolare il calo dei prezzi dell'energia importata e la ripresa economica americana. Il tema prevalente sui mercati azionari Emergenti nel 2015 deve pertanto essere ancora una volta quello della differenziazione. In particolare, ci aspettiamo che alcuni listini asiatici, quelli in cui prevalgono i settori tecnologici (Taiwan, Korea, Malaysia), oltre l'India e la Turchia (paesi importatori di petrolio che beneficiano di miglioramenti di conto corrente e di possibili tagli dei tassi domestici) possano risultare i mercati migliori nel 2015. Segnaliamo che Taiwan è di fatto isolata dai rischi di rialzo dei tassi USA, ed offre la migliore esposizione alla ripresa delle esportazioni verso gli Stati Uniti.



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 che rimane riflessivo, ma meno uniforme nelle tendenze di fondo, nei prossimi mesi ci attendiamo un graduale apprezzamento dell'Equity, ma i driver di sostegno sono tornati ad essere le valutazioni e la liquidità, 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 frammentazione del ciclo economico globale, ha indotto gli investitori a privilegiare le posizioni opportunistiche, che in termini geografici favoriscono in particolare l'Eurozona, ed in particolare alcuni mercati periferici; c'è più cautela sulla Germania, il cui listino è sovraesposto all'export, al momento debole per effetto delle sanzioni alla Russia e per una certa riflessività dell'interscambio.

L'Equity Europa ha margini di rialzo significativi: condizioni finanziarie ultra-espansive, indebolimento del cambio, deflazione e bassa volatilità macroeconomica potranno supportare una più elevata crescita dei ricavi e degli utili aziendali (da rotazione verso i consumi). Il driver della performance saranno ancora le valutazioni, e quindi la politica monetaria espansiva potrà supportare un graduale apprezzamento dei listini EMU relativamente ad altre aree.

A livello geografico, le valutazioni sono eccessive in UK, Germania e fra i ciclici USA (industriali). Il Giappone è penalizzato dal ciclo e dal peggioramento delle ragioni di scambio dopo la svalutazione del RMB. Fra i settori, l'andamento dei tassi e la ricerca di rendimenti sosterrà alcuni difensivi (Healthcare & Pharma), i beni strumentali, le costruzioni ed i consumi discrezionali; il rifinanziamento degli attivi supporta una blanda ripresa del Real Estate.

MAIN EQUITY INDICES				EPS Growth			P/E Ratios		
	Last Price	%chg YOY	Dividend	2015	2016	2017	2015	2016	2017
	10/02/2015	2015	Yield						
S&P 500	2068,59	0,5%	2,4%	6,6%	7,0%	3,9%	18,5	17,3	16,6
S&P GICS Information Tech.	4787,64	1,1%	2,1%	2,7%	12,0%	9,5%	19,2	17,1	15,6
EURO STOXX (EUR)	346,27	8,3%	3,7%	10,1%	2,3%	17,0%	17,9	17,5	14,9
FTSE-100 INDEX	6829,12	4,0%	4,0%	-10,5%	0,5%	-3,6%	14,5	14,5	15,0
TOPIX First Segment	17652,68	1,2%	1,7%	73,9%	10,3%	12,4%	17,0	15,6	13,9
MSCI WORLD INDEX	1303,43	2,2%	2,8%	6,5%	4,8%	4,9%	17,7	16,9	16,1
MSCI EMERGING MARKETS	49399,35	2,1%	2,7%	19,3%	0,4%	9,1%	12,7	12,6	11,5
MSCI PACIFIC	870,62	2,9%	2,5%	37,0%	9,8%	7,5%	16,9	15,5	14,4
MSCI EM LATIN AMERICA	2062,43	2,2%	3,6%	5,4%	-9,4%	12,3%	13,1	14,2	12,7
<i>Source: Thomson Reuters & 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.

S&P500: Q4-2014 Earnings vs. Expectations

Il 65% delle società appartenenti allo S&P500 hanno completato la «reporting season» relativa al Q4-2014: gli analisti si aspettano una crescita tendenziale degli utili del +6,4%. Con riguardo agli EPS, il 73% delle società ha battuto le aspettative, il 10% le ha confermate e il 17% 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 (69%); le sorprese positive sono state il 4,0%, al di sopra quindi della media storica (3%) e in linea con quella degli ultimi quattro trimestri (4%). Fra i settori migliori si segnalano in particolare la Salute (88%) e le Tecnologie (88%). Nel Q4-2014 il tasso di crescita degli utili dello S&P500 è stimato al +6,4%, per un valore complessivo di 280Mld\$, più elevato di quello registrato nel Q4-2013 (263,1mld\$). Il settore Salute ha segnato il più elevato tasso di crescita degli utili (+22,5%), seguito dalle Tecnologie (+17,3%), mentre il peggiore è risultato l'Energia (-21,2%). Segnali contrastanti vengono dalle «guidance» per il Q1-2015: 57 società hanno dato indicazioni negative e 9 società hanno fornito indicazioni positive, con un N/P Ratio pari a 6,3 per l'intero indice S&P500 (era il 7,0 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 fattori geopolitici avversi.

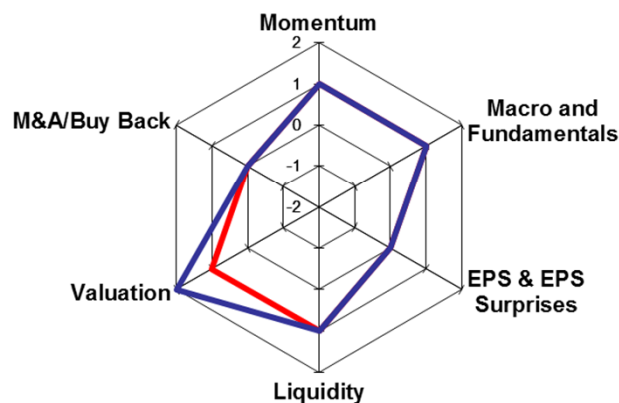
Sector	Above%	Match%	Below%	Surprise Factor %	Reported Total#	Index Total#
Consumer Discretionary	71%	5%	24%	11%	42	84
Consumer Staples	63%	11%	26%	0%	19	39
Energy	76%	0%	24%	8%	21	43
Financials	61%	12%	28%	-2%	69	85
Health Care	88%	5%	8%	5%	40	56
Industrials	76%	14%	10%	3%	50	64
Materials	62%	29%	10%	9%	21	29
Technology	88%	8%	4%	8%	50	64
Telecom Services	67%	33%	0%	1%	3	6
Utilities	29%	14%	57%	2%	7	30
S&P 500	73%	10%	17%	4%	322	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.

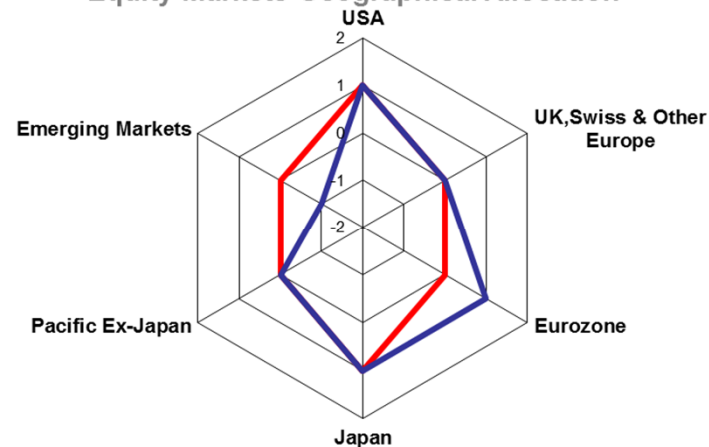
Equity Markets: strategia

Equity Markets Value Driver



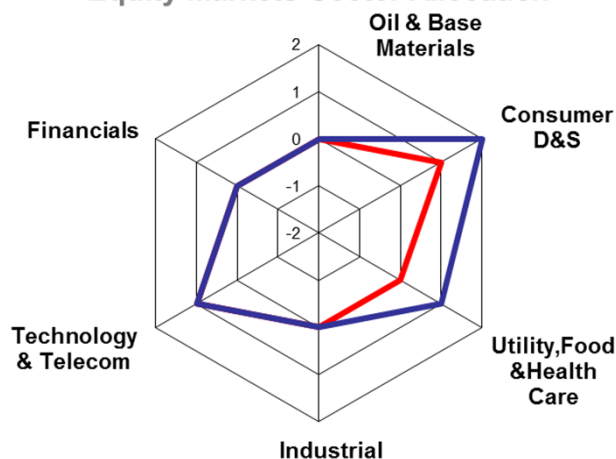
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

Equity Markets Geographical Allocation



rosso=mese precedente, blu= mese in corso

Equity Markets Sector Allocation



Il ciclo globale è fragile e l'inflazione in calo, ma l'Equity trova sostegno nelle politiche monetarie. La posizione di inizio anno è OW sul comparto, per motivi di attrattività relativa. Ciò induce una sovraesposizione al rischio di scenario nel portafoglio, che compensiamo aumentando la selettività settoriale e geografica. UW i paesi emergenti, frenati dalle difficoltà dei BRIC. Abbiamo aumentato il peso dell'Eurozona, sostenuta dalle valutazioni, mantenendo OW Stati Uniti e Giappone. Fra i settori, preferiamo i beni strumentali, i consumi discrezionali e le tecnologie in Asia e USA; la salute, le costruzioni, e ancora i beni strumentali in Europa, in genere Large Cap.

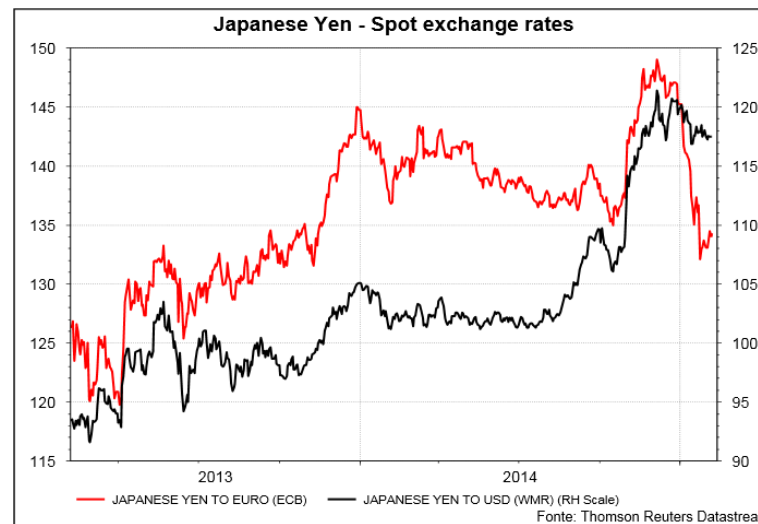
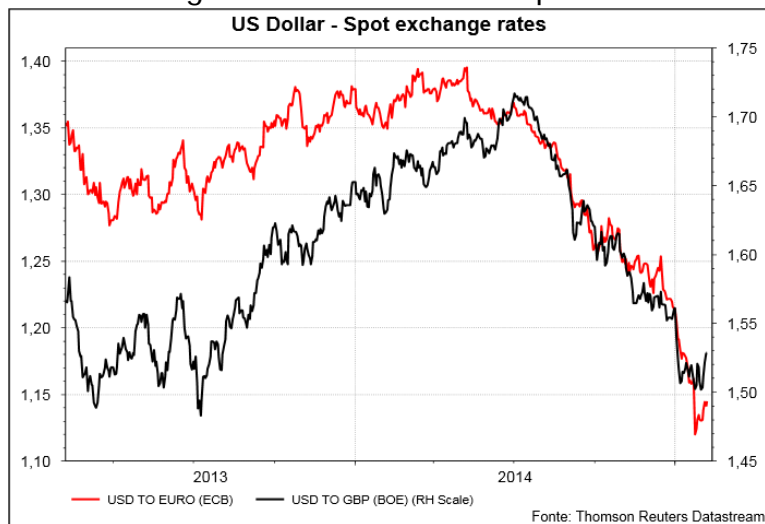
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

Due fatti hanno caratterizzato l'andamento dei tassi di cambio in avvio di anno: 1) Il veloce ed intenso rafforzamento del dollaro, connesso a considerazioni di politica monetaria (la FED è più avanti nel ciclo, e quindi diverge rispetto alle azioni di BCE e BoJ, quanto meno nelle aspettative); 2) la decisione della SNB di abbandonare il floor al ribasso del EURCHF a 1,2000, per motivi strettamente connessi alle perdite attese a bilancio per via del probabile indebolimento dell'Euro. La SNB ha anche annunciato un taglio dei tassi di policy, come compensazione parziale del peggioramento delle condizioni finanziarie connesso al rapido apprezzamento della divisa elvetica.

Non vediamo ragioni che ci inducano a rivedere una previsione di apprezzamento per entrambe le divise, sostenute la prima da una migliore posizione ciclica e da un possibile rialzo dei tassi, la seconda dalla propria posizione di «hedger» naturale connessa alla storica de-correlazione con i fattori di rischio sistemici.

Quel che osserviamo è che il mercato valutario è passato da una lunga fase di «range bound» caratterizzata da bassa volatilità, ad una di più definiti «market trend», all'interno dei quali sarà possibile osservare dei pull-back tecnici, ma non un rovesciamento strutturale della tendenza stessa. In tale quadro la nostra previsione è piuttosto semplice: JPY e EUR sono valute destinate a deprezzarsi nel futuro prevedibile, perché caratterizzate da crescita incerta e deflazione. GBP potrebbe registrare andamenti piatti, perché il miglioramento del quadro congiunturale non si coniuga con incrementi della qualità media dei salari e con aumenti dell'inflazione sostenibili.

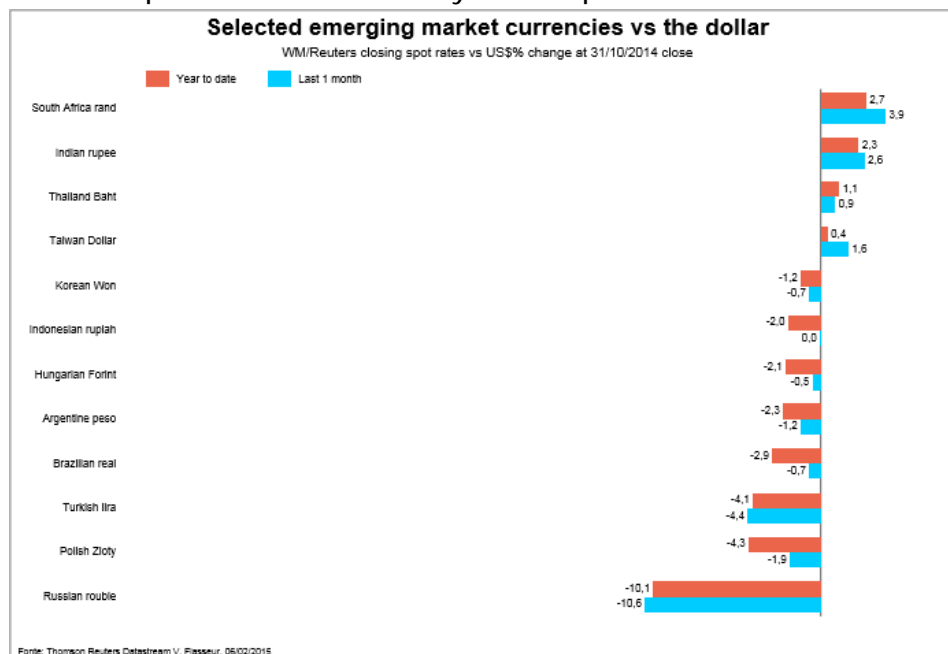


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

Mentre si rafforzano i segnali di crescita nei DM, gli EM sono attardati nella fase di aggiustamento avviata a maggio del 2013. Osserviamo in particolare tre linee evolutive: a) un primo gruppo di paesi è impegnato nel contrasto di squilibri macroeconomici che costituiscono il lascito della precedente fase di sviluppo, in particolare gli elevati deficit di parte corrente e gli alti tassi di inflazione: la necessità di perseguire politiche restrittive ne riduce la capacità di generare una ripresa stabile; b) un secondo gruppo di paesi produttori di materie prime, che continua a soffrire di una ricomposizione della domanda globale e di una diffusa frammentazione dell'offerta che ne penalizza l'export netto; c) un terzo gruppo di paesi i cui settori vocati alle esportazioni manifatturiere beneficiano di una graduale ripresa della domanda globale di consumo. Brasile, Russia, Venezuela e Sud Africa sono paesi più negativamente impattati dai fenomeni sotto (b) e (c). Corea, Taiwan, Singapore, Messico e Polonia sono quelli che riteniamo in grado di cogliere la ripresa dei paesi sviluppati (c). Cina, India e Turchia sono paesi con politiche restrittive, ma positivamente esposti ai bassi prezzi delle commodity e alla ripresa della domanda DM.

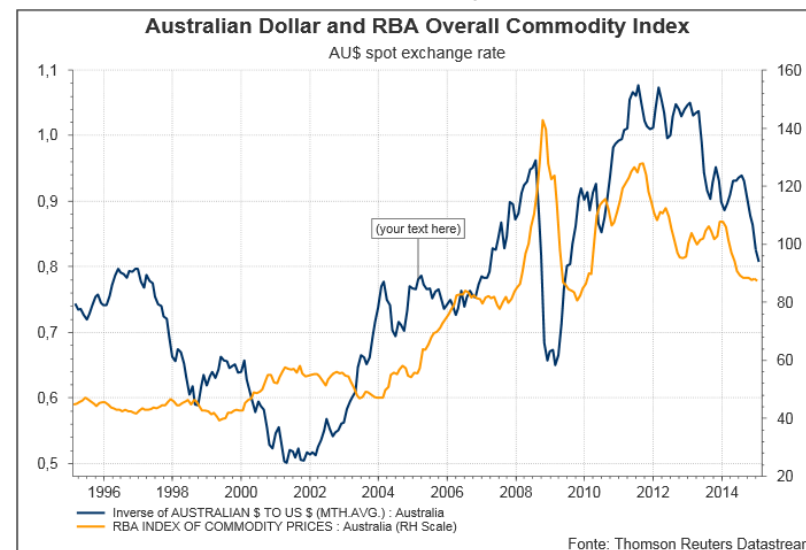
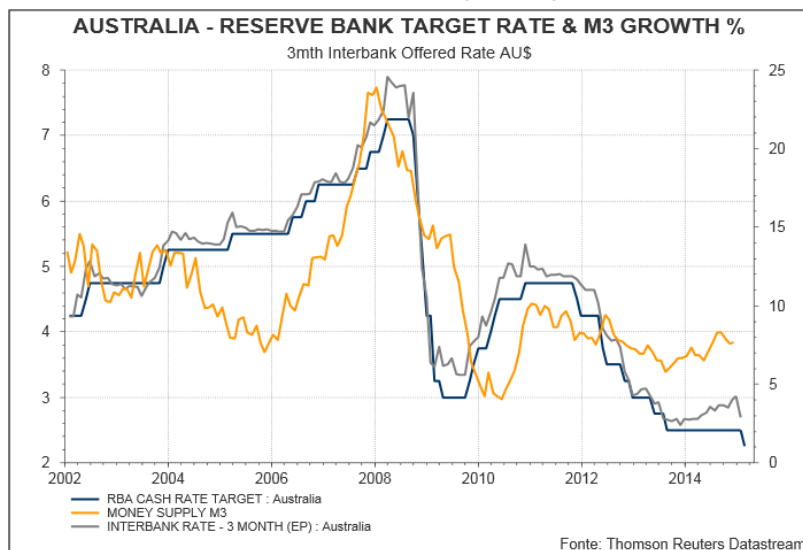
Ci pare prematuro aprire posizioni strategiche sulle divise EM, a causa dei rischi locali, e di driver globali negativi come il rafforzamento di USD e la conclamata debolezza del ciclo in Cina. Mancano segnali che diano indicazioni direzionali univoche ai FX manager. Con la lenta stabilizzazione dei prezzi del petrolio e con il QE in Europa la volatilità globale è attesa attenuarsi, e con essa le EM currency potranno avere respiro, e magari rimbalzare se si raggiungesse un accordo fra Grecia ed UE. Una posizione long USD-short ZAR, BRL e KRW costituisce una naturale operazione di hedging verso una possibile accentuazione dell'indebolimento ciclico in Cina. TRY, infine, è esposta ai rischi di eccessiva politicizzazione delle scelte della banca centrale.



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.

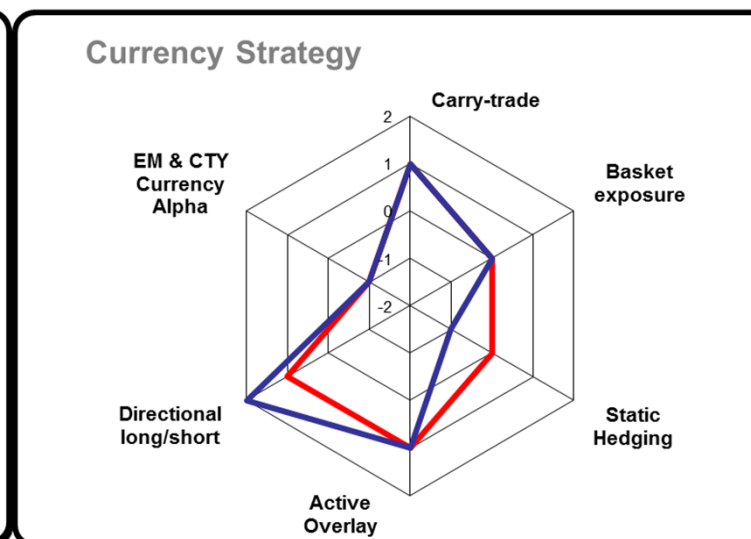
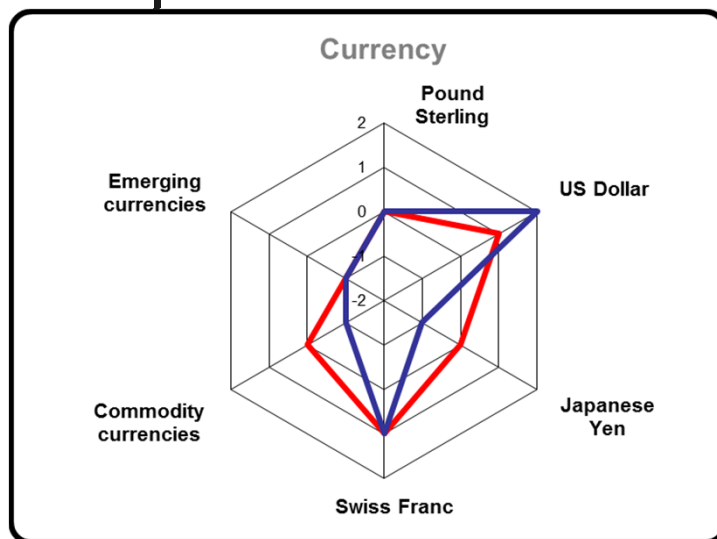
FX Markets: focus AUD

I dati sull'inflazione, riferiti al Q4-14, hanno rivelato un preoccupante calo del CPI (+1,7% YOY), che è coerente con un tasso di crescita medio del GDP inferiore al +2,2% YOY. Quest'ultimo dato, riferito al Q3-14 (l'ultimo disponibile) ha sorpreso gli osservatori al ribasso, attestandosi al +2,7% contro aspettative di +3,1% YOY. Un buon contributo è venuto dall'export, mentre gli investimenti del settore privato (un fattore ritenuto determinante dalla RBA nella transizione dell'Australia da un'economia basata sulle commodity ad una caratterizzata da una domanda diversificata) hanno continuato a deludere al ribasso le aspettative. La disoccupazione è diminuita di poco a dicembre, e rimane ai massimi da oltre 10 anni. Non è sorprendente pertanto che la RBA abbia deciso in gennaio un taglio dei tassi di 25 punti base, anche a causa di un tasso di cambio che rimane sopravvalutato. La decisione ha confermato l'attenzione a quello che ormai appare come un ribilanciamento valutario globale, all'interno del quale economie alle prese con una revisione del modello di sviluppo (ancorché mediamente più solide di altre, come l'Australia) sono costrette ad inseguire banche centrali molto aggressive (BCE e BoJ) e divise che si svalutano sensibilmente (EUR e JPY in particolare). Con la decisione di tagliare i tassi, che potrà ripetersi a marzo, la RBA ha mostrato una chiara volontà di combattere un apprezzamento del AUD. Dal punto di vista fondamentale, riteniamo AUD spot sopravvalutato, con un fair value a 0,7430 ed una stima per fine 2015 a 0,7165.

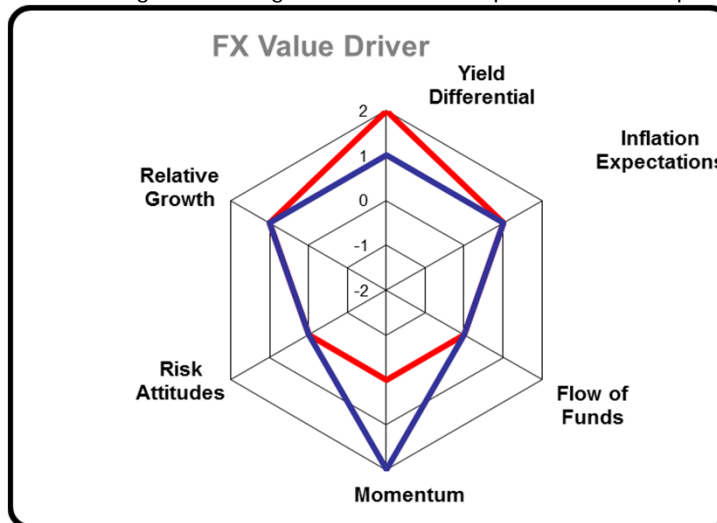


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

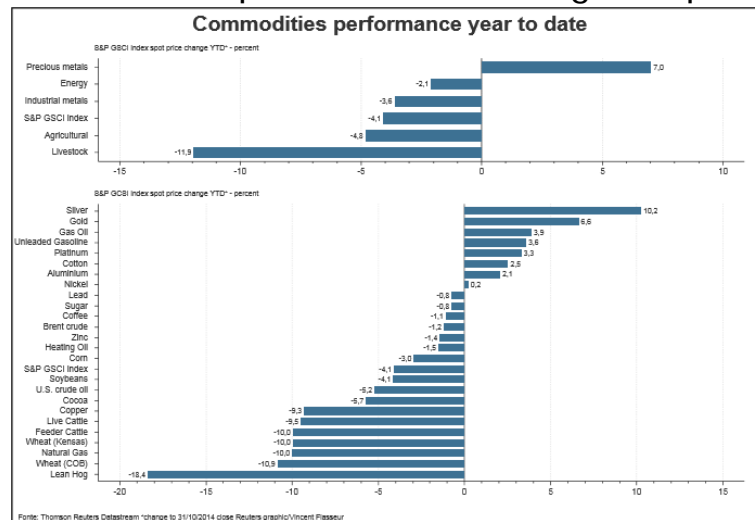
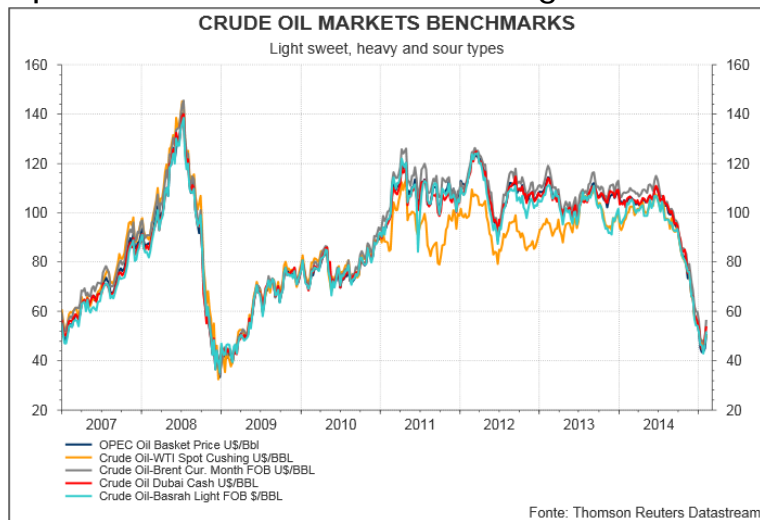


La posizione con cui abbiamo aperto l'anno è long USD contro Basket EUR, CAD, AUD, BRL, JPY, RMB ed EM. Su GBP abbiamo una posizione neutrale, mentre su CHF/EUR siamo più aggressivi, per target 0,97-0,95-0,93 a 3-6-12 mesi. EUR rimane debole contro USD, per range target 1,1040-1,0910 entro 1-3 mesi, mentre la posizione contro GBP rimane neutrale. JPY è debole contro tutte le majors, a causa dell'inefficacia delle politiche di stimolo, per target 126,00 contro USD a 1-3 mesi. Politiche monetarie ultra-accomodanti ci inducono a perseguire strategie a rischio specifico, long USD. Sconsigliate le coperture strutturali per volatilità, fra le EM ci piacciono INR e IDR.

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

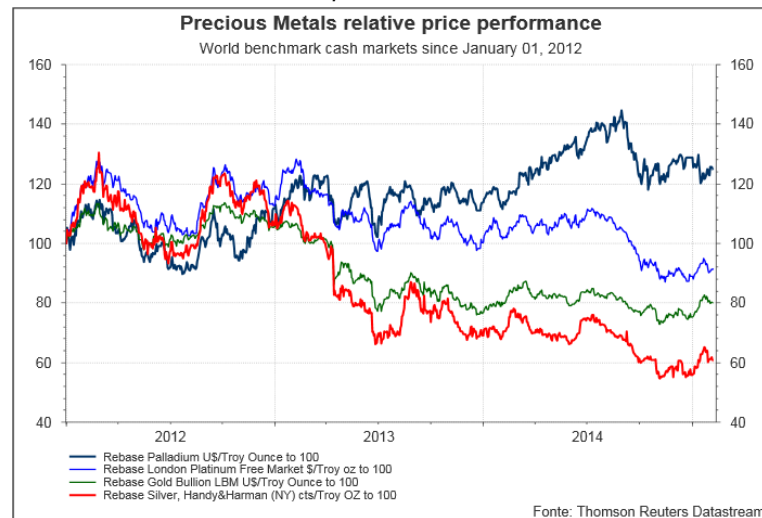
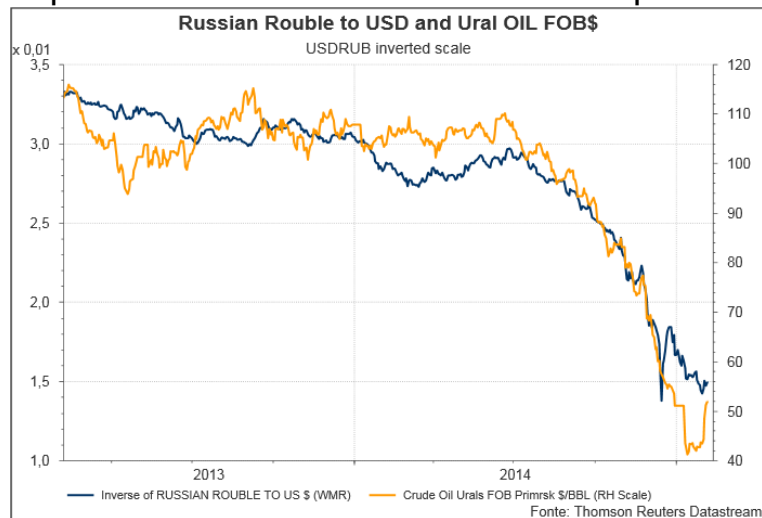
La caduta accentuata dei prezzi del petrolio, la forza del dollaro e la variabilità del sentiment economico pesano sulla dinamica dei prezzi delle commodity. Ai livelli attuali, intorno ai 45\$/bbl, molti progetti di investimento rischiano di bloccarsi e molti operatori rischiano di fallire, mentre l'OPEC continua a manifestare incertezza su un taglio della produzione, che se ci sarà, sarà limitata a 1,0/1,5mbd e tardiva, lasciando libero il mercato di aggiustarsi alla domanda, che intanto è calata in modo non reversibile. Non sorprende che quello dell'energia sia un settore in crisi nel 2015, 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 ai 45-42\$/Bbl. Le Agricole hanno resistito alla contrazione dei prezzi delle commodity, ma qui incidono fattori stagionali (la distribuzione delle semine) e le operazioni di rifinanziamento degli stock di mais e zucchero, che deprimono i valori marginali spot.



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

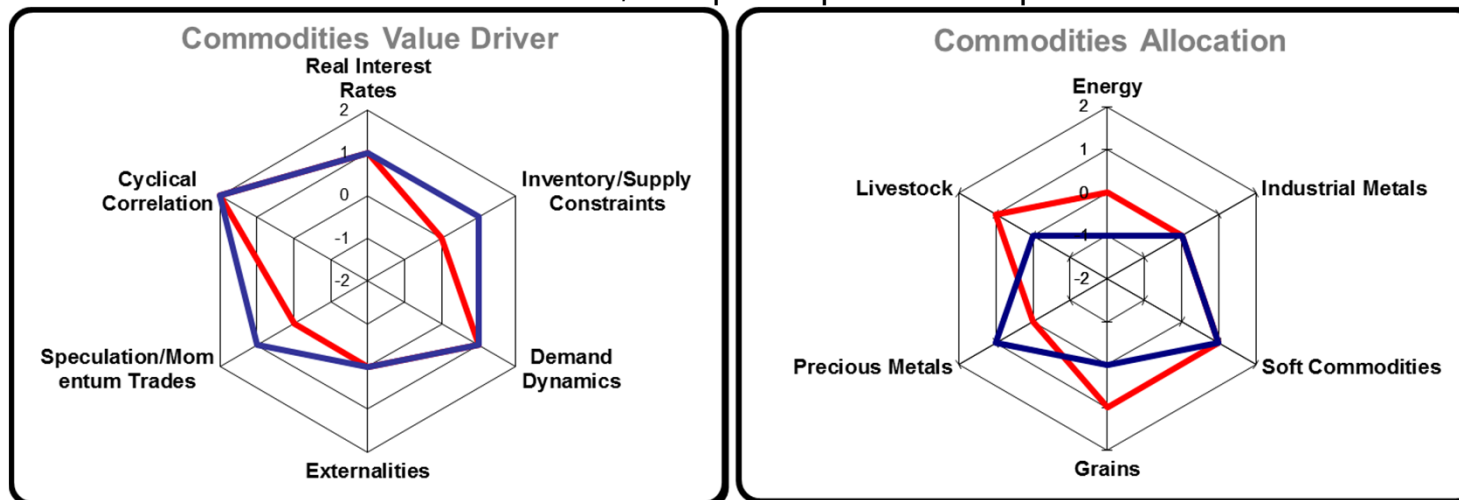
Nelle settimane recenti i prezzi del petrolio e soprattutto dei raffinati sono risaliti. In particolare, il greggio ha recuperato il 15% circa dai minimi di inizio anno, ma non si può affermare che il piccolo recupero sia da ascrivere ad un aggiustamento dell'offerta, che anzi rimane molto elevata. La IEA nel suo ultimo rapporto ha affermato che la produzione negli Stati Uniti è ai massimi da oltre 20 anni, a conferma che il paese sta spingendo al massimo per raggiungere l'autonomia energetica. Un eventuale rallentamento delle trivellazioni, probabile prima dell'avvio della stagione delle manutenzioni degli impianti a metà aprile, non avrebbe effetti immediati sulla bilancia della domanda/offerta e sui prezzi. Ci aspettiamo pressioni nel range 42-47\$/Bbl per la varietà Brent. Per ritornare a quota 1300\$/oz, l'oro ha trovato supporti in dati macro USA più deboli del previsto, nell'avvio del QE nell'Eurozona e nella decisione della SNB di rimuovere il floor sul cambio EURCHF. Nel breve termine la ricerca di opportunità può ancora supportare l'oro, ma crediamo che una caduta dei prezzi nel lungo periodo sia giustificata da aspettative di inflazione e da costi marginali di produzione in netto calo. La nostra previsione a 3, 6 e 12 mesi è 1285, 1265 e 1175 USD/oz.



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. Tatticamente, abbiamo aperto una posizione sui metalli preziosi, con l'esclusione del Palladio, che già nel precedente rapporto avevamo ridotto su previsioni non favorevoli per la domanda dal settore auto nel Q1-15. La posizione è tattica, su Oro e Platino in particolare, entrambe destinate a flettere entro 2-3 mesi a causa del previsto rafforzamento del USD e del miglioramento delle condizioni finanziarie in alcune aree di riferimento. Sul settore Oil&Energy manteniamo una posizione UW, perché i livelli di offerta non sono stati ribilanciati al ribasso rispetto alla diminuzione della domanda, che appare strutturale. A questi livelli di prezzo, l'unico fattore che può creare un breve rimbalzo è la domanda di riserve strategiche, il cui effetto sarebbe marginale in relazione al livello delle scorte di grezzi e raffinati. Sui metalli industriali la posizione rimane sottopeso, anche se in ottica di breve aumentiamo il peso del Nickel (il cui export è contingentato dalle sanzioni in Russia e dai vincoli posti dall'Indonesia). Nella seconda parte dell'anno, col possibile assestamento del quadro in Cina, ci attendiamo un discreto andamento del Rame, sul quale apriamo una posizione a termine 6-9 mesi.

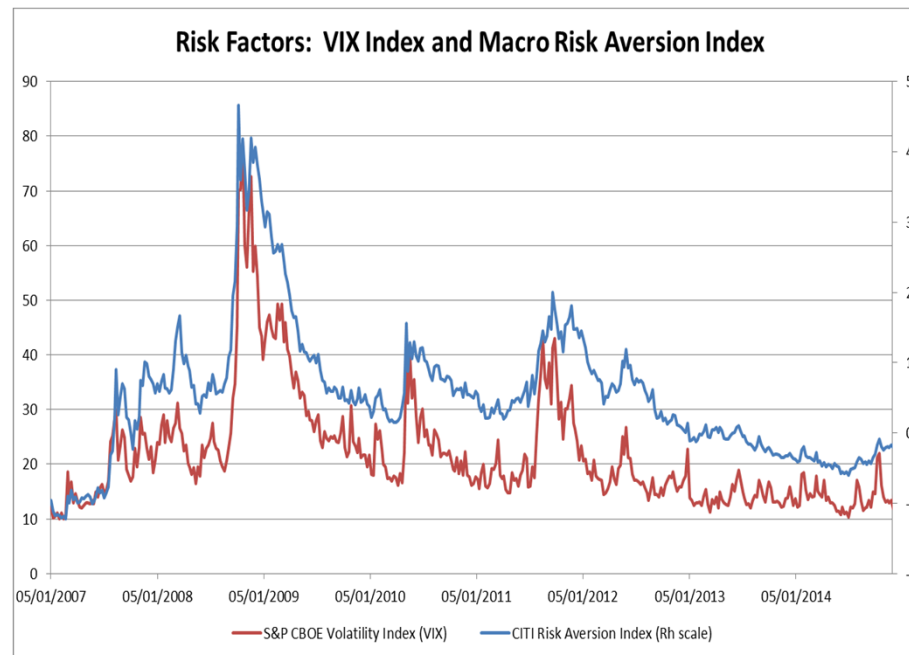


-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo rosso=mese precedente, blu= mese in corso

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 mediamente aumentata in tutte le classi di attività, in particolare sui tassi sovrani dell'Eurozona e degli USA. Anche i mercati azionari stazionano fra il 20% ed il 25% di deviazione standard (circa 3 punti percentuali al di sopra della media di H2-14), con l'eccezione del VIX (CBoE), che riflette una maggiore stabilità delle aspettative macro e monetarie negli USA. I livelli di avversione al rischio connessi ai parametri macroeconomici stanno gradualmente aumentando, e ciò si riflette in una più intensa attività di selezione dei temi di investimento da parte degli istituzionali. Anche i tassi di cambio appaiono più instabili col passaggio a tendenze più definite.

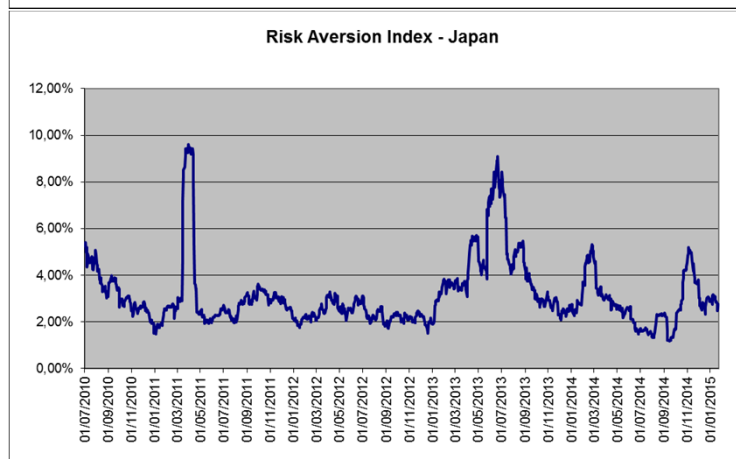
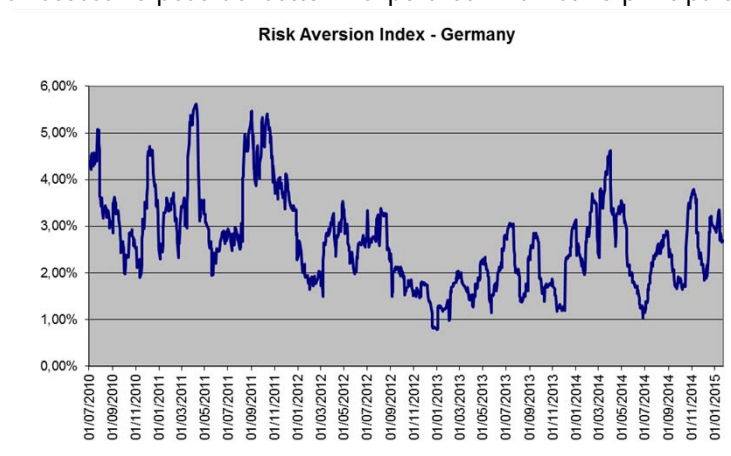
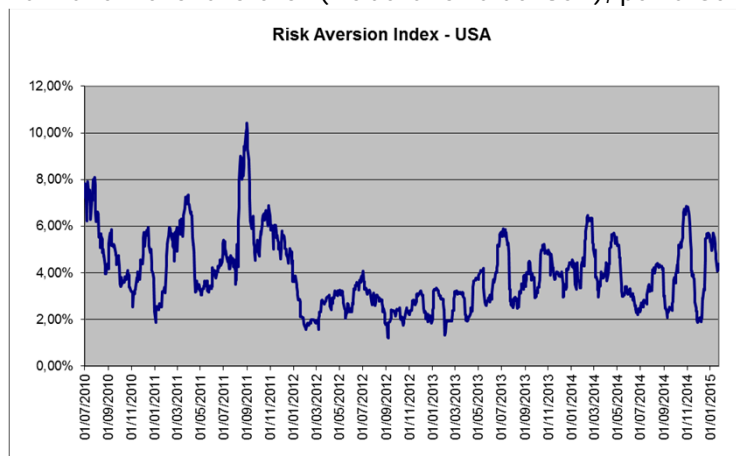


Standard deviation (21 dd) of the main financial assets									
	Yield to Maturity Benchmark Govies			Equity Indices			Foreign Exchange vs US\$		
	November	December	January	November	December	January	November	December	January
USA	23,24	38,55	53,27	6,57	16,10	15,41	-	-	-
Brazil	23,11	45,68	19,22	37,00	33,63	28,04	21,83	17,10	16,46
Mexico	9,88	15,06	11,52	11,14	23,31	19,84	7,25	9,78	9,98
UK	23,21	38,82	37,77	9,08	21,17	19,45	5,84	7,01	8,18
France	36,44	32,91	102,94	17,73	26,51	26,26	8,69	8,32	11,19
Germany	50,10	57,81	147,77	17,55	24,64	24,05	8,69	8,32	11,19
Italy	27,81	35,53	57,75	28,65	32,48	34,02	8,69	8,32	11,19
Japan	69,12	50,88	178,48	24,58	20,27	20,88	11,78	13,77	11,44
Australia	22,85	30,43	39,96	9,17	19,63	17,52	11,44	6,89	10,28
Canada	18,37	43,02	43,84	9,99	19,73	16,51	7,79	5,05	10,05

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

Tassi di inflazione in calo in tutto il G7 ed in Cina, prezzi dell'energia ai minimi, intensificazione del QE in Europa e in Giappone, stimoli monetari aggiuntivi attesi in Cina e in Canada, sono tutti elementi che hanno prodotto una netta flessione dei livelli di avversione al rischio globali, con la sola eccezione dei paesi emergenti. Indici delle condizioni finanziarie molto incentivanti stanno supportando in particolare l'appetito degli investitori nei paesi periferici dell'Eurozona ed in Giappone, mentre Stati Uniti e Germania, pur sostenuti da un quadro economico migliore, evidenziano una maggiore cautela. A nostro avviso ciò dipende per gli USA da indici delle condizioni finanziarie meno favorevoli (incide la forza del USD), per la Germania dall'eccessivo peso dei settori «export led» nel listino principale.



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

- L'avvio del 2015, caratterizzato dall'ampliamento dei teatri di crisi (Grecia, Ucraina, ISIS) e dai crescenti timori per le elezioni in Grecia e UK, ha confermato le nostre ipotesi di disallineamento del ciclo globale: gli USA sono avviati su una traiettoria di ripresa, ma la «solitudine» li può frenare.
- I dati recenti confermano la frammentazione del ciclo: Eurozona e Giappone registrano blansi progressi di alcuni indici di attività, mentre in Cina e Brasile 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'ambito di diffusi rischi al ribasso per l'inflazione a livello globale. Riteniamo troppo pessimista il consenso sull'Eurozona e sul Giappone. Il GDP registrerà dinamiche coerenti con un tasso di sviluppo sub-potenziiale, con la domanda aggregata in graduale ricomposizione. Il rischio di deflazione comprimerà i premi al rischio sulle curve benchmark, e azzererà gli spazi di arbitraggio sulla «term structure», facilitando le esigenze di «trasmissione» delle banche centrali.
- Nei paesi emergenti l'aggiustamento non è terminato, e parte degli squilibri devono essere assorbiti; in Cina le «politiche di controllo» allungheranno i tempi della ripresa, mantenendo il GDP sotto il target delle autorità; in Brasile il doppio squilibrio dei conti pubblici e dei conti esteri eccede il 10% del GDP, inducendo un appesantimento della restrizione e una svalutazione del BRL.
- L'impegno della banche centrali a mantenere un «easing bias» per un periodo di tempo ancora lungo attenua la volatilità dei mercati, almeno fino a quando non emergeranno «bolle speculative».
- Più complicato immaginare che rimanga sotto controllo anche la volatilità macroeconomica, dal momento che le ampie divergenze delle politiche monetarie ed una loro possibile inefficacia potranno alimentare incertezze e revisioni delle aspettative, inducendo frequenti correzioni.

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 dalla elevata liquidità e meno 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. I prezzi incorporano solo in parte aspettative di uno scenario macro non omogeneo, la ricerca di rendimento privilegia temi di rischio coerenti e realizzabili con posizionamenti flessibili, ma l'orizzonte si è accorciato.
- La divergenza delle politiche monetarie in un contesto che sarà «zero lower bound» per molti trimestri potrà generare andamenti asincroni e talvolta contro-intuitivi delle grandi classi di attività, specie quelle correlate con uno scenario macro meno ottimistico (bassa volatilità sistemica), e più instabilità locale connessa alla prevalenza di posizioni tematiche tattiche, direzionali, di arbitraggio o relative value (alta volatilità idiosincronica).
- La posizione strategica principale è «long & OW Equity core» e «UW Equity EM»; è una view che guarda con moderato ottimismo alla ripresa del ciclo, e che sopporta un incremento della volatilità di mercato, selezionando aree geografiche meglio esposte alla ripresa americana (Asia ex China) o sostenute dalla liquidità (Eurozona).
- Fra i settori, privilegiamo Technology, Pharma&Healthcare, Machinery&Equipment, Consumer Discretionary.
- Nel Fixed Income, la posizione è «long duration» e «add peripherals spread compression»; il QE varato dalla BCE, insieme all'atteso incremento della BoJ, immetterà oltre 1,5 trilioni di dollari nel sistema finanziario, mentre la FED e la BoE sono attese mantenere un atteggiamento cauto. Solo una forte ripresa del ciclo indurrebbe a variare la posizione, che coglie la flessione a zero sulle curve «core» e il venir meno dei premi sovrani sui periferici.
- Nelle commodity, la posizione è «short oil and gas», perché la bilancia dell'offerta non è destinata a tornare in equilibrio nel futuro prevedibile, e cercare di aprire posizioni tattiche può generare sovrapposizione.
- Nel credit la posizione è «long credit spread», OW Corporate US HY (come hedging naturale di un possibile rimbalzo dei prezzi del petrolio), OW long dated US Corporate HG (sta aumentando e si accentuerà ulteriormente la domanda di investitori istituzionali in fuga dal Fixed Income in Euro).
- Nel FX, la posizione è «long USD», sulla base di prospettive di una ripresa dell'economia americana più solida che altrove, e di un atteggiamento della FED meno accomodante che altrove; è infine «long CHF, NZD, INR».

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 (€uro 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&EM 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

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.