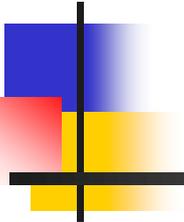


Luglio 2015



# Global Investments Outlook

---



---

**The Chief Strategist Overview**

---

# Le macro view

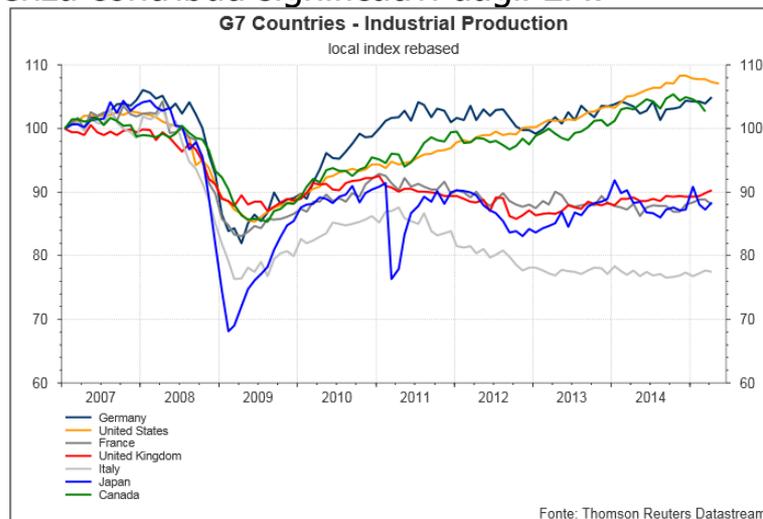
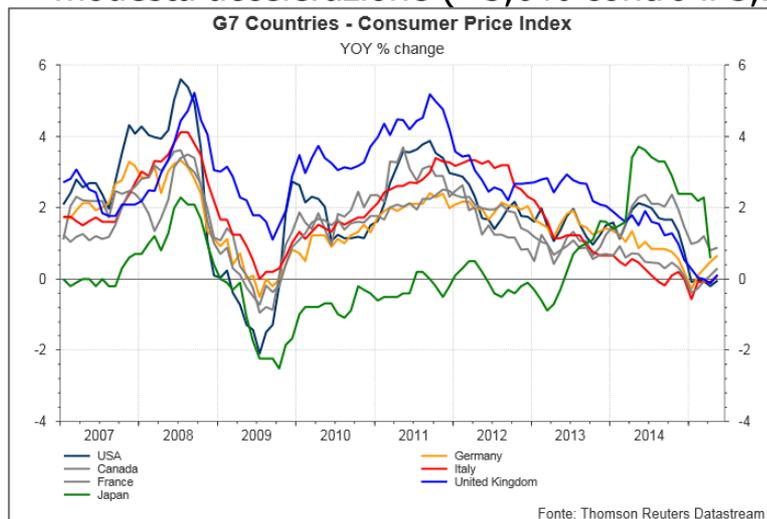
- Con un news-flow molto deludente in USA, Cina, Australia e nel complesso dei BRIC (il Brasile è entrato in recessione), e sensibili incrementi del tasso di crescita nell'Eurozona (+1,6% A/A) e in Giappone (+2,4% A/A), si conferma una notevole frammentazione delle tendenze macro.
- Preoccupa il fatto che, dati i livelli di produttività e un debole ciclo di investimenti, UK e USA siano di fatto già attestati sui livelli dell'output potenziale post crisi (+2,0% circa) e che ciò possa indurre un'accentuata divaricazione delle politiche monetarie e diffusa volatilità dei tassi di cambio.
- Le banche centrali hanno perduto forza sulle aspettative, e sembrano aver sottovalutato le tensioni inflazionistiche latenti; l'abbondante liquidità continua a limitare i livelli di avversione al rischio.
- Lo scenario conferma che la crescita nei paesi avanzati risulterà positiva ma più contenuta delle previsioni, benché i rischi al ribasso per l'inflazione siano diminuiti. Riteniamo ora troppo ottimista il consenso su tutto il complesso dei paesi G7, e confermiamo che il GDP registrerà dinamiche coerenti con un tasso di sviluppo sub-potenziale, con la domanda aggregata in graduale ricomposizione. Il venir meno del rischio di deflazione arresterà la caduta dei premi al rischio sulle curve benchmark, e riaprirà spazi di arbitraggio sulla «term structure», rendendo più complicato per le banche centrali il controllo del meccanismo di «trasmissione» degli impulsi di policy.
- Negli EM l'aggiustamento si è interrotto; si è aperta una nuova fase di crisi più ampia e diffusa.
- L'impegno delle banche centrali a mantenere un «easing bias» sta frammentandosi, perché il ciclo non è in fase e soprattutto con questi livelli di produttività il picco potrebbe già essere alle spalle.
- E' complicato immaginare che rimanga sotto controllo la volatilità macroeconomica, dal momento che le ampie divergenze delle politiche monetarie ed una loro sostanziale inefficacia prospettica potranno alimentare incertezze e revisioni delle aspettative, inducendo frequenti correzioni.

# Le scelte di investimento globali

- Accentuata la posizione Short Duration, le politiche monetarie sono meno efficaci in una fase in cui si riconsiderano i fondamentali macro e aumentano le turbolenze;
- In Europa, superata la Grecia ci sono spazi di arbitraggio per gli spread periferici;
- La posizione è Long Credit in USA, nel segmento HG (HY è a rischio correzione per energia), ma è Short Credit nell'Eurozona (volatilità crescente dei benchmark);
- Long Equity, rimane la migliore asset class, sostenuta dalle valutazioni, ma assistita da rotazione geografica soprattutto verso il Giappone; l'interesse per le operazioni M&A ci suggerisce una certa attenzione su Zurigo. La posizione Long USA è viceversa stata ridotta, a causa degli impatti di USD e delle incertezze della FED;
- Long Volatility, è destinata a salire significativamente nei prossimi mesi; suggerita l'apertura di una posizione su Inflation-Linked notes, per inflazione latente;
- Sull'Equity, aumentare la selettività geografica (Giappone), valutando con attenzione un ribilanciamento su alcuni settori globali (Farma, Materiali da Costruzione, Alimentare, alcuni Tecnologici a ciclo maturo);
- Sull'Equity EM, il sentiment rimane molto negativo e la posizione azzerata;
- Sulle Commodity, la view è ancora negativa; la caduta della Cina suggerisce posizioni «short» su Alluminio e Nickel, mentre le incertezze in India penalizzano l'Oro;
- La nostra top pick è il comparto dei Convertibles, ancorché a peso più contenuto.

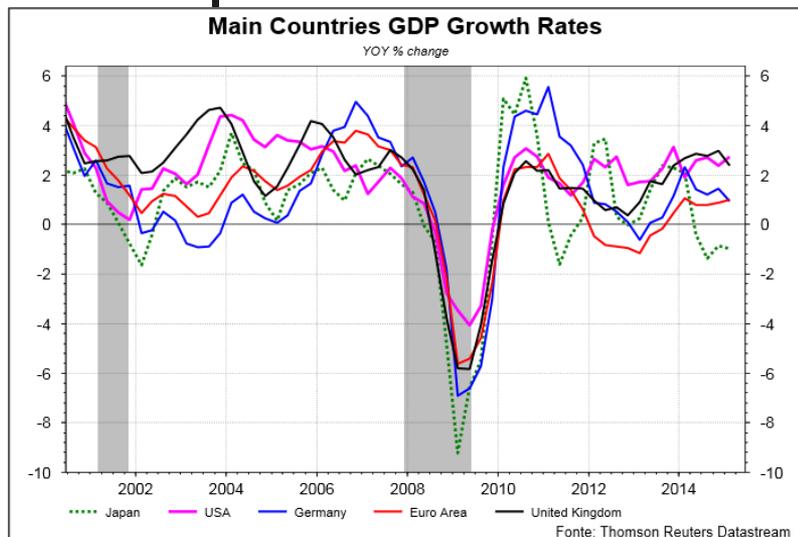
# Quadro generale: macro trend

- Non è cambiato il tono delle previsioni degli organismi internazionali nella tarda primavera. Se mai la cautela è aumentata, perché alle difficoltà degli EM si è associata una discontinuità nella crescita USA, non sostituita da una diffusione omogenea della ripresa in Europa, a sua volta condizionata dai possibili effetti contagio della crisi greca. Di recente il FMI ha invitato la FED a non precipitarsi ad alzare i tassi di policy, perché la decisione potrebbe intervenire in un contesto economico (domestico ed internazionale) caratterizzato da nuove criticità. D'altra parte, ci sono pressioni inflazionistiche latenti, con il rischio per alcune BC di trovarsi a rincorrere le aspettative.
- Fattori di disturbo nei mesi estivi saranno ancora i riflessi della crisi greca, il possibile BREXIT, l'interpretazione dei segnali del FOMC, con i riflessi sulla stabilità dei mercati finanziari e degli EM.
- Abbiamo rivisto al ribasso le stime, e vi hanno contribuito USA e BRIC: nel 2015 la previsione di crescita del GDP globale è stata ristimata al +2,4% (era il 2,6%); per il 2016 ci attendiamo una modesta accelerazione (+3,0% contro il 3,2%), senza contributi significativi dagli EM.



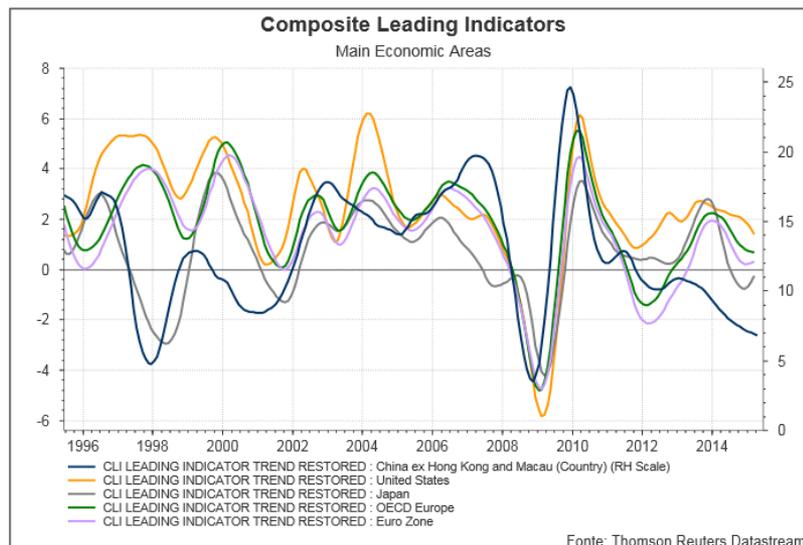
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

# Scenario macroeconomico globale



Quanto evidenziato per il GDP trova conferma negli indici anticipatori del ciclo: Giappone ed Eurozona fanno segnare una svolta, più accentuata nel primo caso, e comunque salendo da livelli estremamente depressi, mentre le altre aree economiche indicano una possibile fase di contrazione o stagnazione. L'indicatore composito anticipatore per l'aggregato geografico OCSE suggerisce che il picco del ciclo potrebbe già essere alle nostre spalle: sarebbe allora da domandarsi di quali strumenti di policy potremmo disporre.

Il ritmo di crescita si è attenuato in numerose aree economiche e le previsioni sono quindi più caute. In Europa la dinamica attesa ad inizio anno si è gradualmente attenuata: c'è l'indicazione di una svolta del ciclo, ma le conferme arrivano solo da Francia e Germania. Gli USA risentono della ciclicità delle scorte e della forza di USD, ancorché stiano operando in condizioni di pieno impiego, così come il Giappone. La Cina sperimenta una contrazione, e le politiche appaiono in ritardo e poco efficaci.



# Scenario macroeconomico: le previsioni

Il secondo esercizio di previsione del GDP 2015-2016, alla luce delle ultime letture sul Q1-2015, segnala una revisione al ribasso significativa per gli USA: nel 2015 il GDP è atteso crescere di circa il 2,1%, un dato confermato dal consenso: pesa l'apprezzamento del dollaro e l'eccessiva dipendenza dal ciclo delle scorte. Una politica monetaria meno accomodante potrà incidere sulla dinamica del reddito disponibile. Per il 2016 la stima è ridotta al +2,5%.

Per quanto riguarda UK, il Q1-2015 ha visto rafforzati gli elementi a supporto di una ripresa sostenibile (produttività, reddito e inflazione), ma il trascinarsi si è ulteriormente indebolito (+0,7%). Esso peserà soprattutto sul tasso di crescita del GDP del 2015, che abbiamo ridotto al 2,4% (2,5% precedente), mantenendo lo stesso profilo per il 2016.

La previsione di crescita 2015 del Giappone è peggiorata (+0,9% da +1,4%), a causa di dati avanzati meno incoraggianti, soprattutto un tasso di utilizzo dei fattori ormai prossimo al pieno impiego. E' inoltre sensibilmente aumentato il rischio che le pressioni competitive sui mercati asiatici possano deprimere il contributo delle partite correnti: per il 2016 abbiamo quindi diminuito nuovamente la stima (+1,5% da +1,8%).

La previsione per l'Eurozona è migliorata per il 2015, e si attesta al +1,4% (un dato in linea con il consenso): da un lato ci sono segni evidenti e diffusi di stabilizzazione (in Germania e Francia in particolare), mentre altri paesi (Italia e Spagna) fanno segnare progressi soprattutto nel mercato del lavoro. La svalutazione dell'Euro e il Quantitative Easing favoriscono un'accelerazione ciclica, ma la disomogeneità dell'ambiente economico e le tensioni geopolitiche (Grecia, Ucraina, ISIS) potranno creare disturbi ricorrenti. Il 2016 potrà essere comunque un anno di consolidamento (+1,7%).

Macroeconomic Projections - GDP YOY % Growth Rate						
Country	2014	2015	2015	2016	2015	2016
		Carry-on	Consensus	Consensus	Our Estimate	Our Estimate
<b>USA</b>	2,40%	0,50%	2,20%	2,80%	2,10%	2,50%
<b>United Kingdom</b>	2,80%	0,70%	2,40%	2,50%	2,40%	2,40%
<b>Japan</b>	-0,10%	0,80%	1,00%	1,70%	0,90%	1,50%
<b>Euro Area</b>	0,90%	0,50%	1,50%	1,80%	1,40%	1,70%
<b>Germany</b>	1,60%	0,60%	1,9%	2,00%	1,80%	1,80%
<b>Italy</b>	-0,40%	0,20%	0,70%	1,20%	0,70%	1,00%
<b>France</b>	0,20%	0,60%	1,20%	1,60%	1,10%	1,40%

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: Cina

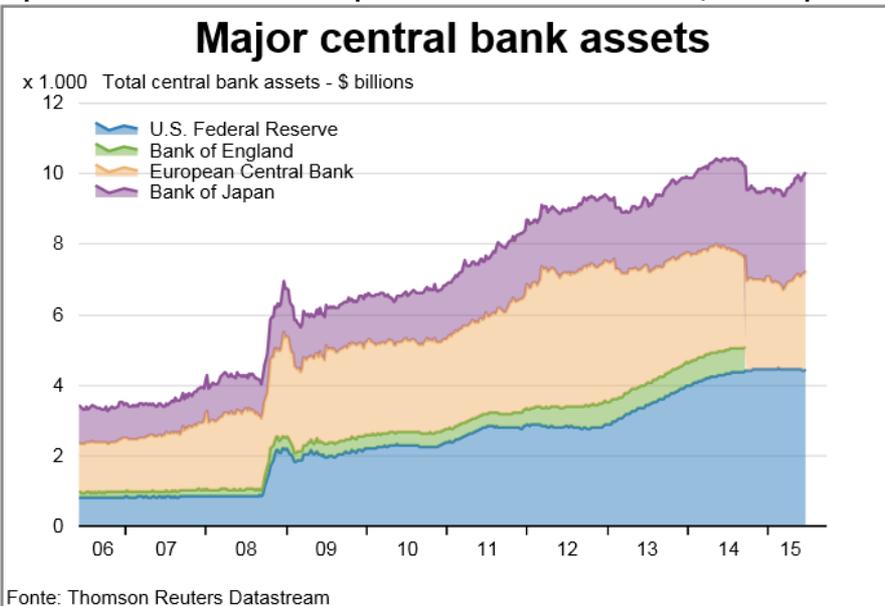
In Cina è in atto una sensibile attenuazione della crescita. Come è noto da nostre analisi precedenti, gran parte del rallentamento è da attribuire alla rapida crescita del credito sperimentata nel precedente ciclo di sviluppo: essa ha generato una enorme sovra-capacità produttiva nella fase di espansione, 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 7,0%). Per il momento non ci sono segnali diffusi di stabilizzazione, ancorché si noti una timida ripresa del settore immobiliare e manifatturiero. Gli indicatori di momentum macroeconomico stanno crollando a livelli coerenti con un tasso di crescita del GDP inferiore al 6,0% saar, e i tassi di inflazione ai livelli dell'output restano coerentemente in territorio negativo. La PBoC ha quindi avviato un ciclo di policy decisamente espansivo, ma la reazione – condizionata dalla svalutazione – è apparsa tardiva e poco efficace.



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

# Le Politiche Monetarie

Le politiche monetarie si muovono su due grandi tendenze: da un lato BCE e BOJ proseguono con atteggiamenti ultraespansivi che si traducono in maggiori disponibilità di credito al settore bancario, a tassi nulli; dall'altro FED e BOE continuano a monitorare i segnali rivenienti dal set di indicatori osservati, per tentare di cogliere una possibile opportunità temporale all'interno della quale posizionare l'avvio della normalizzazione delle politiche. In mezzo ci sono altre autorità che fronteggiano squilibri domestici (PBoC, BCB, RFCB) o fattori internazionali (Norges CB, RBA, RBNZ). E' naturale che in un contesto caratterizzato da diversi obiettivi di policy e da diversi stati del ciclo, le divergenze delle politiche monetarie possano condurre a turbolenze nei mercati finanziari, in particolare ad aggiustamenti valutari di ampia portata (con USD e GBP in posizione di forza, EUR e JPY in posizione di debolezza, e tutto il complesso delle EM currency mediamente venduto). La quantità dei mezzi liquidi sta aumentando, ma spesso i tassi di mercato intermedi sono in tensione.



Temiamo che alcune banche centrali abbiano sottovalutato i rischi latenti di inflazione, e che si possano trovare ad inseguire le aspettative. In particolare, la FED non ha considerato che il calo della produttività e degli investimenti fissi ha frenato la dimensione del potenziale, e pertanto il sistema potrebbe stare operando in regime di piena capacità. L'apprezzamento di USD è in tal senso un segnale di anticipazione di politiche monetarie più aggressive negli USA, dal momento che, coniugato in un indice delle condizioni monetarie, ne indica un sensibile e significativo irrigidimento.

# FOMC economic projections

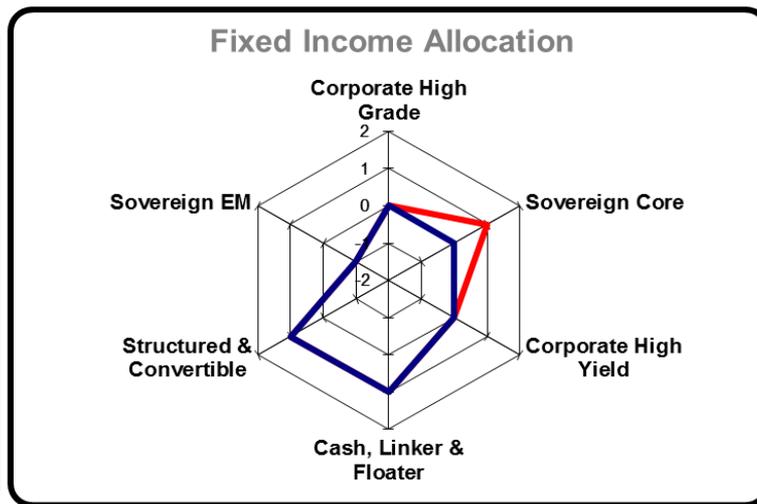
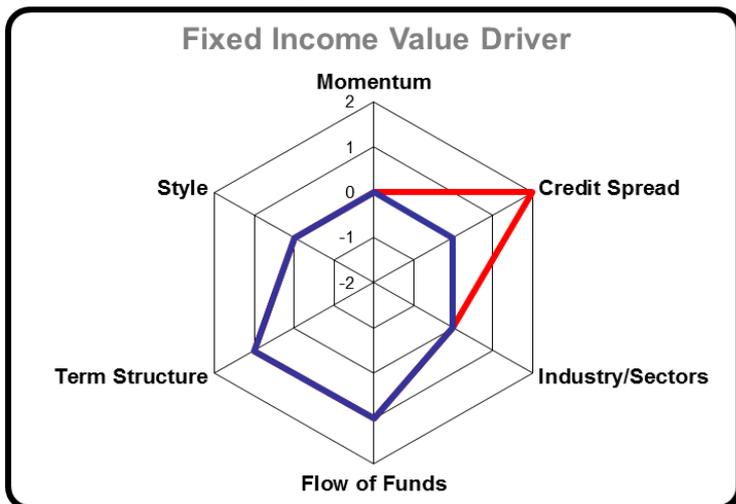
Nell'ultimo comunicato il FOMC è tornato ad attenuare il tono della comunicazione. E' apparsa meno sicura la valutazione sullo stato delle variabili economiche, mentre si prende atto che l'apprezzamento del dollaro può costituire un gravame sulle tendenze del ciclo. L'inflazione continua a flettere, e anche questo è motivo di preoccupazione per il board della FED. Le proiezioni economiche danno atto di tali incertezze, e aprono un dibattito sui rischi della politica monetaria nel futuro prevedibile: come si può notare dalla tabella, a fronte di un tasso di inflazione molto basso, la combinazione di disoccupazione e GDP rispetto ai valori potenziali (long run) mostrano la presenza di pressioni inflazionistiche latenti nell'economia USA. In assenza di un incremento dei tassi di produttività (frenati prevalentemente a causa del calo degli investimenti in questi anni di crisi) la pressione sui salari (connessa alla flessione delle risorse disponibili) indurrebbe rialzi sulle componenti di fondo dei prezzi, generando una sorpresa inflazionistica.

Economic Projections of Federal Reserve Board Members and Federal Reserve Bank Presidents, June 2015								
Variable	Central tendency %				Range %			
	2015	2016	2017	Longer run	2015	2016	2017	Longer run
Change in real GDP.....	1.8 to 2.0	2.4 to 2.7	2.1 to 2.5	2.0 to 2.3	1.7 to 2.3	2.3 to 3.0	2.0 to 2.5	1.8 to 2.5
March projection....	2.3 to 2.7	2.3 to 2.7	2.0 to 2.4	2.0 to 2.3	2.1 to 3.1	2.2 to 3.0	1.8 to 2.5	1.8 to 2.5
Unemployment rate.....	5.2 to 5.3	4.9 to 5.1	4.9 to 5.1	5.0 to 5.2	5.0 to 5.3	4.6 to 5.2	4.8 to 5.5	5.0 to 6.0
March projection....	5.0 to 5.2	4.9 to 5.1	4.8 to 5.1	5.0 to 5.2	4.8 to 5.3	4.5 to 5.2	4.8 to 5.5	5.0 to 6.0
PCE inflation.....	0.6 to 0.8	1.6 to 1.9	1.9 to 2.0	2.0	0.6 to 1.0	1.5 to 2.4	1.7 to 2.2	2.0
March projection....	0.6 to 0.8	1.7 to 1.9	1.9 to 2.0	2.0	0.6 to 1.5	1.6 to 2.4	1.7 to 2.2	2.0
Core PCE inflation.....	1.3 to 1.4	1.6 to 1.9	1.9 to 2.0	---	1.2 to 1.6	1.5 to 2.4	1.7 to 2.2	---
March projection....	1.3 to 1.4	1.5 to 1.9	1.8 to 2.0	---	1.2 to 1.6	1.5 to 2.4	1.7 to 2.2	---

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

# Fixed Income Markets: strategia

- Sui governativi in Euro abbiamo condotto la posizione a «UW duration»; la combinazione di tensioni crescenti sulla partita greca e di un'accentuazione delle emissioni sovrane sul primario ha scalfito la forza del compratore di ultima istanza, facendo prevalere la volatilità idiosincratICA degli spread e dei rendimenti dei grandi emittenti; la diminuzione delle tensioni favorisce la compressione degli spread periferici, ma sul Bund il consiglio è quello di coprire il rischio piuttosto che di caricarne di ulteriore in portafoglio;
- La riduzione delle pressioni sui tassi USA dopo l'ultimo comunicato del FOMC e la ripresa di USD sostiene anche i Treasury, ma non ci esponiamo ad acquisti sulla parte lunga della curva USA che fra settembre e dicembre potrà verosimilmente subire lo shock di un rialzo dei tassi di policy;
- Sul Credito, accumuliamo una posizione «mild OW» sui Corporate HG in USD, che registrano premi al rischio a termine e di credito che già incorporano una flessione della liquidità (a differenza dei governativi); la posizione sugli HY in USD è stata ridotta, a causa della sovraesposizione degli emittenti del settore Energy (sul quale abbiamo una view negativa). Fra i Corporate Investment Grade, abbiamo azzerato la posizione fra gli emittenti in Euro, troppo sensibili alla volatilità dei tassi sovrani;
- La nostra classe privilegiata nel settore del credito resta quella delle Convertibili, una delle migliori da inizio anno, l'unica parzialmente decorrelata sia dal ciclo economico che dal ciclo dei tassi di interesse.



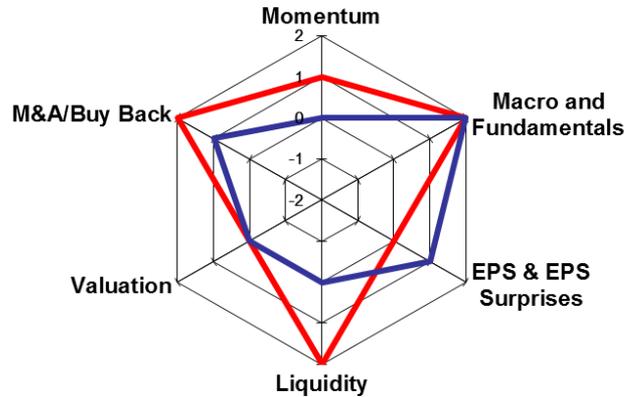
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

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.

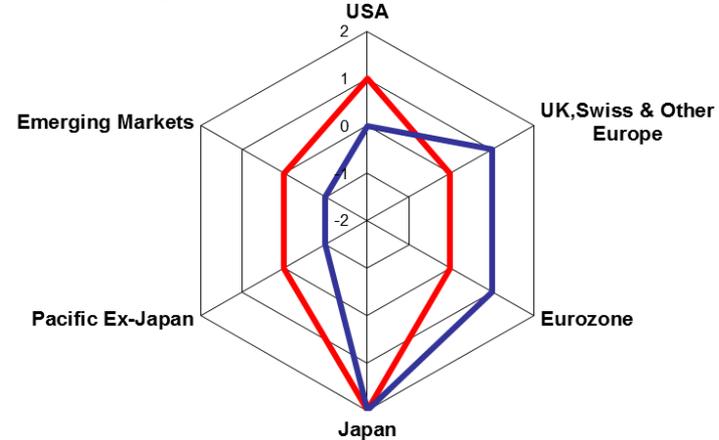
# Equity Markets: strategia

Equity Markets Value Driver



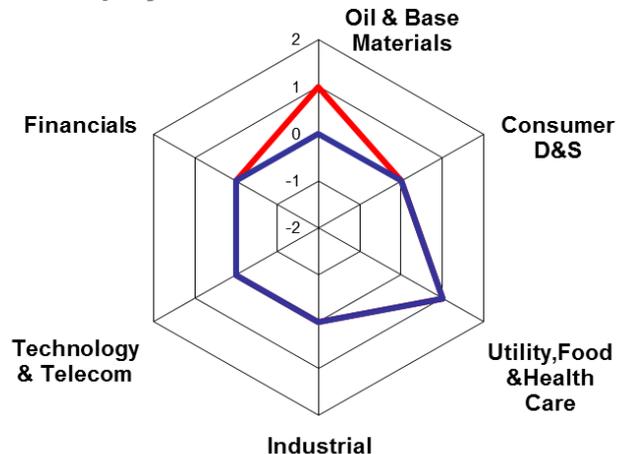
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

Equity Markets Geographical Allocation



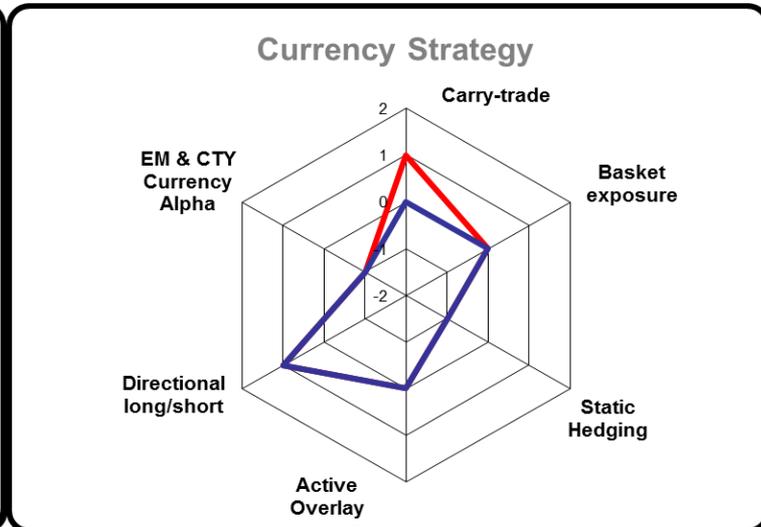
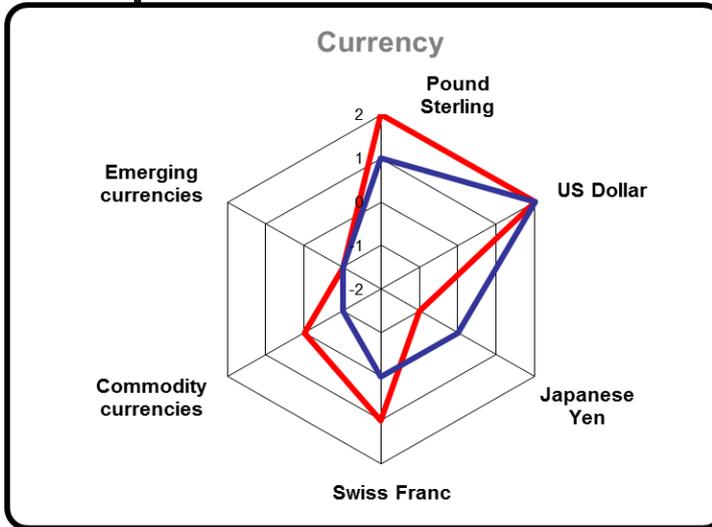
rosso=mese precedente, blu= mese in corso

Equity Markets Sector Allocation

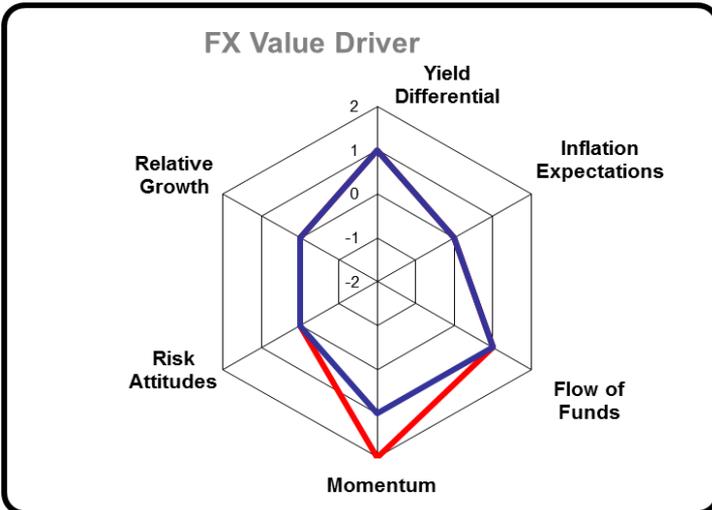


Il sostegno all'Equity delle politiche monetarie è meno stabile in questa fase, perché si diffondono dubbi sul ciclo economico anche a causa di rischi di evento. Prevalgono quindi i fondamentali, e le tendenze si fanno più frammentate. La posizione strategica resta OW, per motivi di attrattività relativa, ma la selettività geografica e aziendale si è accentuata. Manteniamo UW gli EM, frenati dalla caduta dei BRIC. Il sovrappeso dell'Eurozona è stato gradualmente ridotto, a vantaggio del Giappone e della Svizzera. Fra i settori, valutiamo con attenzione l'alimentare, le tecnologie, la salute (M&A) ed i materiali di base (costruzioni), molta più cautela su consumi, industriali e utilities.

# FX Markets: strategia



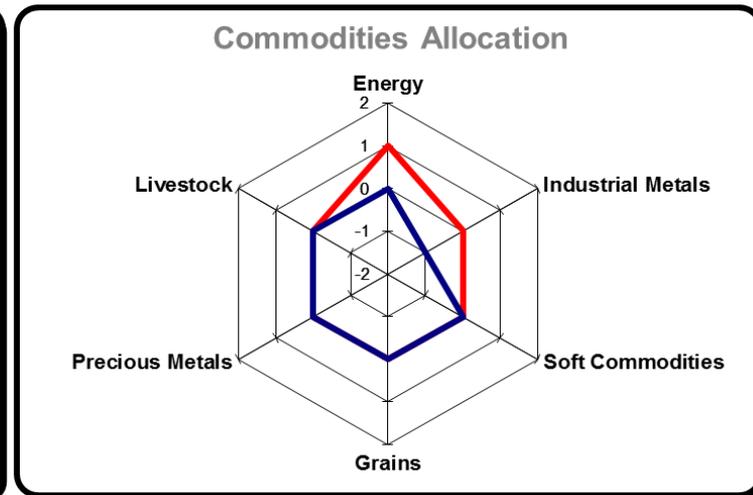
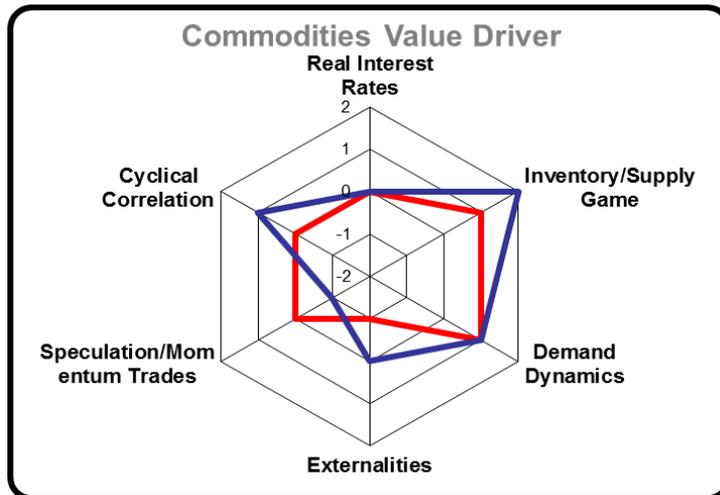
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo      rosso=mese precedente, blu= mese in corso



La posizione su USD resta «net long», ma la gamba short della strategia vede il complesso delle EM currency e l'AUD. EUR si muove indebole in range 1,0410-1,1100, mentre JPY può recuperare fino a 121,40. GBP resta forte contro tutte, fino a 0,6740-0,6520 contro EUR; CHF/EUR si è attestato sopra 1,0500, ma riteniamo possa sperimentare un calo fino a 0,9650 entro fine anno. JPY si indebolirà a 2-3 mesi, lo attendiamo in range 123-127 per USD. Le commodity CCY sono sistematicamente vendute, la caduta degli EM non ne supporta i fondamentali. Le strategie preferite sono quelle a contenuto di rischio direzionali «long USD» e «long GBP» (più tattica, spazi ridotti).

# Commodity Markets: strategia

- L'insoddisfacente andamento del quadro macro, che ha portato gli indici aggregati di settore ai minimi da 6 anni, ci suggerisce cautela: manteniamo quindi il sottopeso del comparto;
- La posizione sulle agricole è rimasta scarica: la stagione dei raccolti e un eccessivo livello di scorte sono elementi strutturali di contenimento dei prezzi; inoltre, la domanda di etanolo si è abbassata, penalizzando il Mais, che peraltro viene acquistato solo a prezzi competitivi con le granaglie;
- La posizione sui metalli preziosi rimane «UW», con un bias più negativo sull'Oro, che sarà penalizzato dal previsto rafforzamento di USD. Sui metalli industriali, manteniamo la posizione short su Alluminio, e ne apriamo una sul Nickel; la posizione «long forward» sul Rame è andata in roll-over nell'intervallo 6-9 mesi, quindi sul principio del 2016;
- Abbiamo chiuso la posizione al rialzo sulla Benzina e sui raffinati più in generale, perché in controtendenza sono aumentati i livelli degli stoccaggi. La view sul comparto resta negativa.

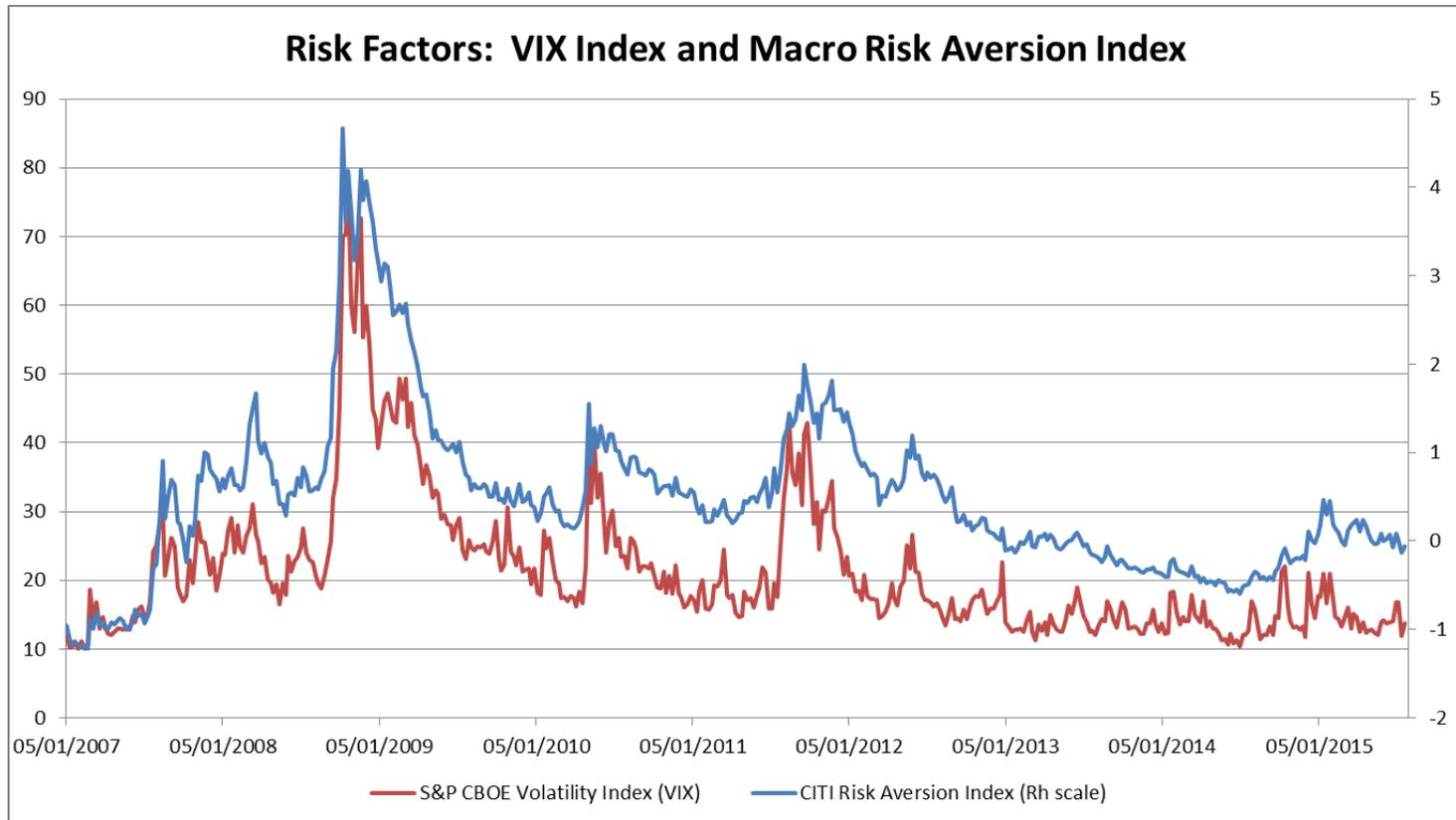


-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo      rosso=mese precedente, blu= mese in corso

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.

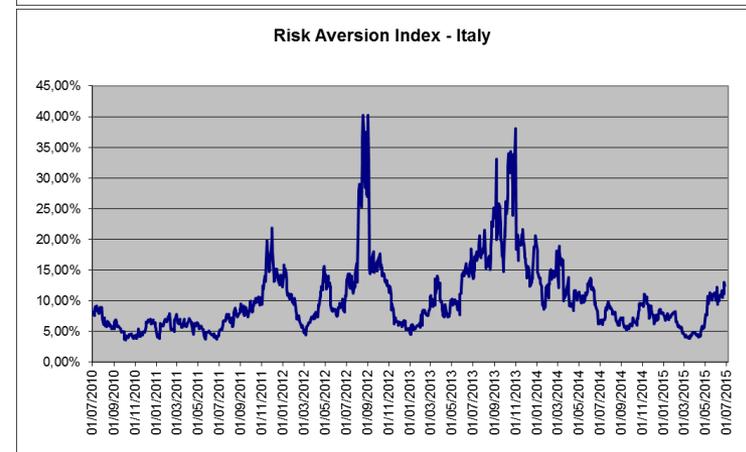
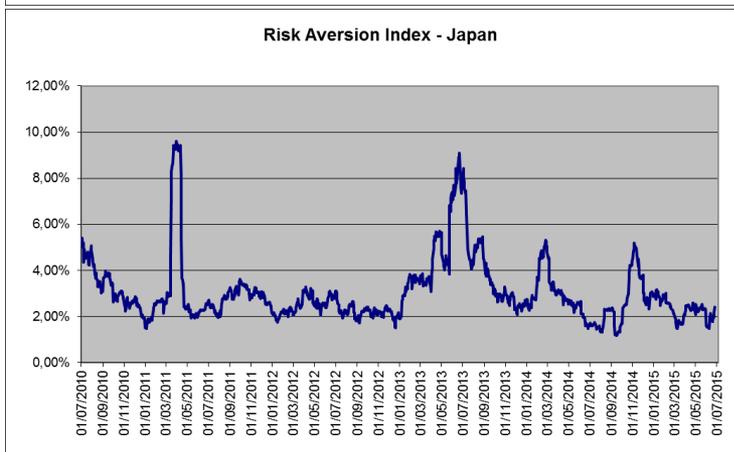
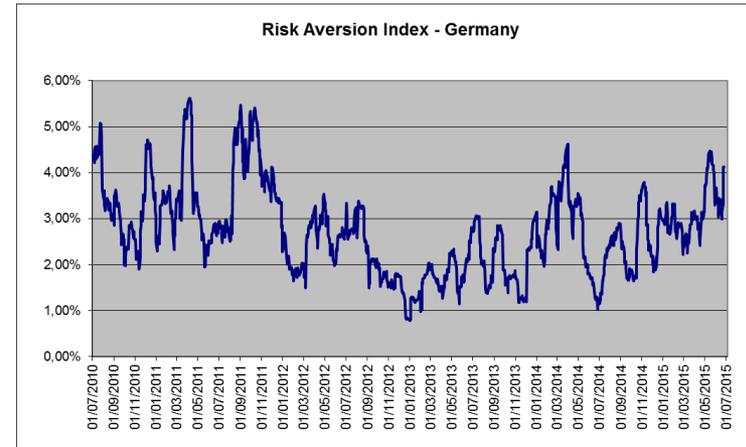
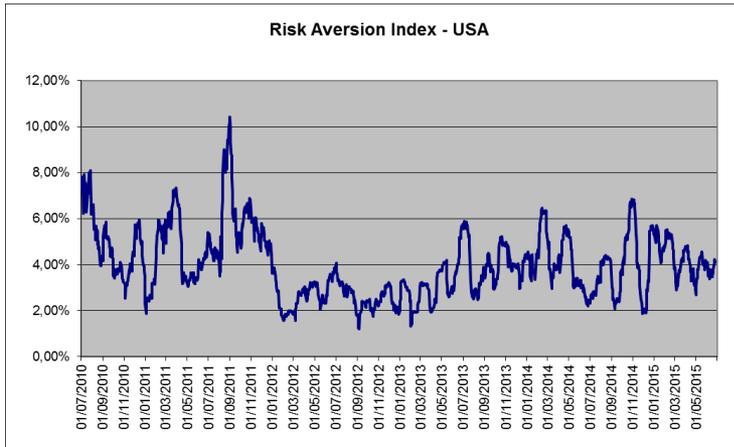
# Risk Factors: Volatility & Risk Aversion

L'indice Citigroup che misura i livelli di avversione al rischio connessi a fattori strettamente macroeconomici non riflette al momento il deterioramento in atto dello scenario relativo ai fondamentali. C'è tuttavia da registrare che rispetto ai minimi toccati a fine 2014, l'indice è attestato su un gradino più elevato, a dimostrazione della persistenza di incertezze latenti nel sistema. L'indice VIX è di nuovo sceso sui minimi storici, dopo il difficile passaggio della crisi greca. Indici più veloci segnalano un notevole incremento della volatilità infragiornaliera, a causa delle difficoltà del ciclo e dei mercati in Cina.



# Attitudini degli investitori verso il rischio

I livelli di avversione al rischio mostrano tendenze al rialzo piuttosto omogenee nelle principali aree economiche; in alcuni casi (il Giappone) le tensioni rimangono contenute, ma più in generale riteniamo che gli investitori siano indotti ad una crescente cautela da uno scenario macro che rimane insoddisfacente e da una sostanziale disomogeneità delle azioni di politica monetaria, che generano incertezza sulle aspettative di inflazione e sui tassi di cambio.



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

# Global Market Model Macro Trend

## GLOBAL FINANCIAL MARKETS' DYNAMIC - EXPECTED TRENDS

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

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