

Global Investments Outlook



The Chief Strategist Overview

Le macro view

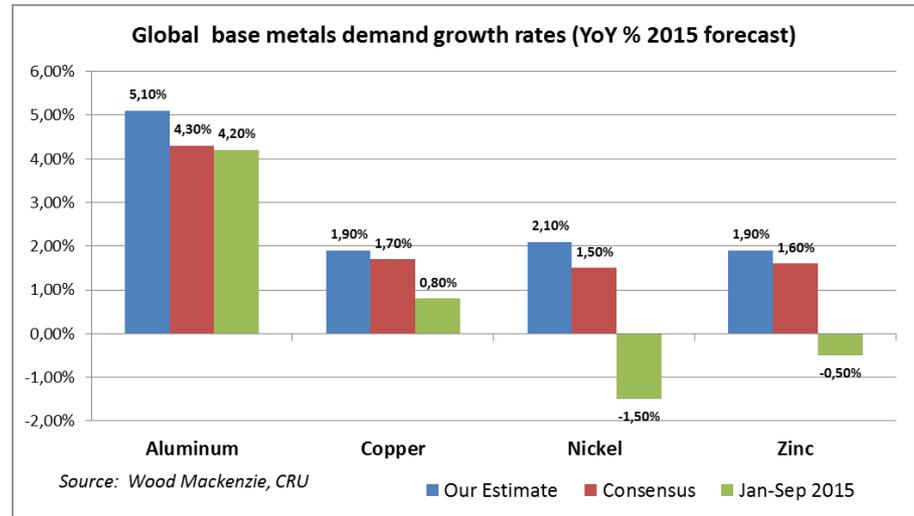
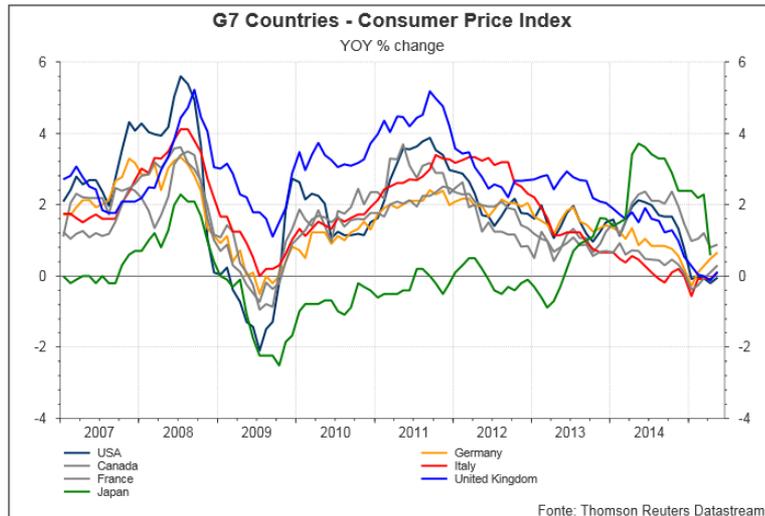
- Con un news-flow deludente in Cina, Germania, Australia e nel complesso dei BRIC (il Brasile è entrato in recessione), e minori incrementi del tasso di crescita nell'Eurozona (+1,4% A/A), si conferma una notevole frammentazione delle tendenze macro.
- Preoccupa il fatto che, dati i livelli di produttività 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 in alcuni casi (FED) devono impedire l'emergere di inflazione latente; la 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

- Neutral duration, le politiche monetarie sono aggressive ed efficaci in una fase che richiede un consolidamento dei fondamentali macro e una riduzione dell'incertezza;
- In Europa, preferiamo gli spread periferici, Spagna e Italia, nel segmento 5-10Y;
- La posizione è Long Credit in USA, nel segmento HG su attese di contrazione dello spread a fine anno, ma è Neutral Credit nell'EMU (i sovrani sono più attraenti);
- Long Equity, rimane la migliore asset class, sostenuta dalle valutazioni, ma assistita da rotazione geografica soprattutto verso EMU e USA; l'interesse per le operazioni M&A ci suggerisce una certa attenzione su Zurigo. Nel comparto EM, gli ultimi dati su Giappone, Taiwan e Korea sono promettenti, e ci inducono a ridurre l'UW;
- Long Volatility, è destinata a salire gradualmente nei prossimi mesi; suggerita l'apertura di una posizione su Inflation-Linked notes, per inflazione latente;
- Sull'Equity, aumentare la selettività geografica (EMU, USA e EM Asia), valutando con attenzione un ribilanciamento su alcuni settori globali (Farmaceutici, Materiali da Costruzione, Alimentare, alcuni Tecnologici a ciclo maturo);
- Sull'Equity EM, il sentiment rimane negativo con l'eccezione di alcuni Asiatici;
- Sulle Commodity, la view è ancora negativa; la caduta della Cina suggerisce posizioni «short» su Alluminio, Nickel e Rame, meno tensioni chiedono UW sui preziosi;
- Buono il comparto dei Convertibles, ancorché a peso più contenuto.

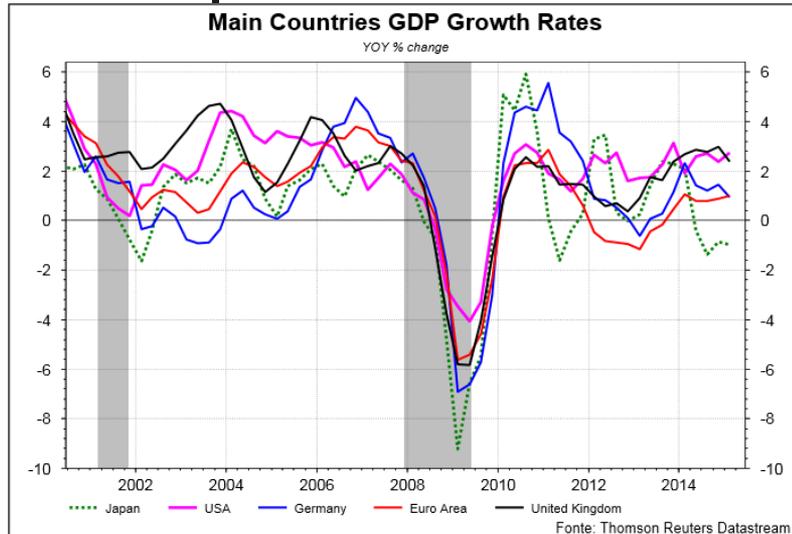
Quadro generale: macro trend

- La crescita globale è più debole del consenso, come è evidente seguendo alcune tendenze di fondo: a) Le banche centrali hanno in generale aumentato le intenzioni di espansione monetaria e di riduzione dei livelli dei tassi, anche laddove le previsioni sono oggi più favorevoli, come nell'Eurozona; b) le commodity continuano a stazionare sui livelli depressi degli ultimi mesi, ai minimi da oltre cinque anni, in special modo i metalli industriali e l'energia; c) l'inflazione di fondo tende a scendere, alimentando ipotesi di deflazione diffusa, a causa di elevati gap rispetto al potenziale pre-crisi; 4) i paesi emergenti risentono della stazionarietà del ciclo nei paesi industrializzati, e si aggiustano dai precedenti eccessi con molta lentezza, retroagendo sul ciclo internazionale in negativo.
- Non crediamo che il quadro descritto potrà cambiare nel futuro prevedibile, benché non vi siano state modifiche decisive delle previsioni aggregate: il GDP globale è atteso a +2,4% nel 2015, con una lieve accelerazione nel 2016 (+2,9% da +3,2%), senza contributi significativi dagli EM.



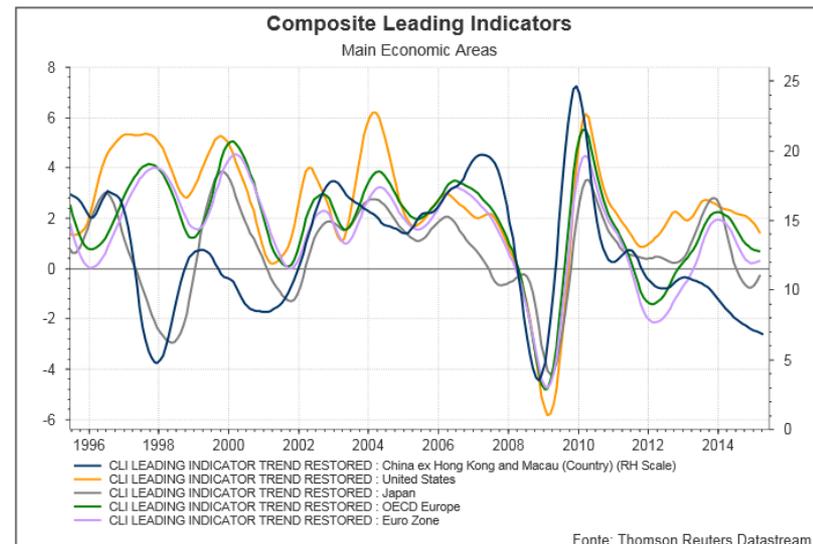
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo 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 segnano una svolta, ma su basse intensità e comunque risalendo 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, il che suggerisce una possibile inconsistenza futura delle sole politiche monetarie.

Il ritmo di crescita si è attenuato in numerose aree economiche e le previsioni sono quindi più caute. In Europa l'eccessiva esposizione all'export verso gli EM sta frenando la dinamica del GDP in Germania, riducendo le prospettive per il 2016. Gli USA risentono della ciclicità delle scorte e della forza di USD, ancorché stiano operando in condizioni di pieno impiego. Il Giappone cresce sotto le attese, con trend sostenibili. La Cina sperimenta una contrazione, e le politiche appaiono in ritardo e poco efficaci.



Scenario macroeconomico: le previsioni

Il terzo esercizio di previsione del GDP 2015-2016, alla luce delle ultime letture sul Q2-2015, segnala una revisione al rialzo significativa per gli USA: nel 2015 il GDP è atteso crescere del 2,4%, un dato di poco inferiore al consenso: pesa ancora 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 rimasta al +2,5%.

Per quanto riguarda UK, il Q2-2015 ha visto consolidarsi 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 (+0,6% da +0,9%), a causa di dati di export netto poco incoraggianti e di un tasso di utilizzo dei fattori ormai prossimo al pieno impiego. Ne risentono gli investimenti fissi. E' inoltre strutturalmente 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 (+1,0% da +1,5%).

La previsione per l'Eurozona è stabile per il 2015, al +1,4% (un dato inferiore al consenso): da un lato ci sono segni evidenti e diffusi di stabilizzazione (in Italia e Spagna in particolare), mentre altri paesi (Germania) risentono delle difficoltà degli EM e dei riflessi del caso Volkswagen. La svalutazione dell'Euro e il Quantitative Easing favoriscono un'accelerazione ciclica, ma la disomogeneità dell'ambiente economico e le tensioni geopolitiche (ISIS e migranti) potranno ancora creare disturbi ricorrenti. Il 2016 potrà essere ancora un anno di lieve consolidamento (+1,7%).

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

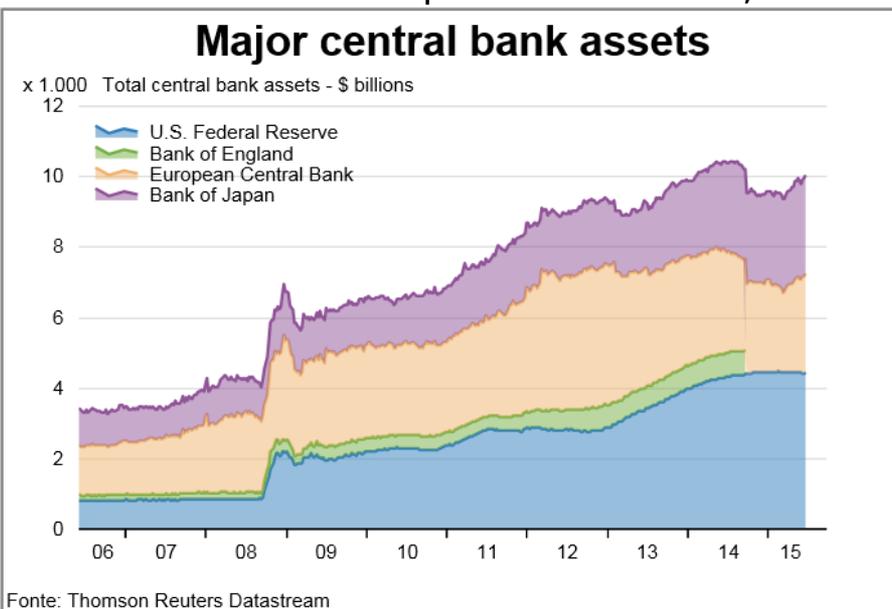
In Cina è in atto una sensibile attenuazione della crescita, con il GDP che in Q3-15 su base tendenziale è sceso sotto il 7,0% (+6,9%), mentre calcolato SAAR è ormai intorno al 5,2%. Come è noto da nostre analisi precedenti, gran parte del rallentamento è da attribuire alla rapida crescita del credito sperimentata nel precedente ciclo di sviluppo: essa ha generato un'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. Mentre per la Cina, che sta modificando il proprio modello di sviluppo verso un'economia basata sui servizi, gli effetti saranno comunque contenuti, per il resto del mondo sono attesi esiti meno favorevoli; tre numeri spiegano quanto sopra l'import cinese è caduto del 13,5% nel triennio chiuso a settembre, la produzione manifatturiera del 8,7%, mentre l'occupazione – grazie ai servizi – è salita di 910.000 unità nel solo 2015 (dati a settembre). La PBoC ha tagliato per la sesta volta in un anno i tassi e il coefficiente di riserva obbligatoria, che tuttavia costituisce una conferma che la trasformazione in atto sarà lunga e complicata.



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). Dopo la manovra della PBoC la liquidità è aumentata, e le tensioni sul monetario oltre il breve sono scese.



Le banche centrali il cui ciclo è più maturo stanno anticipando i rischi latenti di inflazione, per evitare di inseguire le aspettative con politiche più aggressive in futuro. E' soprattutto la FED che sta tentando questa manovra, rinviando la normalizzazione ma aumentando la pressione comunicativa e lasciando apprezzare USD: quest'ultimo 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 ha incrementato il livello di confidenza sulle variabili sensibili per una inversione del segno della politica: il riferimento ai rischi finanziari globali è sparito, mentre per gli obiettivi di crescita, la spesa delle famiglie e gli investimenti privati confermano che il GDP si potrà appoggiare poco oltre il potenziale. L'inflazione rimane molto bassa, e il mercato del lavoro meno vivace, ma comunque in linea con gli obiettivi di lungo periodo. La FED ritiene quindi possibile un modesto rialzo dei tassi già a dicembre, che tuttavia dipenderà dai prossimi dati su aspettative di inflazione e domanda di lavoro: apparentemente poco di nuovo, ma il mercato ora sconta un rialzo dei tassi a fine anno con il 45% di probabilità, contro il 32% precedente. Le proiezioni economiche lasciano comunque ampi margini di incertezza: la crescita potenziale è stata ridotta fin sotto il 2,0% (range minimo), mentre prosegue la divaricazione delle due misure dell'inflazione; un tasso di disoccupazione sotto il 5,0% potrà ridurre il gap solo a medio termine.

Economic Projections of Federal Reserve Board Members and Federal Reserve Bank Presidents, September 2015

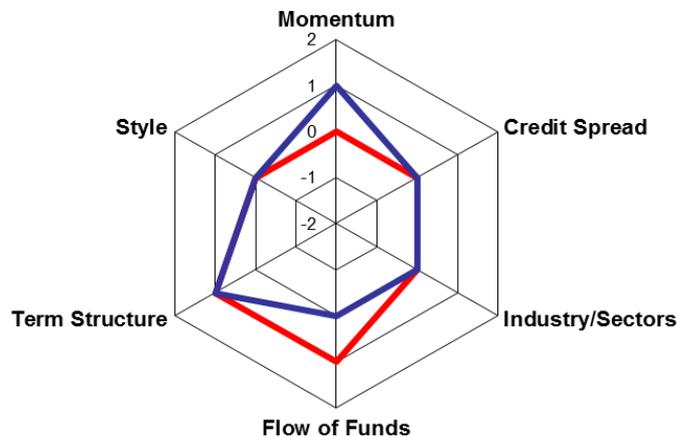
Variable	Central tendency %				Range %			
	2015	2016	2017	Longer run	2015	2016	2017	Longer run
Change in real GDP.....	2.0 to 2.3	2.2 to 2.6	2.0 to 2.4	1.8 to 2.2	1.9 to 2.5	2.1 to 2.8	1.9 to 2.6	1.8 to 2.7
March projection....	1.8 to 2.0	2.4 to 2.7	2.1 to 2.5	2.0 to 2.3	1.7 to 2.3	2.3 to 3.0	2.0 to 2.5	1.8 to 2.5
Unemployment rate.....	5.0 to 5.1	4.7 to 4.9	4.7 to 4.9	4.9 to 5.2	4.9 to 5.2	4.5 to 5.0	4.5 to 5.0	4.7 to 5.8
March projection....	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 5.8
PCE inflation.....	0.3 to 0.5	1.5 to 1.8	1.8 to 2.0	2.0	0.3 to 1.0	1.5 to 2.4	1.7 to 2.2	2.0
March projection....	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
Core PCE inflation.....	1.3 to 1.4	1.5 to 1.8	1.8 to 2.0	---	1.2 to 1.7	1.5 to 2.4	1.7 to 2.2	---
March projection....	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	---

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

Fixed Income Markets: strategia

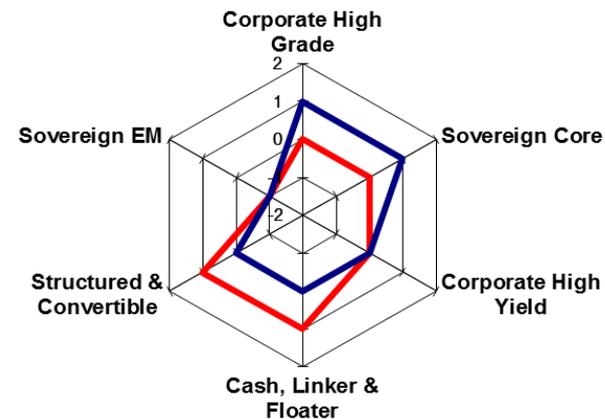
- Sui governativi in Euro abbiamo ricondotto la posizione a «neutral duration»: fino a dicembre ci attendiamo un significativo calo degli spread, soprattutto periferici, ma gli spazi sono concentrati sulla parte 5-10Y delle curve sovrane. Sul Bund 10Y, sotto 0,50% di YTM i rischi sono elevati e gli spazi ridotti a 20/25bp circa; suggeriamo di limitare l'esposizione in portafoglio con operazioni relative «spot/future»;
- Le pressioni sui tassi USA dopo l'ultimo comunicato del FOMC sono contenute e la ripresa di USD sostiene anche i Treasury, ma non ci esponiamo ad acquisti sulla parte lunga della curva USA che fino a dicembre potrà verosimilmente subire lo shock di un rialzo dei tassi di policy;
- Sul Credito, manteniamo una posizione «mild OW» sui Corporate HG in USD: mercati globali più solidi, scarsa offerta di primario, bassa esposizione dei market maker e stagionalità sostiene una flessione dei premi al rischio, indipendentemente dalle decisioni della FED. I Corporate HG in Euro sono meno sensibili alla manovra della BCE, perché gli emittenti sono esposti ai rischi degli EM: privilegiamo quindi i settori sensibili ai driver domestici. Selettività su Corporate HY in USD: i rischi di recessione sono ora più bassi.
- Abbiamo ridotto la posizione sulle Convertibili, che hanno sofferto la volatilità del sottostante nonostante siano l'unico comparto parzialmente decorrelata sia dal ciclo economico che dal ciclo dei tassi di interesse.

Fixed Income Value Driver



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

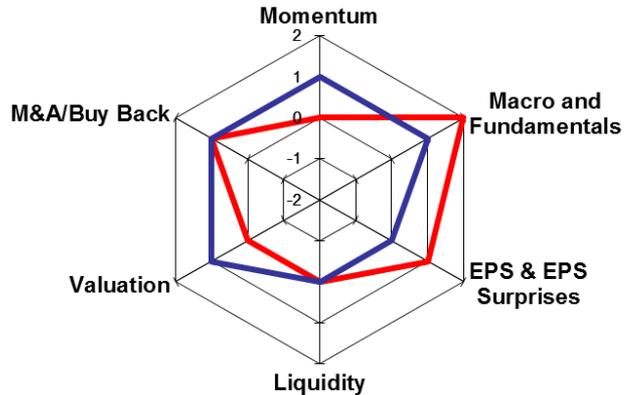
Fixed Income Allocation



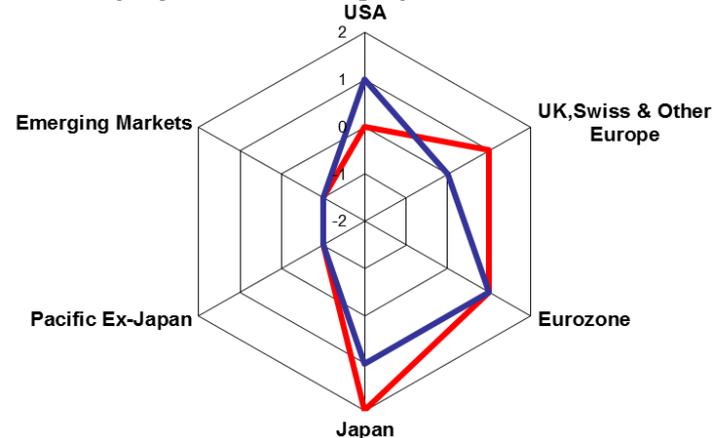
rosso=mese precedente, blu= mese in corso

Equity Markets: strategia

Equity Markets Value Driver



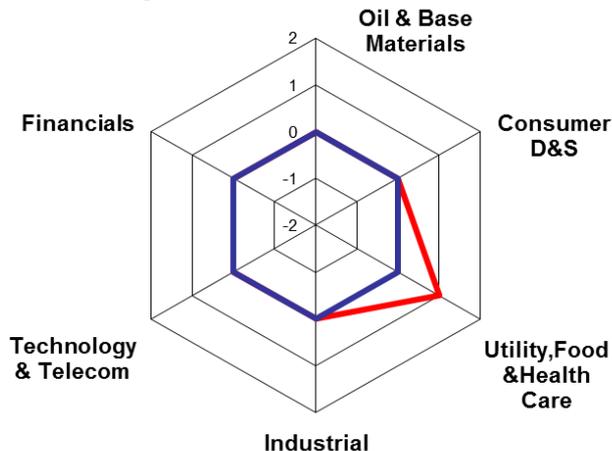
Equity Markets Geographical Allocation



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

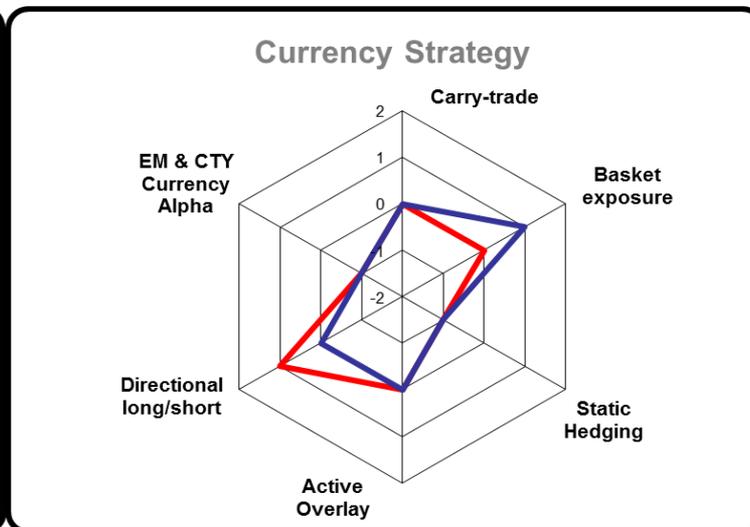
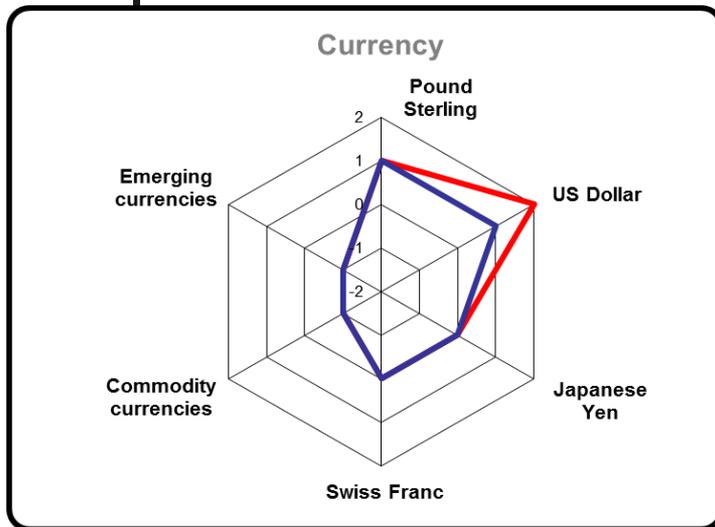
rosso=mese precedente, blu= mese in corso

Equity Markets Sector Allocation



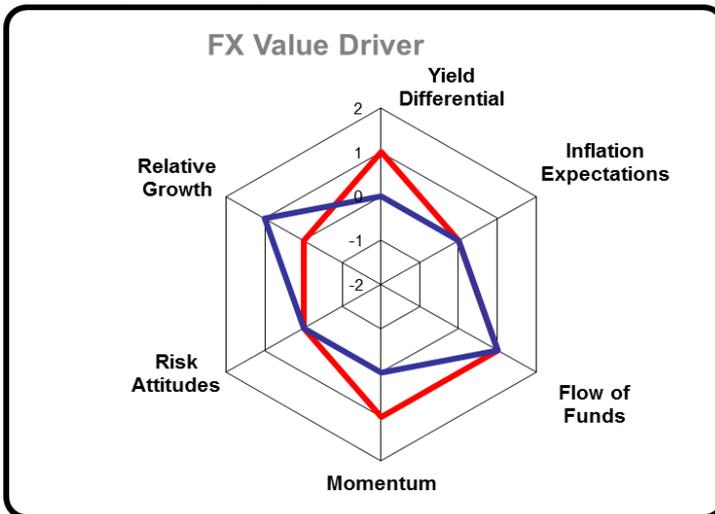
Dopo la correzione estiva, l'Equity è tornato a godere di politiche monetarie ultraespansive, con la FED che è parsa più prudente rispetto alle ipotesi di normalizzazione. I fondamentali sono deboli, ma liquidità in eccesso e tassi a zero sostengono l'appetito per il rischio. La posizione strategica resta OW, per motivi di attrattività relativa, ma la selettività geografica e aziendale si è accentuata, e il sovrappeso si è quindi attenuato. Ancora UW gli EM, ma Taiwan e Korea contribuiscono a ridurre la sottoesposizione in EM Asia. Privilegiamo EMU e USA in questa fase, in particolare tecnologie, salute (M&A) e materiali di base (costruzioni), mentre restiamo negativi su industriali e utilities.

FX Markets: strategia



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

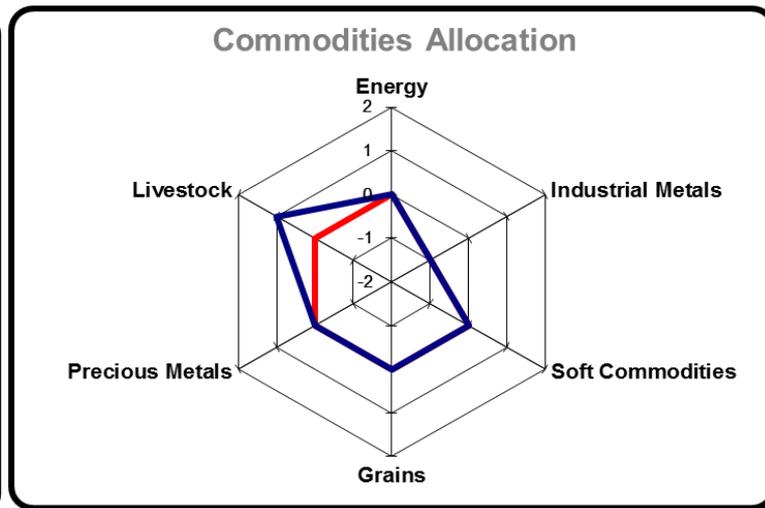
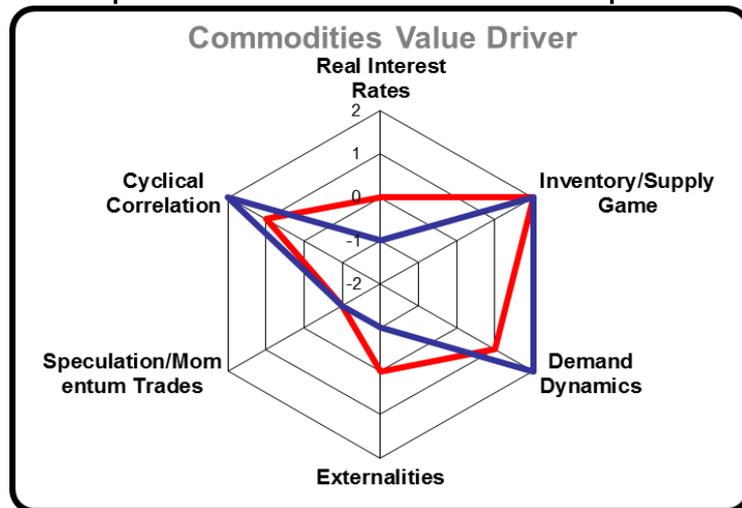
rosso=mese precedente, blu= mese in corso



Sono due le divise forti in questa fase, USD e GBP, con la prima che si fa preferire perché accompagna un quadro macro domestico migliore con una serie di correlazioni inverse che la sostengono nel breve (EM fragili, Oro debole). La posizione su USD resta pertanto «net long», ma la strategia è mutata verso basket e non più su tema tattico direzionale. EUR si muove debole in range 1,0410-1,1170, mentre JPY è più stabile fra 119,60 e 121,80. GBP resta forte contro tutte, ma nel breve non si prevedono strappi; CHF/EUR si è attestato sopra 1,0700, ma riteniamo possa sperimentare un calo fino a 1,0400 entro fine anno. «Strongly UW» EM e Commodity currency.

Commodity Markets: strategia

- Il quadro macro continua a penalizzare l'intero comparto delle commodity, anche se nel bimestre i metalli preziosi hanno segnato buoni rialzi, a fronte di incrementi di volatilità sui mercati;
- La posizione globale rimane sottopeso, con l'eccezione del settore «Livestock», che con l'approssimarsi della stagione fredda potrà beneficiare di incrementi di domanda;
- La posizione sui metalli preziosi rimane «UW», con un bias negativo sull'Oro, che sarà penalizzato dal previsto rafforzamento di USD. Sui metalli industriali, riduciamo la posizione «short» su Alluminio, a fronte di previsioni migliori sulla domanda di fine anno; la posizione «long forward» sul Rame resta nell'intervallo 6-9 mesi, quindi sul secondo bimestre del 2016;
- La view sul comparto Energia resta negativa, in particolare sul Gas. La fine delle manutenzioni nelle raffinerie indurrà un incremento della domanda di greggio, ma non tale da modificare le prevalenti pressioni al contenimento dei prezzi dovute ad eccessi di scorte anche nei raffinati.

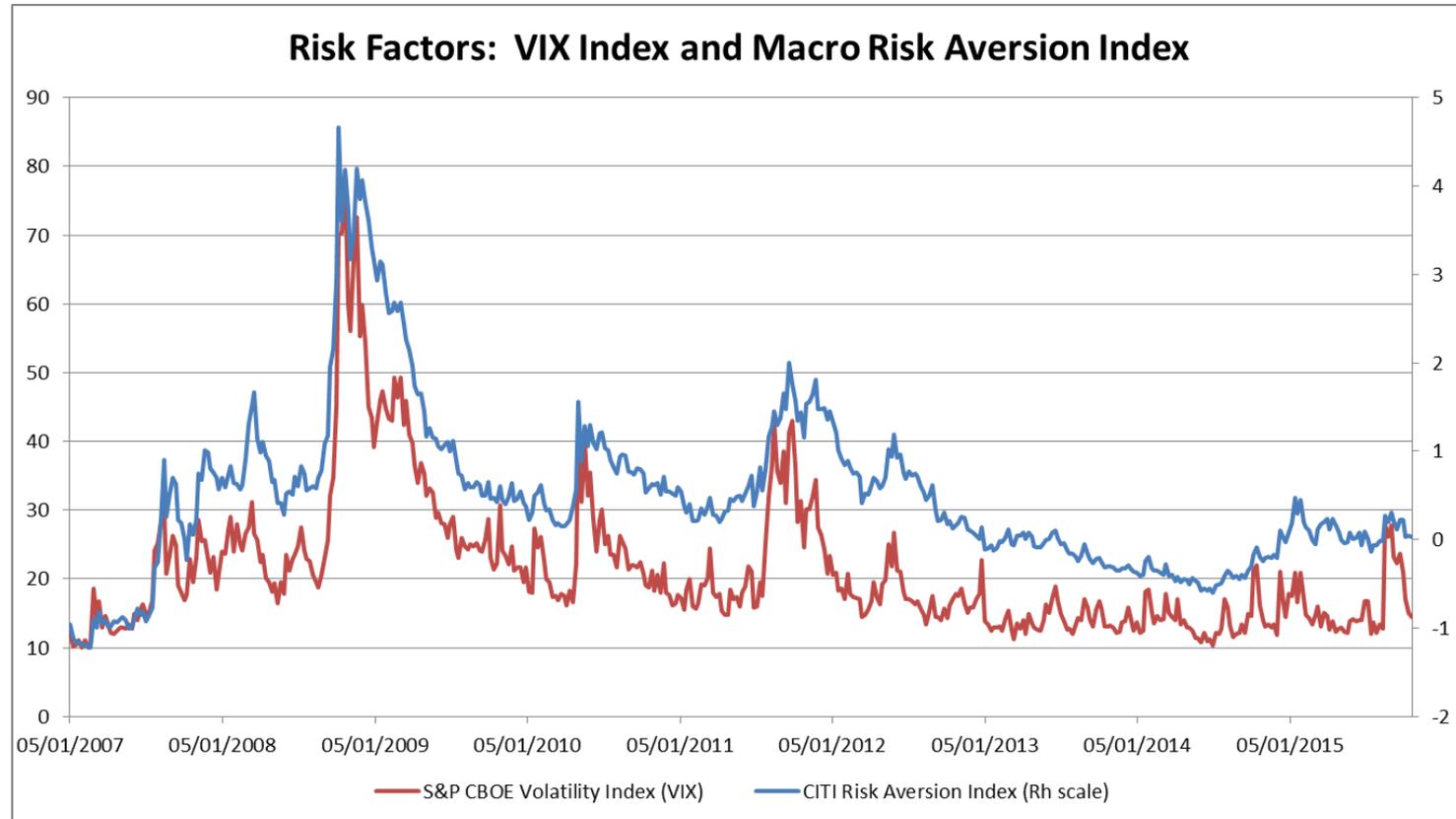


-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo rosso=mese precedente, blu= mese in corso

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 di avversione al rischio macroeconomico è rimasto stabile nell'ultimo bimestre, salvo un modesto rialzo ad inizio settembre. La volontà delle banche centrali di mantenere o rafforzare gli impegni per politiche monetarie espansive costituisce una sorta di assicurazione di medio termine per gli investitori, che valutano più importanti in questa fase i fattori di rischio di mercato (tenuti sotto controllo da tassi bassi ed elevata liquidità) che quelli macro. L'indice VIX è stato più sensibile ai cambi di umore dei trader, ma il picco di settembre è stato il riflesso di correzioni tecniche e non di un cambio di strategia.



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	=	-	ABS, CONV. & LINKERS	+	+
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	--	-
PACIFIC & ANTIPODEAN	=	+	PRECIOUS METALS	=	-

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