

The logo for Zeygos Research & Consulting is displayed within a white rectangular box. It features the word "Zeygos" in a large, black, serif font. Above the "y" and "g" of "Zeygos", the words "Research & Consulting" are written in a smaller, black, sans-serif font. A blue, curved swoosh underline is positioned beneath the word "Zeygos".

Research & Consulting
Zeygos

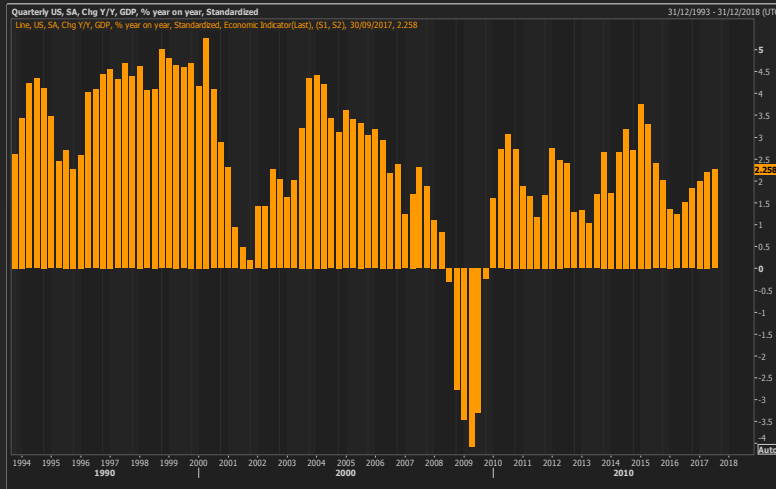
Asset Allocation

Novembre 2017

AREA USA

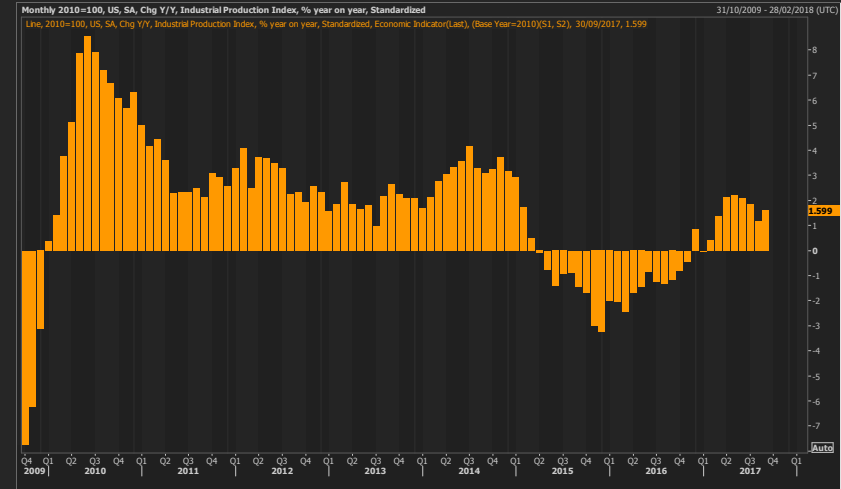


Indicatori di Crescita:



Il PIL:

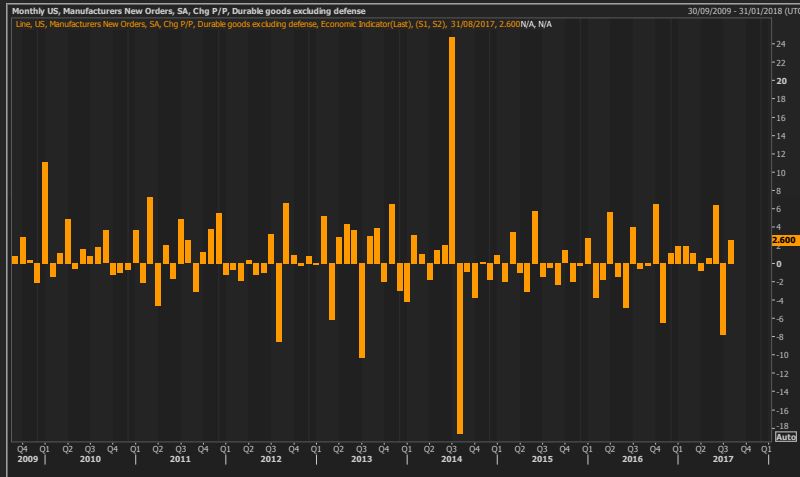
Il dato sul PIL USA relativo alla seconda stima del PIL del terzo trimestre ha evidenziato una crescita del 3% contro attese per un rialzo del 2.5%. Positivo il contributo della componente dei consumi (+2.4%). Questo dato depone a favore di una politica monetaria piu' restrittiva da parte della FED.



La produzione Industriale:

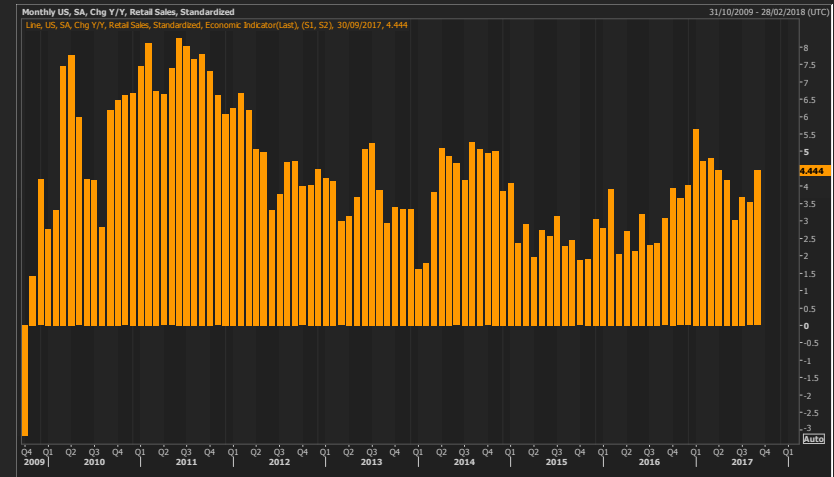
La produzione industriale USA ha registrato un incremento dell'1.599% a settembre.

Indicatori di Crescita:



Beni durevoli:

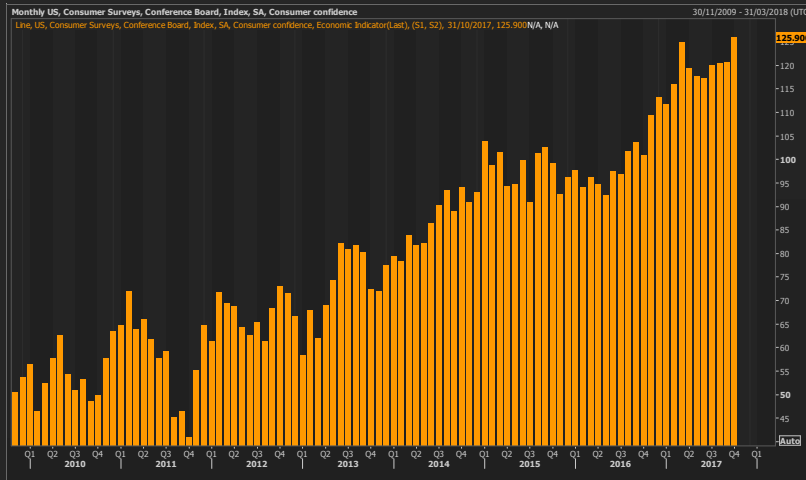
Il dato sugli ordini dei beni durevoli di settembre ha registrato un incremento del 2.2% a fronte di attese per un incremento dell'1%. Esclusa la componente dei trasporti il dato mostra un incremento dello 0.7%.



Vendite al dettaglio:

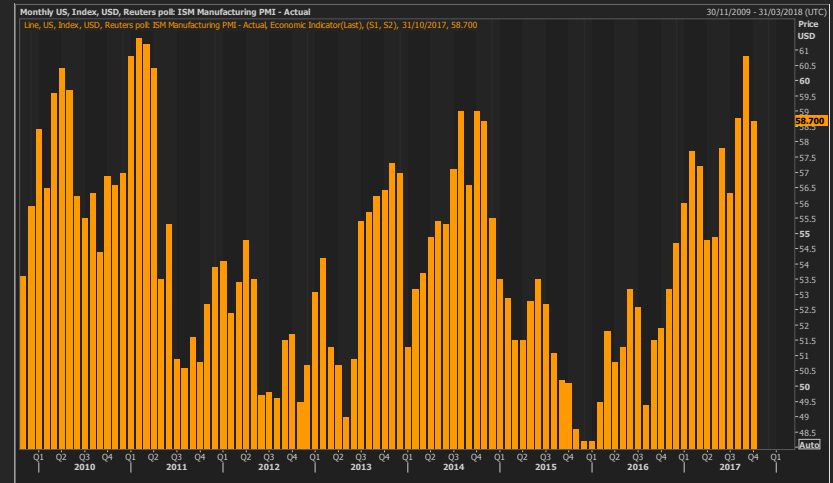
Il dato sulle vendite al dettaglio per il mese di settembre ha mostrato un incremento del 4.44% confermando l'ottima tenuta della domanda interna e il buon trend dei consumi.

Indicatori di Sentiment:



Consumer Confidence:

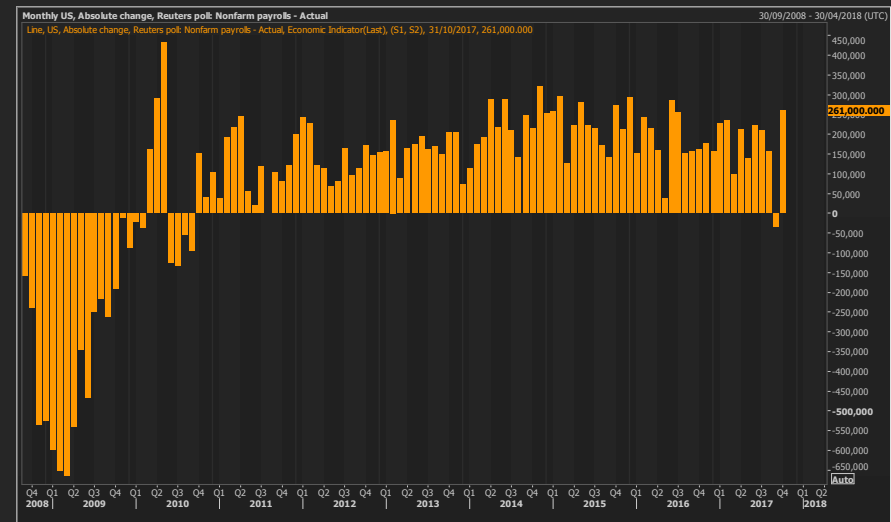
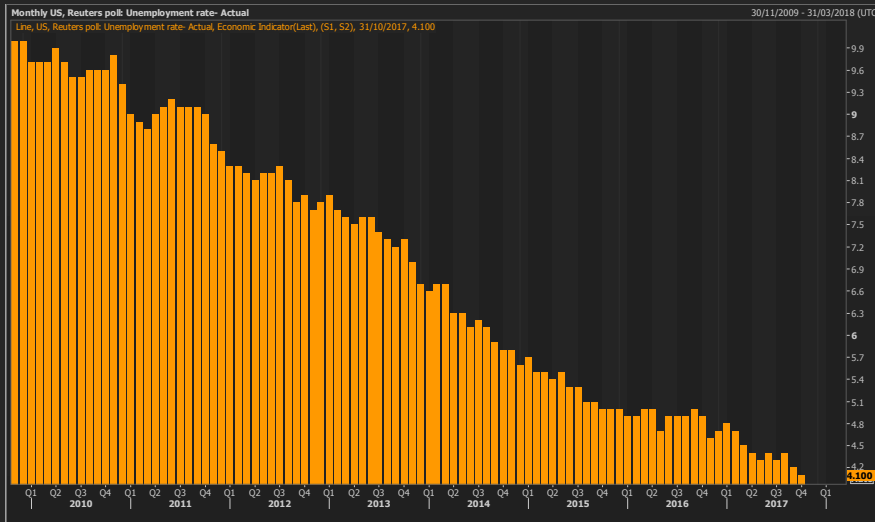
Il dato sulla fiducia dei consumatori nel mese di ottobre e' salito vertiginosamente a 125.90 contro attese a 121. Rivisto al rialzo anche il dato precedente da 119.80 a 120.60. Trattasi delle rilevazioni piu' elevate dell'anno che evidenziano un clima particolarmente ottimista tra i consumatori USA.



ISM Manifatturiero:

Il dato di ottobre e' uscito piu' basso delle attese degli analisti. esso si e' attestato a 58.70 contro attese a 59.50. In leggero rialzo la componente relativa ai prezzi pagati (68.50 contro attese a 68) ma piu' bassa del consensus la componente occupazione 59.80 contro 60.

Disoccupazione



Tasso di disoccupazione e Non Farm Payroll:

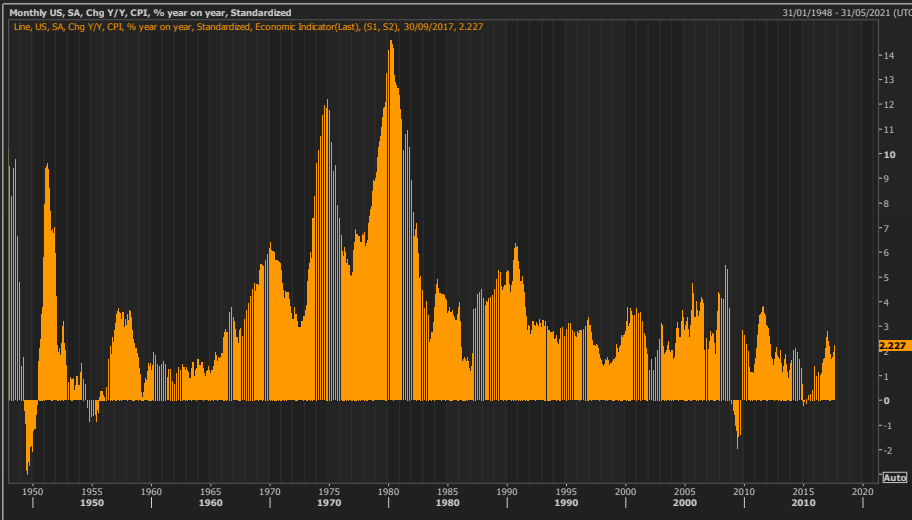
Il dato sui non farm payroll di OTTOBRE e' uscito nuovamente ampiamente al di sotto delle attese del mercato.

Esso si e' attestato a 261.000 nuovi occupati a fronte di attese per 310.000. Tale negativita' e' in parte compensata dalla revisione al rialzo del dato del mese precedente, da -33.000 a +18.000 e dal buon livello di assunzioni sul settore manifatturiero (+24.000 contro attesi +15.000). Il tasso di disoccupazione scende al 4.1% ad Ottobre mentre i salari orari evidenziano minori spinte inflazionistiche rispetto alle attese.

Essi sono saliti del 2.4% a fronte di un consensus a +2.7%. Il tasso U6 e' sceso al 7.8% dal precedente +8.3%.

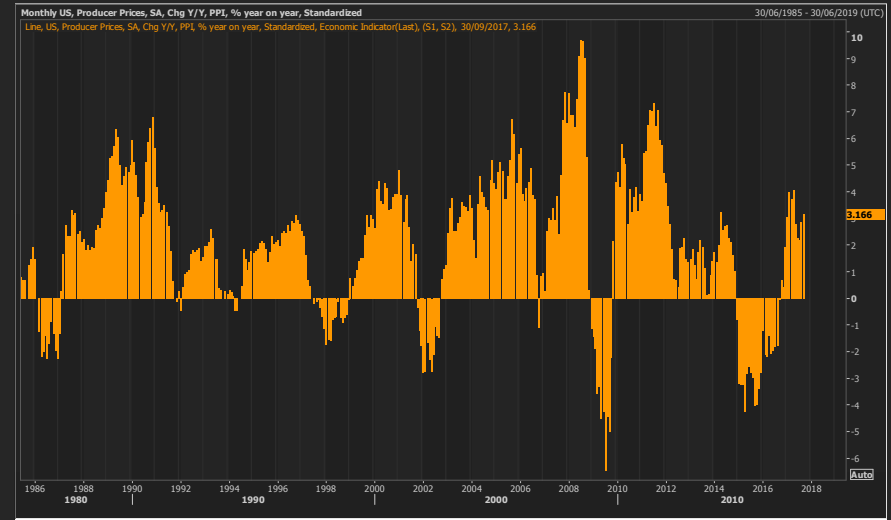
Complessivamente i dati non evidenziano un eccessivo surriscaldamento del mercato del lavoro, tale da poter porre ulteriore pressione alla FED nel processo di rialzo dei tassi.

Inflazione



Prezzi al Consumo:

I dati sull'inflazione nel mese di agosto confermano il trend al rialzo in atto attestandosi al 2.227%.



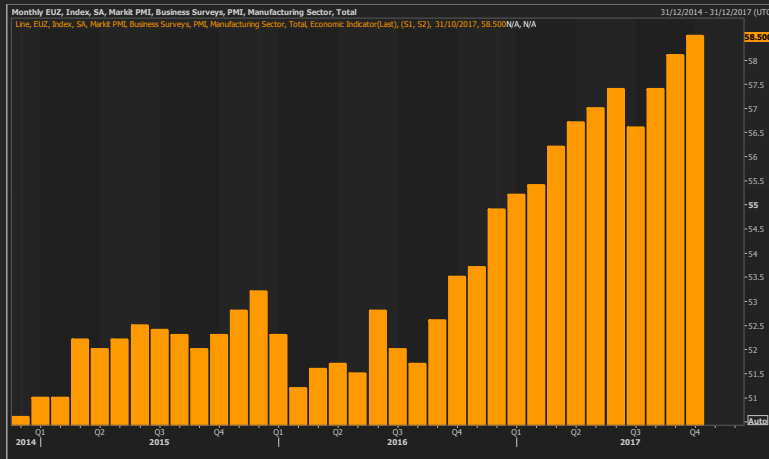
Prezzi alla produzione:

I prezzi all'industria hanno mostrato un incremento del 3.166% nel mese di settembre evidenziando un ulteriore recupero delle pressioni inflazionistiche sul fronte beni alla produzione.

AREA EURO



Indicatori di Confidence:



PMI Manifatturiero:

Nel mese di ottobre si è assistito ad un ulteriore rialzo dell'indice PMI che ha raggiunto il livello record di 58.50. Da evidenziare, inoltre, che tutte le nazioni hanno riportato aumenti record di produzione, nuovi ordini e livelli occupazionali. Segue il dettaglio dei singoli paesi.

Germania: 60.6 Invariato

Paesi Bassi: 60.4 massimo da 80 mesi

Austria: 59.4 invariato

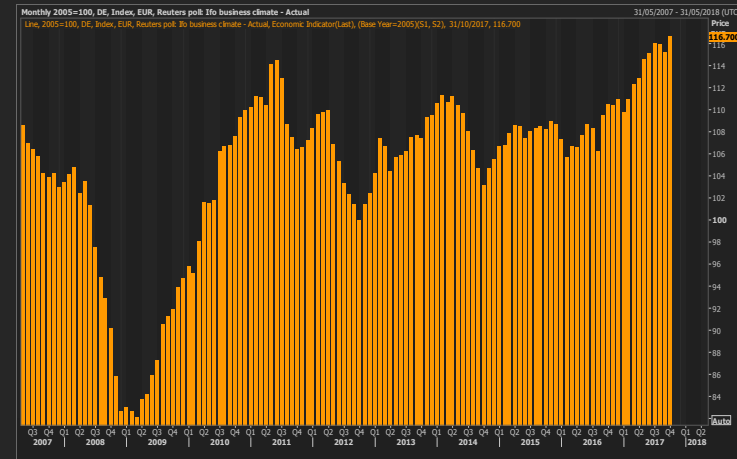
Italia: 57.80 Massimo su 80 mesi

Francia: 56.10 massimo Invariato

Irlanda: 54.4 minimo su sette mesi

Spagna: 55.8 massimo su 29 mesi

Grecia: 52.10 minimo su 3 mesi.



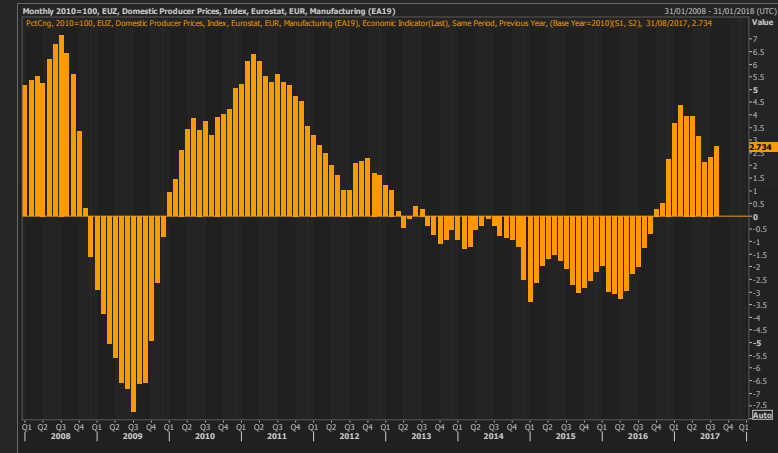
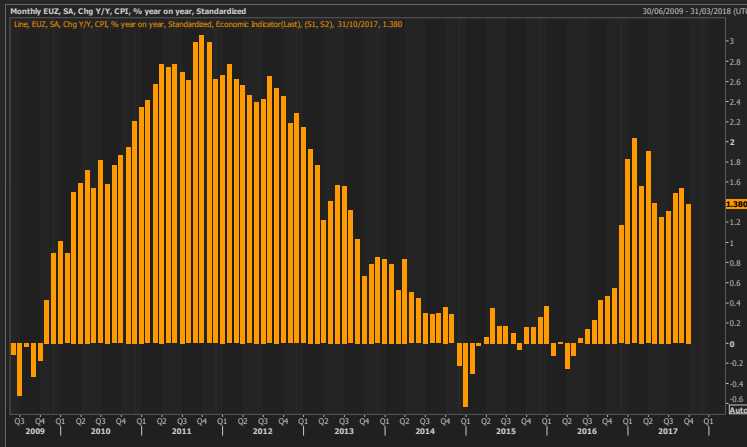
IFO:

Il dato sulla fiducia delle aziende manifatturiere tedesche così come misurato dall'omonimo istituto IFO ha toccato un nuovo massimo nel mese di ottobre attestandosi a 116.70.

Il dato ha stupito al rialzo le attese degli analisti la cui media era di 115.20.

A guidare i rialzi la componente relativa alla situazione futura che è salita a 109.10 dal precedente 107.30. In rialzo anche la componente della situazione attuale passata da 123.50 di settembre all'attuale 124.80.

Inflazione



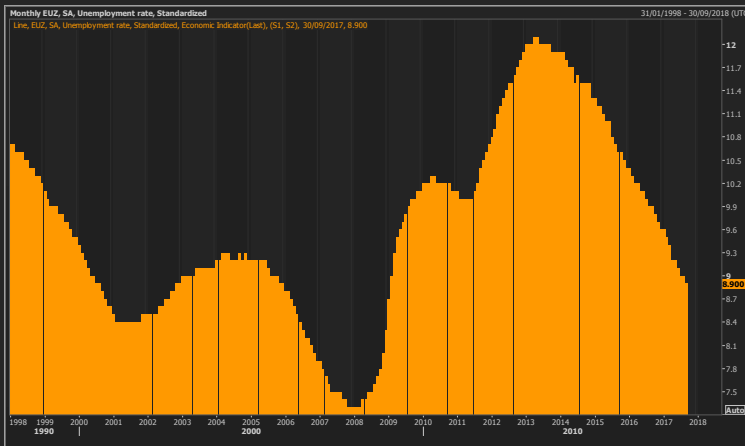
Prezzi al Consumo:

Il dato CPI per il mese di settembre si e' attestato a +1.4%, in ribasso rispetto al precedente +1.5% di agosto. Ancora molto basso, poi, il dato core, depurato delle componenti piu' volatili di cibo ed energia. Esso ha mostrato un incremento dello 0.9%, troppo basso per spingere la BCE ad abbandonare qualsiasi ipotesi di rialzo dei tassi.

Prezzi alla produzione:

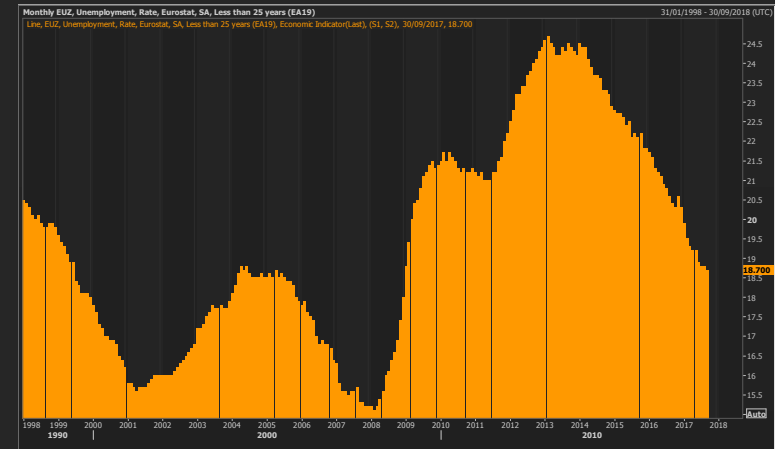
Nel mese di settembre l'andamento dei prezzi alla produzione ha registrato un incremento del 2.734%, recuperando momentum rispetto ai mesi precedenti.

Disoccupazione



Tasso di disoccupazione:

Nel mese di settembre il tasso di disoccupazione dell'area euro è sceso ancora attestandosi all'8.90% confermando il trend discendente che dura ormai da mesi.



Disoccupazione giovanile (<25 anni):

Il trend della disoccupazione giovanile in Europa è ancora allarmante. Tuttavia negli ultimi mesi ha continuato a mostrare un trend discendente. L'ultimo dato di settembre evidenzia un'ulteriore contrazione al 18.70%. Esso si avvicina alla media riscontrata negli anni 2004-2006, ma è ancora ben sopra la media storica.

EUROPA NON EURO



Altri Paesi non Euro

Svezia

I dati macro della Svezia pubblicati recentemente evidenziano una buona crescita associata ad un trend dei prezzi al rialzo. L'inflazione si mantiene sopra il livello del 2% per la prima volta dopo 6 anni. Gli indicatori di sentiment sono stati particolarmente forti: il PMI di settembre si è attestato a 63.7, la produzione industriale è cresciuta del 7.5% ad agosto e la disoccupazione è scesa al 7.4% a settembre.

Tema centrale della Svezia è la politica Fiscale. Prima dell'ultima riunione della RikBank il Governo voleva attuare misure fiscali restrittive nell'ordine dello 0.6% annuo medio per i prossimi 3 anni, ma la pubblicazione del Budget evidenzia misure restrittive limitate allo 0.1% annuo. Questo potrebbe portare a revisioni positive sulla crescita da parte della Riskbank ed aumenta il rischio per futuri rialzi dei tassi.

Norvegia

La crescita in Norvegia è stata particolarmente forte nel primo semestre del 2016. Essa si è attestata al 2.7%. il PMI manifatturiero di settembre si è attestato a 52.5, in contrazione rispetto al dato di agosto (54.9). Positivo il trend delle vendite al dettaglio (+3.1% ad agosto) e della produzione industriale (+6.8% ad agosto).

Tuttavia il trend dell'inflazione rimane ancora molto debole e questo rende molto improbabili rialzi dei tassi prima di metà del 2019.



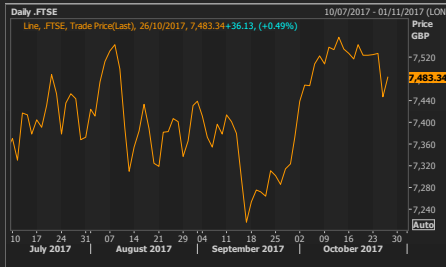
Gran Bretagna



Tassi a 10 anni



Cambio con Dollaro



Mercato Azionario



Tassi Ufficiali

Eventi Macro di Rilievo:

Nonostante gli ultimi dati sul PIL del secondo trimestre abbiano evidenziato una crescita piu' bassa delle attese (+1.5% contro attese a +1.7%), le dichiarazioni degli esponenti della BoE continuano a confermare l'intenzione di procedere con un primo rialzo dei tassi entro la fine dell'anno. Futuri rialzi dipenderanno anche dall'esito dei negoziati della Brexit, che nelle ultime settimane sembrano avere compiuto qualche timido passo in avanti.

Gli ultimi dati di sentiment evidenziano un atteggiamento propositivo da parte del consumatore britannico. L'indice GFK Consumer Confidence di settembre si e' attestato a -9 contro attese a -11. Positivi anche i dati sulle vendite al dettaglio misurate da RBC. Essi evidenziano una crescita del 1.9% a settembre.

Al contrario, il dato sui PMI evidenzia una picture ancora debole. Il dato PMI relativo ai servizi di settembre si e' attestato a 53.60, in leggero rialzo rispetto al precedente, ma con alcuni elementi di debolezza dati dai bassi punteggi evidenziati dalle componenti relative al futuro business, alla disoccupazione e alla situazione futura. Il PMI sul settore manifatturiero si e' contratto a settembre portandosi a 55.90 dal precedente 56.70, con ribassi importanti nelle componenti relative alla produzione e ai nuovi ordinativi.

Deboli anche i dati sull'andamento del mercato immobiliare. Il RICS survey evidenzia un netto calo della componente relativa a "new buyer inquiries" e un calo della componente relativa alle attese sul futuro andamento dei prezzi.

Il mercato del lavoro continua ad essere stabile. La disoccupazione ferma al 4.3% ad agosto. Tuttavia il dato sui salari mostra ancora timidi incrementi (+2.1%) pur se sul settore privato si e' assistito ad un miglioramento del trend.

I dati sull'inflazione hanno confermato il trend al rialzo. Il dato di settembre si e' attestato al 3% mentre il dato core ha registrato un incremento del 2.7%. I recenti rialzi sono da imputare principalmente all'incremento del prezzo del cibo. In seguito al rialzo del prezzo dell'energia negli ultimi giorni di ottobre, c'e' da attendersi un rialzo dell'inflazione oltre il 3% nei prossimi mesi. Sono quindi sempre piu' probabili rialzi dei tassi da parte della BoE.

ASIA





Cina

Eventi Macro di Rilievo:

Nonostante molti strategist continuino a sostenere che sia probabile assistere ad un rallentamento della crescita Cinese nei prossimi mesi, i dati hard e di sentiment continuano a smentire tale assumption.

I dati sul Pil del terzo trimestre mostrano una crescita in linea con le attese degli analisti, (+6.8%) confermando la capacita' della Cina di rimanere al di sopra del target di crescita di lungo periodo fissato dal governo (+6.5%). Da notare che la componente relativa ai consumi (compresa la spesa pubblica) ha rappresentato il 64.5% della crescita del PIL. Questo evidenzia un cambiamento in atto. L'economia Cinese sta diventando sempre piu' un'economia basata sui Consumi interni a scapito della crescita da esportazioni. Nel periodo sono stati creati 10.97milioni di posti di lavoro, in linea con gli obiettivi del governo di creare 11mn di posti di lavoro nel 2017.

Il dato sulle vendite al dettaglio di settembre si e' attestato a +10.3% contro attese a +10.2% mentre la produzione industriale ha registrato un balzo del 6.6% ben oltre le attese degli analisti (+6.2%).

Positivo il trend degli investimenti urbani che hanno registrato una crescita del 7.5% contro attese a +7.7%.

L'indice PMI di settembre ha superato le attese degli analisti (51.5) portandosi su un nuovo massimo di periodo 52.40 e confermando l'ottima tenuta dell'economia Asiatica.

Contemporaneamente, gli ultimi dati sui profitti societari evidenziano una crescita annua del 24% ad agosto, che ha beneficiato, in parte, dell'aumento dei prezzi di molti beni. L'industria chimica, dell'acciaio e dell'elettronica sono quelle che hanno contribuito maggiormente alla crescita dei profitti.

In contrazione, invece, la bilancia commerciale a causa di un trend particolarmente forte delle importazioni a settembre (+18.7%) non bilanciato dalle esportazioni, in crescita solo dell' 8.1% a causa del debole andamento delle esportazioni di beni di consumo ad esclusione di quelli tecnologici.

Interessante, inoltre, la manovra annunciata dalla PBOC, che ha previsto un taglio selettivo delle riserve presso la Banca Centrale in funzione dell'attivita' di lending effettuata dalla singola banca in questione entro la fine dell'anno. Trattasi di una forma per incentivare il credito e compensare gli effetti restrittivi derivanti dal processo di deleveraging finanziario in atto e dalle normative anti inquinamento.

Gli ultimi dati sul leveraging societario evidenziano una progressiva contrazione della leva. Il rapporto tra debito e attivo si e' contratto in media al 55.7% ad agosto contro il 56.3% di luglio.

Infine, sul fronte inflazione, i dati di settembre mostrano un rialzo dei CPI dell'1.6% su cui ha pesato il trend al ribasso dei prezzi del cibo. Il dato core si e' attestato al 2.3%. I PPI hanno mostrato un incremento del 6.9% nello stesso mese spinti al rialzo dal buon trend della domanda domestica e dall'aumento del prezzo delle materie prime.

Tassi a
10 anni



Mercato
Azionario



Cambio
con
Dollaro





Corea

Eventi Macro di Rilievo:

I dati hard di agosto mostrano un lieve rallentamento della congiuntura caratterizzato da un andamento soft dei consumi e della produzione industriale.

I consumi di beni sono cresciuti solo dello 0.8% ad agosto a fronte di stime per una crescita dell'1%. Debole anche il dato sulla produzione industriale, in rialzo del 2.7% contro stime al 3.1%. Gran parte del rialzo e' da imputare al buon trend del settore dell'elettronica e dei tech (semiconduttori). Depurato di questo settore, il dato avrebbe mostrato una contrazione dell'1.2% spinta al ribasso anche dal trend negativo della produzione automobilistica (-4%).

Positivi, invece, i dati sulle esportazioni. Le vendite estere sono cresciute del 34.9% a settembre, dopo un +17.3% registrato ad agosto. Da notare, tuttavia, che tale balzo potrebbe essere legato alle imminenti festività che hanno portato ad un'accelerazione degli ordinativi pre-holiday. I settori che hanno beneficiato dei maggiori incrementi delle vendite sono quelli dell'acciaio, delle imbarcazioni, del petrolio, dei semiconduttori e dei prodotti petrochimici.

Miglioramenti si sono registrati sul dato PMI manifatturiero. Esso e' salito a 50.60 punti a settembre, beneficiando del rialzo della componente relativa alla produzione. Trattasi del livello piu' elevato dal 2015.

Sul fronte inflazione, gli ultimi dati di settembre mostrano un contenuto aumento dei prezzi. Il CPI si e' attestato al 2.1% contro il 2.6% di agosto.



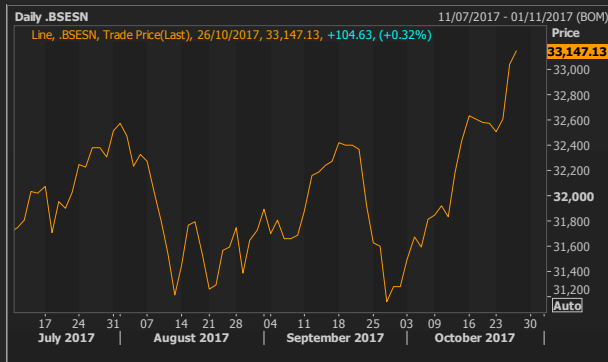
India



Tassi a 10 anni



Cambio con Dollaro



Mercato Azionario



Tassi Ufficiali

Eventi Macro di Rilievo:

In occasione dell'ultima riunione la RBI e' rimasta on hold sui tassi e ha significativamente abbassato le stime di crescita dell'economia a causa dell'impatto negativo sugli investimenti derivante dall'introduzione della riforma fiscale sui beni e sui servizi.

Le stime di crescita per il 2018 sono state abbassate dal 7.3% al 6.7% mentre le stime di inflazione sono state riviste al rialzo dal 4%-4.5% al 4.2%-4.6% a causa degli effetti positivi derivanti dall'andamento dei prezzi del petrolio.

Gli ultimi dati sui CPI di settembre sono coerenti con le recenti stime della RBI. I prezzi al consumo sono saliti del 3.3% a settembre risentendo della dinamica al ribasso dei corsi del cibo e della verdura. Il dato core dell'inflazione, invece, si mostra ancora molto sostenuto nello stesso mese (+4.4%) a causa del trend sostenuto dei prezzi delle case.

I dati sulla produzione industriale evidenziano un recupero nel mese di agosto. Essi registrano un incremento del 4.3%, decisamente piu' elevato del consensus degli analisti. il rialzo ha riguardato tutti i settori ed ha beneficiato di un restocking delle scorte dopo l'applicazione della tassa sui beni e sui servizi.

AMERICA LATINA





Messico



Tassi a 10 anni



Cambio con Dollaro



Mercato Azionario



Tassi Ufficiali

Eventi Macro di Rilievo:

In occasione dell'ultima riunione, la Banxico e' rimasta "on hold" sui tassi, lasciandoli invariati al 7% e dando una view piuttosto prudente sul futuro andamento della crescita.

Coerenti con tale view, gli ultimi dati hard.

I dati macro relativi all'andamento della crescita economica non sono stati supportivi. Essi hanno evidenziato una crescita debole a luglio (+0.7%) su cui ha pesato il debole andamento dei consumi. Nonostante i dati confortanti sul consumer confidence. Nella prima settimana di ottobre si e' assistito ad una contrazione degli acquisti di auto dell'11% mentre il trend dei consumi a luglio e' rimasto flat.

I dati sui gross fixed investment hanno subito un'altra contrazione a luglio dopo il calo del 2% di giugno, zavorrati dal trend negativo degli investimenti in costruzioni non compensati totalmente dal buon andamento degli investimenti in macchinari.

Deboli anche i recenti dati sulla produzione industriale di agosto. Essa evidenzia un timido aumento dello 0.3%.

Tuttavia, i dati sulla bilancia commerciale di agosto sono stati positivi e potrebbero essere supportivi per il trend del PIL di agosto: le consegne ad agosto sono cresciute del 2.3%. Un pattern simile quello delle importazioni di beni capitali (+4.8%) che evidenziano una buona domanda interna da parte del settore manifatturiero. Debole invece il dato sulle importazioni di beni di consumo, in contrazione dello 0.9%.

Sul fronte inflazione, gli ultimi dati sul mese di settembre evidenziano una contrazione del trend inflattivo. I CPI sono cresciuti del 6.3% evidenziando la possibilita' che l'inflazione Messicana abbia raggiunto un picco nei mesi estivi.

Nel frattempo continuano i negoziati sugli accordi NAFTA. Nell'ultima settimana di settembre Canada, USA e Messico hanno rilasciato un comunicato congiunto in cui evidenziano i progressi raggiunti sui confronti sui temi delle telecomunicazioni, delle piccole e medie imprese, sul commercio digitale e sulle agevolazioni alla clientela. Positivi, quindi, i feedback dopo i primi steps del negoziato. I negoziati riprenderanno a Mexico City il prossimo 17 novembre. Ci sono ancora molti temi da trattare e la minaccia di uscita dal patto da parte dell'America e' sempre costante.



Brasile



Tassi a 10 anni



Cambio con Dollaro



Mercato Azionario



Tassi Ufficiali

Eventi Macro di Rilievo:

Nell'ultima settimana di settembre il governo Brasiliano ha chiuso la vendita di 4 impianti di energia idroelettrica e di diversi giacimenti di petrolio.

Le operazioni di vendita hanno riscosso un grande successo nella comunità finanziaria consentendo al governo non solo di ridurre il deficit di bilancio, ma di lanciare anche un messaggio molto forte sulla volontà di porre in essere tutte le misure necessarie per rendere il Brasile un paese investibile sia dal punto di vista imprenditoriale che finanziario.

Nel frattempo i dati macro evidenziano un progressivo processo di deleveraging delle aziende associate ad un aumento dell'indebitamento delle famiglie, che, associato ad interventi del governo a supporto delle famiglie più disagiate, dovrebbe essere supportivo per il futuro trend dei consumi.

L'andamento dei consumi sarà supportato anche dalla buona tenuta del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione è sceso al 12.6% ad agosto e la crescita dell'occupazione si è attestata al 4%, trattasi del tasso più elevato dal 2012.

Il miglioramento del mercato del lavoro si è riflesso sull'ultimo dato sull'inflazione. Dopo mesi di contrazione, nel mese di settembre si è assistito ad un aumento dei prezzi dello 0.16%, in rialzo rispetto alle attese (+0.09%) ma in linea con le recenti previsioni della Banca Centrale Brasiliana. Il dato annualizzato si è attestato al 2.54% in rialzo rispetto al precedente di 2.46% mentre il dato core ha mantenuto il trend al ribasso passando dal 3.8% di agosto al 3.7% di settembre. Il dato IPCA 15 sull'andamento dei prezzi in ottobre evidenzia un timido incremento dello 0.34% a fronte di attese per un incremento dello 0.48%. Il dato annualizzato si attesta quindi al 2.71% mentre il dato core sale al 3.86%.

Sul fronte crescita gli ultimi dati sulle vendite al dettaglio non evidenziano ancora il trend positivo atteso. Le retail sales di agosto mostrano una contrazione dello 0.5% con tutte le componenti dell'indicatore in netta contrazione. Stesso pattern di debolezza si riscontra analizzando gli ultimi dati IBC-Br che stimano la crescita dell'economia. Il dato ha mostrato una contrazione dello 0.4% in settembre.

Altri Paesi Latam

Cile

Il focus principale dei prossimi mesi saranno le elezioni del 19 novembre. I sondaggi danno per vincente Sebastian Pinera, l'esponente del partito di centro destra "Chile Vamos", con il 43% dei voti. L'eventuale vittoria di Pinera (data per molto probabile al secondo turno) consentirebbe al nuovo governo di implementare una serie di riforme facilitando gli investimenti in Cile e rendendolo piu' attraente per gli investitori internazionali.

Possibile attendersi un miglioramento dei dati hard e di quelli di sentiment nei prossimi mesi.

Colombia

la BAnRep e' rimasta on hold in occasione dell'ultima riunione mantenendo i tassi invariati al 5.5% e confermando un bias piuttosto accomodante. (2 membri su sette hanno votato per un taglio di altri 25bps).

I dati sull'inflazione di settembre confermano il bias accomodante della BC. La crescita dell'inflazione a settembre e' stata solo dello 0.04%. Il dato annualizzato si e' attestato al 3.97% mantenuto al ribasso dalla contrazione dei prezzi del cibo. Il dato core, invece, si e' attestato al 4.38%, spinto al rialzo dall'aumento dei prezzi dei non tradable goods come i costi dei divertimenti, delle tariffe aeree, del turismo e dei servizi culturali.

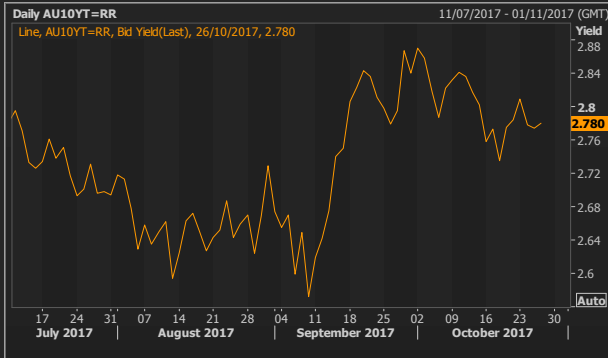
I dati sulla crescita economia evidenziano un rallentamento. Ad agosto la produzione industriale ha mostrato una contrazione del 3.1% dopo un incremento del 6.2% a luglio. Deboli anche i dati sulle vendite al dettaglio nello stesso periodo. Esse si sono contratte dell'1.2%.

AREA PACIFICO





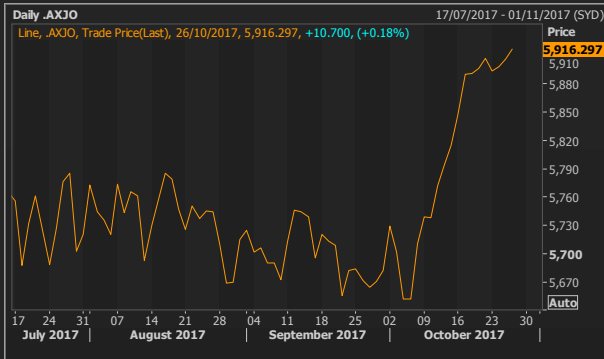
Australia



Tassi a 10 anni



Cambio con Dollaro



Mercato Azionario



Tassi Ufficiali

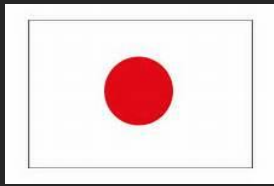
Eventi Macro di Rilievo:

In occasione dell'ultima riunione, la RBA ha lasciato i tassi invariati come da attese del mercato. Probabile che tale atteggiamento attendista sia confermato anche nelle prossime sedute anche alla luce dei recenti dati sulle vendite al dettaglio che hanno evidenziato come il balzo di luglio fosse stato solo un one off. Le retail sales di agosto si sono contratte dello 0.6%.

Al contrario, i dati sulle esportazioni sono stati supportivi alla crescita economica. Le esportazioni sono cresciute dello 0.5% in termini nominali ad agosto beneficiando dell'ottimo trend delle consegne dell'Iron ore. (+10%).

Positivi anche i dati NAB sulla business confidence. Il dato è rimbalzato a 7 dal precedente livello di 5 registrato in agosto. Buona la componente relativa alla capacità di utilizzazione degli impianti. 81.9%.

In rafforzamento i recenti dati sul mercato del lavoro a settembre. Essi evidenziano un inaspettato miglioramento. Nel mese di agosto sono stati creati 19800 posti di lavoro contro attese per un incremento di 15.000 lavoratori. Il tasso di disoccupazione è sceso dal 5.6% al 5.5%. Da segnalare, tuttavia, che gran parte dei nuovi occupati ha ottenuto un posto di lavoro part time (13.700) mentre i nuovi assunti full time sono stati solo 6.100. Questo rende meno elevata la qualità del dato. Il mercato dei tassi sconta un 57% di probabilità di un aumento dei tassi ad agosto 2018 e un aumento a novembre 2018 con una probabilità dell'86%.



Giappone

Eventi Macro di Rilievo:

Gli indicatori hard e di sentiment del Giappone confermano la buona tenuta dell'economia nipponica in un contesto di bassa inflazione.

Gli ultimi dati sulla produzione industriale di agosto evidenziano una crescita del 2.1% che piu' che compensa la contrazione dello 0.8% di luglio. In rialzo anche il dato sulle consegne che ad agosto evidenzia una crescita dell'1.8%. Il rapporto inventory to shipment si e' contratto del 4.3% ad agosto evidenziando un buon miglioramento della domanda.

Positivo anche il trend degli ordinativi di macchinari, in rialzo del 3.4% ad agosto dopo il balzo dell'8% a luglio.

La bilancia commerciale ha continuato ad espandersi nel corso del terzo trimestre. Le esportazioni sono cresciute del 7.8% mentre le importazioni si sono contratte del 6% nello stesso periodo. il contributo al PIL di questa componente nel terzo trimestre sara' quindi significativo.

Sara' invece negativo il contributo della spesa pubblica. Gli investimenti pubblici sono scesi dello 0.7% ad agosto, confermando la debolezza del trend rispetto all'anno precedente.

Si mantiene forte il mercato del lavoro, caratterizzato da una disoccupazione al 2.8% e un rapporto tra offerta e domanda di lavoro all'1.52.

Ancora bassi, tuttavia, gli incrementi salariali. Nel mese di agosto i salari sono cresciuti solo dello 0.4% mentre quelli dei lavoratori part-time hanno beneficiato di un incremento del 2%. Le dinamiche dei salari non sono ancora tali da poter evidenziare importanti spinte inflazionistiche.

Sul fronte inflazione, gli ultimi dati sui PPI evidenziano interessanti pressioni sui prezzi all'industria (+3% a settembre), pur se essi al momento sono confinati ai semilavorati e non riescono a riflettersi in maggiori prezzi di vendita finali.

I dati di sentiment aziendale prodotto dall'indice Tankan, mostrano un condiviso ottimismo tra le aziende di grandi dimensioni. Esso si e' attestato a 22 punti contro attese a 18 punti. Trattasi della rilevazione piu' elevata degli ultimi anni. Positivo anche l'indicatore del settore dei servizi che ha confermato il livello di 23. Positivo anche il trend del Watchers'survey, indicatore di sentiment dell'andamento delle aziende di piccole dimensioni. Esso si e' attestato a 51.3 nel mese di settembre, spinto al rialzo dal buon trend dei consumi delle famiglie.



Cambio
con
Dollaro



Tassi Ufficiali



Tassi a
10 anni

EST EUROPA





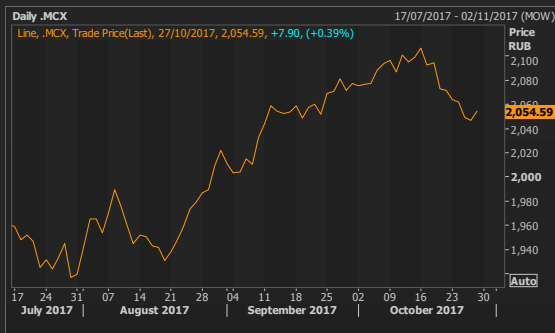
Russia



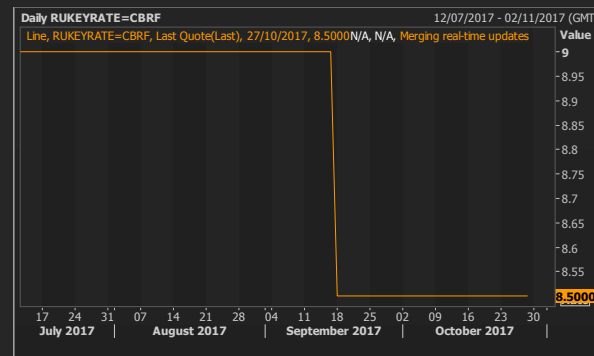
Tassi a 10 anni



Cambio con Dollaro



Mercato Azionario



Tassi Ufficiali

Eventi Macro di Rilievo:

Il dato sul PIL del secondo trimestre dell'anno evidenzia un buon trend di crescita (+2.5%) sostenuto dal forte trend dei consumi privati (+4.3%) e degli investimenti (+6.3%). Negativo, invece, l'impatto della bilancia commerciale, che a causa di uno sbilancio tra importazioni (+20.7%) e esportazioni (+3.3%) ha tolto oltre il 3.4% alla crescita del PIL.

Possibile che anche nei prossimi mesi le esportazioni subiscano un trend debole a causa del rallentamento delle esportazioni di gas in Europa.

Positivi anche i dati di sentiment. L'indice PMI manifatturiero di settembre si è attestato a 51.90 mentre quello dei servizi è salito a 55.20 nello stesso mese. Positiva per entrambi la componente occupazione che si è attestata a 52 punti.

Deboli invece altri indicatori economici: la produzione di petrolio a settembre è salita solo dell'1.7% mentre la produzione di gas è cresciuta del 4.7% a fronte di un incremento del 19.6% nel mese precedente.

In ribasso le recenti aspettative sul trend dei prezzi, dopo il calo dell'inflazione al 3% nel mese di settembre. Sulla debolezza del dato ha contribuito il rafforzamento della divisa e la contrazione dei prezzi del cibo e della verdura.



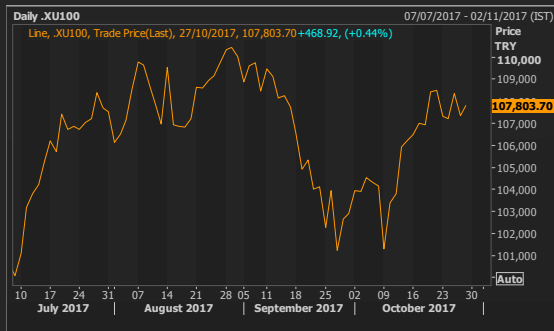
Turchia



Tassi a 10 anni



Cambio con Dollaro



Mercato Azionario



Tassi Ufficiali

Eventi Macro di Rilievo:

In occasione della pubblicazione del piano di governo per i prossimi 5 anni, il governo Turco ha dato enfasi alla crescita. In tale contesto le guidance date sono per una crescita media annua del 5.5%, supportata dall'adozione di misure di stimolo all'economia e dal fondo di garanzia per il credito. Riguardo l'inflazione, essa e' vista al 9.5% per il 2017, per poi scendere al 7% nel 2018 fino a raggiungere l'obiettivo del 5% nel 2020.

Infine, riguardo gli obiettivi di bilancio, il governo ha fissato un obiettivo del deficit/Pil al 2% per l'anno in corso, e dell'1.6% entro il 2020.

Gli ultimi dati sulla crescita dei prezzi a settembre evidenziano un'inflazione all'11.20% in rialzo dal 10.7% di agosto. Cambiamenti nel metodo di calcolo della componente relativa al vestiario associati ad un rafforzamento della domanda interna e all'aumento dei prezzi dell'energia spiegano l'ulteriore rialzo dei prezzi. Questo nonostante i tentativi del governo di portare al ribasso l'inflazione mediante i tentativi di ridurre l'impatto sui prezzi del deprezzamento della currency.

Aggiornamento sui flussi

Il mese di ottobre e' stato caratterizzato da tre trend principali.

Il primo e' quello che ha visto un disinvestimento progressivo dal mercato azionario USA a favore del mercato azionario Europeo e Giapponese.

Il secondo ha a che fare con l'investimento della liquidita'. In Europa si e' assistito ad un disinvestimento dai prodotti del mercato monetario per 25mld di USD. Tale liquidita' e' andata ad alimentare posizioni in Bond e in Azioni, cosi' anche come fondi a strategia mista.

In USA si e' assistito, invece, ad un aumento dell'esposizione sul mercato monetario per 20mn di USD.

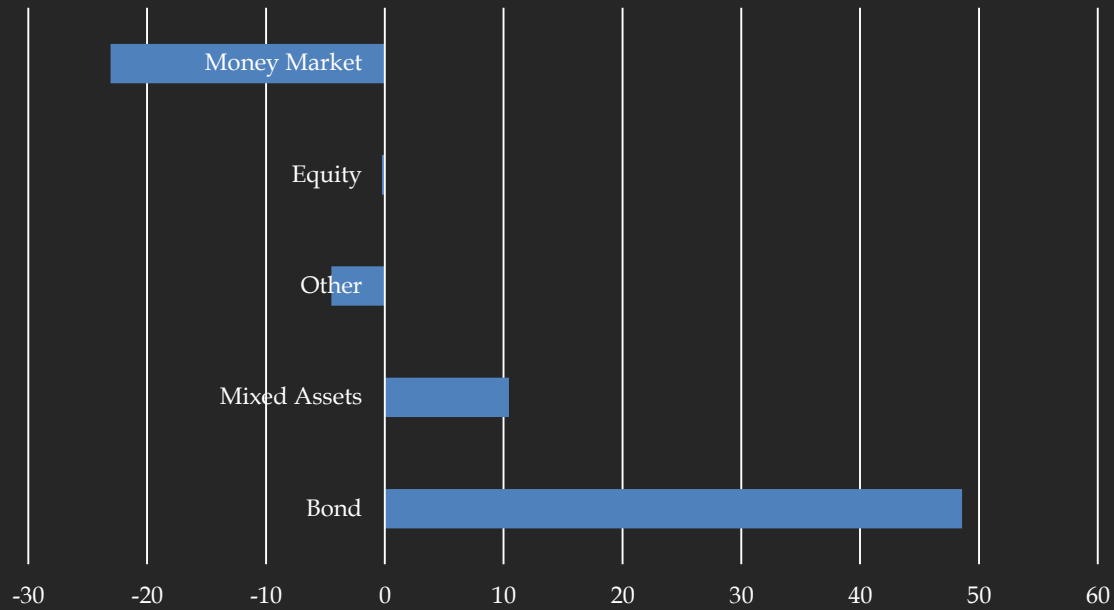
Infine, nonostante scenari di aumenti dei tassi in USA e l'inizio del processo di tapering in Europa, si e' assistito ad un aumento dell'esposizione in BOND.

A livello Globale tale esposizione e' cresciuta di 48mld di USD, confluiti principalmente su Bond USA ed Europei.

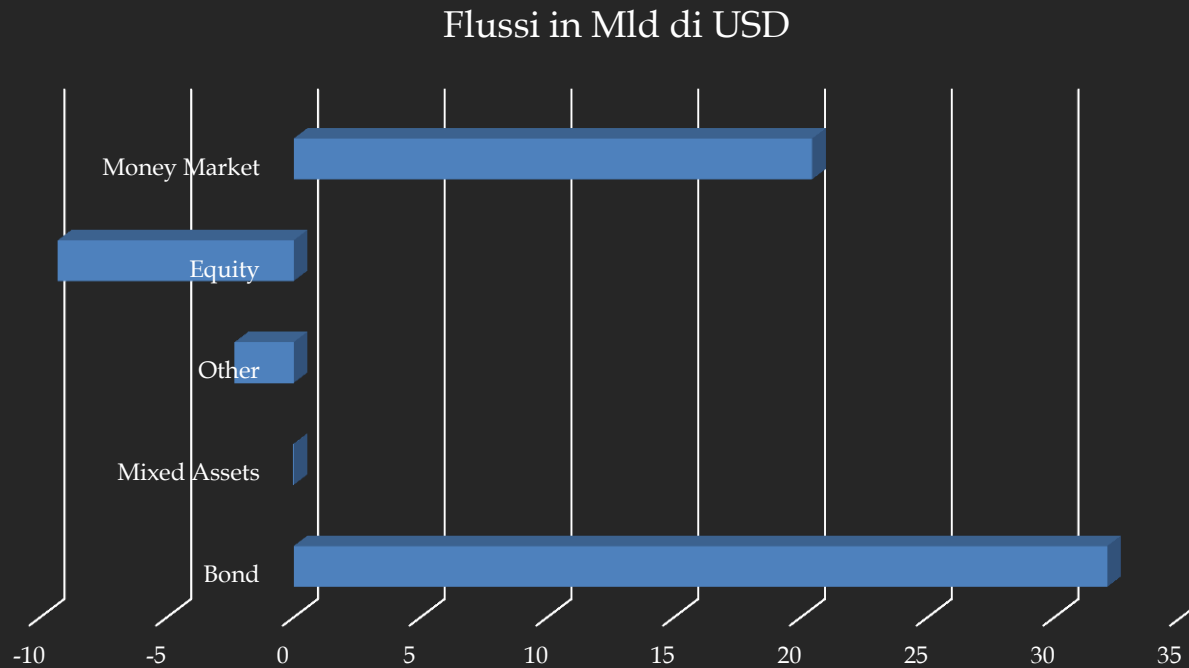


Flussi Globali

Flussi in Mld di USD. Fonte: Reuter

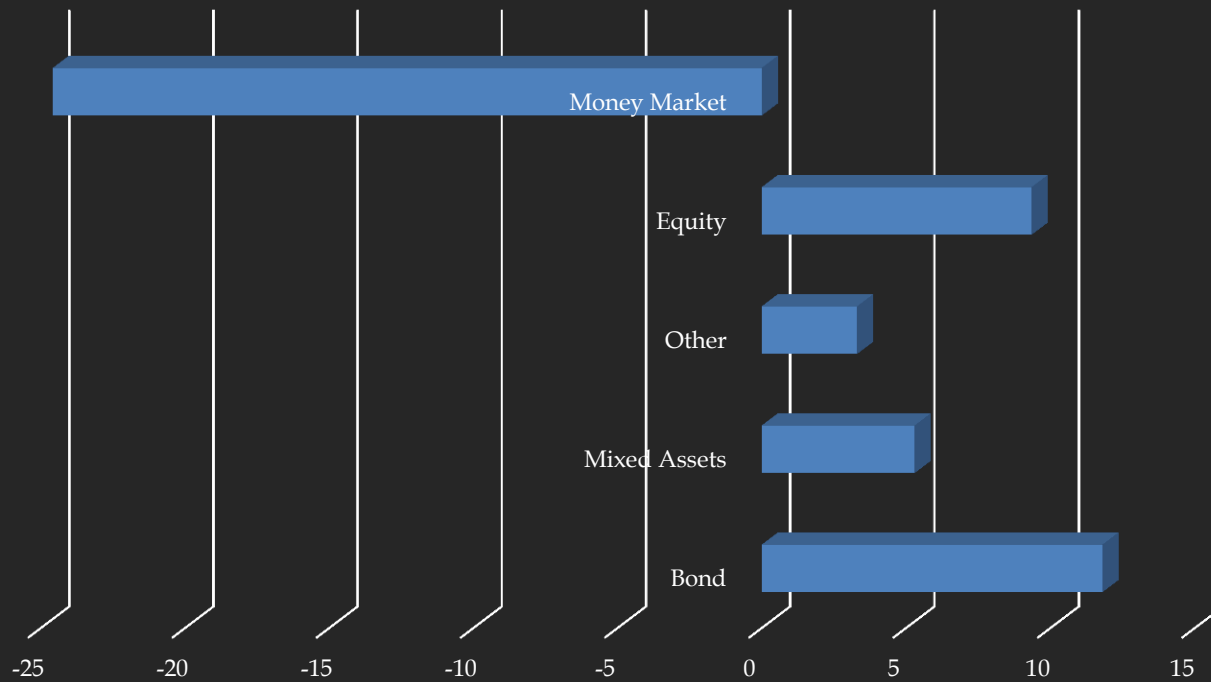


Flussi in Nord America



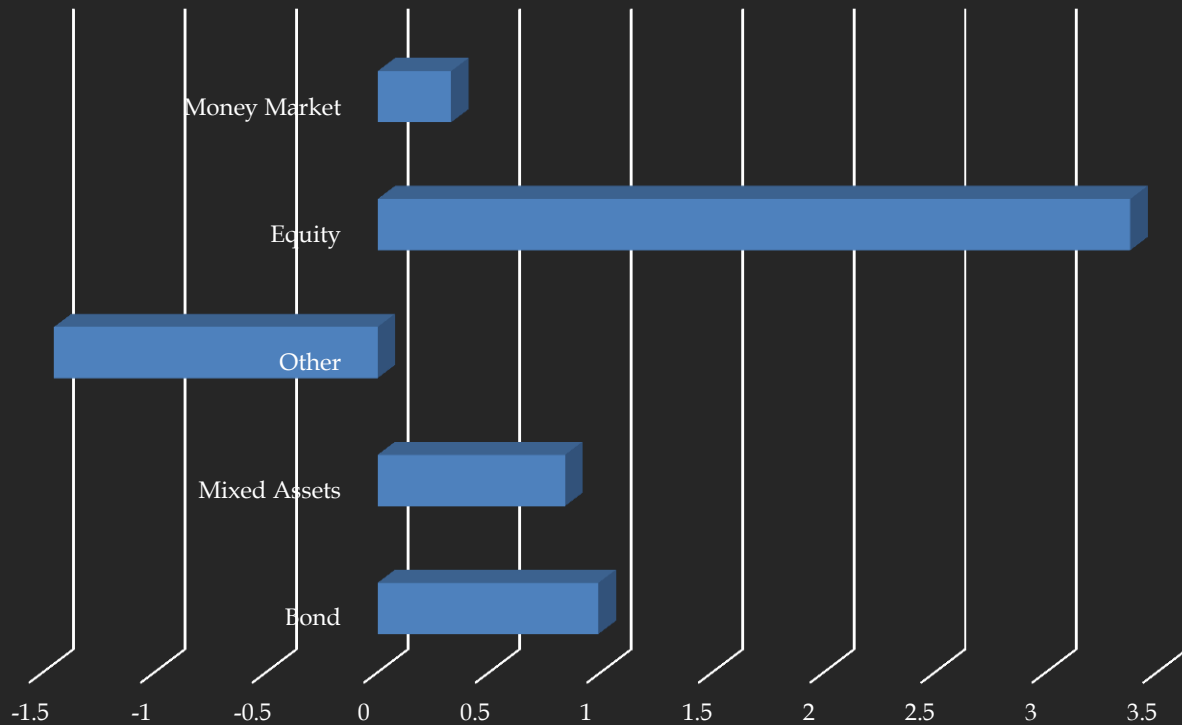
Flussi in Europa

Flussi in Mld di USD



Flussi in Asia

Flussi in Mld di USD



Le Nostre View



La Matrice delle Valutazioni espresse in termini di P/E

Scarico	All	Financials	Utilities	Consumer Cyclicals	Telecommunica tions Services	Basic Materials	Technology	Industrials	Healthcare	Energy	Consumer Non- Cyclicals
All	15.3	12.1	14.2	14.8	15.2	14.4	17.2	17.2	20.7	16.3	18.9
Emerging Europe	7.7	7.3	7.0	14.2	11.0	8.9	12.4	9.9	15.0	6.2	17.7
Middle East	11.4	9.3	11.9	18.3	14.5	14.9	20.7	13.8	7.6	14.4	18.0
MENA	11.6	9.5	13.0	18.2	15.0	15.8	14.9	13.9	17.5	14.1	16.9
Middle East and Africa	12.3	9.6	12.4	15.7	15.0	14.5	26.2	12.9	9.4	13.7	16.8
Africa	13.5	10.1	13.8	14.4	15.6	14.0	29.1	10.2	14.5	11.1	15.4
Global Emerging Markets	12.4	9.5	10.1	11.3	17.5	13.7	13.3	16.7	24.9	11.0	20.0
Emerging Asia Pacific	13.4	9.6	12.2	15.9	18.7	14.8	13.0	17.3	27.5	13.9	23.0
Asia Pacific	13.7	10.4	12.8	14.8	14.4	14.3	13.6	16.3	26.3	13.7	21.9
Developed Asia Pacific	14.4	12.3	13.8	13.8	13.0	13.4	16.9	15.4	24.8	12.2	20.0
Latin America	9.1	10.8	7.4	2.6	25.3	11.7	31.0	15.5	51.2	12.9	14.0
Europe	14.5	12.0	13.5	13.5	15.6	13.0	20.9	16.7	17.0	11.7	18.9
Euro Zone	14.9	11.6	14.7	13.2	15.8	13.2	20.7	16.5	16.7	16.1	20.4
Developed Europe	15.2	12.4	14.7	13.5	15.9	13.6	21.0	16.8	17.1	16.4	18.9
North America	18.8	15.8	18.9	19.4	15.4	17.6	19.7	19.1	21.8	25.3	17.8

Fonte: Thomson Reuters

Market View: Azionario

- Azionario USA
- View: Moderatamente Negativa

Manteniamo anche questo mese la view moderatamente negativa sul comparto per sottopesare a livello di portafoglio la borsa USA rispetto alle borse Europee e Giapponese.

Nonostante le valutazioni siano ancora molto tirate, non riteniamo ci possano essere degli importanti sell off nel medio periodo.



Market View: Azionario

- Azionario Europa
- **View: Moderatamente Positiva**

Manteniamo la view a moderatamente positiva sul comparto per poter attribuire maggiore peso in termini relativi a questa area che dovrebbe continuare a beneficiare di maggiori flussi per riflettere il miglioramento economico in atto associato a politiche monetarie ancora accomodanti.

Il recente deprezzamento dell'euro favorisce una sopvraperformance dell'Europa rispetto al mercato USA.



Market View: Azionario

- Azionario Emergenti Asia
- **View: Neutrale**

Confermiamo la View neutrale sul comparto e ribadiamo quanto detto il mese precedente. I dati macro di Cina sono supportivi alla crescita. Peseremmo quest'area a scapito di Corea e India. La Corea potrebbe risentire delle attuali tensioni tra Corea del Nord e USA mentre l'INDIA ancora mostra dei segnali di debolezza legati alla riforma fiscale.



Market View: Azionario

- Azionario Emergenti Latam

- **View: Neutrale**

Manteniamo la view neutrale sul comparto e confermiamo quanto affermato il mese scorso. Manterremo il sottopeso sulla borsa Messicana a vantaggio di quella Brasiliana, nonostante i recenti rialzi. Essa nel medio periodo dovrebbe beneficiare di tassi di interesse piu' bassi e di una graduale ripresa economica.

View negativa sulle borse di Colombia e Peru'.



Market View: Azionario

- Azionario Emergenti Europa

- **View: Positiva**

Manteniamo la view positiva.

Questo per due motivi. Vogliamo sovrappesare in termini relativi quest'area e siamo fiduciosi sulla ripresa del ciclo macro in Russia e in Turchia.

Interessanti le recenti proiezioni di crescita in Turchia rilasciate dal governo Turco.

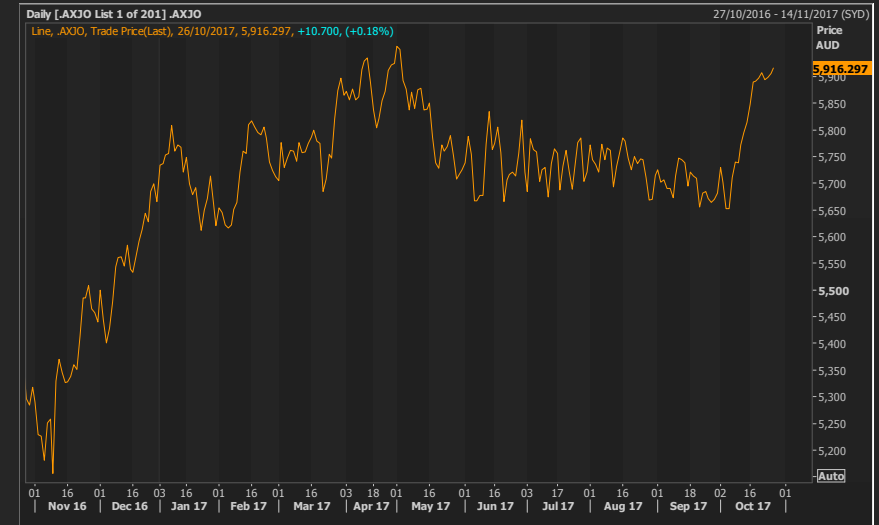


Market View: Azionario

- Azionario Pacifico
- View: Moderatamente Positiva

Alziamo la view a positiva sul comparto dopo l'esito positivo delle elezioni in Giappone e la riconferma di Shinzo Abe al governo.

Neutrale la view sulla borsa australiana che potrebbe comunque beneficiare di flussi di investimento aggiuntivi su questo comparto e della politica ancora accomodante sul fronte tassi da parte della RBA.



Market View: Obbligazionario

	Tasso di rendimento					Variazione			
	03/11/17	1 mese fa	3 mesi fa	6 mesi fa	1 anno fa	1 mese	3 mesi	6 mesi	1 anno
Govt Euro	1.044	1.190	1.119	1.164	0.849	-0.146	-0.076	-0.120	0.195
Govt Euro 1-3	-0.471	-0.403	-0.405	-0.343	-0.343	-0.068	-0.066	-0.128	-0.128
Govt Euro 3-5	-0.120	-0.035	-0.078	-0.007	-0.101	-0.085	-0.042	-0.113	-0.019
Govt Euro 5-7	0.272	0.417	0.390	0.490	0.213	-0.145	-0.117	-0.218	0.060
Govt Euro 7-10	0.742	0.880	0.842	0.889	0.643	-0.139	-0.100	-0.147	0.099
Govt Euro 10+	1.626	1.770	1.672	1.710	1.300	-0.145	-0.047	-0.084	0.326
Govt AT	0.822	0.884	0.740	0.708	0.454	-0.062	0.082	0.114	0.368
Govt BE	0.895	0.981	0.966	0.946	0.638	-0.086	-0.071	-0.051	0.257
Govt FI	0.410	0.497	0.477	0.430	0.229	-0.087	-0.067	-0.020	0.181
Govt FR	0.808	0.914	0.856	0.915	0.568	-0.107	-0.048	-0.108	0.240
Govt DE	0.431	0.495	0.478	0.380	0.203	-0.064	-0.047	0.051	0.228
Govt IE	0.738	0.857	0.813	0.864	0.556	-0.120	-0.076	-0.126	0.182
Govt IT	1.768	2.087	1.946	2.137	1.674	-0.319	-0.178	-0.369	0.094
Govt NL	0.560	0.633	0.613	0.538	0.321	-0.073	-0.052	0.022	0.240
Govt PT	1.841	2.093	2.339	2.833	2.981	-0.252	-0.498	-0.992	-1.140
Govt ES	1.488	1.674	1.499	1.627	1.288	-0.186	-0.011	-0.139	0.201
Govt Ex Euro Core	1.445	1.421	1.315	1.297	0.950	0.025	0.131	0.149	0.495
Govt Ex Euro Core 1-3	1.203	1.118	0.991	0.920	0.553	0.084	0.212	0.283	0.650
Govt Ex Euro Core 3-5	1.354	1.311	1.186	1.183	0.795	0.043	0.168	0.170	0.559
Govt Ex Euro Core 5-7	1.542	1.520	1.397	1.381	0.954	0.022	0.145	0.161	0.589
Govt Ex Euro Core 7-10	1.500	1.509	1.378	1.380	1.010	-0.009	0.122	0.121	0.490
Govt Ex Euro Core 10+	1.649	1.683	1.611	1.622	1.346	-0.034	0.038	0.027	0.303
Govt AU	2.545	2.789	2.610	2.574	2.298	-0.244	-0.065	-0.029	0.247
Govt CA	2.005	2.186	1.992	1.670	1.423	-0.181	0.013	0.335	0.583
Govt DK	0.575	0.620	0.643	0.649	0.449	-0.045	-0.068	-0.074	0.126
Govt GB	1.596	1.647	1.509	1.437	1.546	-0.051	0.086	0.159	0.049
Govt JP	0.415	0.432	0.417	0.366	0.179	-0.017	-0.002	0.048	0.236
Govt SE	0.535	0.676	0.623	0.544	0.205	-0.141	-0.088	-0.009	0.330
Govt US	2.386	2.368	2.272	2.364	1.911	0.018	0.114	0.023	0.475
Inflation Linked	2.027	2.035	1.994	1.959	1.701	-0.008	0.033	0.068	0.326
Inflation Euro	1.052	1.195	1.242	1.118	0.708	-0.143	-0.190	-0.066	0.343
Inflation UK	1.870	1.769	1.790	1.702	1.733	0.101	0.080	0.168	0.138
Inflation US	2.591	2.607	2.503	2.513	2.121	-0.016	0.088	0.078	0.470

Market View: Obbligazionario

	Tasso di rendimento					Variazione			
	03/11/17	1 mese fa	3 mesi fa	6 mesi fa	1 anno fa	1 mese	3 mesi	6 mesi	1 anno
Corp Euro	0.705	0.853	0.809	0.887	0.740	-0.148	-0.104	-0.182	-0.035
Corp Euro AAA	0.744	0.805	0.700	0.583	0.321	-0.061	0.043	0.160	0.423
Corp Euro AA	0.442	0.564	0.525	0.554	0.436	-0.122	-0.083	-0.112	0.007
Corp Euro A	0.586	0.729	0.699	0.731	0.601	-0.143	-0.114	-0.145	-0.015
Corp Euro BBB	0.852	1.017	0.961	1.103	0.962	-0.165	-0.109	-0.251	-0.110
Corp Euro Financials	0.631	0.772	0.707	0.842	0.775	-0.141	-0.076	-0.211	-0.143
Corp Euro Non Financials	0.756	0.910	0.879	0.916	0.717	-0.154	-0.124	-0.161	0.039
Corp Euro 1-3	-0.110	-0.042	-0.063	0.036	0.069	-0.068	-0.047	-0.146	-0.178
Corp Euro 3-5	0.171	0.307	0.277	0.380	0.308	-0.136	-0.106	-0.209	-0.138
Corp Euro 5-7	0.579	0.726	0.667	0.776	0.566	-0.146	-0.088	-0.197	0.013
Corp Euro 7-10	1.048	1.256	1.194	1.272	1.045	-0.208	-0.145	-0.224	0.003
Corp Euro 10+	1.508	1.683	1.628	1.657	1.354	-0.175	-0.120	-0.149	0.154
Corp US	3.643	3.659	3.585	3.803	3.523	-0.017	0.058	-0.161	0.119
Corp US AAA	3.260	3.257	3.140	3.339	3.074	0.003	0.119	-0.080	0.186
Corp US AA	3.181	3.183	3.109	3.246	2.839	-0.002	0.072	-0.065	0.342
Corp US A	3.381	3.406	3.336	3.573	3.249	-0.025	0.045	-0.192	0.133
Corp US BBB	3.927	3.941	3.879	4.104	3.830	-0.015	0.047	-0.178	0.097
Corp US Financials	3.366	3.366	3.322	3.557	3.307	0.000	0.045	-0.191	0.060
Corp US Non Financials	3.726	3.748	3.672	3.884	3.593	-0.022	0.054	-0.157	0.133
Corp US 1-3	2.252	2.154	2.070	2.172	1.760	0.098	0.182	0.079	0.492
Corp US 3-5	2.700	2.642	2.541	2.682	2.230	0.059	0.160	0.018	0.470
Corp US 5-7	3.128	3.119	3.035	3.217	2.791	0.008	0.093	-0.089	0.337
Corp US 7-10	3.405	3.407	3.347	3.557	3.203	-0.001	0.058	-0.152	0.202
Corp US 10+	4.151	4.209	4.167	4.440	4.263	-0.057	-0.016	-0.289	-0.112
Bond EM USD	5.532	5.411	5.468	5.487	5.540	0.120	0.063	0.045	-0.008
Bond EM USD Africa & ME	5.856	5.863	5.876	5.928	6.044	-0.008	-0.020	-0.072	-0.188
Bond EM USD Asia	3.878	3.894	3.886	4.036	3.892	-0.015	-0.007	-0.157	-0.014
Bond EM USD Europe	4.764	4.574	4.512	4.541	4.579	0.191	0.252	0.223	0.186
Bond EM USD Latin America	6.588	6.427	6.589	6.516	6.630	0.161	0.000	0.072	-0.042
Bond EM Local	5.952	5.788	5.773	6.003	5.696	0.164	0.178	-0.051	0.256
Bond EM Local Africa & ME	9.847	9.351	9.362	9.202	9.071	0.496	0.485	0.645	0.777
Bond EM Local Asia	5.215	5.073	5.043	5.194	4.643	0.142	0.172	0.021	0.572
Bond EM Local Europe	5.099	4.893	4.721	5.087	5.186	0.206	0.378	0.012	-0.087
Bond EM Local Latin America	7.606	7.354	7.490	7.919	8.224	0.252	0.116	-0.313	-0.618
High Yield Euro	2.437	2.824	2.878	3.186	4.166	-0.387	-0.441	-0.749	-1.729
High Yield US	5.912	5.890	5.849	6.040	6.931	0.022	0.063	-0.128	-1.019

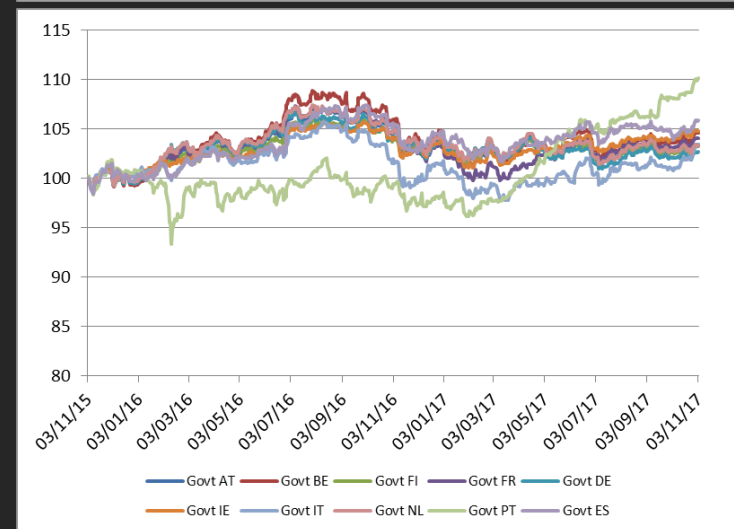
Market View: Obbligazionario

- Bond governativi euro
- **View: Moderatamente Negativa**

Nell'ultimo mese i bond governativi dell'area euro hanno realizzato un rendimento positivo del +1.3%, con le migliori performance realizzate dai paesi periferici.

La curva tedesca, benchmark dei bond governativi euro, dopo il prolungamento del QE da parte della BCE ha registrato uno shift verso il basso, con il tasso a 5 anni sceso di 7 bp a -0.35 e il tasso a 10 anni di 10 bp a 0.36. Gli spread dei bond italiani e portoghesi si sono contratti sensibilmente in tutti i settori di curva, mentre quelli dei bond spagnoli, per via della crisi interna della Catalogna, si sono ridotti in misura inferiore e solo sulle lunghe scadenze. Il tasso di rendimento del benchmark a 5 anni è attualmente pari a 0.55 per l'Italia e a 0.34 per la Spagna (variazioni rispettivamente di -26 bp e +6 bp), mentre il benchmark a 10 anni quota 1.79 per l'Italia e 1.47 per la Spagna (spread scesi rispettivamente di 33 bp e 15 bp).

Nel meeting del 26 ottobre, come da attese, la BCE ha annunciato la riduzione degli acquisti da 60 mld € mensili a 30 mld € per 9 mesi (fino a settembre 2018), indicando inoltre che gli acquisti non termineranno in modo brusco. E' di fatto un tapering colomba, che non dirime ma attenua il problema della futura scarsità dei titoli acquistabili (che sarebbe venuto meno con una riduzione a 20 mld) e che dà credibilità alla reiterata dichiarazione sul fatto che i tassi rimarranno agli attuali livelli «ben oltre» il termine degli acquisti del QE, eliminando le attese per un rialzo dei tassi già nel 2018 e posticipandolo non prima della metà del 2019.



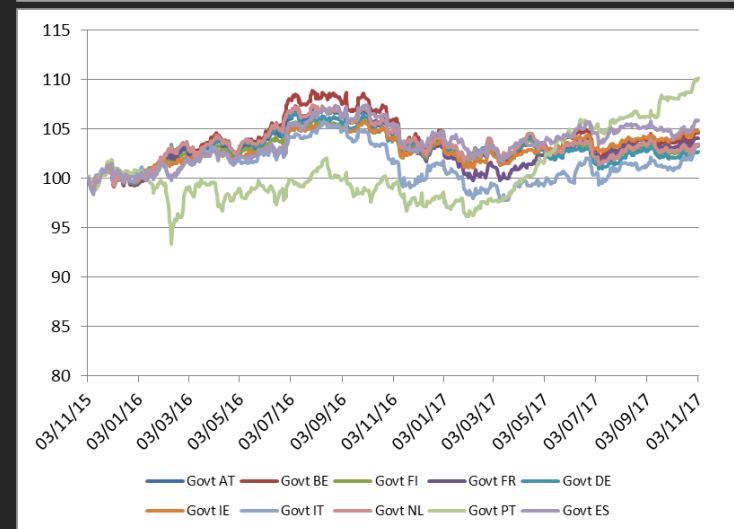
Market View: Obbligazionario

- Bond governativi euro
- **View: Moderatamente Negativa**

Sul fronte politico, restiamo della convinzione che la questione Spagna/Catalogna resti un fattore interno alla Spagna e incida tutt'al più sugli spread dei Bonos, ma non sia destabilizzante per l'economia dell'area euro. La messa in stato di accusa di Pujdemont e dei suoi ministri non sarà l'ultimo atto, importante sarà infatti l'esito delle elezioni della regione indette dal governo centrale per il 21 dicembre.

L'economia della regione sta crescendo ad un ritmo superiore agli ultimi trimestri e al momento non si intravedono pressioni inflazionistiche, ma questa divergenza crescita/inflazione non potrà durare a lungo e la ripartenza dell'inflazione causerà un generalizzato incremento dei rendimenti.

I bond governativi euro in aggregato offrono attualmente un tasso di rendimento dell'1.04. Manteniamo la sovraesposizione ai bond periferici con un peso ridotto sull'Italia, e manteniamo la sottoesposizione alle lunghe scadenze. Nei prossimi mesi, per via della crescita sostenuta della regione, ci attendiamo un rialzo dei tassi di interesse insieme ad un aumento della pendenza delle curve, ma con l'apprezzamento dell'euro avvenuto nei mesi scorsi che terrà basso il tasso di inflazione.



Market View: Obbligazionario

- Bond governativi euro

	Tasso di rendimento					Variazione				Differenziale vs. Germany					Variazione			
	03/11/17	1 mese fa	3 mesi fa	6 mesi fa	1 anno fa	1 mese	3 mesi	6 mesi	1 anno	03/11/17	1 mese fa	3 mesi fa	6 mesi fa	1 anno fa	1 mese	3 mesi	6 mesi	1 anno
Austria 2 year Mid Yield	-0.662	-0.602	-0.546	-0.578	-0.605	-0.061	-0.117	-0.084	-0.057	0.096	0.106	0.143	0.151	0.032	-0.009	-0.046	-0.054	0.064
Austria 5 year Mid Yield	-0.235	-0.163	-0.148	-0.226	-0.321	-0.072	-0.087	-0.008	0.086	0.116	0.118	0.086	0.147	0.086	-0.002	0.030	-0.031	0.030
Austria 10 year Mid Yield	0.523	0.620	0.611	0.605	0.353	-0.098	-0.088	-0.082	0.170	0.159	0.159	0.155	0.277	0.189	0.000	0.004	-0.118	-0.030
Austria 30 year Mid Yield	1.500	1.574	1.500	1.473	1.112	-0.074	0.000	0.027	0.387	0.265	0.279	0.303	0.367	0.331	-0.014	-0.038	-0.102	-0.066
Belgium 2 year Mid Yield	-0.643	-0.559	-0.547	-0.582	-0.584	-0.084	-0.096	-0.061	-0.059	0.116	0.149	0.141	0.147	0.053	-0.033	-0.025	-0.031	0.063
Belgium 5 year Mid Yield	-0.280	-0.211	-0.147	-0.257	-0.292	-0.069	-0.133	-0.024	0.012	0.071	0.070	0.087	0.117	0.115	0.001	-0.016	-0.046	-0.044
Belgium 10 year Mid Yield	0.599	0.731	0.741	0.772	0.414	-0.132	-0.142	-0.173	0.185	0.236	0.269	0.285	0.445	0.250	-0.034	-0.050	-0.209	-0.014
Belgium 30 year Mid Yield	1.695	1.776	1.727	1.745	1.350	-0.081	-0.032	-0.051	0.345	0.460	0.481	0.530	0.639	0.568	-0.021	-0.070	-0.179	-0.109
Finland 2 year Mid Yield	-0.711	-0.652	-0.624	-0.590	-0.610	-0.059	-0.087	-0.121	-0.101	0.048	0.055	0.065	0.139	0.027	-0.007	-0.017	-0.091	0.021
Finland 5 year Mid Yield	-0.316	-0.238	-0.211	-0.194	-0.372	-0.077	-0.105	-0.122	0.057	0.036	0.043	0.074	0.180	0.035	-0.007	0.012	-0.144	0.001
Finland 10 year Mid Yield	0.518	0.621	0.452	0.410	0.310	-0.104	0.065	0.108	0.208	0.154	0.160	-0.004	0.082	0.146	-0.006	0.158	0.072	0.008
Finland 30 year Mid Yield	1.328	1.399	1.345	1.288	0.834	-0.071	-0.017	0.040	0.493	0.093	0.104	0.148	0.182	0.053	-0.011	-0.055	-0.089	0.040
France 2 year Mid Yield	-0.672	-0.588	-0.562	-0.530	-0.567	-0.084	-0.110	-0.141	-0.105	0.087	0.120	0.126	0.199	0.070	-0.032	-0.039	-0.112	0.017
France 5 year Mid Yield	-0.109	-0.013	-0.130	-0.087	-0.285	-0.096	0.021	-0.022	0.176	0.242	0.268	0.105	0.287	0.121	-0.026	0.137	-0.045	0.121
France 10 year Mid Yield	0.751	0.750	0.720	0.809	0.474	0.001	0.031	-0.058	0.277	0.387	0.288	0.264	0.481	0.310	0.099	0.124	-0.094	0.078
France 30 year Mid Yield	1.733	1.848	1.755	1.786	1.264	-0.115	-0.023	-0.053	0.468	0.498	0.553	0.558	0.680	0.483	-0.055	-0.060	-0.182	0.015
Germany 2 year Mid Yield	-0.759	-0.707	-0.688	-0.729	-0.637	-0.052	-0.071	-0.030	-0.122	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Germany 5 year Mid Yield	-0.351	-0.281	-0.235	-0.374	-0.407	-0.070	-0.117	0.023	0.056	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Germany 10 year Mid Yield	0.364	0.461	0.456	0.327	0.164	-0.098	-0.092	0.036	0.199	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Germany 30 year Mid Yield	1.235	1.295	1.197	1.106	0.781	-0.060	0.038	0.129	0.453	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Ireland 2 year Mid Yield	-0.582	-0.490	-0.455	-0.458	-0.437	-0.093	-0.127	-0.125	-0.145	0.177	0.218	0.233	0.272	0.200	-0.041	-0.057	-0.095	-0.023
Ireland 5 year Mid Yield	-0.080	-0.150	-0.092	-0.044	-0.093	0.070	0.012	-0.036	0.013	0.271	0.131	0.143	0.330	0.313	0.140	0.128	-0.059	-0.042
Ireland 10 year Mid Yield	0.582	0.718	0.725	0.831	0.654	-0.136	-0.142	-0.249	-0.072	0.219	0.257	0.269	0.504	0.490	-0.038	-0.050	-0.285	-0.272
Ireland 30 year Mid Yield	1.748	1.869	1.807	1.940	1.496	-0.121	-0.059	-0.192	0.252	0.514	0.574	0.610	0.834	0.715	-0.061	-0.097	-0.320	-0.201
Italy 2 year Mid Yield	-0.248	-0.162	-0.103	-0.014	0.038	-0.086	-0.145	-0.233	-0.286	0.511	0.546	0.586	0.715	0.676	-0.034	-0.075	-0.204	-0.164
Italy 5 year Mid Yield	0.546	0.879	0.844	1.012	0.641	-0.332	-0.298	-0.465	-0.094	0.897	1.160	1.079	1.386	1.047	-0.262	-0.182	-0.488	-0.150
Italy 10 year Mid Yield	1.787	2.217	2.045	2.261	1.701	-0.430	-0.258	-0.474	0.086	1.424	1.755	1.589	1.933	1.537	-0.332	-0.166	-0.510	-0.113
Italy 30 year Mid Yield	3.060	3.427	3.207	3.323	2.768	-0.367	-0.147	-0.263	0.293	1.825	2.132	2.010	2.217	1.986	-0.307	-0.185	-0.391	-0.161
Netherlands 2 year Mid Yield	-0.747	-0.703	-0.658	-0.637	-0.591	-0.045	-0.089	-0.110	-0.156	0.012	0.005	0.031	0.093	0.046	0.007	-0.019	-0.081	-0.034
Netherlands 5 year Mid Yield	-0.403	-0.329	-0.290	-0.301	-0.322	-0.073	-0.113	-0.102	-0.080	-0.051	-0.048	-0.055	0.073	0.085	-0.003	0.004	-0.124	-0.136
Netherlands 10 year Mid Yield	0.470	0.577	0.569	0.548	0.283	-0.107	-0.099	-0.078	0.188	0.107	0.116	0.114	0.221	0.118	-0.009	-0.007	-0.114	-0.012
Netherlands 30 year Mid Yield	1.250	1.300	1.254	1.172	0.844	-0.050	-0.004	0.078	0.405	0.015	0.005	0.057	0.066	0.063	0.010	-0.042	-0.051	-0.048
Portugal 2 year Mid Yield	-0.173	-0.053	0.035	0.341	0.300	-0.120	-0.208	-0.514	-0.472	0.586	0.654	0.723	1.070	0.937	-0.068	-0.137	-0.484	-0.350
Portugal 5 year Mid Yield	0.701	0.960	1.179	1.913	1.813	-0.259	-0.478	-1.212	-1.112	1.052	1.241	1.414	2.287	2.219	-0.189	-0.362	-1.235	-1.167
Portugal 10 year Mid Yield	2.042	2.392	2.814	3.457	3.250	-0.350	-0.772	-1.415	-1.207	1.679	1.931	2.359	3.130	3.086	-0.252	-0.680	-1.451	-1.407
Portugal 30 year Mid Yield	3.420	3.651	3.769	4.268	4.231	-0.231	-0.349	-0.848	-0.811	2.185	2.356	2.572	3.162	3.449	-0.171	-0.386	-0.977	-1.264
Spain 2 year Mid Yield	-0.295	-0.212	-0.265	-0.286	-0.175	-0.082	-0.030	-0.009	-0.120	0.464	0.495	0.424	0.444	0.462	-0.031	0.041	0.020	0.002
Spain 5 year Mid Yield	0.336	0.346	0.231	0.408	0.182	-0.010	0.105	-0.072	0.154	0.687	0.627	0.466	0.782	0.589	0.060	0.222	-0.094	0.098
Spain 10 year Mid Yield	1.465	1.714	1.549	1.611	1.235	-0.248	-0.084	-0.146	0.231	1.102	1.252	1.093	1.283	1.071	-0.150	0.008	-0.182	0.031
Spain 30 year Mid Yield	2.726	2.926	2.745	2.913	2.387	-0.200	-0.018	-0.186	0.339	1.492	1.631	1.548	1.807	1.606	-0.140	-0.056	-0.315	-0.114

Market View: Obbligazionario

- Bond governativi ex euro
- **View: Moderatamente Negativa**

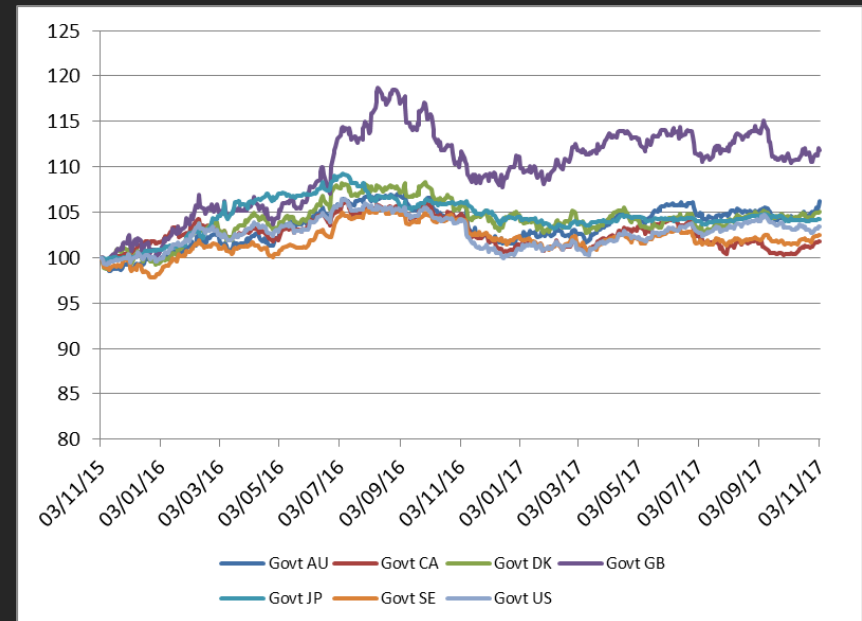
I bond governativi core ex euro nell'ultimo mese hanno realizzato un rendimento lievemente positivo (+0.3%), con i migliori contributori i bond australiani (+1.9%) e canadesi (+1.4%).

In US, il focus del mercato nelle ultime settimane è stato sulla riforma fiscale e sulla nomina del nuovo presidente della Fed, mentre sono passati in secondo piano i dati sul mercato del lavoro. In ottobre sono stati creati 261k posti di lavoro, sotto il consensus (310k), ma con revisioni nei mesi precedenti che hanno compensato la differenza. Il tasso di disoccupazione è sceso al 4.1%, mentre la retribuzione oraria è rimasta invariata nel mese, deludendo le attese (+0.3%): sull'anno i salari sono saliti del 2.4% contro attese per un rialzo del 2.7%. Il nuovo presidente della Fed Jerome Powell si pone su una linea di continuità con l'attuale presidente Yellen, avendone in più occasioni condiviso la visione. Il mercato sta prezzando il rialzo di dicembre all'80%, mentre è molto sotto le indicazioni mediane del FOMC per il 2018, prezzando sono due rialzi da qui a fine 2018 (compreso quello del mese prossimo): ciò implica un elevato margine per rialzi dei rendimenti.

In UK, nel meeting della scorsa settimana la BOE ha alzato i tassi di 25bp portandoli allo 0.50%, ma ha tenuto un atteggiamento molto colomba facendo intendere che si tratta di un rialzo una tantum e non dell'avvio di un ciclo restrittivo, visione suffragata da indicazioni deboli sul fronte della crescita, dei salari reali e della produttività.

In Giappone, nelle elezioni parlamentari di ottobre il partito di Abe ha incrementato la maggioranza e ora ha anche i numeri per modificare la costituzione. Ciò deprime anche a favore della conferma di Kuroda a capo della BOJ e quindi della continuità della sua politica monetaria.

I bond dei paesi core ex euro hanno attualmente un rendimento medio aggregato pari all'1.45. Manteniamo sull'asset una view moderatamente negativa, preferendo emissioni a tasso variabile che assecondino il rialzo dei tassi e delle attese inflazionistiche. Per puntare sull'apprezzamento del dollaro consigliamo emissioni a tasso variabile o inflation linked. Sulla sterlina consigliamo emissioni inflation linked. Per puntare ad un maggiore carry consigliamo i bond australiani.



Market View: Obbligazionario

- Bond inflation linked
- **View: Neutrale**

Nell'ultimo mese i bond inflation linked hanno realizzato un rendimento positivo (+0.8%), con performance molto positiva dei bond euro (+1.7%), soprattutto grazie alla contrazione degli spread dei paesi periferici.

Le attese di inflazione sono rimaste stabili nell'area euro e in US, sono moderatamente salite in UK. L'inflazione media attesa sui 5 anni è ora pari a 1.35 per l'area euro (invariata rispetto al 4 ottobre), a 3.42 per UK (+9 bp rispetto al 4 ottobre) e a 2.046 per US (-2 bp rispetto al 4 ottobre).

La stima preliminare del tasso di inflazione dell'area euro per il mese di ottobre si è attestata a +1.4%, in calo rispetto a settembre (+1.5%). L'inflazione core, che depura il dato complessivo dell'andamento del cibo e dell'energia, è invece scesa in modo inatteso allo 0.9% dall'1.1% di settembre. In questi dati può aver pesato l'apprezzamento dell'euro contro il dollaro avvenuto nei mesi scorsi.

I bond inflation linked vanno considerati, oltre che un investimento a sé, anche un hedge delle altre posizioni in portafoglio che verrebbero danneggiate dallo scenario di politiche monetarie restrittive dovute a pressioni inflazionistiche, scenario che si materializzerebbe se dovesse persistere la bassa crescita della produttività del lavoro, che produrrebbe una crescita moderata a fronte di consistenti incrementi degli occupati. Questa dinamica alla lunga produrrà un aumento della pressione salariale e a cascata dell'inflazione.

Sull'asset manteniamo una view neutrale, in sovrappeso rispetto agli altri asset obbligazionari e coerentemente con lo scenario di maggiori attese inflazionistiche e maggiori tassi di interesse.



Market View: Obbligazionario

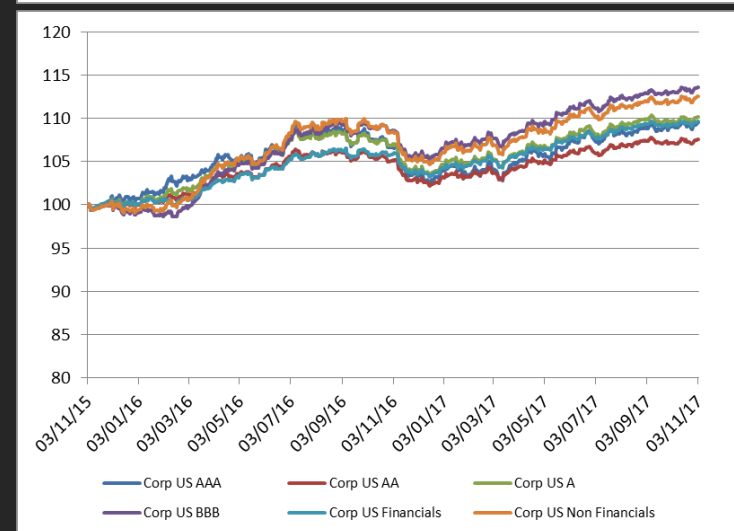
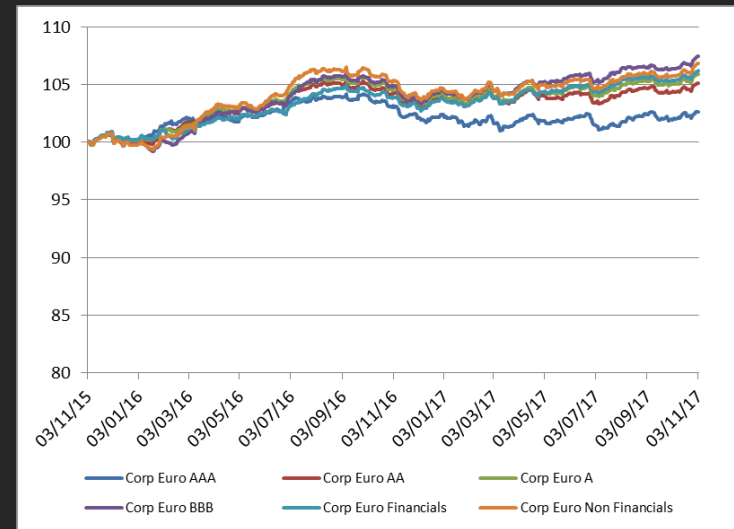
- Bond corporate
- **View: Moderatamente Negativa (Euro e US)**

Nel corso dell'ultimo mese i bond corporate investment grade hanno ottenuto rendimenti positivi, pari rispettivamente a +0.9% i bond euro e a +0.4% i bond US.

Le curve swap hanno registrato movimenti discordanti, con la curva euro spinta verso il basso dal prolungamento accomodante del QE da parte della BCE, e la curva US spinta verso l'alto dalla riforma fiscale di Trump in pieno iter di approvazione. In dettaglio, nella curva swap euro l'IRS a 5 anni è sceso di 5 bp a 0.20 e l'IRS a 10 anni di 8 bp a 0.84, mentre nella curva swap USD l'IRS a 5 anni è salito di 8 bp a 2.08 e l'IRS a 10 anni di 3 bp a 2.32.

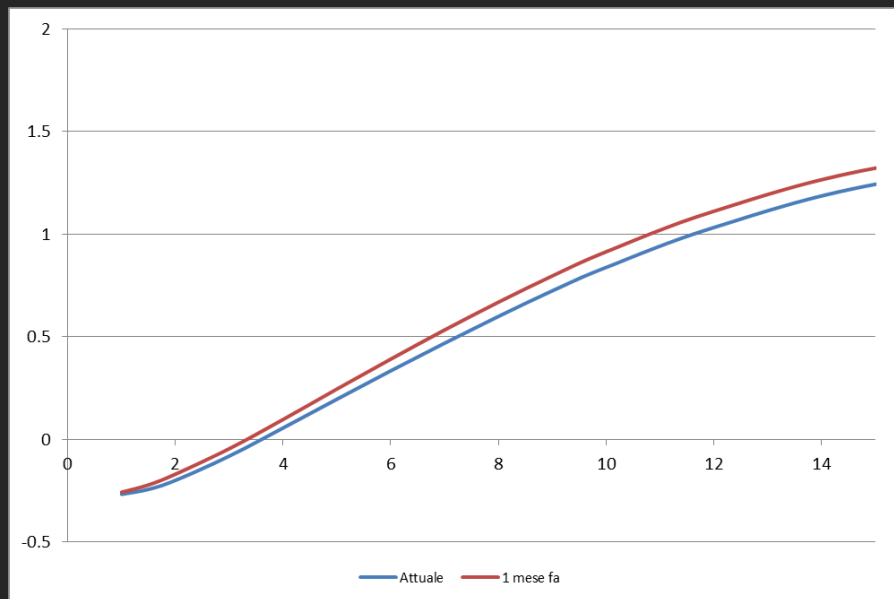
Nel comparto euro, il programma CSPP della BCE ha costituito finora un presidio importante per limitare gli spread, ancorati anche dalle maggiori aspettative di crescita. I maggiori tassi di interesse (con l'irripidimento delle curve) dovrebbero favorire la profittabilità del settore bancario. L'annuncio del prolungamento del QE da parte della BCE ha sostenuto le quotazioni e rinviato il momento in cui i bond corporate euro possono subire un generale allargamento degli spread per il venir meno del flusso periodico di acquisti da parte della banca centrale. Dato il livello corrente del tasso di rendimento medio dei corporate euro a cedola fissa (pari a 0.70), manteniamo una view moderatamente negativa. Preferiamo l'acquisto di singole emissioni a tasso variabile, o l'investimento in ETF specializzati sui floaters (es. FR0012386696) o in ETF che hanno incorporata la copertura del rischio tasso (es. IE00B6X2VY59).

Nel comparto US, l'attuale proposta di riforma fiscale favorirebbe maggiormente i bond investment grade in quanto prevede un'aliquota di tassazione del 20% (dal 35% attuale), con le spese in conto capitale interamente deducibili nell'anno dell'esborso e la deducibilità per interessi passivi limitata al 30% dell'EBITDA. I fondamentali degli emittenti sono in miglioramento per via dell'aumento dei ricavi e dei margini degli emittenti. Tuttavia, la leva è significativamente superiore rispetto alla media storica, e l'indice di copertura degli interessi è stabile nonostante i margini più elevati. Con un rendimento medio corrente pari a 3.64 e con gli spread ai minimi del ciclo, manteniamo una view moderatamente negativa sul comparto. Oltre agli strumenti a cedola fissa, suggeriamo l'acquisto di singole emissioni a cedola variabile.

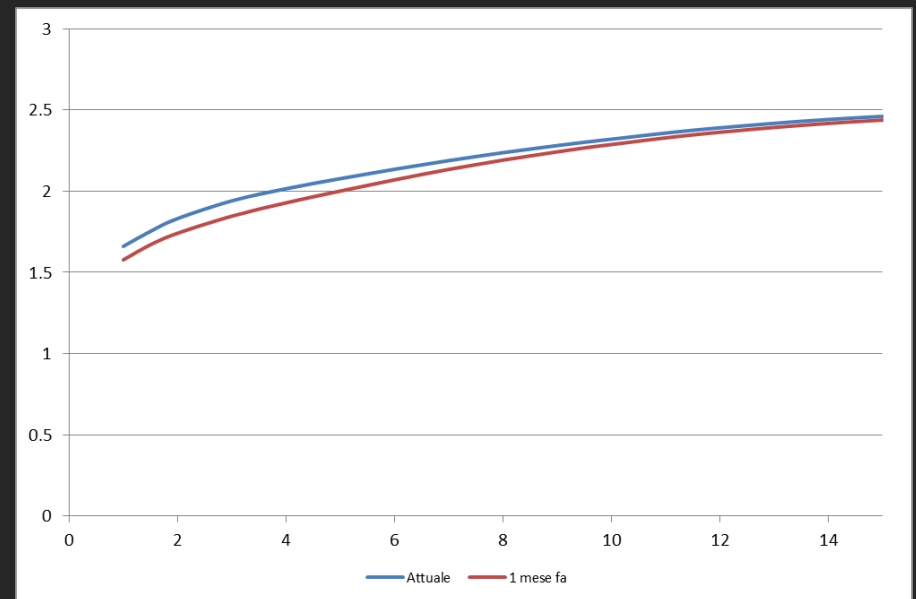


Market View: Obbligazionario

- Curva swap Euro



- Curva swap USD



Market View: Obbligazionario

- Bond paesi emergenti
- **View: Neutrale (USD e Locali)**

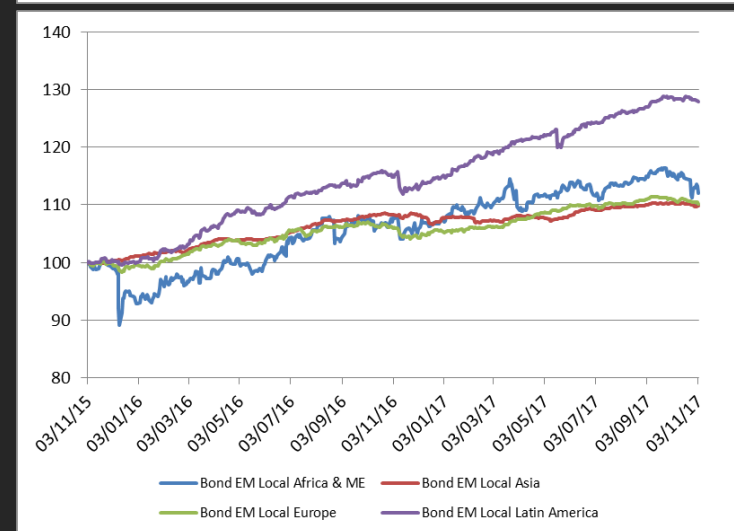
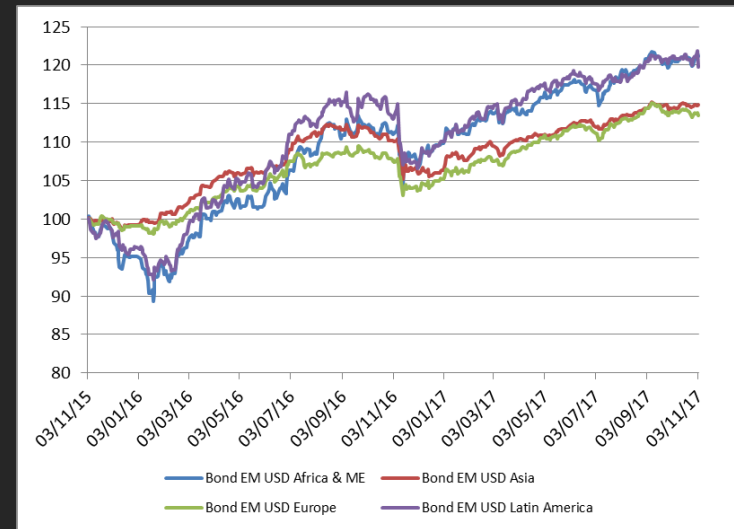
Nel corso dell'ultimo mese i bond dei paesi emergenti hanno registrato rendimenti negativi, pari a -0.4% i bond in USD e a -0.6% i bond in valuta locale (senza considerare l'effetto del cambio).

Il Venezuela ha manifestato la necessità di ristrutturare il proprio debito estero, eventualità che il mercato dava per scontata e che non impatta significativamente gli indici obbligazionari dato il peso limitato del paese.

Più in generale, i paesi emergenti stanno beneficiando di fondamentali in miglioramento. In particolare, la crescita sta risalendo, i deficit correnti delle bilance dei pagamenti stanno migliorando, e la stabilizzazione dei prezzi delle commodities sta alimentando la crescita e riducendo i rischi nei paesi esportatori di materie prime. L'impatto della politica protezionistica degli US viene in questo momento considerata come un fattore di importanza marginale, visti i dissensi all'interno del partito repubblicano.

Il ritmo dei prossimi rialzi dei tassi da parte della Fed e una nuova ondata del protezionismo di Trump potranno mettere pressione sui governi dei paesi emergenti in relazione alla gestione del deficit pubblico e del deficit commerciale, nonché sulle banche centrali in relazione all'obiettivo di stabilità dell'inflazione e della divisa locale.

I bond emergenti offrono buoni tassi di rendimento rispetto agli altri asset obbligazionari, pari rispettivamente a 5.53 per i bond USD e a 5.95 per i bond in valuta locale. Considerato che l'asset performerebbe bene se la crescita globale dovesse rallentare, manteniamo la view per entrambi i comparti a neutrale.



Market View: Obbligazionario

- Bond high yield
- **View: Moderatamente Negativa (Euro e US)**

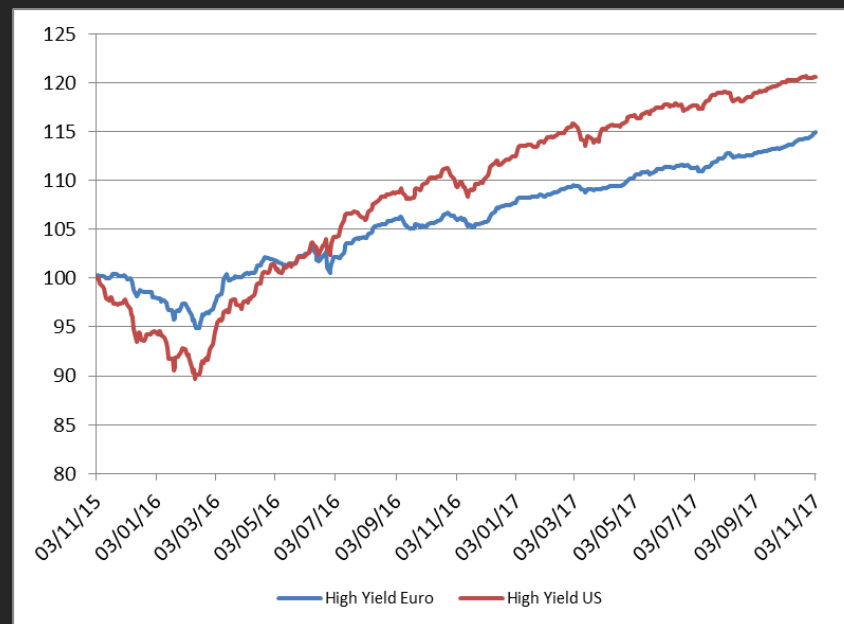
Nell'ultimo mese i bond high yield hanno proseguito la loro ascesa, con rendimenti pari a +1.3% per i bond euro e a +0.4% per i bond US.

Nel comparto euro gli spread si sono contratti soprattutto per via del prolungamento del QE da parte della BCE e dell'assenza di pressioni inflazionistiche che possono spingere in alto i tassi risk-free.

Nel comparto US, gli spread restano sostenuti da buoni fondamentali sottostanti (per il 2017 si prevede un tasso di default vicino al 2%, inferiore alla media storica), a cui si è aggiunta la probabile riforma di stimolo fiscale dell'amministrazione Trump, che spingerà nella modesima direzione ma che favorirà gli emittenti high yield in misura minore rispetto a quelli investment grade dato il limite di deducibilità degli interesse passivi. Tuttavia, anche per questo comparto si rilevano spread ai minimi con pochi margini per ulteriori contrazioni, in aggiunta ad un sovrappeso degli investitori.

Il rischio intrinseco dei bond high yield è il rischio liquidità, che enfatizza i movimenti al ribasso in caso di vendite generalizzate. Essa deriva da tre dinamiche: ammontari outstanding cresciuti molto più dei volumi scambiati, mutata composizione degli investitori con il sensibile aumento della quota detenuta da fondi con liquidità giornaliera (fondi comuni ed ETF), regolamentazione più stringente che non consente ai dealer di coprire il ruolo, assunto in passato, di compratore marginale in caso di sell-off.

I tassi di rendimento correnti sono al 2.44 per i bond in euro e al 5.91 per i bond in dollari. Visto il livello raggiunto dagli spread, ai minimi del ciclo, considerata la progressiva riduzione degli acquisti da parte della BCE, dato il posizionamento degli operatori, dato che il mercato ha già prezzato la probabile riforma fiscale di Trump, manteniamo una view moderatamente negativa su entrambi i comparti, preferendo in alternativa i bond emergenti. Sul mercato US preferiamo strumenti a breve duration, investibili anche attraverso ETF specializzati in emissioni a breve scadenza (es. IE00BCRY6003).



Market View: Materie Prime

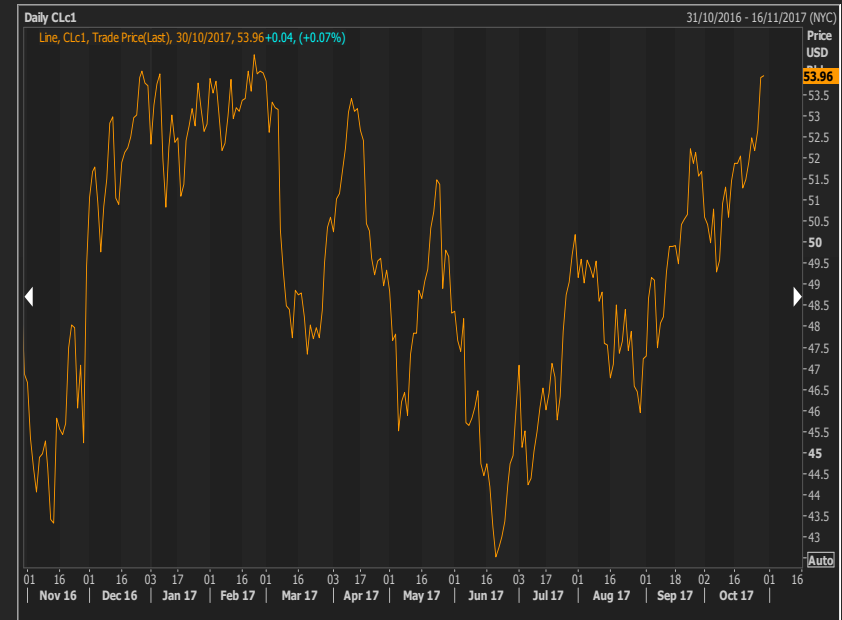
Energia

View: Moderatamente Negativa

Petrolio

Abbassiamo la view a moderatamente negativa per prendere profitto dopo il recente rally.

Area 55 USD al barile e' una resistenza grafica importante. Torneremmo positivi solo alla rottura al rialzo di tale livello.



Market View: Currencies



USD: Dopo i recenti rialzi del dollaro, assumiamo una view neutrale, con lo scopo di prendere un po' di profitto sul sovrappeso. Riteniamo probabile che il cross possa raggiungere anche 1.13-1.14 nei prossimi mesi.



CHF: View Neutrale.



GBP: View Positiva. Sopra 0.89-0.90 contro euro, assumiamo una view positiva sulla sterlina. Riteniamo che tali livelli siano dei buoni livelli su cui iniziare ad accumulare posizioni in un'ottica di lungo periodo.



NOK, SEK, DKK: Confermiamo la **view neutrale** su SEK e DKK. A 9.40 incrementeremmo l'esposizione alla Corona Norvegese. Il recente apprezzamento del petrolio potrebbe portare ad un rafforzamento della Corona nei prossimi mesi.



CAD: View Neutrale. Manteniamo la view neutrale sul cross. Diventeremmo negativi in area 1.38-1.40. Saremmo positivi sopra 1.50.



CNY: View Neutrale. Manteniamo la view neutrale sullo YUAN. Nonostante il recente deprezzamento della currency non riteniamo ci siano i presupposti per assumere una posizione lunga sul cross.



AUD: View moderatamente positiva. A 1.50 inizieremmo ad accumulare gradatamente posizioni sul dollaro Australiano. Processo di accumulazione da 1.50 a 1.60.



JPY: View Neutrale. Abbassiamo la view a neutrale sullo YEN dopo il recente apprezzamento da 135 a 131. Importanti apprezzamenti dello YEN sono al momento improbabili alla luce della politica monetaria ancora molto espansiva della BOJ.



NZD: View Positiva. Manteniamo la view positiva sul cross e procederemmo ad accumulare posizioni fino a 1.70.

Riepilogo View

	Asset	Currency	Yield	View Asset	View Divisa
Bond	Govt Euro	EUR	1.044	Moderatamente Negativa	Neutrale
	Govt Ex Euro Core	*	1.445	Moderatamente Negativa	Moderatamente Positiva
	Inflation Linked	*	2.027	Neutrale	Moderatamente Positiva
	Inflation Euro	EUR	1.052	Neutrale	Neutrale
	Inflation UK	GBP	1.870	Neutrale	Positiva
	Inflation US	USD	2.591	Neutrale	Neutrale
	Corp Euro	EUR	0.705	Moderatamente Negativa	Neutrale
	Corp US	USD	3.643	Moderatamente Negativa	Neutrale
	Bond EM USD	USD	5.532	Neutrale	Neutrale
	Bond EM Local	*	5.952	Neutrale	Neutrale
High Yield Euro	EUR	2.437	Moderatamente Negativa	Neutrale	
High Yield US	USD	5.912	Moderatamente Negativa	Neutrale	
Equity	Italy	EUR		Moderatamente Positiva	Neutrale
	Europe	*		Moderatamente Positiva	Neutrale
	US	USD		Moderatamente Negativa	Neutrale
	Japan	JPY		Moderatamente Positiva	Neutrale
	Pacific	*		Neutrale	Moderatamente Positiva
Emerging	*		Moderatamente Positiva	Neutrale	
Commodity	Commodity	USD		Moderatamente Positiva	Neutrale
	Agriculture	USD		Moderatamente Positiva	Neutrale
	Energy	USD		Moderatamente Negativa	Neutrale
	Livestock	USD		Neutrale	Neutrale
	Industrial Metals	USD		Moderatamente Positiva	Neutrale
	Precious Metals	USD		Moderatamente Positiva	Neutrale
Currency	AUD	AUD		Moderatamente Positiva	
	CAD	CAD		Neutrale	
	CHF	CHF		Neutrale	
	CNY	CNY		Neutrale	
	DKK	DKK		Neutrale	
	GBP	GBP		Positiva	
	JPY	JPY		Neutrale	
	NOK	NOK		Positiva	
	NZD	NZD		Positiva	
	SEK	SEK		Neutrale	
USD	USD		Neutrale		

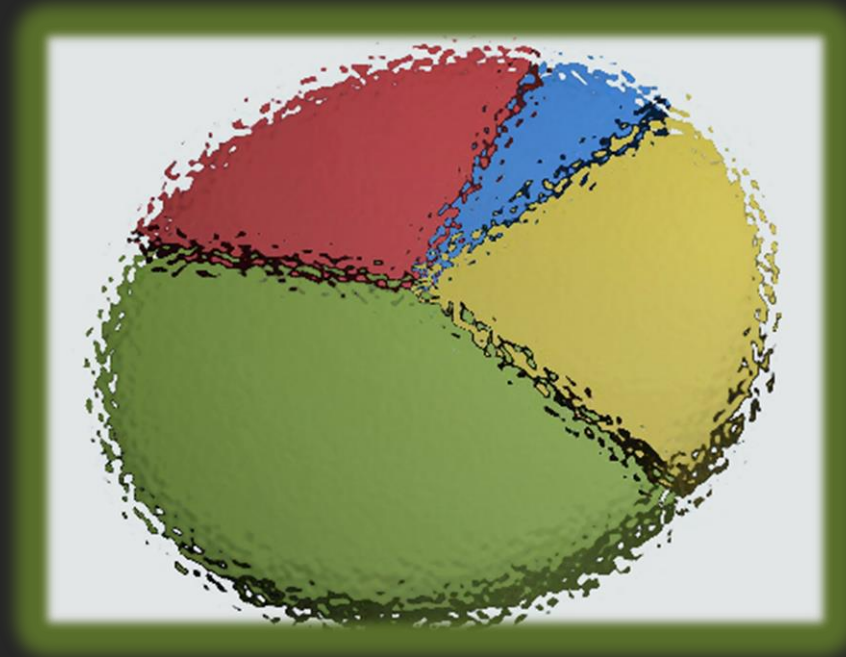
Rendimenti Storici: Obbligazionario

	Rendimento al 3/11/2017				
	1 mese	3 mesi	6 mesi	1 anno	3 anni
Govt Euro	1.3%	1.0%	1.9%	0.1%	8.8%
Govt AT	0.7%	0.4%	0.4%	-1.1%	6.5%
Govt BE	0.9%	0.9%	1.2%	-1.1%	8.6%
Govt FI	0.6%	0.7%	0.4%	-0.6%	5.5%
Govt FR	1.0%	0.7%	1.6%	-0.6%	7.7%
Govt DE	0.5%	0.5%	-0.1%	-1.3%	5.9%
Govt IT	2.5%	1.8%	4.0%	1.7%	11.5%
Govt NL	0.6%	0.5%	0.2%	-1.3%	6.5%
Govt ES	1.5%	0.6%	2.1%	0.4%	10.9%
Govt Ex Euro Core	0.3%	0.0%	0.6%	-0.6%	8.2%
Govt AU	1.9%	1.3%	1.8%	1.4%	12.9%
Govt CA	1.4%	0.4%	-1.5%	-2.6%	5.9%
Govt DK	0.5%	0.8%	0.9%	-0.6%	8.6%
Govt GB	0.7%	-0.6%	-1.0%	1.0%	18.1%
Govt JP	0.2%	0.2%	-0.1%	-1.7%	6.8%
Govt SE	1.0%	0.7%	0.4%	-1.6%	6.0%
Govt US	0.1%	-0.1%	1.1%	-0.6%	5.8%
Inflation Linked	0.8%	0.7%	0.1%	0.2%	14.4%
Inflation Euro	1.7%	1.3%	2.3%	2.4%	7.6%
Inflation UK	0.6%	0.4%	-3.2%	-2.2%	32.9%
Inflation US	0.5%	0.6%	0.9%	0.3%	4.6%
Corp Euro	0.9%	0.9%	1.7%	1.8%	7.1%
Corp US	0.4%	0.7%	3.3%	3.8%	13.5%
Bond EM USD	-0.4%	0.8%	2.4%	5.6%	17.2%
Bond EM Local	-0.6%	0.3%	2.5%	4.2%	20.6%
High Yield Euro	1.3%	2.0%	4.1%	8.4%	19.6%
High Yield US	0.4%	1.3%	3.3%	10.1%	18.1%

Rendimenti Storici: Altre Attività

	Rendimento al 3/11/2017				
	1 mese	3 mesi	6 mesi	1 anno	3 anni
Italy	0.9%	5.8%	9.9%	36.2%	12.3%
Europe	1.4%	4.6%	1.8%	19.2%	17.2%
US	2.0%	4.4%	8.3%	23.9%	27.8%
Japan	6.7%	9.6%	15.0%	29.7%	29.6%
Pacific	1.9%	-0.1%	5.0%	15.8%	-0.2%
Emerging	2.7%	5.3%	14.2%	27.3%	11.5%
EM Africa & ME	0.9%	0.6%	3.2%	13.4%	-12.8%
EM Asia	4.8%	7.2%	18.3%	33.2%	24.3%
EM Europe	-0.6%	6.9%	5.7%	22.5%	-1.4%
EM Latin America	-7.3%	-0.3%	4.9%	12.5%	-10.7%
Commodity	5.2%	8.3%	10.3%	11.1%	-26.9%
Agriculture	0.7%	-3.9%	-5.8%	-12.4%	-21.0%
Energy	8.4%	13.6%	14.6%	15.8%	-46.1%
Livestock	8.4%	8.0%	4.3%	33.1%	-11.8%
Industrial Metals	4.3%	11.7%	20.6%	29.3%	3.5%
Precious Metals	0.4%	0.4%	2.2%	-3.0%	4.5%
Real Estate	1.6%	0.6%	4.4%	9.8%	6.7%
AUD	-1.1%	-1.7%	-3.7%	-4.9%	-5.9%
CAD	-0.9%	0.5%	0.8%	0.1%	-4.4%
CHF	-1.5%	-1.0%	-6.9%	-7.0%	3.8%
CNY	1.6%	4.0%	-2.1%	-2.4%	-0.5%
DKK	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
GBP	-0.2%	1.7%	-4.8%	0.2%	-12.1%
JPY	-0.1%	-1.5%	-7.7%	-13.8%	6.0%
NOK	-1.3%	-1.3%	-1.0%	-4.7%	-10.9%
NZD	-2.3%	-5.0%	-6.1%	-9.9%	-4.3%
SEK	-2.5%	-1.9%	-1.8%	1.1%	-5.7%
USD	1.2%	2.3%	-6.1%	-4.5%	7.5%

PORTAFOGLI CONSIGLIATI



Il modello di Asset Allocation

Portafogli neutrali

Prima ottimizzazione con costruzione della frontiera efficiente neutrale e selezione dei portafogli di riposo



Applicazione delle view

Incorporazione degli input di forecasting con relativo shift dei pesi neutrali



Portafogli finali

Ottimizzazione finale con selezione dei portafogli ottimi

Il modello di Asset Allocation

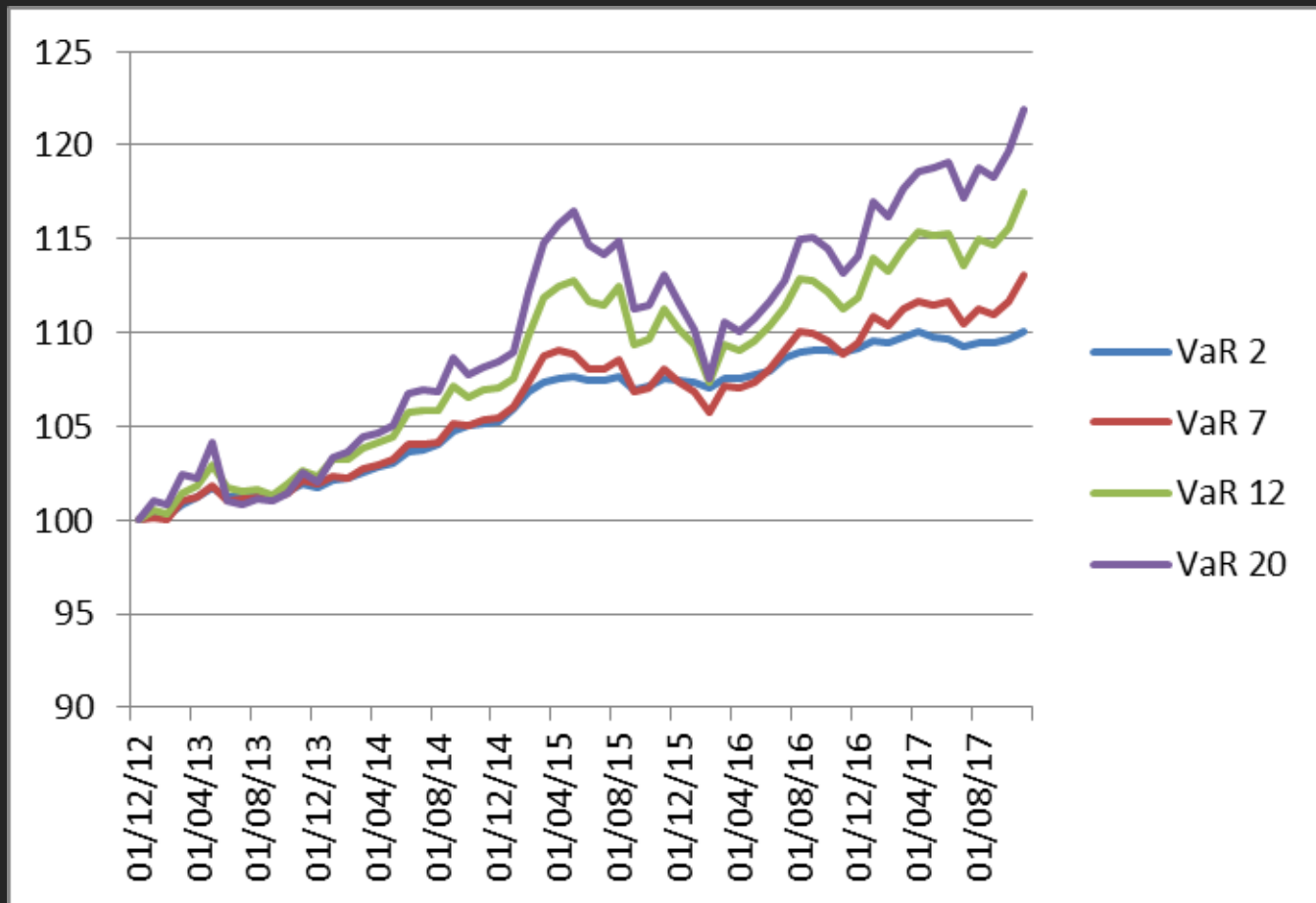
- Lo scopo dell'ottimizzazione è individuare dei portafogli in grado di ottenere i migliori rendimenti rimanendo coerenti con le specifiche di rischio concordate con l'investitore
- Il modello di asset allocation implementato da Zeygos mira a conseguire i seguenti obiettivi:
 - Risultati non “controintuitivi”
 - Massima enfasi sul rischio complessivo del portafoglio (concetto di gestione risk driven)
 - Rispetto delle view elaborate dagli analisti di Zeygos, prevedendo un certo grado di aggressività laddove si presentino le opportunità di ottenere sharpe ratio interessanti
 - Possibilità di imporre una vasta serie di vincoli che rendono l'ottimizzazione adattabile a qualsiasi tipo di investitore tradizionale (ad es. limitare il contributo al rischio di singoli asset o di porzioni di portafoglio, limitare il turnover del portafoglio, ...)
- Le view modificano i pesi neutrali non in base a shift di peso standardizzati (es. +/- 5%), ma rispetto al **contributo al rischio** dei singoli asset
 - Una view di +2 comporterà, mediamente, un aumento di peso inferiore per un'asset che contribuisce maggiormente al rischio di portafoglio (es. Azioni Italia) rispetto ad un'altra che vi contribuisce in minor misura (es. Bond Governativi 1-3 anni)
- I portafogli neutrali **non sono statici** come i benchmark tradizionali, ma variano in funzione della variazione delle volatilità e delle correlazioni degli asset nel tempo
 - A parità di risk budget, aumenti generalizzati di volatilità e correlazioni comportano un minor peso degli asset più rischiosi
- Il modello favorisce la gestione con ottica **total return**, in quanto consente di agire su diverse leve per aumentare o azzerare il rischio a seconda dello scenario di mercato

Portafogli Consigliati

Portafogli Consigliati – November 2017

Asset	View Asset	View Divisa	VaR 2	VaR 7	VaR 12	VaR 20
<i>Cash</i>			74.6%	31.6%	21.8%	2.9%
<i>Bond</i>			20.0%	25.3%	25.6%	34.9%
<i>Govt Euro</i>	Moderatamente Negativa	Neutrale	9.3%	17.5%	15.1%	21.3%
<i>Govt Ex Euro Core</i>	Moderatamente Negativa	Moderatamente Positiva	5.2%	0.0%	0.0%	0.0%
<i>Inflation Linked</i>	Neutrale	Moderatamente Positiva	2.1%	0.6%	0.7%	1.2%
<i>Corp Euro</i>	Moderatamente Negativa	Neutrale	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
<i>Corp US</i>	Moderatamente Negativa	Neutrale	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<i>Bond EM USD</i>	Neutrale	Neutrale	0.0%	2.3%	3.1%	3.9%
<i>Bond EM Local</i>	Neutrale	Neutrale	1.6%	3.5%	4.6%	5.8%
<i>High Yield Euro</i>	Moderatamente Negativa	Neutrale	0.6%	0.8%	1.2%	1.5%
<i>High Yield US</i>	Moderatamente Negativa	Neutrale	0.5%	0.7%	0.9%	1.2%
<i>Equity</i>			2.9%	17.8%	26.0%	34.7%
<i>Italy</i>	Moderatamente Positiva	Neutrale	1.0%	3.8%	5.5%	8.3%
<i>Europe</i>	Moderatamente Positiva	Neutrale	0.3%	3.5%	4.5%	6.4%
<i>US</i>	Moderatamente Negativa	Neutrale	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<i>Japan</i>	Moderatamente Positiva	Neutrale	1.0%	4.3%	7.5%	8.9%
<i>Pacific</i>	Neutrale	Moderatamente Positiva	0.0%	1.7%	2.3%	2.1%
<i>Emerging</i>	Moderatamente Positiva	Neutrale	0.6%	4.4%	6.2%	9.1%
<i>Commodity</i>	Moderatamente Positiva	Neutrale	0.0%	4.0%	4.8%	5.7%
<i>Real Estate</i>		Neutrale	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<i>Total Return</i>	Neutrale	Neutrale	2.6%	21.3%	21.8%	21.9%

Portafogli consigliati: andamento storico



I rendimenti degli asset obbligazionari sono approssimati dagli indici JP Morgan, i rendimenti degli asset azionari dagli indici MSCI. Il rendimento del cash è ipotizzato uguale ad un tasso medio su depositi vincolati a breve termine delle banche italiane.

Portafogli consigliati: andamento storico

Statistica	VaR 2	VaR 7	VaR 12	VaR 20
Rendimento dall'Avvio (Dicembre 2012)	10.05%	13.08%	17.53%	21.86%
Rendimento Annualizzato	1.97%	2.53%	3.34%	4.10%
Deviazione Standard Annualizzata	1.00%	2.18%	3.27%	4.44%
Indice di Sharpe (Risk Free = 1%)	0.97	0.70	0.72	0.70

Portafogli consigliati: andamento storico

Periodo	VaR 2	VaR 7	VaR 12	VaR 20
10/12/12				
14/01/13	0.21%	0.14%	0.48%	1.05%
11/02/13	0.02%	-0.08%	-0.19%	-0.23%
11/03/13	0.63%	0.95%	1.09%	1.58%
08/04/13	0.33%	0.18%	0.42%	-0.15%
06/05/13	0.52%	0.60%	1.11%	1.89%
10/06/13	-0.50%	-0.74%	-1.20%	-3.06%
08/07/13	0.03%	0.05%	-0.21%	-0.19%
05/08/13	0.05%	0.11%	0.11%	0.30%
09/09/13	-0.03%	-0.01%	-0.27%	-0.12%
07/10/13	0.24%	0.27%	0.55%	0.48%
11/11/13	0.43%	0.64%	0.74%	1.05%
06/12/13	-0.20%	-0.19%	-0.30%	-0.48%
10/01/14	0.35%	0.40%	0.87%	1.26%
10/02/14	0.16%	-0.08%	-0.03%	0.29%
11/03/14	0.30%	0.43%	0.61%	0.77%
08/04/14	0.24%	0.23%	0.27%	0.26%
09/05/14	0.25%	0.27%	0.33%	0.35%
09/06/14	0.57%	0.82%	1.29%	1.63%
07/07/14	0.05%	-0.04%	0.03%	0.16%
12/08/14	0.36%	0.15%	0.01%	-0.09%
09/09/14	0.60%	0.89%	1.21%	1.69%
06/10/14	0.33%	-0.09%	-0.52%	-0.87%
07/11/14	0.11%	0.31%	0.40%	0.44%
09/12/14	0.09%	0.10%	0.05%	0.28%
12/01/15	0.71%	0.54%	0.51%	0.47%
12/02/15	0.81%	1.30%	2.18%	2.92%
10/03/15	0.49%	1.23%	1.81%	2.29%
06/04/15	0.18%	0.29%	0.53%	0.93%
11/05/15	0.10%	-0.13%	0.29%	0.61%
08/06/15	-0.25%	-0.81%	-1.03%	-1.61%
06/07/15	0.07%	0.01%	-0.16%	-0.38%
07/08/15	0.14%	0.53%	0.90%	0.62%
11/09/15	-0.61%	-1.58%	-2.75%	-3.19%
05/10/15	0.12%	0.19%	0.26%	0.19%
10/11/15	0.41%	0.89%	1.43%	1.48%
10/12/15	-0.05%	-0.65%	-0.92%	-1.38%
08/01/16	-0.08%	-0.41%	-0.75%	-1.23%

Periodo	VaR 2	VaR 7	VaR 12	VaR 20
08/02/16	-0.28%	-1.07%	-1.82%	-2.42%
07/03/16	0.41%	1.32%	1.87%	2.81%
06/04/16	0.00%	-0.07%	-0.30%	-0.38%
10/05/16	0.20%	0.28%	0.45%	0.63%
03/06/16	0.18%	0.66%	0.72%	0.77%
07/07/16	0.69%	0.95%	0.97%	0.99%
05/08/16	0.28%	0.92%	1.28%	1.96%
02/09/16	0.05%	-0.10%	-0.05%	0.12%
07/10/16	-0.03%	-0.40%	-0.56%	-0.56%
04/11/16	-0.02%	-0.66%	-0.75%	-1.09%
05/12/16	0.16%	0.57%	0.49%	0.75%
06/01/17	0.34%	1.26%	1.87%	2.57%
03/02/17	-0.10%	-0.39%	-0.63%	-0.67%
03/03/17	0.27%	0.83%	1.13%	1.30%
07/04/17	0.27%	0.33%	0.73%	0.72%
05/05/17	-0.27%	-0.16%	-0.17%	0.20%
02/06/17	-0.03%	0.14%	0.15%	0.26%
07/07/17	-0.37%	-1.11%	-1.52%	-1.66%
04/08/17	0.19%	0.75%	1.22%	1.38%
01/09/17	-0.03%	-0.27%	-0.28%	-0.41%
06/10/17	0.14%	0.61%	0.83%	1.22%
03/11/17	0.39%	1.31%	1.68%	1.79%