

SCENARI E TENDENZE

Sommario

I. Scenario globale

1. Statistiche e analisi dei rendimenti degli asset
2. Inquadramento ciclico
3. Economia

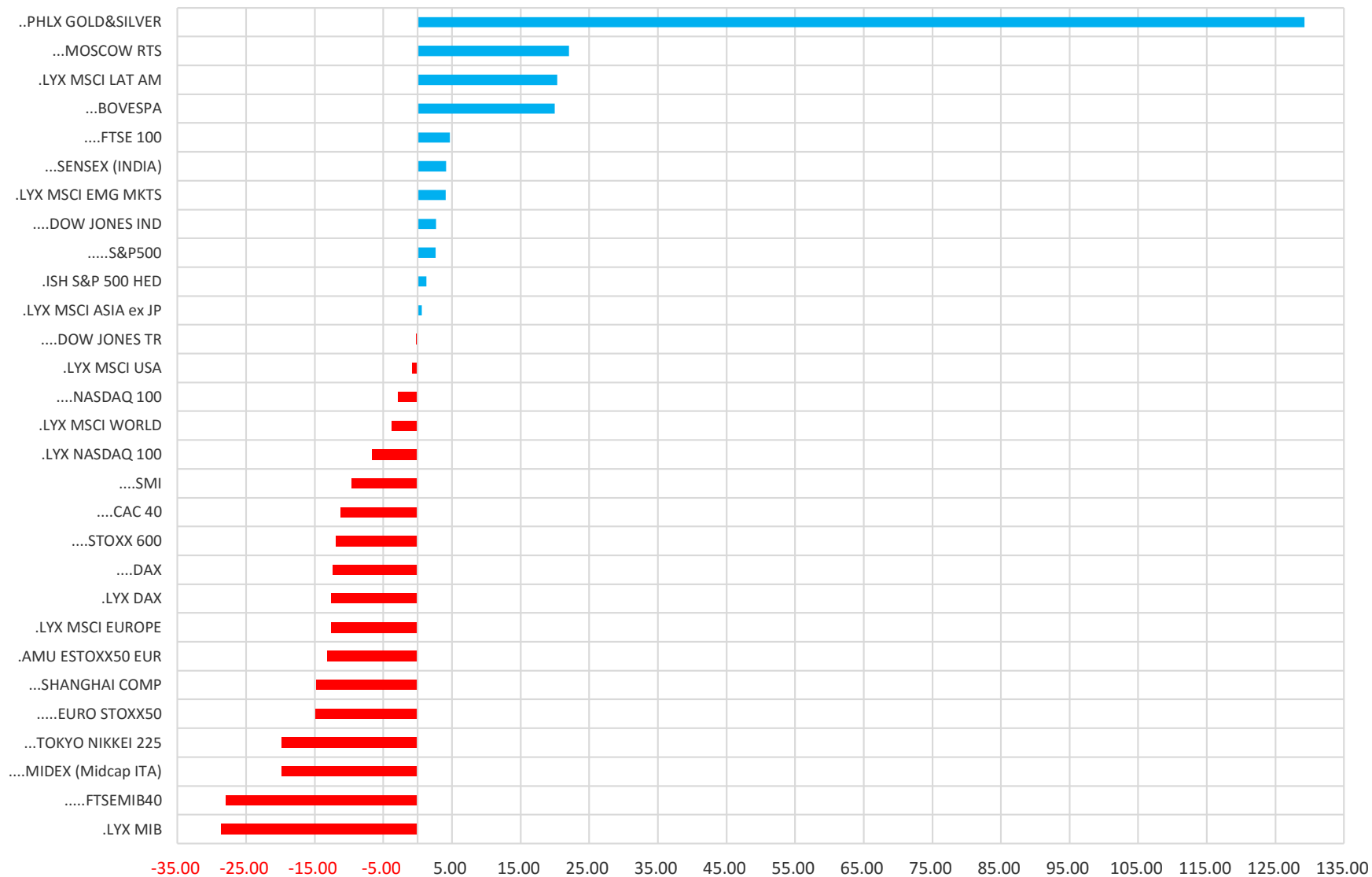
II. Applicazione pratica

1. Portafogli Modello: performance e analisi
2. Italia: situazione e proiezioni
3. Leva, S&P500, Dollaro, spread EUROPA/USA, spread Bancari/ES50, Biotech

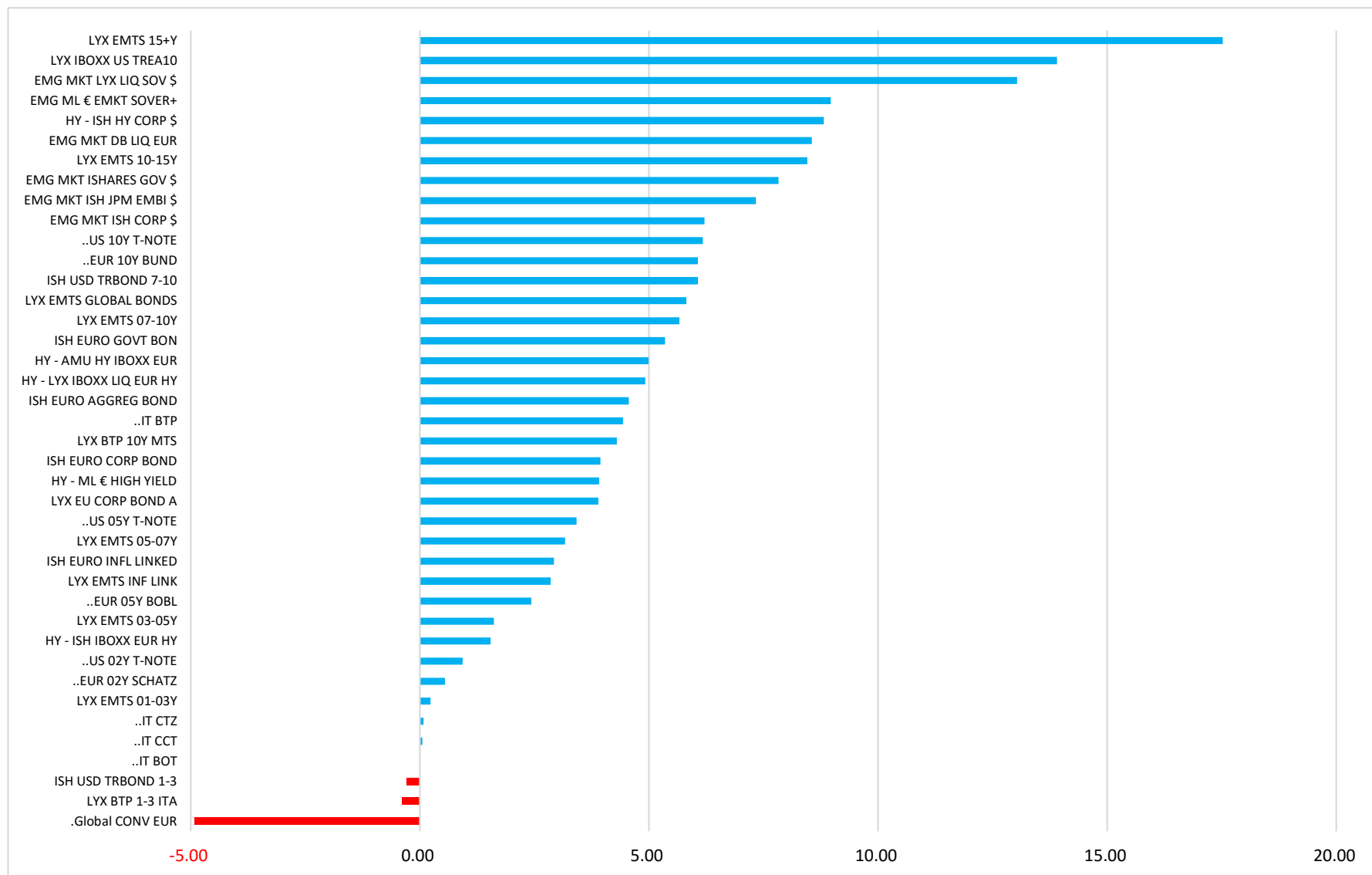
Appendici

- A. Tavole di rating automatico
- B. Commodities
- C. I titoli del MIB

Statistiche 2016 – Mercati azionari



Statistiche 2016 – Mercati obbligazionari



Statistiche 2016 – Commodities

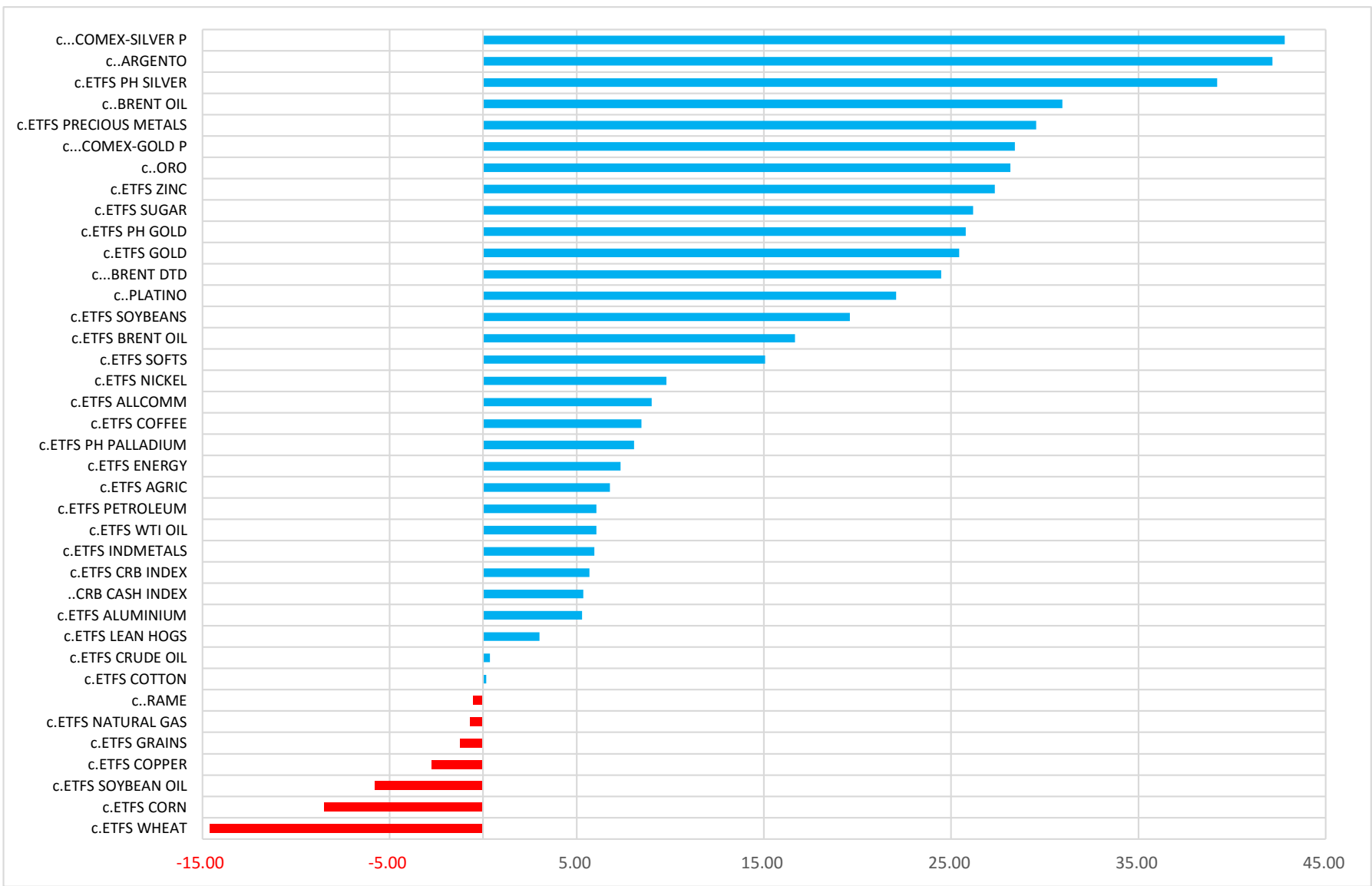


Tabella dei rendimenti degli assets – 1999-2016 – dati al 30/06

	Eurobond	Equity	HF	Cash	Oro	Infl EU
2016	5.7%	-2.0%	-1.0%	0.0%	23.2%	0.0%
2015	1.5%	8.3%	0.3%	0.1%	-2.1%	0.2%
2014	13.2%	17.2%	2.9%	0.1%	13.0%	0.8%
2013	1.9%	18.7%	11.1%	0.4%	-30.6%	1.4%
2012	10.8%	11.4%	8.3%	1.3%	2.9%	2.5%
2011	1.0%	-4.5%	-5.5%	1.2%	14.2%	2.7%
2010	0.9%	17.2%	2.7%	0.5%	38.4%	1.6%
2009	4.0%	23.0%	11.1%	0.8%	22.1%	0.3%
2008	9.2%	-39.1%	-36.1%	4.1%	9.1%	3.3%
2007	1.5%	-3.4%	9.4%	4.0%	22.2%	2.1%
2006	-0.4%	5.5%	13.2%	2.9%	23.5%	2.2%
2005	4.7%	23.9%	5.7%	2.1%	17.6%	2.2%
2004	8.0%	4.7%	3.3%	2.1%	5.4%	2.1%
2003	4.0%	8.8%	8.7%	2.4%	19.4%	2.1%
2002	9.5%	-33.0%	6.1%	3.4%	24.8%	2.2%
2001	6.3%	-13.4%	12.5%	4.4%	2.5%	2.4%
2000	7.0%	-8.2%	13.2%	4.3%	-5.6%	2.7%
1999	-2.9%	0.3%	9.9%	2.9%	0.0%	2.1%
MEDIA	4.76%	1.98%	4.20%	2.06%	11.11%	1.83%
STD%	4.29%	17.50%	11.35%	1.57%	15.52%	
Sharpe	1.11	0.11	0.37	1.31	0.72	

L'asset più efficiente, cash a parte, si sono rivelati i bonds (Sharpe Ratio 1.11), che tuttavia dal 2010 hanno avuto solo due anni veramente buoni; al secondo posto, nonostante il calo degli ultimi anni, l'Oro.

Chi ha investito in cash (brevissimo termine) negli ultimi 16 anni ha appena coperto le perdite di valore dovute all'inflazione. Dal 2010 in poi, ha solo perso potere di acquisto.

Tabella dei rendimenti composti degli assets (in EUR) – 1999-2016

	Eurobond	Equity	HF	Cash	Oro	Infl EU
2016	227.9	106.2	184.7	144.1	552.5	138.4
2015	215.6	108.3	186.6	144.1	448.5	138.4
2014	212.5	100.0	186.1	143.9	458.2	138.2
2013	187.8	85.3	180.9	143.7	405.6	137.1
2012	184.3	71.9	162.8	143.2	584.4	135.2
2011	166.3	64.5	150.4	141.3	568.1	131.9
2010	164.7	67.5	159.1	139.6	497.6	128.4
2009	163.2	57.6	155.0	139.0	359.5	126.4
2008	156.9	46.9	139.5	137.8	294.3	126.0
2007	143.7	76.9	218.1	132.4	269.8	122.0
2006	141.6	79.6	199.3	127.2	220.7	119.5
2005	142.1	75.5	176.1	123.6	178.7	116.9
2004	135.7	60.9	166.6	121.1	152.0	114.4
2003	125.6	58.1	161.3	118.6	144.1	112.0
2002	120.8	53.4	148.4	115.8	120.7	109.7
2001	110.4	79.8	139.9	112.1	96.8	107.4
2000	103.9	92.1	124.3	107.3	94.4	104.9
1999	97.1	100.3	109.9	102.9	100.0	102.1
1998	100	100	100	100	100	100
REALE	77.15	-30.11	48.14	5.67	310.02	
RMAnn%	4.29	-1.67	2.67	0.32	17.22	
Sharpe	1.00	-0.10	0.24	0.20	1.11	

L'investimento che ha reso di più negli ultimi 17 anni è di gran lunga l'Oro. Seguono i Bonds. Le borse sono le ultime, con un rendimento medio annuo reale di quasi -2%.

Scenario globale

Il nostro lavoro è fondato sull'assunto di base che i mercati non possono essere previsti, bensì possono essere compresi nel loro fluire e nel divenire dei rispettivi flussi di profittabilità.

Questo Report è diviso in due parti:

- La prima parte è incentrata sull'inquadramento dello scenario economico e ciclico in relazione alla situazione attuale, attraverso una profonda analisi dei possibili sviluppi derivanti dall'applicazione della nostra teoria.
- La seconda parte riguarda invece l'applicazione pratica dei nostri modelli, i quali trovano la loro miglior definizione nei Portafogli Modello e nei segnali che questi ultimi generano, al fine di comprendere le dinamiche di mercato e per poter rispettare, tramite il controllo del rischio e lo sfruttamento delle opportunità che di volta in volta si presentano all'interno dell'operatività pratica, il quadro che si mostra ai nostri occhi in questo inizio del 3° Trimestre 2016.

E' un quadro quanto mai complesso: le economie e i mercati appaiono divisi in tronconi molto diversi che si muovono con logiche differenti, generando opportunità e rischi in modo profondamente asimmetrico.

La prima asimmetria riguarda le aree geografiche dei mercati azionari con gli USA che, pur non riuscendo a raggiungere nuovi massimi da oltre un anno, si trovano comunque a una distanza relativamente bassa dai massimi storici registrati a inizio 2015. Il secondo troncone riguarda mercati emergenti, LatAm e BRIC, i quali sembrano beneficiare della storica correlazione con le Commodities e appaiono inseriti all'interno di una fase di emersione da un lunghissimo periodo di sottoperformance. Il terzo troncone è rappresentato dall'Europa, che chiaramente in questo contesto appare come l'anello debole di tutta la catena, risultando tra i più esposti all'area attualmente più fragile, ovvero il settore finanziario.

Si riscontrano asimmetrie significative anche all'interno degli stessi mercati: la più evidente è relativa proprio al mercato europeo, dove i settori finanziari sono pesantissimi (soprattutto il bancario), mentre anticiclici e difensivi (healthcare, home products) continuano a mantenersi in un trend di lungo periodo positivo, sebbene molto rallentato.

L'apice di queste asimmetrie è forse l'indice italiano, il MIB, all'interno del quale (come ben visibile nei charts della nostra APPENDICE C – I TITOLI DEL MIB) vi sono gruppi di titoli che non sembrano nemmeno appartenere allo stesso insieme omogeneo → es.: SNAM e Terna da un lato, molte banche dall'altro.

Il risultato è che il trend dell'indice di fatto è solo una media che non rappresenta né la parte positiva, né quella negativa.

Scenario globale

Tali asimmetrie coinvolgono inevitabilmente un segmento molto importante come il reddito fisso. I Bonds Governativi hanno drenato qualunque tipo di valore dalle rispettive quotazioni e restano sostenuti soltanto da una serie di fattori importanti ma fortemente contingenti, tra cui il supporto delle banche centrali e la necessità da parte delle grandi istituzioni di avere in portafoglio questi strumenti come difesa ultima in una fase di grande incertezza. E' difficile dire fino a quando il lavoro di riassorbimento del vecchio debito da parte delle Banche Centrali verrà portato avanti.

Negli scorsi mesi abbiamo ampiamente indicato come la necessità di rendimento cedolare abbia spostato l'attenzione degli investitori su altre classi di asset con rendimenti maggiori, tra cui HY e bond dei mercati emergenti.

Questo stato di cose è destinato a durare e potrebbe essere messo in discussione solo da una profonda crisi in grado di portare ad una recessione globale (la quale impatterebbe sul rischio di credito) o da un ritorno dei tassi di interesse dei bond governativi a livelli più ragionevoli di rendimento (cosa attualmente imprevedibile nei tempi).

Nel 2016 il maggiore beneficiario dello scenario attuale è stato l'Oro, che oltre a essere uno degli asset più performanti dell'anno, inizia ad essere visto come assicurazione e valvola di depressurizzazione di una situazione tutt'altro che chiara del sistema finanziario.

La nostra analisi dimostrerà che per quanto riguarda l'economia è assolutamente fuorviante parlare di inizio di nuovo ciclo, in quanto il ciclo dell'economia leader, gli Stati Uniti, è in una fase profondamente matura, mentre l'economia europea è in uno stato di Contrazione ed è vicina alla possibilità di cadere in una Recessione, da cui la separa solo il dato sull'occupazione.

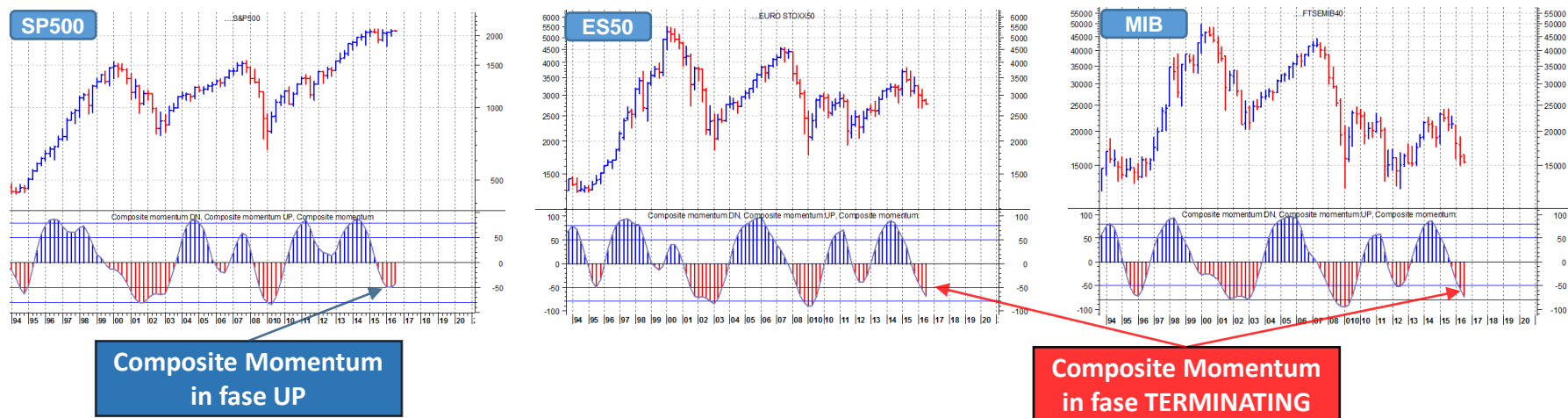
L'assunto di base che tratteremo a livello di scenario in questo report è che vi sono due possibilità:

1. La prima è che le politiche della BCE riescano a risollevare la parte più debole del mercato, ovvero il settore finanziario e bancario europeo, portando ad un recupero di forza dell'Europa e dei mercati azionari.
2. La seconda è che lo stato di negatività dell'economia europea contagi anche l'economia americana, provocando una frenata di quest'ultima che si tradurrebbe molto probabilmente in una fase di recessione globale.

Scenario globale

La prima ipotesi si rifletterebbe sui mercati azionari attraverso una fase di accumulazione, descritta da un ampio trading range e dalla successiva rottura delle principali aree di resistenza: S&P500 2115/2135 – ES50 3115/3300 – DAX 10300/10500 – FTSEMIB 19000/20000.

Il movimento correttivo iniziato nel 2015 richiede tempo per essere metabolizzato, per cui è più probabile aspettarsi un'iniziale fase di consolidamento sui livelli attuali piuttosto che una ripresa a V ed immediata accelerazione del mercato. Tale consolidamento troverebbe uno sbocco al rialzo in corrispondenza del recupero del Composite Momentum Trimestrale, attualmente in fase di flesso rialzista sugli USA ma ancora improntato al ribasso su tutti gli indici europei.



La seconda ipotesi è invece assimilabile ad un aggravamento della questione europea, tale da trascinare l'economia in una recessione globale ed i mercati azionari verso un Bear Market. Un primo segnale di conferma di tale scenario verrebbe dato dalla performance delle principali aree di supporto, che su gran parte degli indici corrispondono ai minimi del mese di Giugno: S&P500 2025/1990 – ES50 2700/2650 – DAX 9225/9200 – FTSEMIB 15330/15000.

L'instabilità dei mercati si rifletterebbe sull'Oro, il cui rapporto rispetto alle principali classi di asset ha spesso agito come indicatore di RISK OFF/RISK ON del mercato: un calo delle borse accompagnato dal proseguimento del rialzo dell'Oro rappresenterebbe un campanello d'allarme da non trascurare.

Scenario globale a 3-6 mesi – Economia e tassi di interesse

SCENARIO GLOBALE - Luglio 2016

Situazione attuale		RALLENTAMENTO GLOBALE			
Scenari possibili		Riaccelerazione	Crescita bassa o stagnante	Ricaduta in recessione	Crisi globale
Probabilità a 6m		Europa 10% - USA 30%	Europa 60% - USA 50%	Europa 25% - USA 15%	5%
Fattore scatenante		Allentamento sui problemi dei debiti pubblici e ripresa della fiducia al consumo	Persistente stato di crisi latente sui debiti pubblici, consumi e occupazione stagnanti	Crollo dei consumi di beni durevoli con contrazione globale degli utili - Problemi ai debiti pubblici - Deleveraging forzato	Crisi dei debiti pubblici occidentali e del sistema monetario globale, avvistamento dei consumi e crisi sociali
ECONOMIA	Precedenti storici di raffronto	1927-1929, 1986-1987, 1999-2000, 2006-2007 - NB: tutte fasi speculative seguite da sgonfiamenti violenti	Giappone dal '90 ad oggi	USA 1972-1974, EMG 1997-1998, Mondo 2001-2002	Depressione USA 1929 - Big Bear Market '72-'74 - Crisi finanziaria 2008
	Output	Accantonamento momentaneo dei problemi del debito pubblico, accelerazione della ripresa e dei consumi	Le problematiche dei debiti pubblici e le tensioni su commercio, commodities, valute assorbono energie e risorse	La frenata economica viene percepita in ritardo da governi e banche centrali - I tassi zero non sono più un rimedio	Revisione forzata di schemi e scale di valori sociali e etiche, pulsione verso un Nuovo Ordine Globale.
Segnali di conferma		Rialzo delle borse con volumi in aumento (speculazione), tassi a lungo e breve in salita specie in USA	PIL dei mercati occidentali in costante revisione al ribasso e vicini allo 0, PIL di EM+ASIA in rallentamento	Rottura di 2000 S&P, 9000 DAX ecc, crollo dei consumi, crollo degli high yield, Oro sopra 1400	Borse in crollo verticale, volatilità sulle valute, Oro alle stelle. Crisi a livello di società e governi, moti popolari di piazza.
Barometro		Stabile sopra +5	Stabile nella fascia +/-5	In calo fino a sotto -10	In stallo sui livelli attuali, poi in calo verticale fino a sotto la seconda Standard Deviation (tra -10 e -12)
Fiducia dei consumatori		In costante salita, verso 105-110 negli USA e in EU	Stabile tra 90 e 100 negli USA e tra 100 e 105 in EU	In calo sotto 90 negli USA e sotto 100 in EU	In caduta sotto 80 negli USA e sotto 90 in EU
SCENARIO MACRO	Occupazione	In costante ripresa ovunque	Piccole variazioni	Disoccupazione sopra 10.5% in EU e sopra 5.0% negli USA	Impennata della disoccupazione
	Tassi a breve	In salita	Tassi zero/negativi in EU, stabili negli USA	Tassi in ulteriore calo in EU, ripristino del QE in USA	Scenario incerto - Forti tensioni
	Tassi a lungo	In salita	In graduale e costante calo, fino all'appiattimento totale della curva (tassi a lungo = tassi a breve)	Verso 0 quasi ovunque nei paesi occidentali	Stabili a 0 o sotto nei paesi forti, in impennata (risk off) altrove

Scenario globale a 3-6 mesi – Mercati finanziari

SCENARIO GLOBALE Luglio 2016	Accelerazione della ripresa globale	Crescita bassa o stagnante	Ricaduta in recessione	Crisi globale
EURO Equities	Riemersione violenta dei settori finanziari e ad alto beta (banche)	Switch fuori dai titoli CICLICI e GROWTH, verso ANTICICLICI (ALIMENTARI e FARMA) e VALUE (high dividend)	Fase di distribuzione a massimi decrescenti simile al 2001 e alla 2a metà 2007-inizio 2008, poi in caduta	In caduta sotto ai minimi 2016
EURO Bonds	In calo - Duration ai minimi	Stazionari	Duration ai massimi sui bonds governativi forti	Scenario incerto - Forti tensioni
US Equities	In rafforzamento i settori GROWTH (Tecnologia) e CICLICI (Industriali)	Switch fuori dai titoli CICLICI e GROWTH, verso ANTICICLICI (ALIMENTARI e FARMA) e VALUE	Fase di distribuzione a massimi decrescenti simile al 2001 e alla 2a metà 2007-inizio 2008, poi in caduta	In caduta sotto ai minimi 2016
US Bonds	In calo - Duration ai minimi	Duration ai massimi	Duration ai massimi	Scenario incerto - Forti tensioni
EM-ASIA Equites	UP - Bolle speculative sui mercati piu' forti (CINA) e su quelli meno liquidi	In generale e costante rafforzamento rispetto alle borse USA e EU	In calo, ma meno pronunciato che sui mercati occidentali	In calo, ma meno pronunciato che sui mercati occidentali
EM-ASIA Bonds	Duration corta - Beneficiano di un probabile rafforzamento delle valute EMG e ASIA contro USD e EUR	In salita - Beneficiano anche di un probabile rafforzamento delle valute EMG e ASIA contro USD e EUR	In salita - Beneficiano anche di un probabile rafforzamento delle valute EMG e ASIA contro USD e EUR	Scenario incerto - Forti tensioni
MERCATI GLOBALI CRB Index (commodities)	In rialzo	Movimenti molto selettivi da gruppo a gruppo - Favoriti Metalli e Softs	In calo	In caduta
Petrolio	In ripresa dai minimi	Stabile in fascia bassa (60-40 USD)	Verso 40-30 USD	In caduta sotto i 30 USD
Oro	Stabile nel range 1350-1200	Verso 1400 USD (non competitività degli high quality bonds)	In forte salita (ruolo di hard currency)	In impennata
EURO/USD	In calo sotto 1.05	In trading range 1.15-1.05	In trading range 1.15-1.05	Scenario incerto - Forti tensioni - Probabile rafforzamento del USD
Strategia azionaria	BUY-ON-DIPS - OVERWEIGHT EMG, settori ad alto Beta, small cap	OVERWEIGHT EMG, ASIA, settori anticiclici ad alto rendimento	SELL-ON-PEAKS	SHORT
Strategia fixed income	cash o proxy (es.: CTZ), High Yield, EMGB	Bonds governativi 10y+	Bonds governativi 10y+ ad alto rating	100% cash o proxy
Psicologia degli investitori	Ritorno graduale di confidenza e complacenza - Boom del trading-on-line	Disillusione e graduale allontanamento da ogni forma di investimento rischioso	Prima scetticismo, poi disillusione, infine panico	Panico e rabbia

Valutazioni → si amplia la forbice Europa-USA

ago-15

	px	P/E attuale	avg	P/E fwd 1yr	avg	P/E medio	avg
S&P500	2093	18.5	15.0	16.8	15.0	17.7	15.0
ES50	3650	18.1	15.0	15.5	15.0	16.8	15.0

	px	fv att	var %	fv 1yr	var %	fv avg	var %
S&P500	2093	1697	-18.9	1867	-10.8	1778	-15.1
ES50	3650	3027	-17.1	3539	-3.0	3263	-10.6

lug-16

	px	P/E attuale	avg	P/E fwd 1yr	avg	P/E medio	avg
S&P500	2100	19.4	15.0	16.5	15.0	18.0	15.0
ES50	2775	20.3	15.0	12.8	15.0	16.5	15.0

	px	fv att	var %	fv 1yr	var %	fv avg	var %
S&P500	2100	1620	-22.8	1907	-9.2	1752	-16.6
ES50	2775	2053	-26.0	3249	17.1	2516	-9.3

px = prezzo attuale

fv = fair value o valore teorico di equilibrio

avg = media storica

var% = scostamento tra fair value e px attuale

dati: Shiller, Bloomberg, Reuters, Wall Street Journal, Birinyi, MSCI

Queste tabelle mettono a confronto la situazione delle valutazioni dei due principali indici USA e EURO a inizio Agosto 2015 e ora.

Secondo i dati attuali, il fair value, o livello di neutralità rispetto alle medie storiche, per lo S&P 500 si concentra nell'area 1620-1907, quindi con una sopravvalutazione media del 16.6%, mentre per l'ES50 varia in un range molto ampio, centrato intorno a 2516: **ma sulla proiezione degli utili a 12 mesi, l'ES50 è nettamente più a buon mercato della borsa USA (oltre 25% di forbice).**

Valutazioni → bonds governativi europei ancora carissimi

07-lug-16	Reddito a scadenza 7 luglio 2016	Reddito d'equilibrio o di lunghissimo termine	Tot. return (rendimento) realizzato da inizio 2016	volatilità storica a 10 anni	Convenienza oggettiva Indice di Sharpe	Duration
RISK FREE						
EURIBOR 3 MESI	-0.29%	3.90%				
EONIA	-0.32%	3.60%				
USD LIBOR 3 MESI	0.66%	4.80%				
USDONIA	0.41%	4.50%				
BOND GOVERNATIVI						
Germania						
German Bund 1-3 Years (E)	-0.68%	4.20%	0.39%	1.12	-0.60	1.81
German Bund 3-5 Years (E)	-0.65%	4.40%	1.80%	2.15	-0.30	3.86
German Bund 5 Years (E)	-0.61%	5.00%	2.63%	2.87	-0.21	4.61
German Bund 5-7 Years (E)	-0.55%	5.10%	3.67%	3.25	-0.17	5.64
German Bund 7-10 Years (E)	-0.33%	5.30%	6.55%	4.28	-0.08	7.70
German Bund 10 Years (E)	-0.18%	5.50%	8.72%	5.95	-0.03	9.77
German Bund 10 + Years (E)	0.16%	5.70%	18.56%	6.92	0.02	15.01
Stati Uniti						
United States Treasury 1-3 Years (\$)	0.48%	4.40%	1.05%	1.82	0.26	1.90
United States Treasury 3-5 Years (\$)	0.80%	4.60%	3.33%	3.82	0.21	3.90
United States Treasury 5 Years (\$)	0.94%	5.40%	4.96%	4.51	0.21	4.78
United States Treasury 5-7 Years (\$)	1.08%	5.50%	3.80%	5.15	0.21	5.65
United States Treasury 7-10 Years (\$)	1.30%	5.50%	6.98%	6.94	0.19	7.83
United States Treasury 10 Years (\$)	1.37%	6.10%	9.80%	8.32	0.16	9.24
United States Treasury 10 + Years (\$)	1.94%	6.40%	18.03%	10.24	0.19	16.44
ASSET CLASS CON RISCHIO CREDITO						
CLASS CORPORATE INV. GRADE (E)	0.84%	6.10%	4.70%	3.02	0.28	4.93
CLASS CORPORATE INV. GRADE (\$)	2.92%	6.50%	8.82%	5.25	0.56	6.67
CLASS HIGH YIELD EMU (E)	4.89%	8.40%	1.39%	9.92	0.49	3.85
CLASS HIGH YIELD US (\$)	7.45%	9.20%	9.87%	9.17	0.81	4.52
CLASS EMERGING BOND GLOBAL (\$)	5.25%	8.40%	13.32%	9.11	0.58	7.53
CLASS CONVERTIBLE BOND EMU (E)	2.93%	5.00%	-3.16%	10.63	0.28	4.50
CLASS CONVERTIBLE BOND US & CANADA (\$)	3.87%	5.50%	3.71%	10.63	0.36	4.50

Queste tabelle mettono a confronto la valutazione dei principali asset obbligazionari con i loro redditi di equilibrio (lungo termine), la duration e la volatilità.

La colonna dello Sharpe Ratio esprime la convenienza oggettiva di ogni asset.

Va tenuto conto che uno Sharpe Ratio ottimale dovrebbe essere pari o superiore a 1 (rischio una certa percentuale per ottenere la stessa percentuale di reddito).

Gli Sharpe Ratio dei nostri Portafogli Modello sono in molti casi ampiamente superiori a 1.

Come emerge chiaramente, la convenienza è bassa ed è addirittura negativa (→ certezza di perdere soldi) per i bonds tedeschi fino a 10 anni.

Gli asset «meno sconvenienti» al momento sono Corporate, HY e EMG Bonds in USD a cambio aperto (quindi con rischio di cambio che potrebbe annullare o aumentare la convenienza).

75% a uno scenario stagnante/positivo, 25% a uno scenario di crisi

IL NOSTRO COMPITO E' SEGNALARE RISCHI REALI

IN QUESTO MOMENTO IL NOSTRO LAVORO PORTA A INDIVIDUARE MOLTI ALLARMI ANCORA ACCESI

- EUROPA E SISTEMA BANCARIO DEBOLISSIMI
- IL PM BLACK SWAN «FULL INVESTED» SUGLI ASSET DI COPERTURA
- IL CRISIS INDICATOR SU ON
- IL RATIO TRA ORO E BORSE AL RIALZO
- LEVA USA IN FASE DI DELEVERAGING DA LIVELLI RECORD



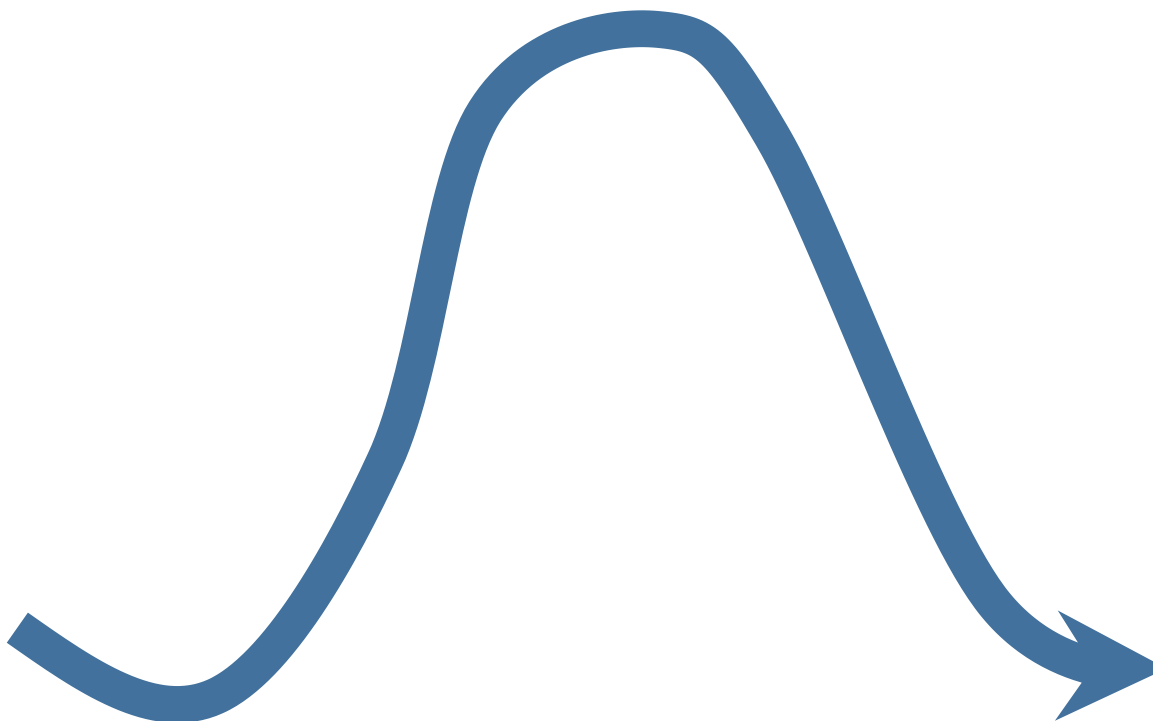
INOLTRE

- I MODELLI ECONOMICI SONO IN INDEBOLIMENTO
- MANCA UNA LEADERSHIP SETTORIALE
- NON CI SONO PIU' PARACADUTE DI RENDIMENTO SUI BONDS GOVERNATIVI

A QUESTO PUNTO, SOMMANDO LE PERCENTUALI RIPORTATE NELLO «**SCENARIO GLOBALE**», IL 75% DELLE PROBABILITA' VA A UNO SCENARIO STAGNANTE/POSITIVO (CON NETTA PREVALENZA DEGLI USA SULL'EUROPA) E IL 25% VA A UNO SCENARIO DI CRISI (CHE COLPIREBBE MOLTO PIU' L'EUROPA DEGLI USA. UNA LINEA DI DEMARCAZIONE CONCRETA E' L'AREA **2000** SULLO S&P, SOTTO LA QUALE **TORNEREBBERO AL RIBASSO SIA IL TREND MENSILE CHE QUELLO TRIMESTRALE.**

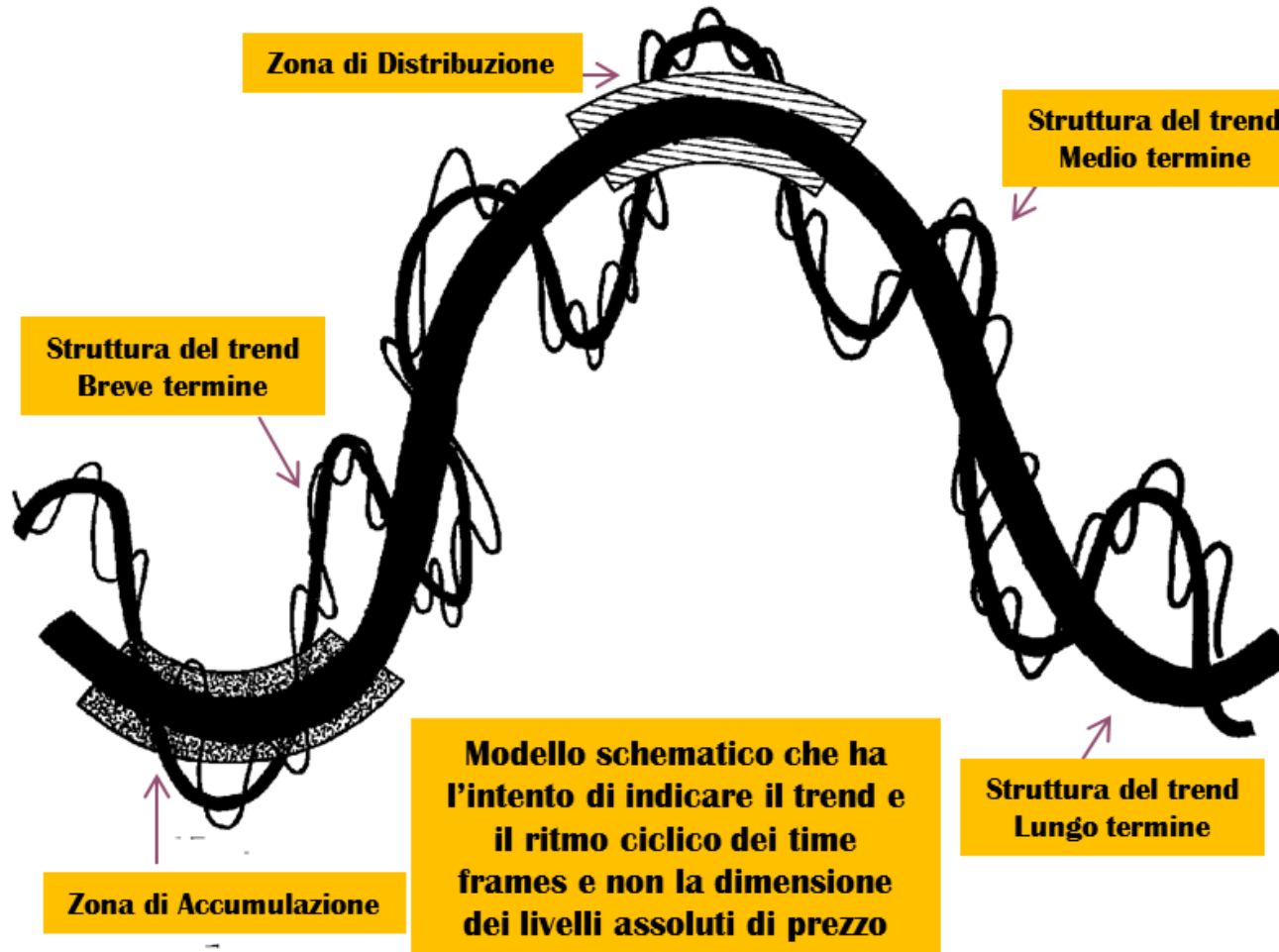
Comportamento standard del ciclo

UN CICLO DI SOLITO E' COMPOSTO DA UNA FASE DI ESPANSIONE E UNA DI CONTRAZIONE

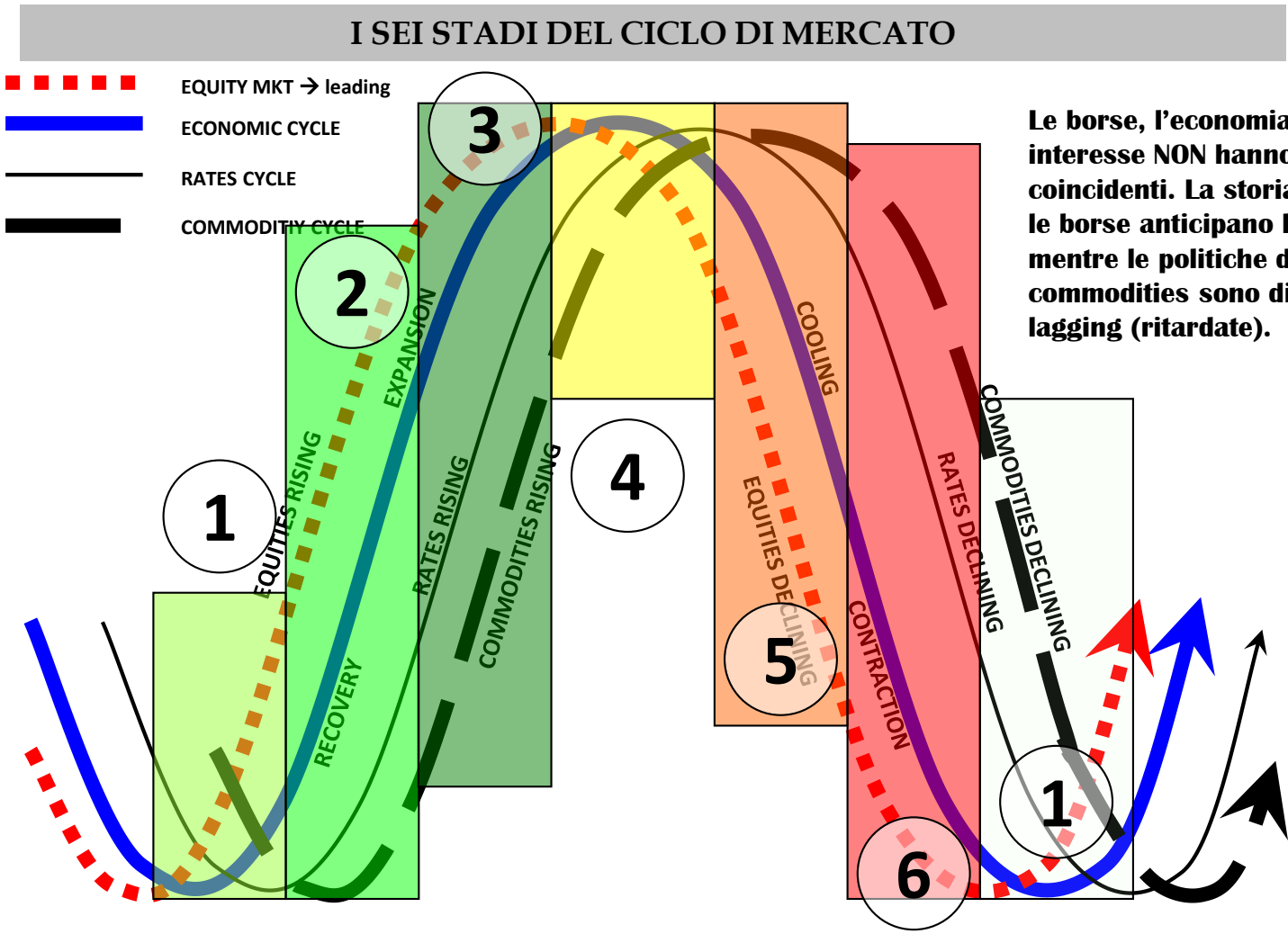


Modello ciclico della Curva a Campana (Bell Curve Model)

IL CICLO ASSUME LA FORMA DI UNA CURVA A CAMPANA

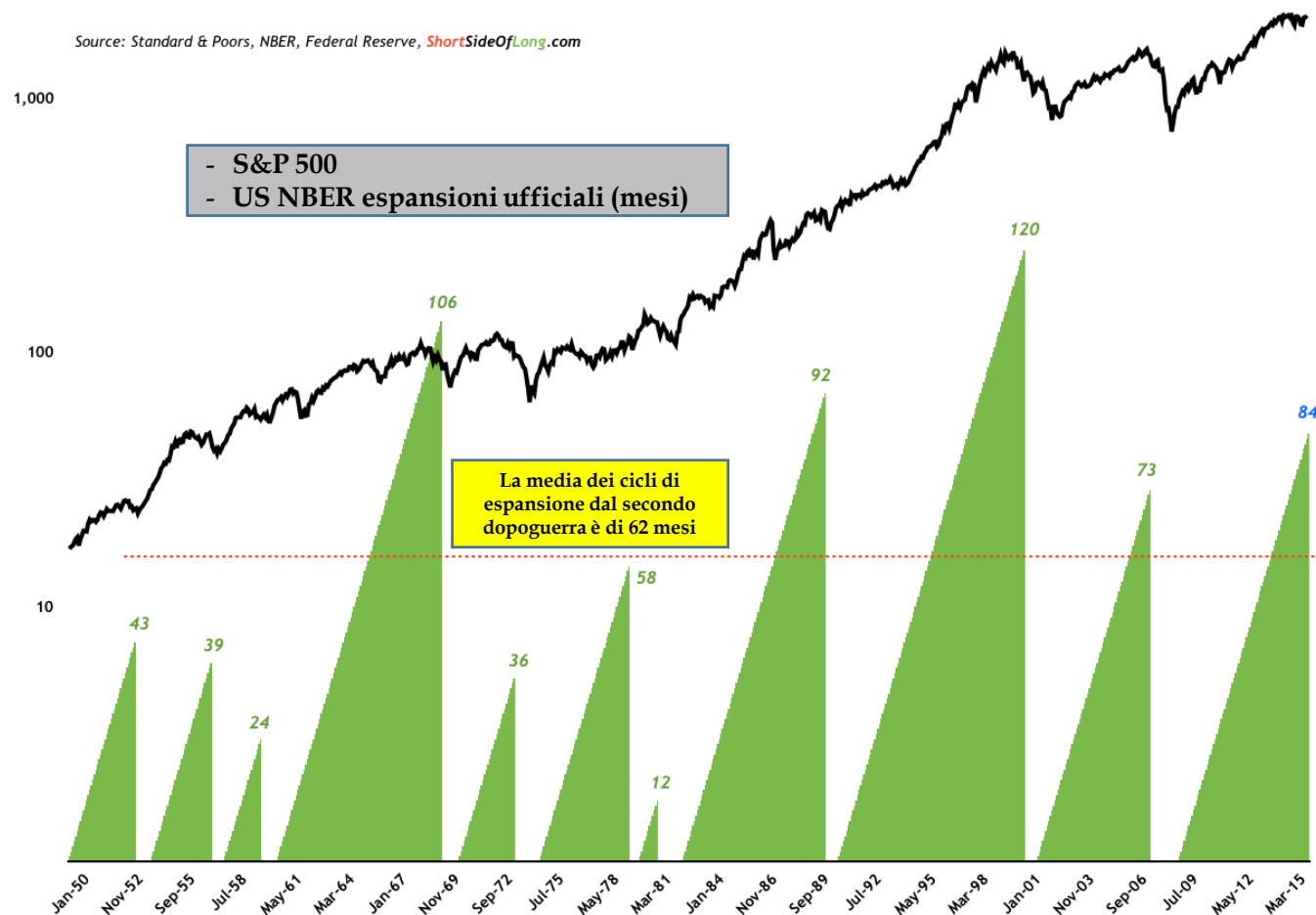


Comportamento standard del ciclo di mercato



Le borse, l'economia e i tassi di interesse **NON** hanno cicli coincidenti. La storia prova che le borse anticipano le economie, mentre le politiche dei tassi e le commodities sono di solito lagging (ritardate).

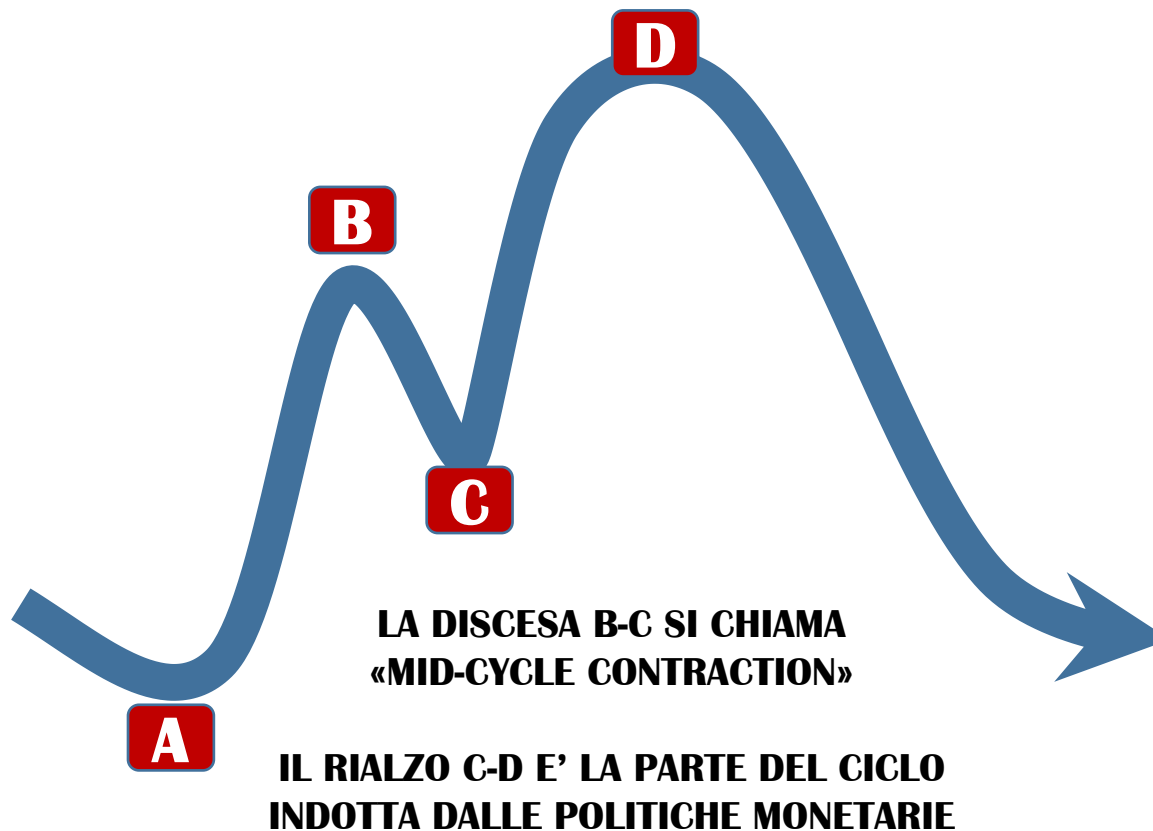
Il ciclo USA è in uno stadio statisticamente molto avanzato



Politiche monetarie → sdoppiamento del ciclo

LE BANCHE CENTRALI NON AMANO I CICLI, NE CONOSCONO I RISCHI INTRINSECI
E CERCANO DI MANIPOLARLI.

IL RISULTATO E' CHE SPESSO I CICLI SONO SDOPPIATI TRA UNA PARTE **FISIOLOGICA**
E UNA **ARTIFICIALE**, DERIVANTE DALLE POLITICHE MONETARIE.



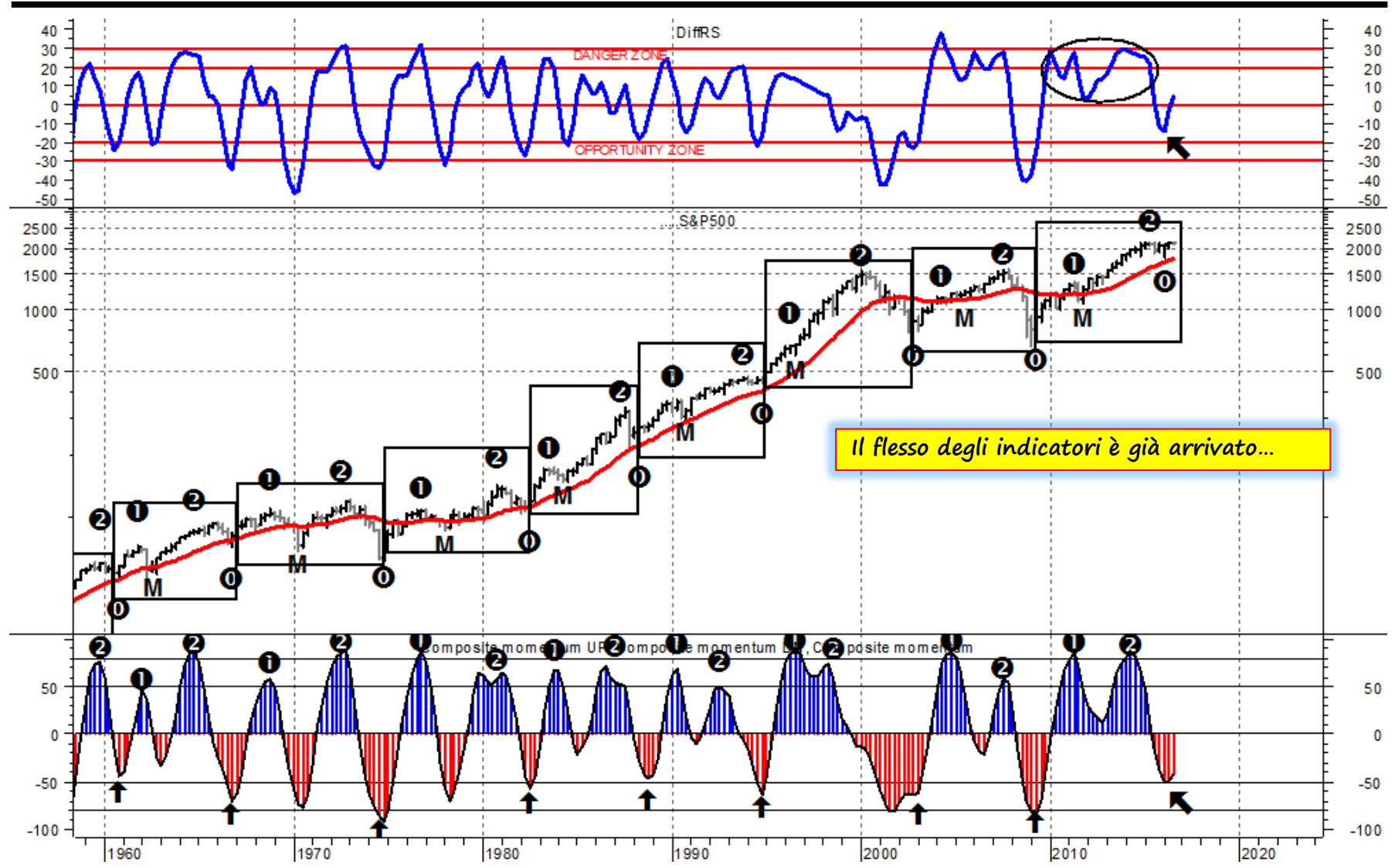
Il divario tra USA e Europa

Come si può osservare nei due grafici seguenti,

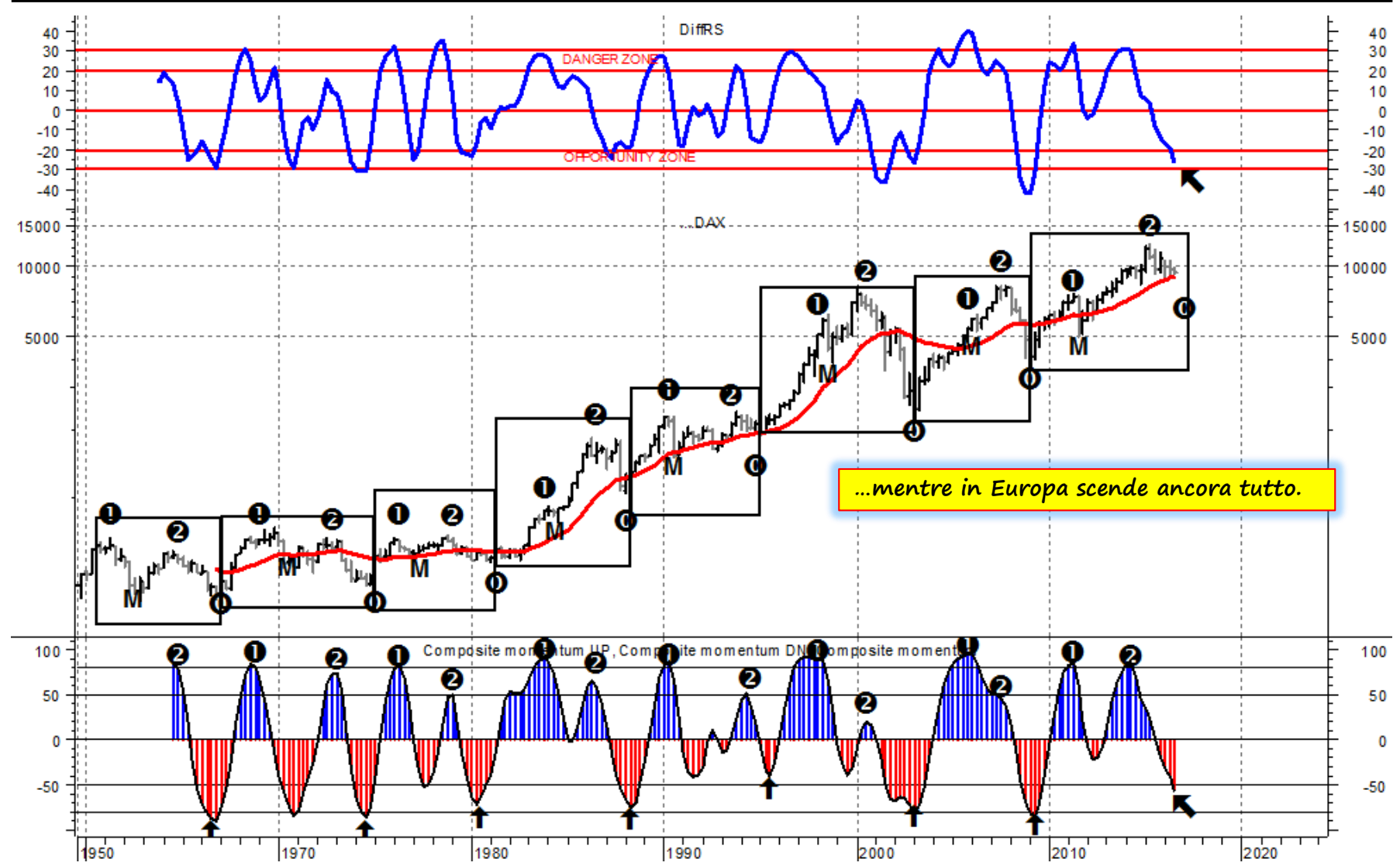
USA e EUROPA (sintetizzati dai due indici migliori, S&P e DAX) hanno **RITMI SIMILI**, ma in questi ultimi trimestri il divario ciclico a favore degli **USA si è fatto profondo.**

Per gli USA manca molto poco (→ nuovi massimi) alla conferma dell'avvio di una nuova fase positiva. Per l'Europa manca molto, sia a livello ciclico che di trend. Questo divario potrebbe, nello scenario più favorevole, essere colmato da un lavoro laterale riaccumulativo nei prossimi mesi in caso di tenuta dei recenti minimi post-Brexit.

Politiche monetarie → sdoppiamento del ciclo – Il caso USA

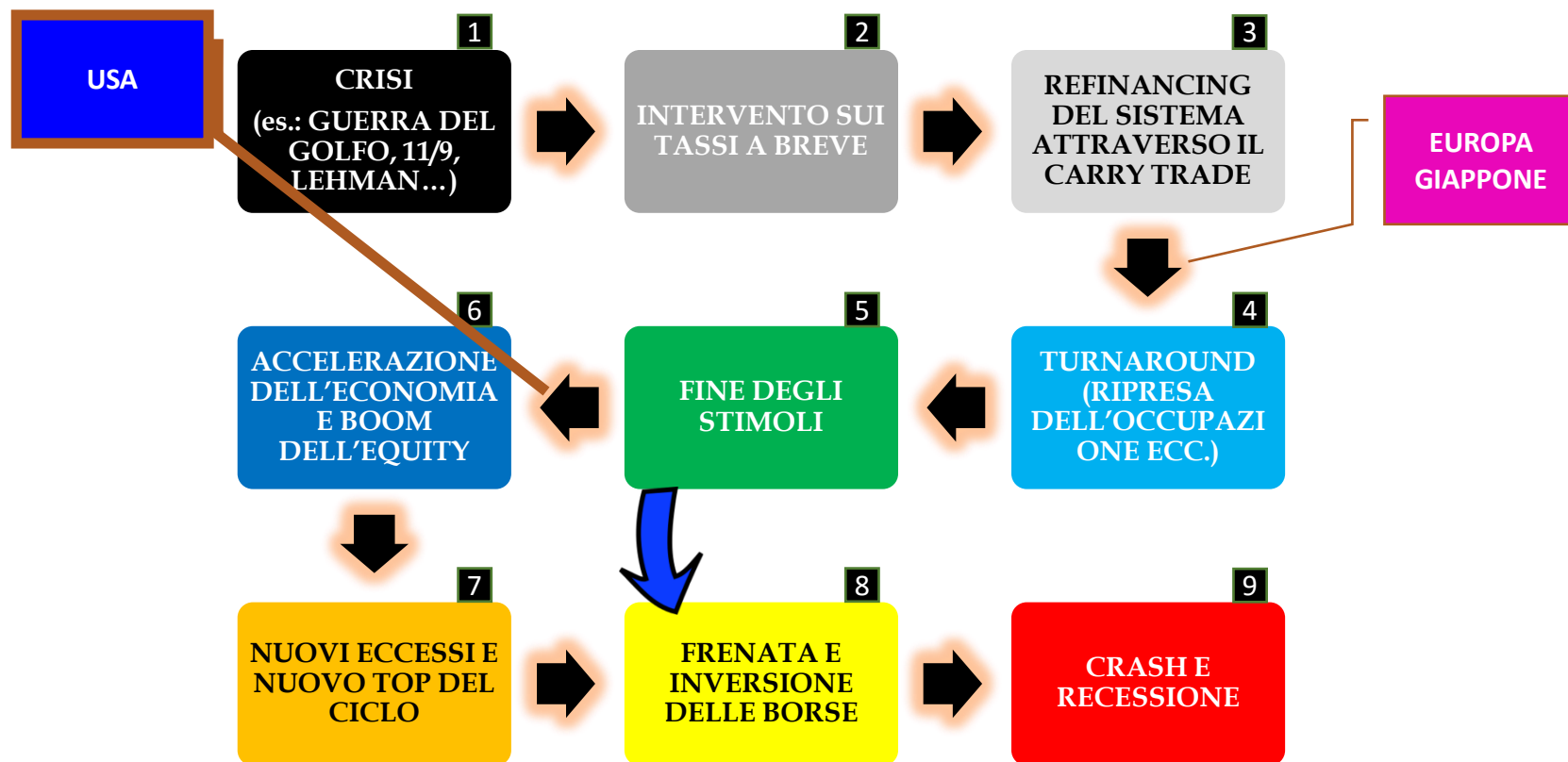


Politiche monetarie → sdoppiamento del ciclo – II DAX

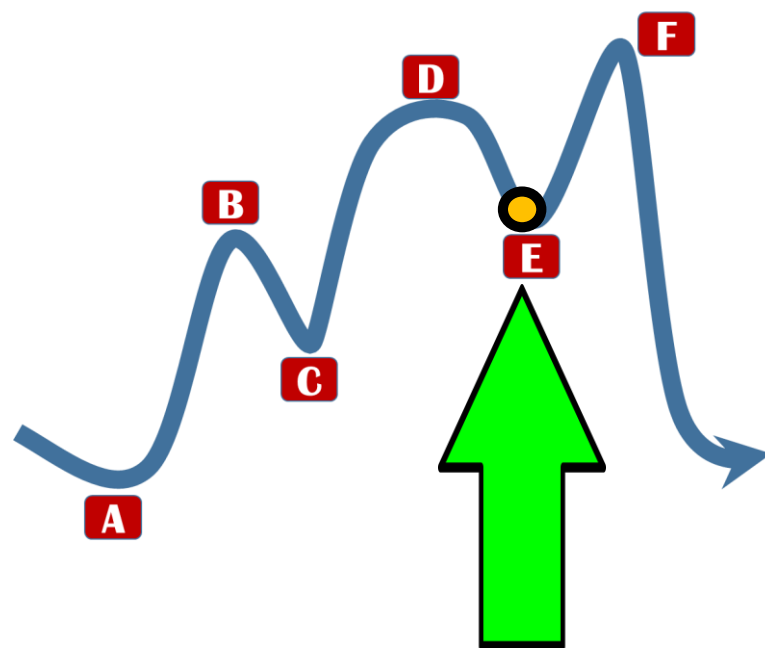


Lo schema del ciclo tra una crisi e l'altra

E' ANCORA ARDUO CAPIRE SE QUESTO CICLO CONTINUERA' COME LE ALTRE VOLTE, OPPURE SE L'ECONOMIA LEADER (USA) PASSERA' DIRETTAMENTE DALLA FASE 5 ALLA FASE 8

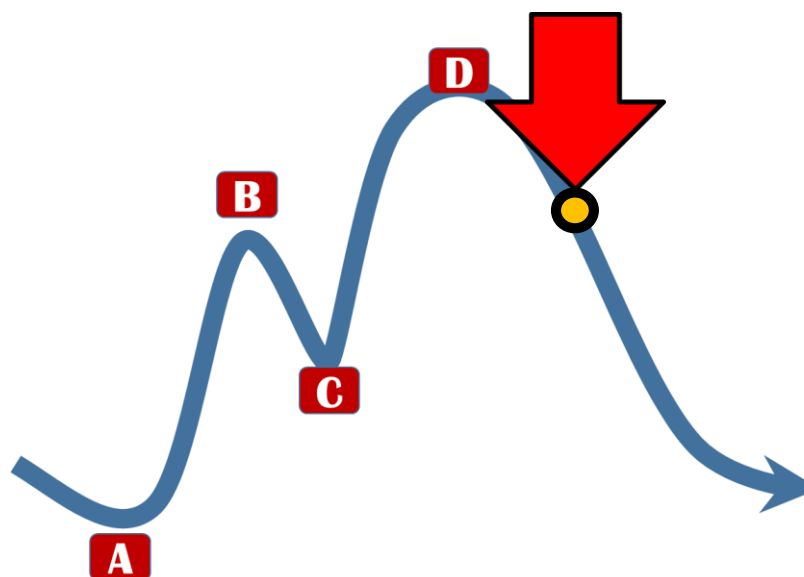


Esistono solo due alternative



**O SIAMO VICINI ALL'AVVIO DI UNA «TERZA FASE»
E QUINDI A UN BOOM SPECULATIVO DA
ASSENZA DI ALTERNATIVE...**

**...oppure siamo vicini a una
RECESSIONE**



Impatto sui mercati

Per capire cosa sta succedendo in questo momento sui mercati finanziari e nelle economie è necessario partire da lontano. Il punto chiave è la comprensione dello scenario secolare, del quale noi stiamo attraversando un punto cruciale. Difatti, come il grafico seguente evidenzia, il mercato leader - e con esso molti dei mercati delle economie avanzate - sono alla fine di un ciclo di Kuznets che corrisponde anche alla fine di un ciclo di 35-36 anni, che chiamiamo Financial Composite Cycle (FCC, che è composto da due cicli di Kuznets). Questo punto è un punto che ritorna, come si può notare, solo una volta nella vita di un investitore (la cui attività sui mercati va molto raramente oltre ai 35-36 anni, da quando inizia a produrre reddito a quando lo ritira per le sue necessità post-ciclo lavorativo) ed è il punto di transito da un sistema, quello che ha prevalso nei 35-36 anni precedenti, ad un nuovo sistema, che è quello che prevarrà nei 35-36 anni successivi.

In questo caso noi siamo alla fine di un FCC di tipo deflazionistico con una fortissima componente di ricerca affannosa di rendimento, generata a partire dalla fine degli anni 80 da una costante riduzione dei tassi e dell'inflazione, che ha tra le sue cause anche lo sviluppo demografico e la globalizzazione. Questa ricerca ha paradossalmente la sua origine nel megaciclo inflattivo precedente, che aveva assuefatto gli investitori – in primo luogo quelli istituzionali primari come assicurazioni e fondi pensione – a un ambiente di tassi relativamente elevati e quindi ad aspettative di lungo periodo di rendimenti altrettanto elevati. Il venire meno di questa correlazione sta provocando grossi problemi strutturali, che finora sono stati toccati solo in parte dall'analisi finanziaria tradizionale.

Senza tuttavia entrare nel merito profondo della natura di questa fase, ci limitiamo a prendere atto che questo è esattamente il punto in cui ci troviamo: e il fatto che proprio in questo momento noi abbiamo in tutto il mondo delle economie avanzate i tassi ai minimi storici - con le banche centrali che prestano denaro a zero o sotto zero e quindi di fatto lo stanno regalando - non può essere visto in altro modo che come la conferma di questo scenario.

Cosa se non uno scenario di tassi ai minimi storici potrebbe essere più coerente con l'apice di un lunghissimo movimento parabolico deflazionistico? Questo è dunque l'inquadramento di quella che noi chiamiamo dinamica dei trend secolari generazionali. A questo punto dobbiamo scendere di grado ed entrare nel merito del ciclo di lungo periodo.

Impatto sui mercati

Come abbiamo ripetuto più volte, il nostro lavoro ci ha portato a determinare l'esistenza di un ciclo sdoppiato presente in particolar modo sul mercato leader tra le economie avanzate - gli USA - che è in atto da oltre un secolo, con un'unica eccezione che è data dal movimento prima in salita e poi in discesa a cavallo del 1929.

Prescindendo da questa unica eccezione, il pattern comportamentale che hanno avuto i mercati in oltre un secolo di storia è sempre stato lo stesso. La questione fondamentale, a questo punto, è se noi ci troviamo di fronte ancora una volta alla fisiologica conclusione di un ciclo, nel qual caso siamo non lontani da un punto di minimo ciclico al quale seguirà una ripresa che può essere di diversa natura e svolgersi con modalità profondamente differenti, ma che comunque dubitiamo che possa svolgersi sia nella fase finale della discesa che nella ripresa nella stessa modalità ipertraumatica con la quale si sono svolte le inversioni rialziste a «V» 2003 e 2009.

Questo tipo di scenario peraltro è avvalorato da quello che abbiamo segnalato prima riguardo al ciclo di Kuznets e alla conclusione del FCC. Soprattutto il ciclo di Kuznets, come si vede, è scomponibile in 10 punti e in base a questa scomposizione noi vediamo che dovremmo essere diretti verso il punto iniziale 0.

E' molto importante a questo punto entrare in un'ottica strutturale per quello che riguarda lo scenario di mercato, perché ci sono due modi diversi di poter vedere e quindi vivere questa situazione.

Il primo modo è quello di vederla come un pericolo: ma noi sottolineiamo che **il semplice utilizzo dei nostri portafogli modello porterà l'investitore a eliminare o comunque a ridurre in maniera drastica qualunque tipo di pericolo legato a un eventuale declino**. La prova è il comportamento del modello negli ultimi, difficili mesi. Il secondo modo è quello di vivere i prossimi mesi con due sentimenti prevalenti: il primo è una forte curiosità per capire quale sarà l'output di questa situazione; il secondo è anche un grande senso di disciplina, perché se effettivamente i mercati dovessero proseguire nel pattern che abbiamo appena individuato, presenterebbero molto probabilmente nei prossimi mesi una opportunità straordinaria, proprio nel momento in cui la maggior parte dei commentatori sarà sempre più dubbiosa o scettica. Lo scetticismo è uno straordinario propulsore di qualunque trend.

Questo è confermato sia dal ciclo doppio degli Stati Uniti (vedi charts precedenti), che vede nel suo punto iniziale - quindi la fine del declino che segue l'onda 2 - il punto più interessante di acquisto di tutto il ciclo successivo, sia dal ciclo di Kuznets che presenta un pattern assolutamente identico, dove il punto zero è il punto inferiore di tutto il ciclo di Kuznets successivo. In questo particolare caso, poi, il punto zero dovrebbe essere anche il punto inferiore e l'origine di tutto il FCC successivo e quindi un punto di acquisto sulla componente azionaria veramente di portata storica.

Secolarità → Kuznets e il «Financial Composite Cycle»

Un accenno alla metodologia seguita nella costruzione dei grafici seguenti.

Kitchin → ciclo 4-5 anni (business cycle o Presidential cycle)

Juglar → ciclo 9-10 anni (→ intuizione del ciclo sdoppiato?)

Kondratieff → megaciclo di 50+ anni → stagioni economiche → Primavera-Estate-Autunno-Inverno → noi rinomineremmo queste fasi in REFLAZIONE – INFLAZIONE – DISINFLAZIONE - DEFLAZIONE

L'Onda di Kuznets

Il ciclo economico elaborato dal Premio Nobel Simon Kuznets, era un ciclo dalla durata di circa 18 anni e legato principalmente allo sviluppo delle infrastrutture e delle costruzioni residenziali ed industriali.

La nostra ipotesi di lavoro è che il ciclo di Kuznets, il meno noto e osservato, sia il più importante e che il ciclo secolare completo sia in realtà un «doppio Kuznets» di circa 35-36 anni (cioè la «vita massima» sui mercati dell'investitore attivo, da quando comincia ad accumulare a quando va in pensione).

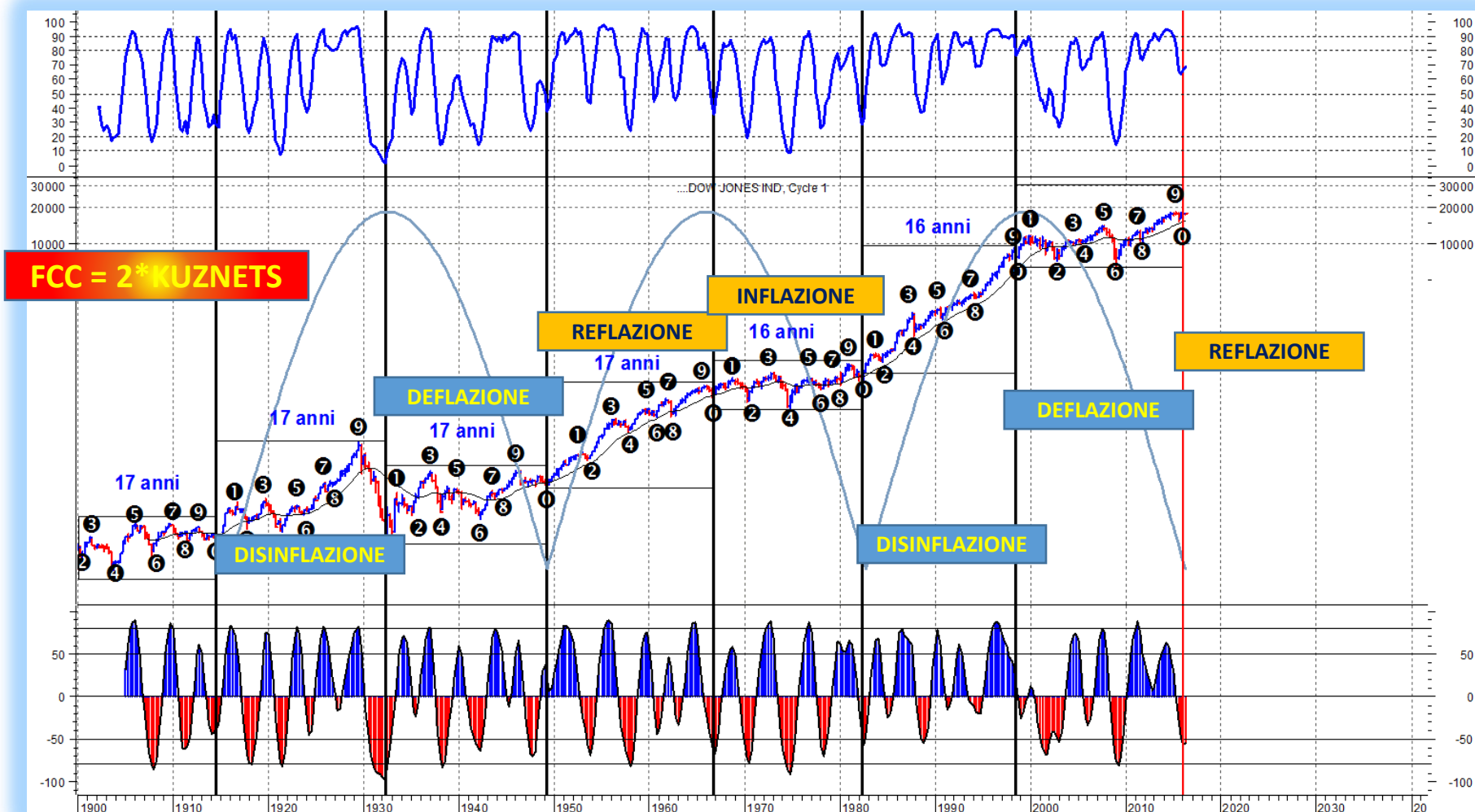
Il nome che diamo a questo ciclo è FINANCIAL COMPOSITE CYCLE.

In termini secolari e con riferimento a questo ciclo, come si vede nei grafici che seguono, i mercati si stanno avviando verso la fase di picco della DEFLAZIONE, che non corrisponde con i minimi dei tassi di interesse, ma con la fase dove il ritorno e la redditività degli asset finanziari in relazione al loro rischio è ai minimi, che è esattamente ciò che stiamo verificando in questo periodo. In termini di ciclo di Kondratieff, questa è la fine dell'Inverno. Due note importanti:

1. Per i mercati azionari (qui viene visualizzato il mercato-leader, gli USA, ma la stessa cosa vale con poche variazioni per gli altri), le prime GIUNTURE DI ACQUISTO trimestrali a cavallo o subito dopo il minimo del FCC (freccie nere sul secondo grafico) sono in assoluto tra le più profittevoli nella vita di un investitore → questo porta a concentrarsi non tanto sulle volatilità di breve, quanto sulle opportunità di medio/lungo
2. Per i mercati obbligazionari, questa fase dovrebbe essere caratterizzata da un IRRIPIDIMENTO della curva dei tassi, quindi di un allargamento dello spread di rendimento tra breve termine (che rimarrà basso) e rendimento a lungo termine (che salirà → discesa dei bonds).

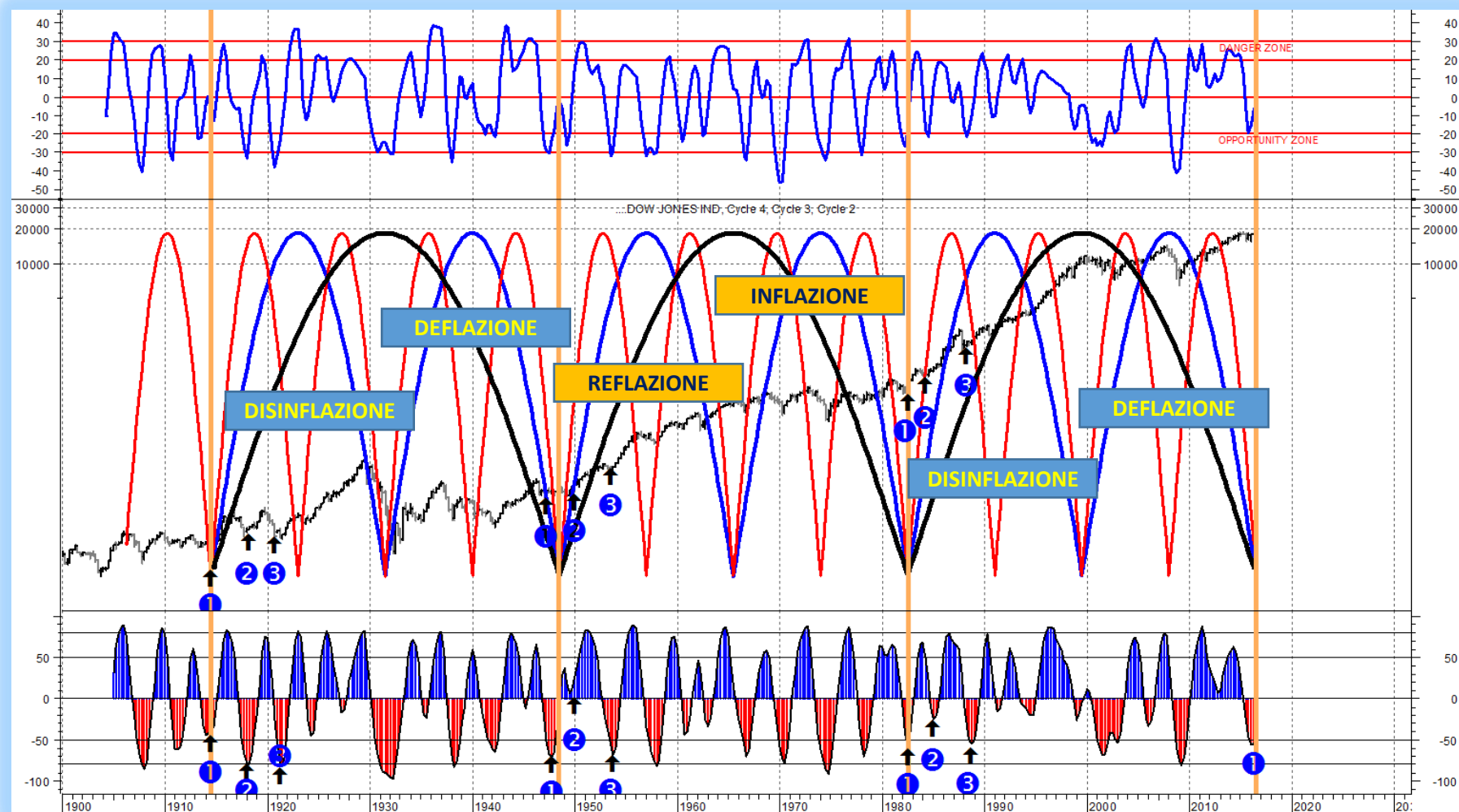
Perché – a parte noi - nessuno ipotizza uno scenario REFLATTIVO per i prossimi anni? Perché l'ultimo si è verificato tra gli anni '50 e i primi anni '60 e perché è uno scenario senza crisi, quindi se ne è persa completamente la memoria.

Ciclo di Kuznets e Financial Composite Cycle™ negli USA



Ogni ciclo di Kuznets (16-17 anni) ha 5 massimi e 5 minimi primari. In questo momento siamo tra il punto 9 (un top) e il punto 0, che in ogni ciclo di Kuznets si è distinto per importanza e successiva profittabilità. Ovviamente non esistono cicli perfettamente regolari: come ha ben spiegato Schumpeter, è l'interazione dei cicli su vari archi temporali che può aiutare a capire economie e mercati. Chi cerca il «ciclo perfetto», nel senso di ritmo ripetitivo, è destinato a delusioni.

Ciclo di Kuznets e Financial Composite CycleTM negli USA



Siamo in una situazione ciclica che ha pochissimi precedenti storici e quindi è di enorme interesse. E' anche interessante notare che a cavallo della fine di ogni FCC si sviluppano 3 giunture di acquisto di lungo periodo, che se sfruttate adeguatamente sono in grado di generare performances importantissime. Ricordiamo che ogni giuntura di acquisto di LT (quarterly) deve per forza essere segnalata con maggior tempestività da una giuntura di acquisto di MT (mensile).

La comprensione dello scenario ciclico

Quindi, per sintetizzare, nel processo che possiamo vedere ben indicato dalla sequenza dei quattro cicli di Kuznets precedenti che prevede la sequenza disinflazione → deflazione → reflazione → inflazione, i mercati sono sul culmine alla fine del ciclo deflazionistico e stiamo per entrare in un ciclo reflazionistico. Questo tipo di fasi di transito dura spesso anni e spesso sui tassi in questa fase specifica succede piuttosto poco.

Nella storia dei mercati, i cicli di reflazione sono tra le fasi più sane e più profittevoli perché la reflazione di solito si accompagna a una crescita delle economie. Ora, se non possiamo certamente prevedere quello che potrà accadere nei prossimi decenni, possiamo essere cronisti di quello che sta accadendo adesso e che per molti versi era perfettamente leggibile attraverso i modelli e le strutture cicliche che stiamo proponendo.

Venendo sempre alla situazione attuale, tutto ciò che viviamo ora porta alla conclusione che - per quanto con tempistiche diverse e con modalità diverse e con gradi di pericolo diversi - la maggior parte dei mercati si stia avviando verso un minimo ciclico di medio termine, che si inserisce in una fase già discendente del ciclo di lungo.

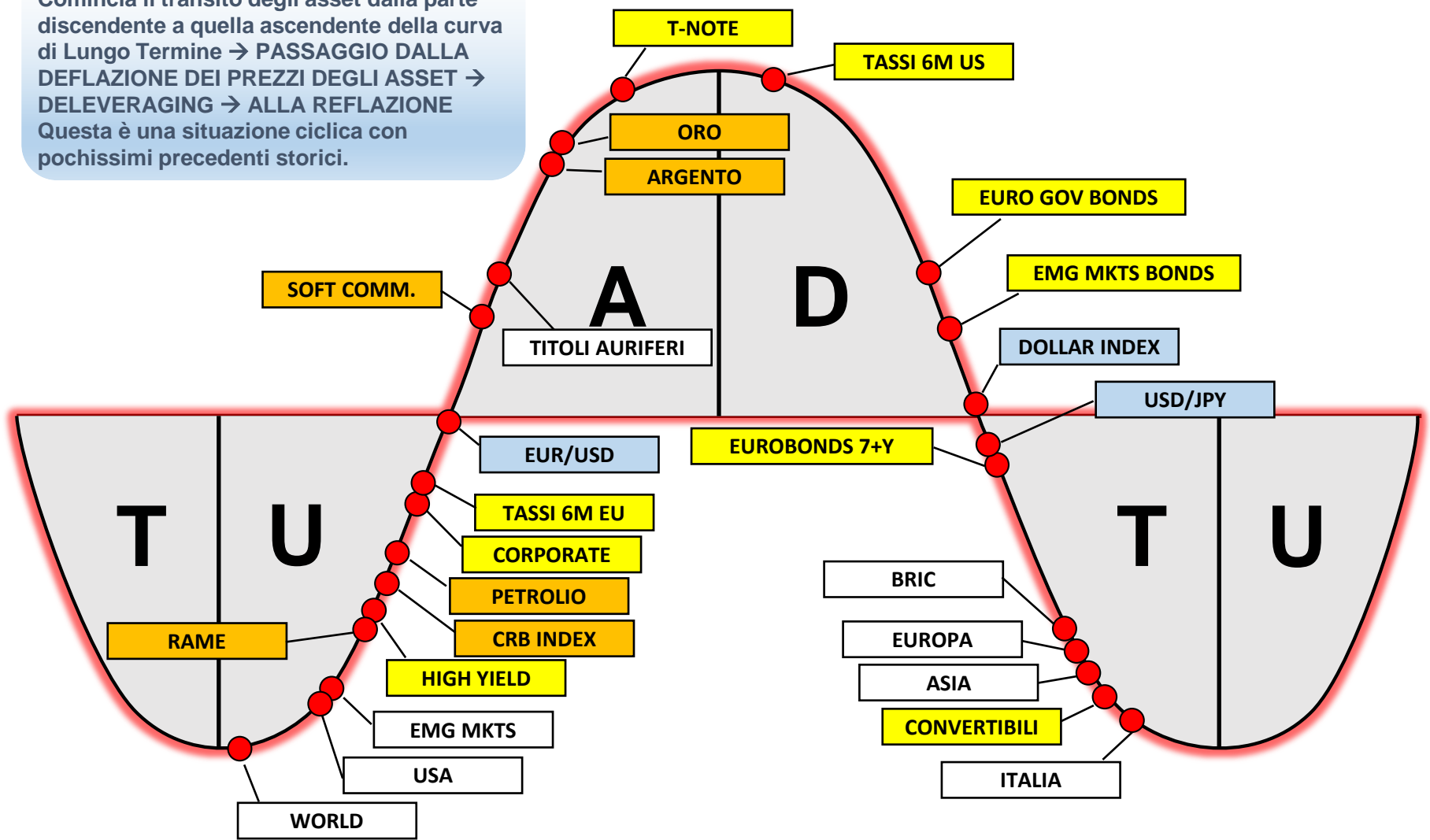
Pertanto, pur non potendo escludere che soprattutto nei mesi che vanno tra adesso e l'autunno i mercati, sospinti dai problemi, possano ancora scendere e quindi riuscire a ritoccare in alcuni casi i minimi precedenti, avvisiamo in modo molto chiaro i nostri sottoscrittori sul fatto che molto difficilmente queste discese rappresentano l'inizio di qualche cosa, mentre molto più probabilmente rappresentano il pezzo conclusivo della fase negativa (Bear Market) che è iniziata con il picco di Aprile 2015.

Il vero problema, come sottolineato sia dai numeri dei mercati che da tutto il nostro lavoro, è l'Europa, che sembra ancora alla ricerca di quel punto di minimo che invece appare molto più chiaro (almeno finora) su USA e EMG.

In questo senso ritorniamo ancora una volta a quella che era stata la nostra definizione del 2016, come anno distruttivo nella prima parte per molti mercati e gradualmente costruttivo nella parte finale: scenario finora coerente con quello che è accaduto e sta accadendo.

Mappa ciclica di lungo termine

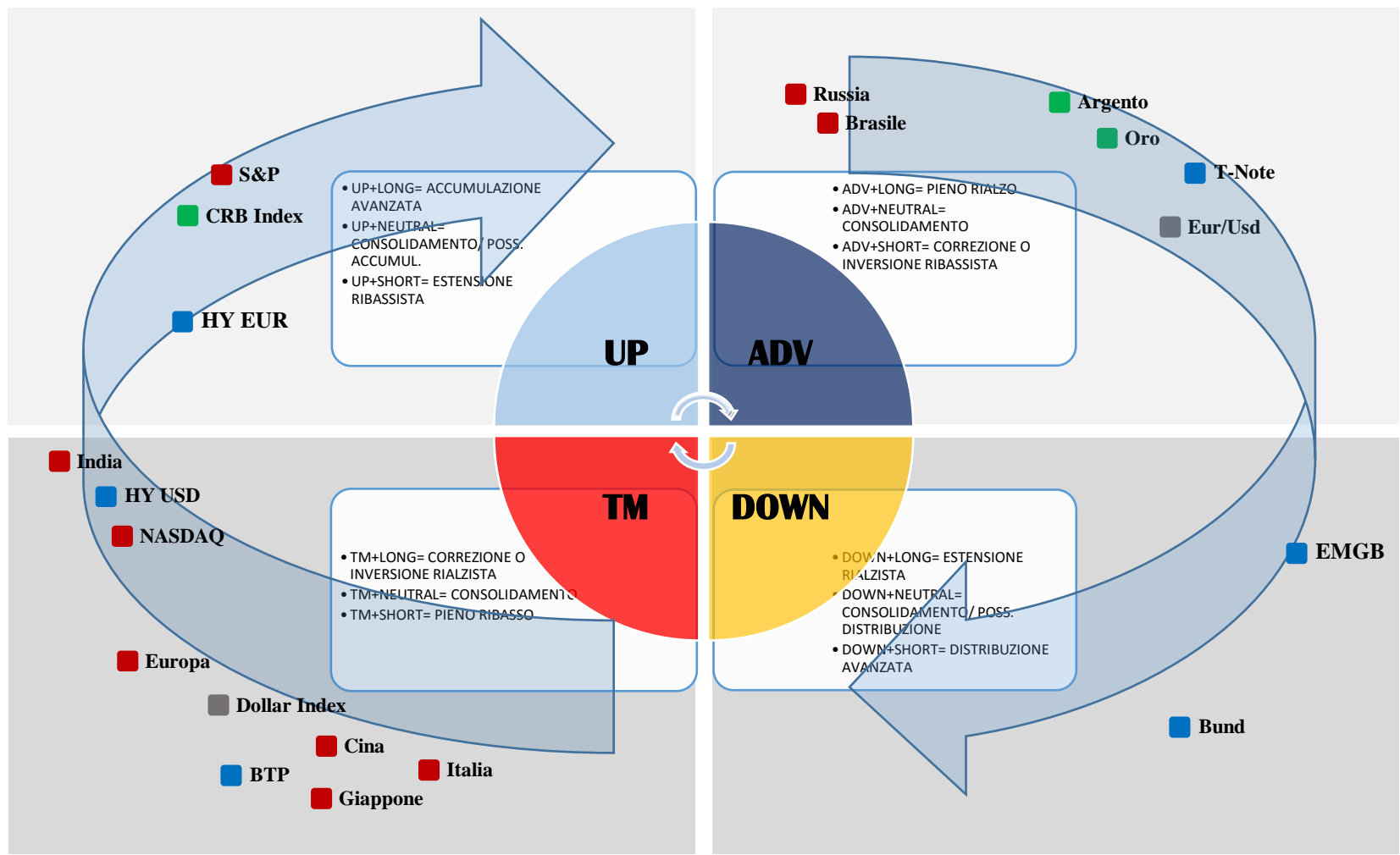
Comincia il transito degli asset dalla parte discendente a quella ascendente della curva di Lungo Termine → PASSAGGIO DALLA DEFLAZIONE DEI PREZZI DEGLI ASSET → DELEVERAGING → ALLA REFLAZIONE
 Questa è una situazione ciclica con pochissimi precedenti storici.



Mappa TREND-MOMENTUM di Lungo Termine

■ Azioni	■ Valute
■ Obbligazioni	■ Altro

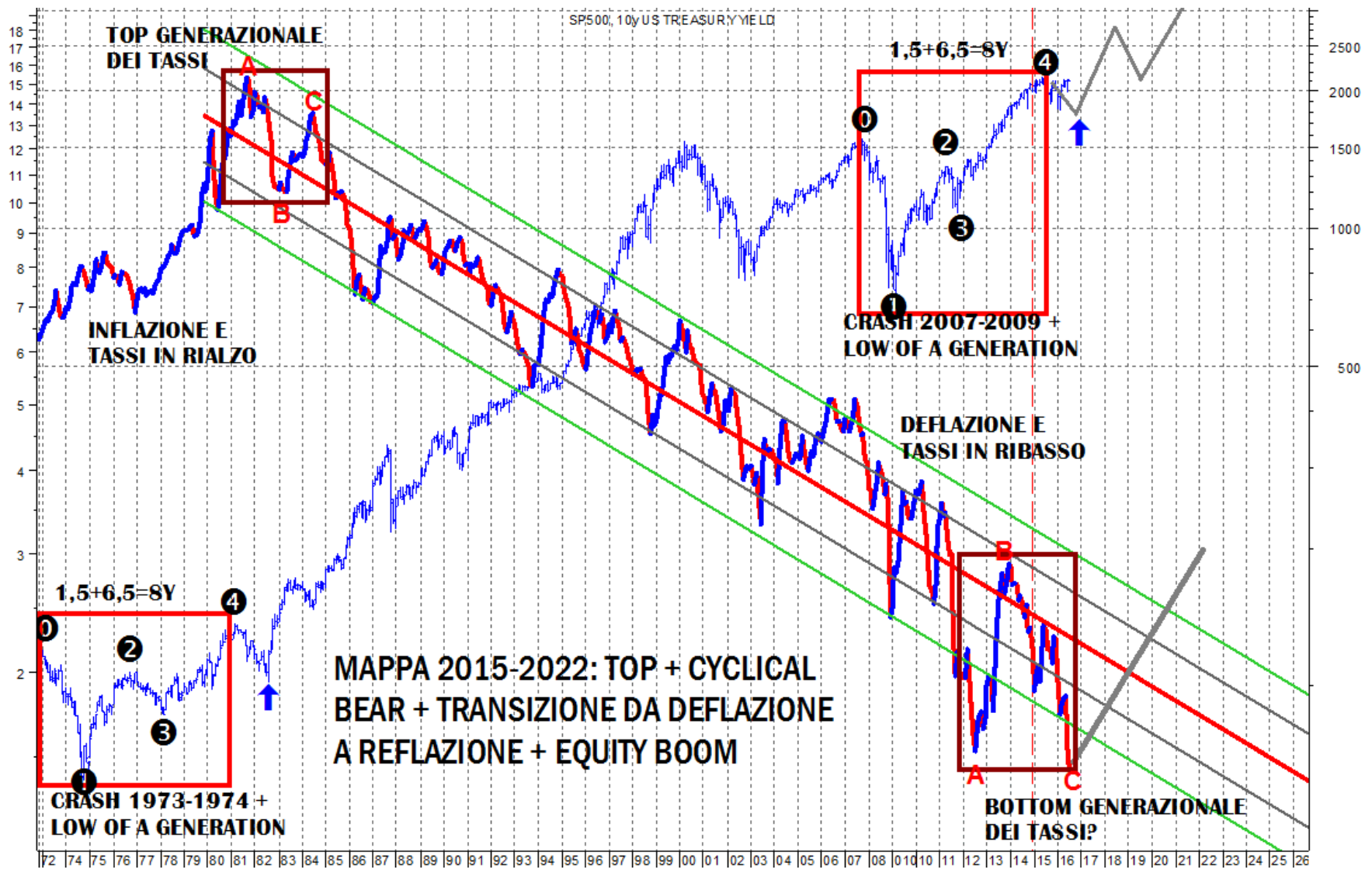
M
O
M
E
N
T
U
M



Questo era il chart di scenario presentato a Gennaio 2015...



...e questo è ciò che è successo e la situazione attuale

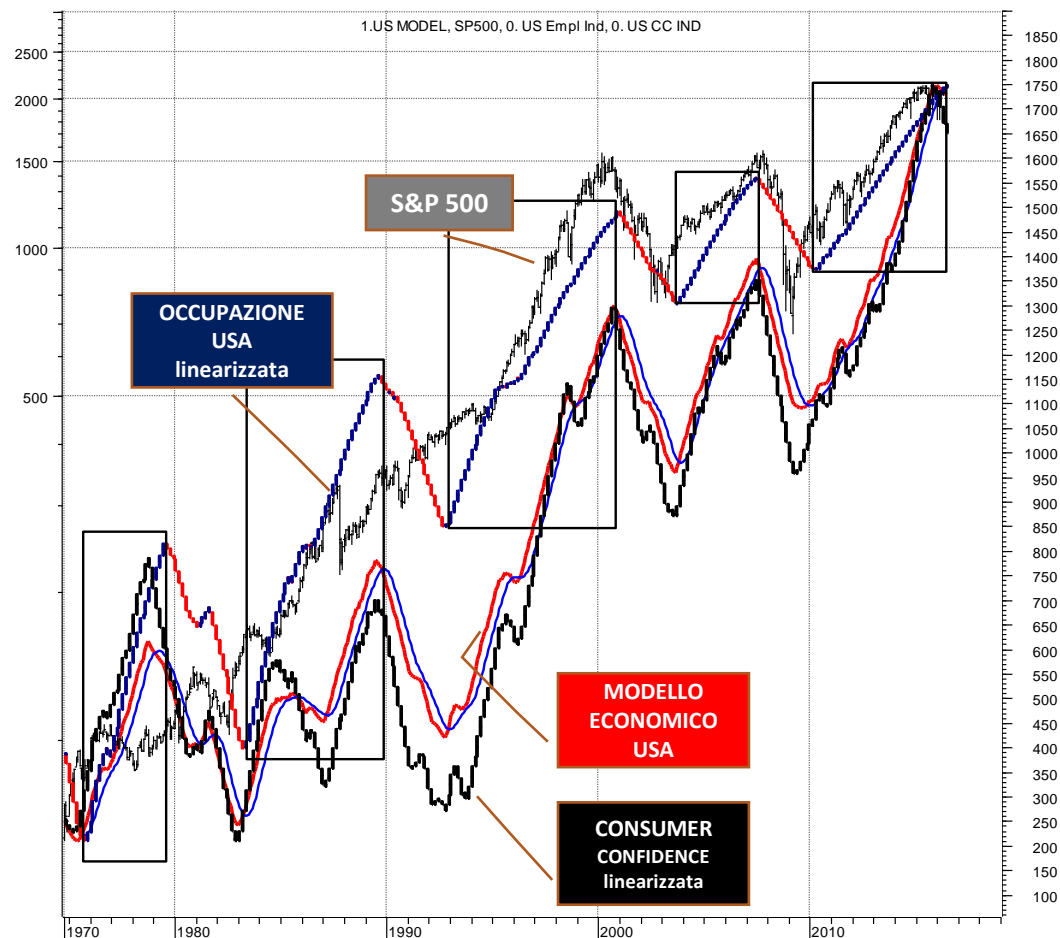


I modelli economici cominciano a girarsi al ribasso sugli USA

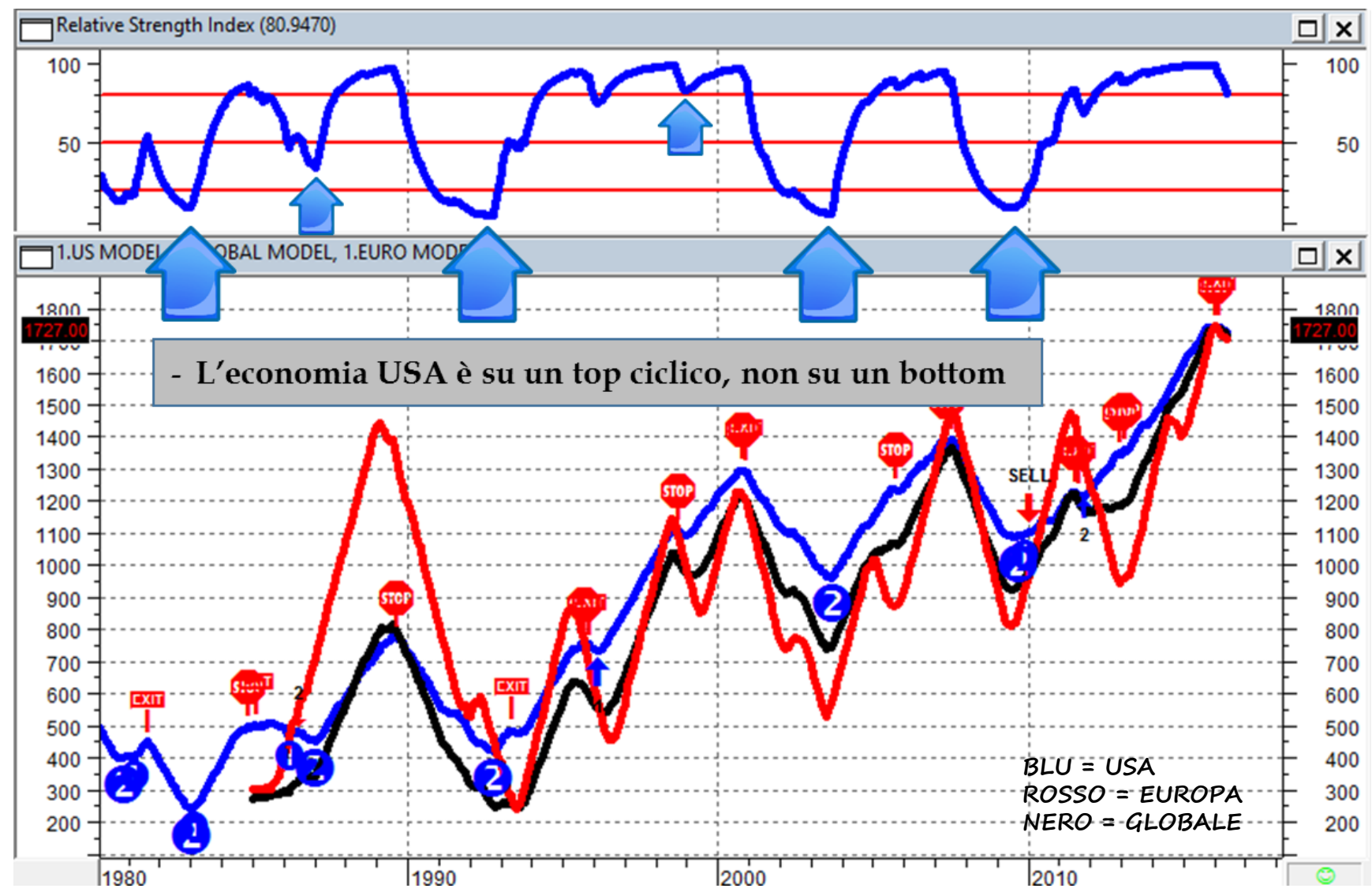
**I RIQUADRI RAPPRESENTANO LE FASI IN CUI
L'OCCUPAZIONE USA E' SALITA**

LA CORRELAZIONE DI OCCUPAZIONE
E CONSUMER CONFIDENCE
CON L'INDICE S&P 500

E' FORTISSIMA

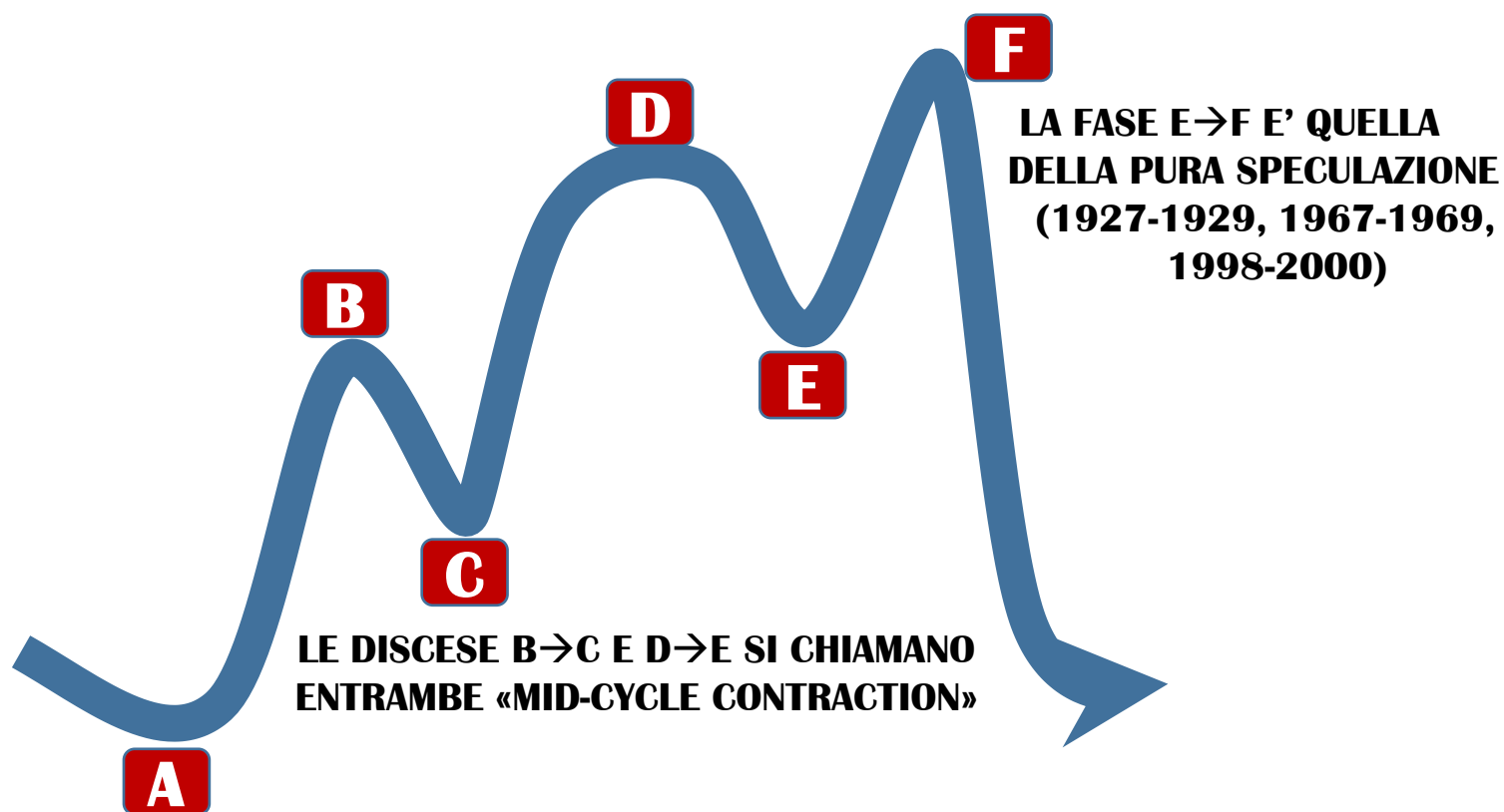


Economia USA: top ciclico o estensione, non certo bottom



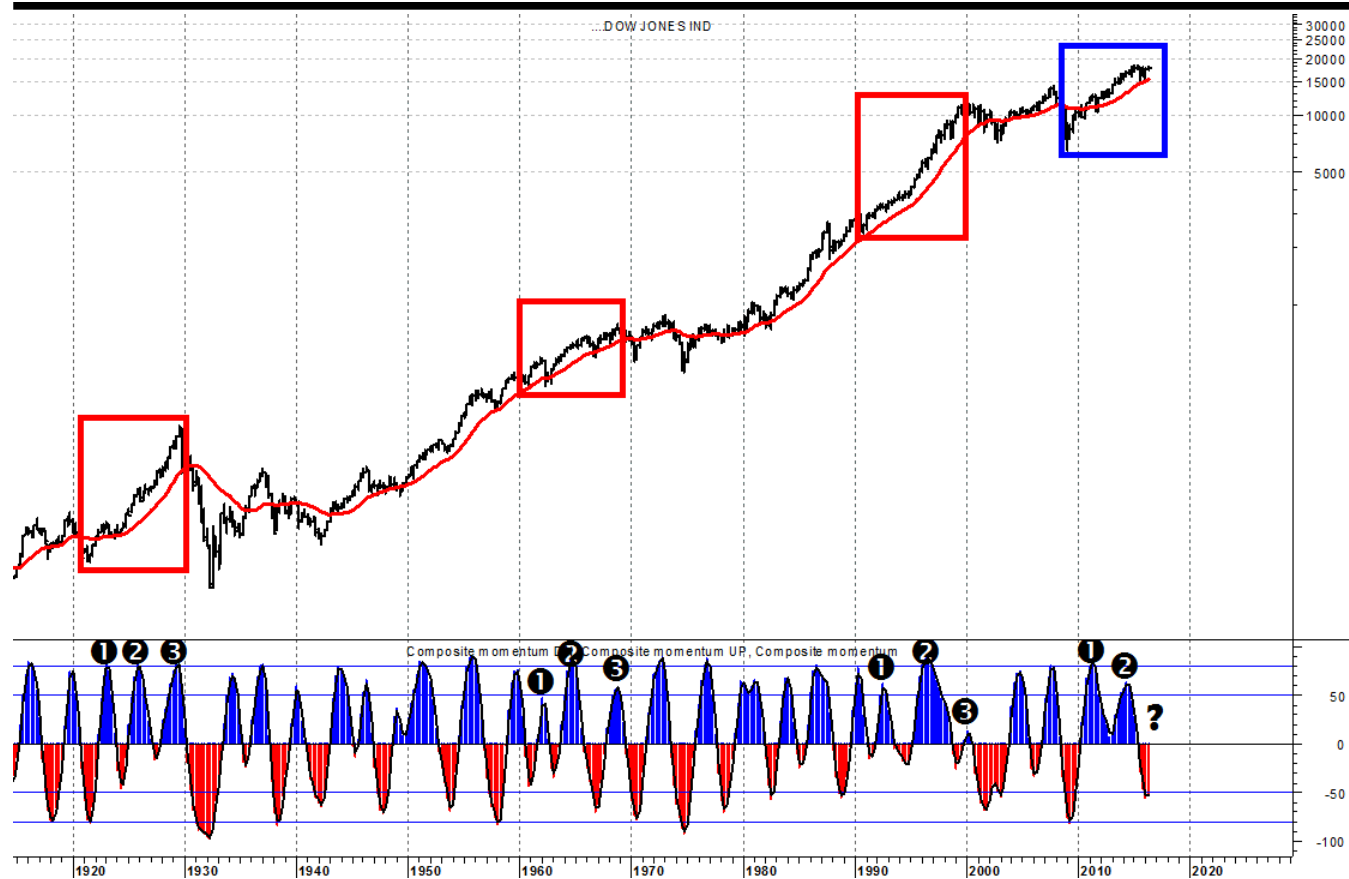
L'apice della distorsione: l'estensione del ciclo sdoppiato

OGNI TANTO, RARAMENTE, LE POLITICHE MONETARIE DIVENTANO COSI' INVASIVE CHE IL CICLO SI ALLUNGA MOLTO OLTRE LA MEDIA E IL SUO SVILUPPO NATURALE E SI ESTENDE IN TRE ONDATE



Solo tre casi di estensione a tre ondate nel passato

Le espansioni A-B-C-D-E più prolungate del passato (>100 mesi)



A che condizioni sarà ravvisabile un minimo ciclico?

COSA SERVE PER DEFINIRE IL MINIMO CICLICO DEI MERCATI AZIONARI?

- **IN PRIMO LUOGO, ATTUALMENTE ESISTE UNO SFASAMENTO TRA EUROPA (DEBOLISSIMA) E USA + EMG + BRIC**
- **IN SECONDO LUOGO, LA POSIZIONE CICLICA DELL'EUROPA E' ANCORA VULNERABILE (UN CALO IN LUGLIO POTREBBE PORTARE ALLA FORMAZIONE DI UNA ESTENSIONE RIBASSISTA DI MEDIO TERMINE ALL'INTERNO DI UN CICLO DI LUNGO ANCORA NEGATIVO → ESEMPI: 2001-2002, 2008-2009, VEDI METODOLOGIA CICLICA SUL SITO)**
- **IN TERZO LUOGO, FINO A CHE I MODELLI DI TREND NON TROVERANNO UNA COERENZA IN POSITIVO TRA EUROPA, USA E EMG+BRIC NON POTRA' AVERE ORIGINE UN CICLO STABILE A LIVELLO GLOBALE**
- **IN QUARTO LUOGO, E' NECESSARIA UNA RIACCELERAZIONE DELLE ECONOMIE PER SUPPORTARE L'IPOTESI DI UN RIALZO STRUTTURALE DELLE BORSE**
- **IN ULTIMO LUOGO, IL RIALZO DELL'ORO E LA SUA FORZA SONO CAMPANELLI DI ALLARME ACCESI LEGATI A TENSIONI INTERNE SUI MERCATI.**

DI TUTTO QUESTO, IL MIGLIOR TERMOMETRO E' IL PM BLACK SWAN (E IL CRISIS INDICATOR).

Applicazione pratica - Il punto di partenza

COM'E' L'INVESTITORE CHE SI RIVOLGE A NOI?

PRUDENTE
NON VUOLE RISCHI

- **RISCHIO DEFAULT** → una classe di asset non può fallire, un singolo asset sì
- **RISCHIO DRAWDOWN** → perdite troppo elevate e quindi difficilmente recuperabili
- **RISCHIO CONCENTRAZIONE** → troppi asset volatili e correlati in portafoglio
- **RISCHIO RENDIMENTO** → forzare la mano per ottenere rendimento

IL SUO PRIMO OBIETTIVO E' LA PRESERVAZIONE DEL CAPITALE
IL SECONDO OBIETTIVO E' LO SFRUTTAMENTO DELLE OPPORTUNITA'

L'Oro è l'asset che ha performato meglio dal 1999

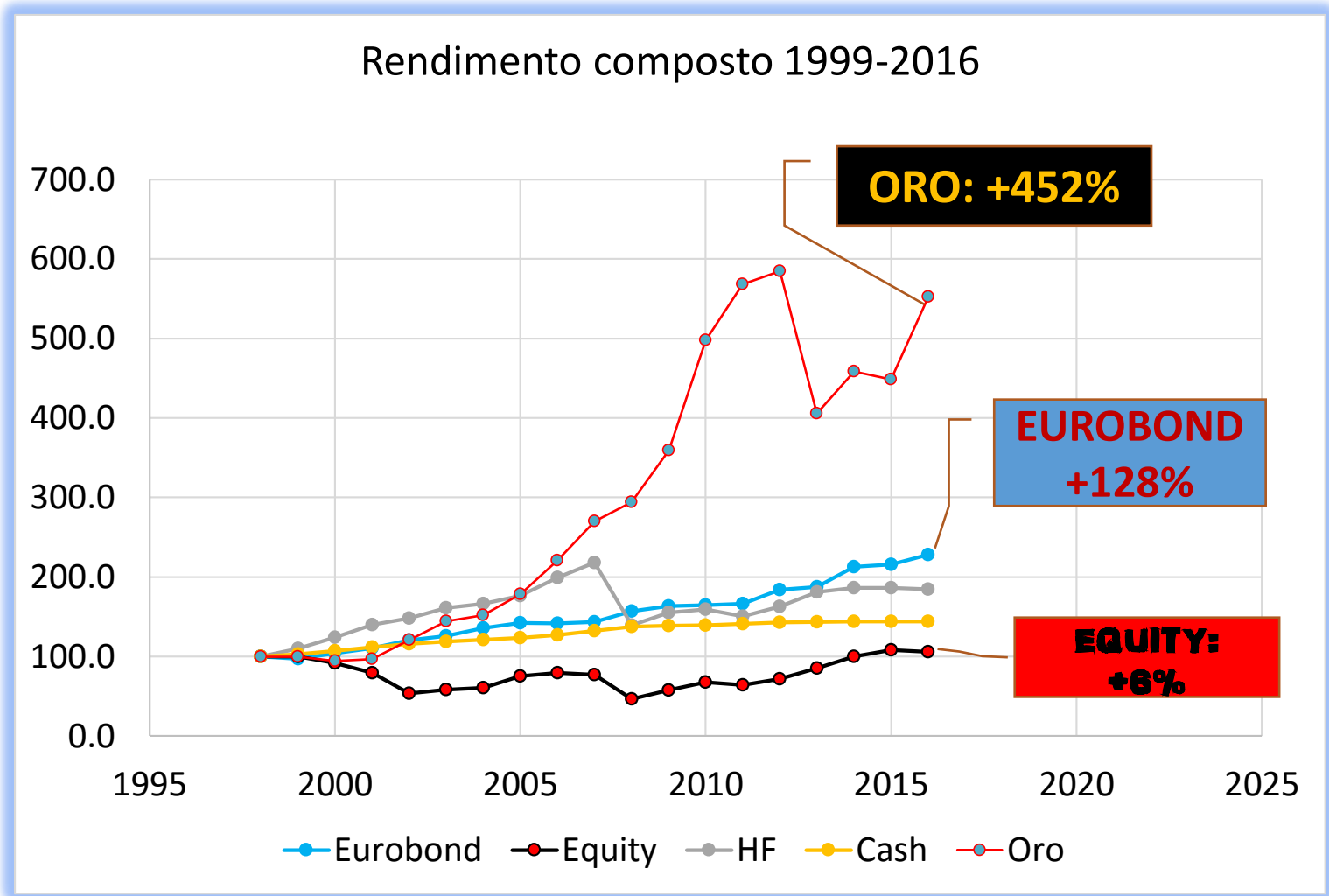


Tabella dei rendimenti dei portafogli-tipo – 1999-2016

equity %	0	10	20	30	40	50	60	70	80	100	20% oro	40% oro	PP 25%	PP Super
2016	4.0%	3.4%	2.8%	2.2%	1.6%	1.0%	0.4%	-0.2%	-0.8%	-2.0%	7.5%	11.6%	6.7%	7.3%
2015	1.1%	1.8%	2.5%	3.2%	4.0%	4.7%	5.4%	6.2%	6.9%	8.3%	0.4%	-0.2%	2.0%	1.2%
2014	9.2%	10.0%	10.8%	11.6%	12.4%	13.2%	14.0%	14.8%	15.6%	17.2%	9.2%	10.5%	10.9%	10.9%
2013	1.4%	3.2%	4.9%	6.6%	8.4%	10.1%	11.8%	13.6%	15.3%	18.7%	-5.1%	-11.4%	-2.4%	-3.2%
2012	8.0%	8.3%	8.7%	9.0%	9.4%	9.7%	10.0%	10.4%	10.7%	11.4%	6.4%	5.7%	6.6%	7.4%
2011	1.1%	0.5%	-0.1%	-0.6%	-1.2%	-1.7%	-2.3%	-2.8%	-3.4%	-4.5%	3.7%	6.3%	3.0%	3.1%
2010	0.8%	2.4%	4.1%	5.7%	7.3%	9.0%	10.6%	12.2%	13.9%	17.2%	8.3%	15.8%	14.2%	10.0%
2009	3.0%	5.0%	7.0%	9.0%	11.0%	13.0%	15.0%	17.0%	19.0%	23.0%	6.7%	10.6%	12.5%	8.9%
2008	7.7%	3.0%	-1.7%	-6.4%	-11.0%	-15.7%	-20.4%	-25.1%	-29.7%	-39.1%	7.7%	8.1%	-4.2%	3.3%
2007	2.3%	1.7%	1.1%	0.6%	-0.0%	-0.6%	-1.1%	-1.7%	-2.3%	-3.4%	6.4%	10.3%	6.1%	5.7%
2006	0.6%	1.1%	1.6%	2.1%	2.6%	3.1%	3.5%	4.0%	4.5%	5.5%	5.4%	9.8%	7.9%	5.6%
2005	3.9%	5.9%	7.9%	9.9%	11.9%	13.9%	15.9%	17.9%	19.9%	23.9%	6.5%	9.3%	12.1%	8.7%
2004	6.2%	6.1%	5.9%	5.8%	5.6%	5.5%	5.3%	5.2%	5.0%	4.7%	5.7%	5.8%	5.1%	6.0%
2003	3.5%	4.0%	4.6%	5.1%	5.6%	6.2%	6.7%	7.2%	7.8%	8.8%	6.6%	9.8%	8.6%	7.2%
2002	7.6%	3.6%	-0.5%	-4.6%	-8.6%	-12.7%	-16.8%	-20.8%	-24.9%	-33.0%	10.7%	14.4%	1.1%	7.1%
2001	5.7%	3.8%	1.9%	-0.0%	-1.9%	-3.8%	-5.7%	-7.6%	-9.5%	-13.4%	5.0%	4.4%	-0.0%	3.2%
2000	6.2%	4.7%	3.3%	1.8%	0.4%	-1.0%	-2.5%	-3.9%	-5.4%	-8.2%	3.7%	1.4%	-0.6%	2.4%
1999	-1.2%	-1.0%	-0.9%	-0.7%	-0.6%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.3%	-0.6%	-0.6%	0.1%	-0.8%
RETURN	4.0%	3.8%	3.6%	3.4%	3.2%	3.0%	2.8%	2.6%	2.4%	2.0%	5.2%	6.8%	5.0%	5.2%
RR%	2.1%	1.9%	1.7%	1.5%	1.3%	1.1%	0.9%	0.7%	0.5%	0.2%	3.4%	4.9%	3.2%	3.4%
STD%	3.1%	2.7%	3.5%	4.9%	6.6%	8.3%	10.1%	12.0%	13.8%	17.5%	3.8%	6.4%	5.4%	3.8%
Sharpe	1.29	1.39	1.01	0.68	0.48	0.36	0.27	0.21	0.17	0.11	1.38	1.05	0.92	1.38
Real Sharpe	0.70	0.71	0.49	0.31	0.20	0.14	0.09	0.06	0.04	0.01	0.90	0.77	0.58	0.90

Questa tabella mostra come, dal 1999 ad oggi, i rendimenti medi dei portafogli, qualunque sia stata la loro allocazione, abbiano teso ad assomigliarsi tutti, con rendimenti reali medi annui molto bassi, tra lo 0.3% e il 2%. Unica eccezione quelli contenenti Oro (cioè l'asset che ha performato meglio in questi ultimi 15 anni).

Non è assolutamente detto che questi dati siano una buona indicazione per il futuro: se ad esempio fossero stati presi nel 2000, sarebbero stati iperpremianti per l'equity (vincitrice del periodo 1985-2000), che invece è stata la grande perdente dei 10 anni successivi. La vera discriminante è nella volatilità e quindi nell'efficienza: come è ottenuto il risultato rispetto alla volatilità.

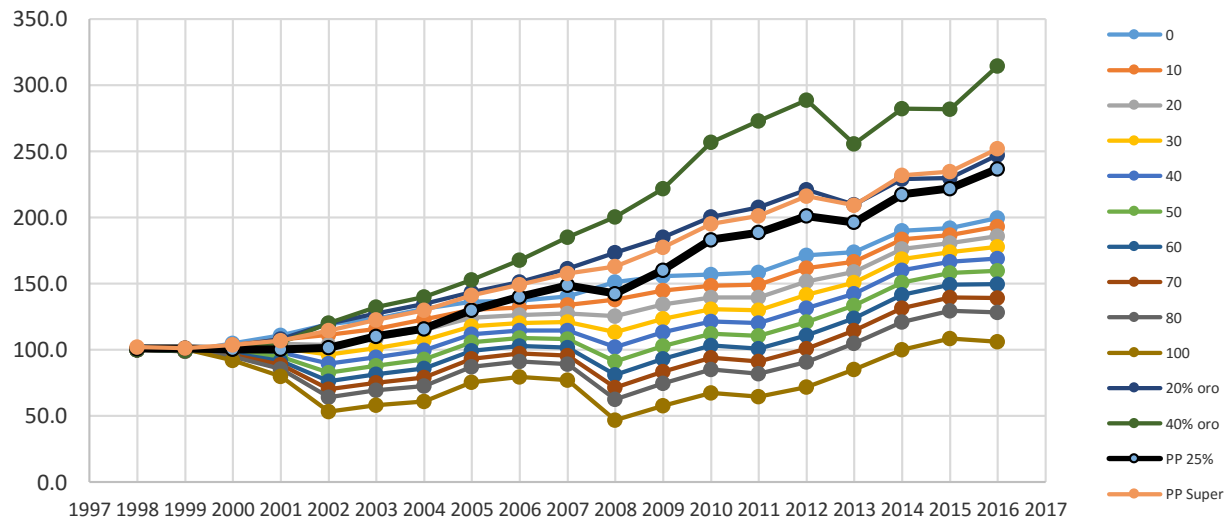
Lo stesso vale con la tabella di rendimento composto, che amplia nettamente il divario tra composizioni efficienti e inefficienti (troppo volatili) ed evidenzia come al netto dell'inflazione dell'area EURO (riga RealRet) i portafogli di gran lunga più efficienti siano stati i tre con meno azioni e i tre che contenevano Oro.

Tabella dei rendimenti dei portafogli-tipo – 1999-2016

Rendimenti di portafogli bilanciati



Rendimenti composti di portafogli bilanciati

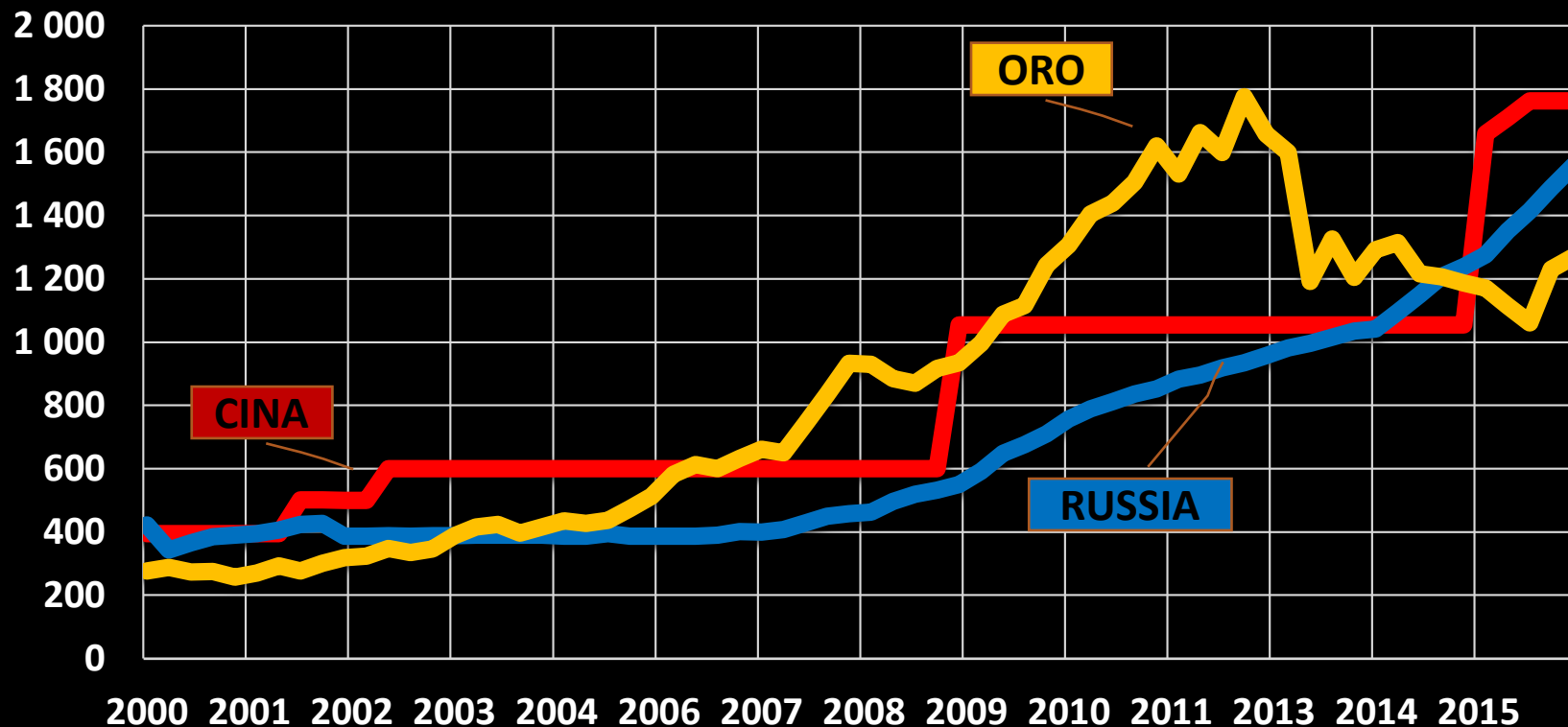


Visualizzazione delle due tabelle precedenti. Dal grafico in alto si evince come esista una ciclicità anche nel tasso di ritorno annuo delle varie combinazioni di portafoglio.

Il portafoglio che ha avuto in questi ultimi 16 anni il miglior rendimento è quello composto da 40% Oro, 40% Bond e 20% Cash. La linea nera è il classico Portafoglio Perfetto (25% di ciascun asset).

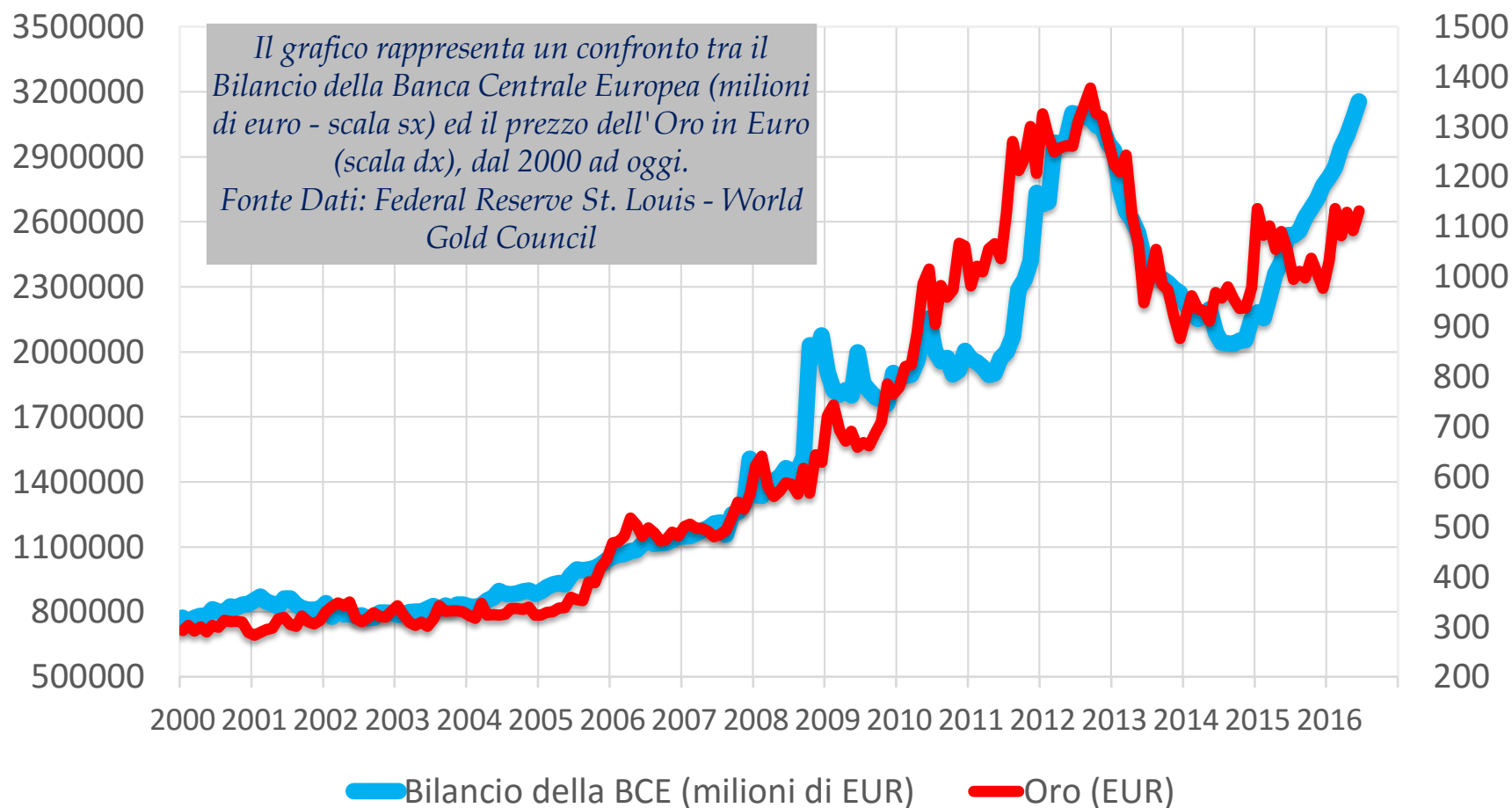
Correlazione tra prezzo dell'Oro e riserve auree di Cina e Russia

Riserve Auree di CINA e RUSSIA vs Prezzo ORO

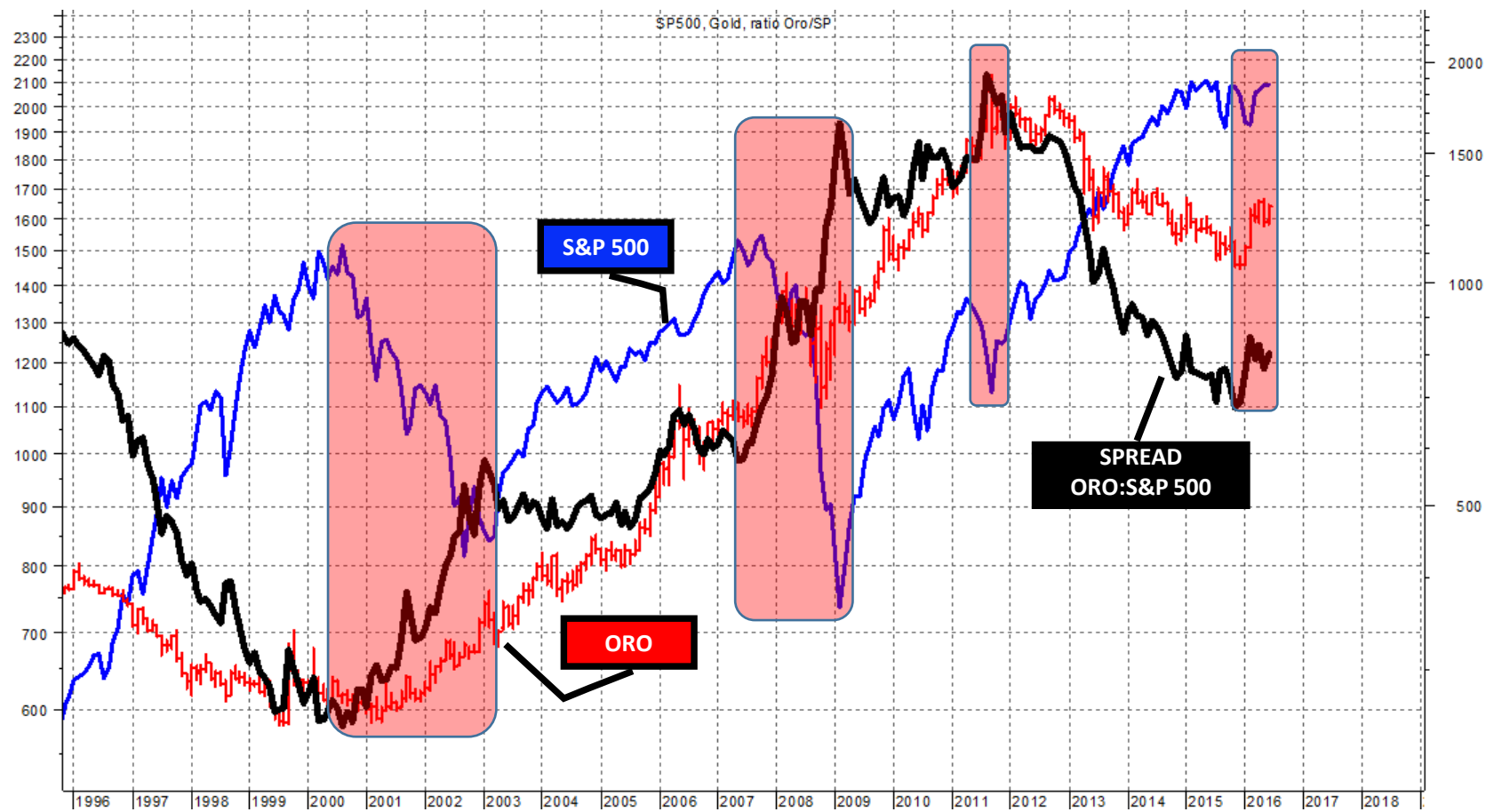


Correlazione tra Oro in EUR e bilancio della BCE

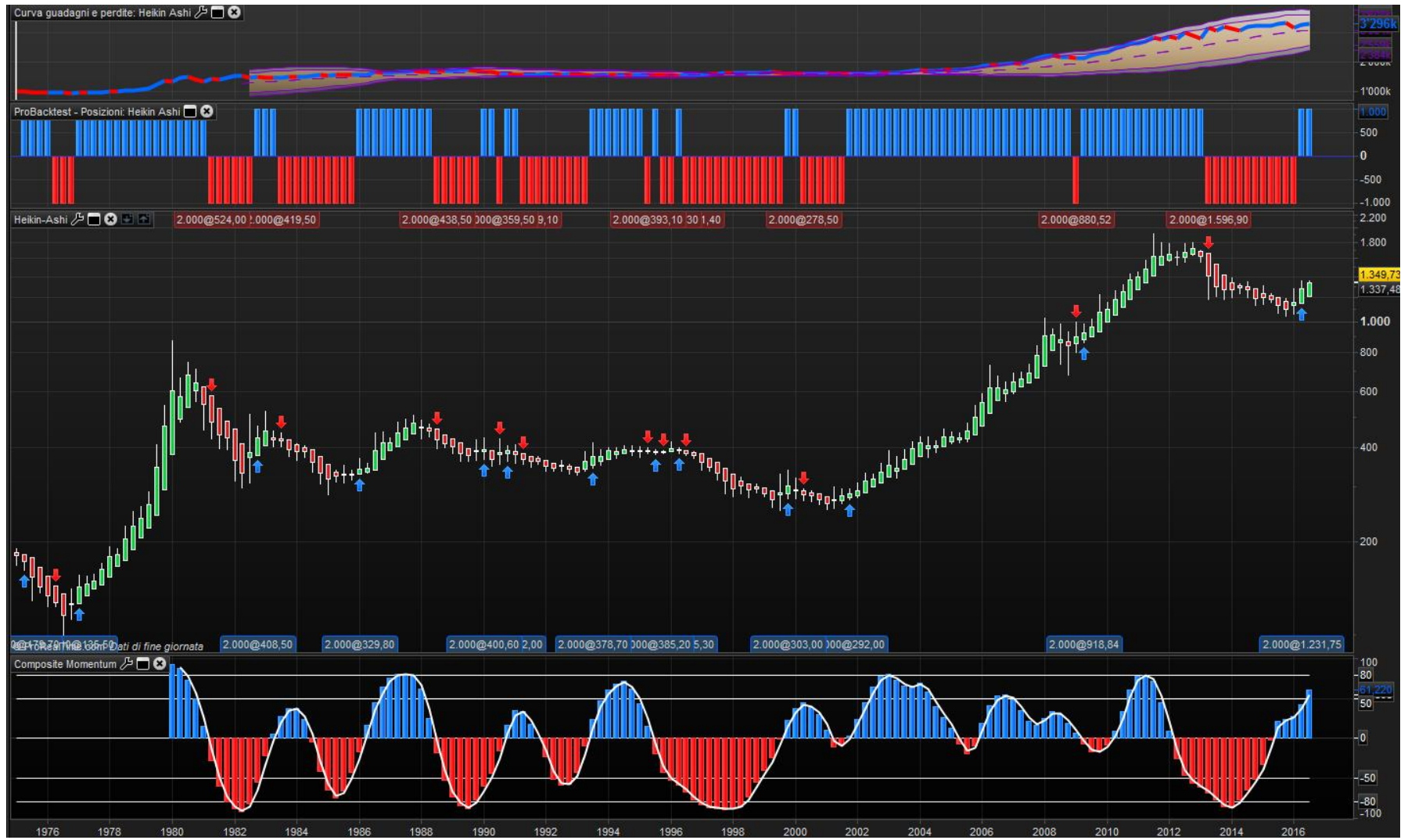
Bilancio BCE (EUR) vs Oro (EUR)



Un altro Segnalatore di crisi: lo spread tra Oro e S&P500



L'Oro ha quindi un ruolo importantissimo come indicatore+asset



Attenzione al ruolo dell'Oro

L'Oro è una VALUTA ALTERNATIVA

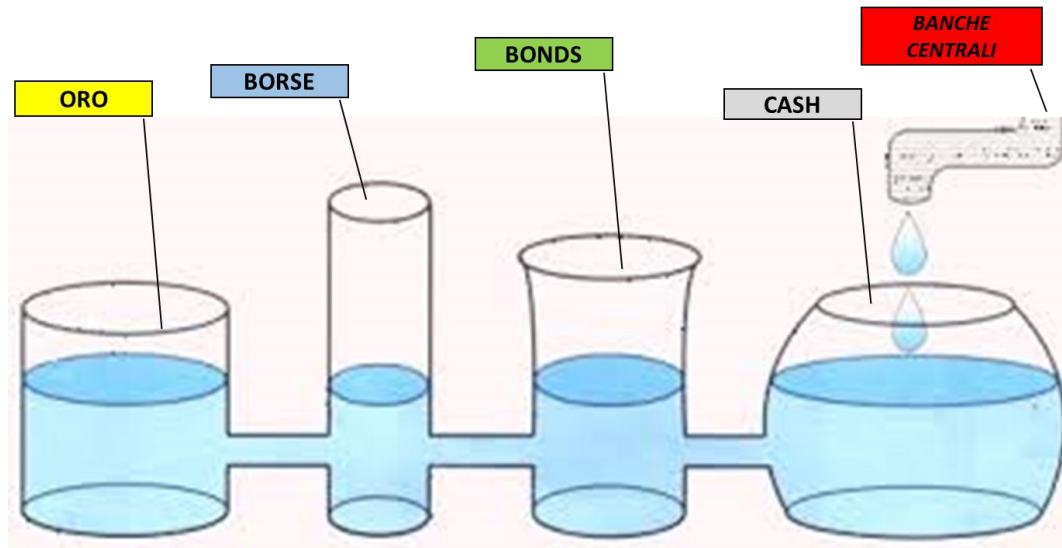
**L'Oro è la VALVOLA DI
DEPRESSURIZZAZIONE
del sistema finanziario.**

*L'Oro è un Messaggero silenzioso e spesso inascoltato.
L'Oro può essere l'asset più forte per un periodo di tempo prolungato
solo in uno scenario di fragilità del sistema.*

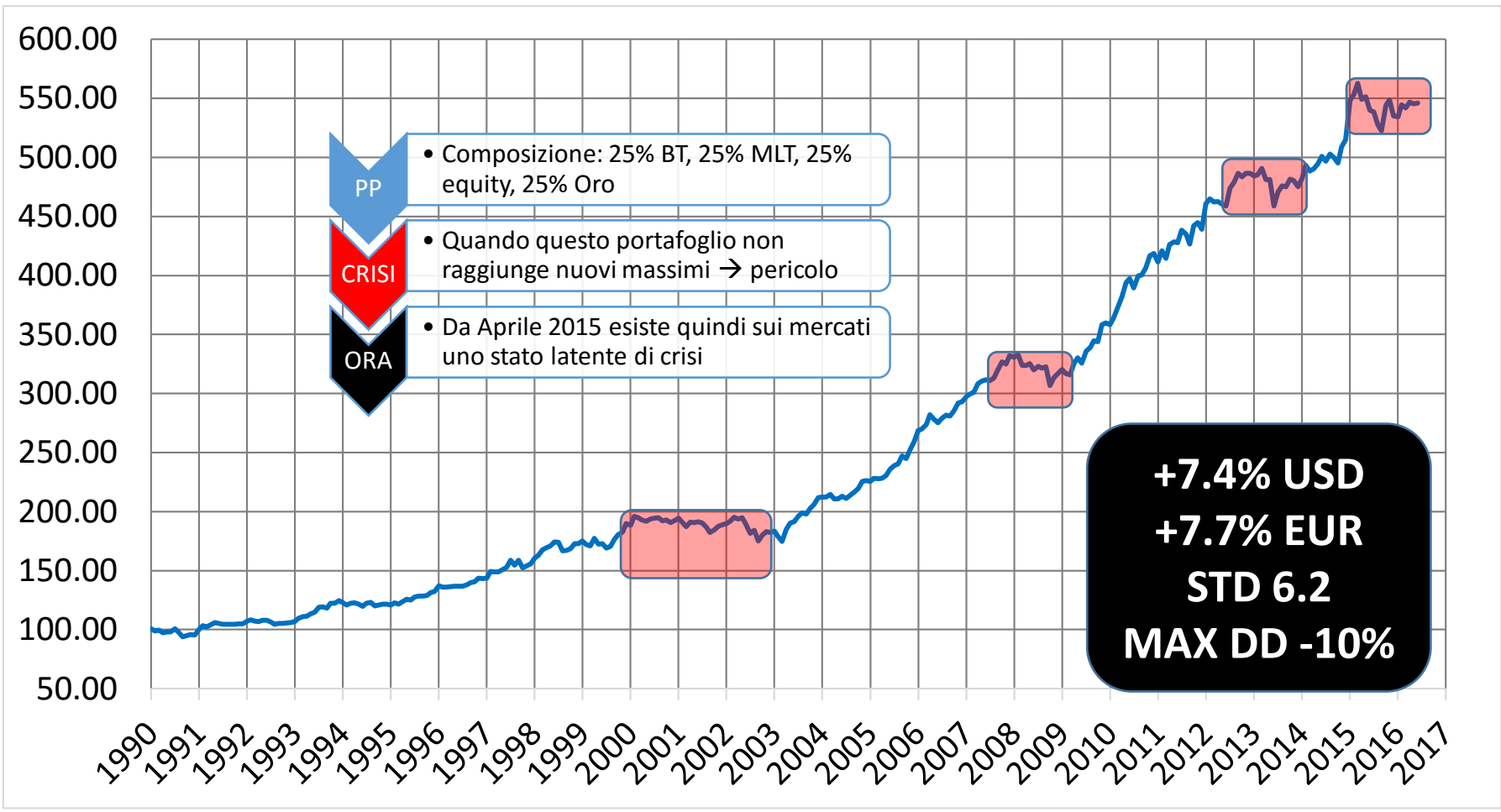
Controllo e travaso del rischio nei nostri PM

Una delle basi logiche su cui si fondano i PM è il CRITERIO DEI VASI COMUNICANTI

→ quando un investitore esce in tutto o in parte da un asset, investirà tutto o la maggior parte del ricavato in strumenti che direttamente o indirettamente hanno relazione con gli altri tre asset.



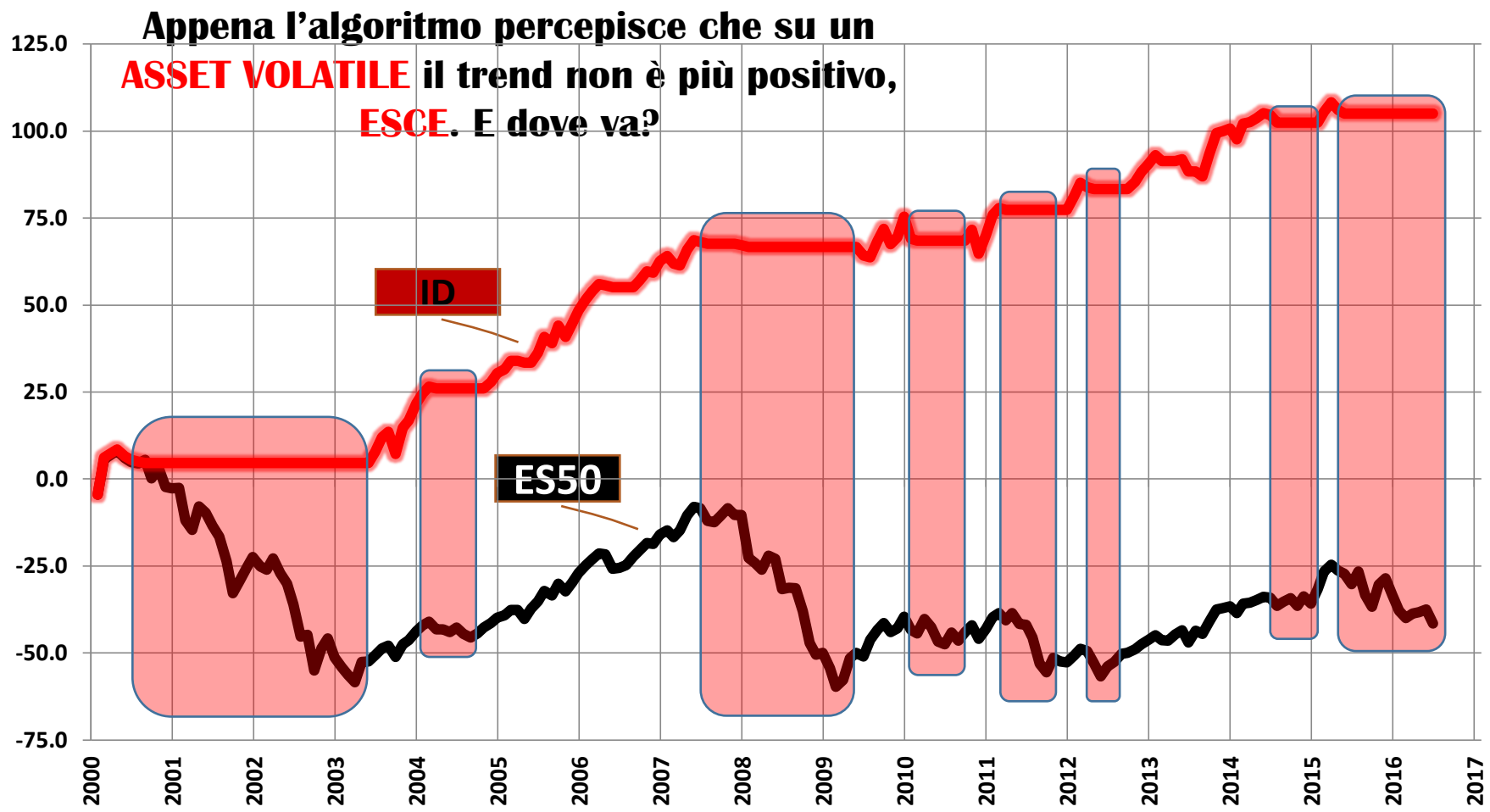
La base concettuale: il Permanent Portfolio di Browne



Implementazione del Permanent Portfolio

A QUESTI PORTAFOGLI SONO STATI APPLICATI
UN **ALGORITMO DIFENSIVO** (PER EVITARE DRAWDOWN) E UNA SERIE DI
REGOLE DI ALLOCAZIONE (PER APPLICARE IL PRINCIPIO DEI VASI COMUNICANTI)

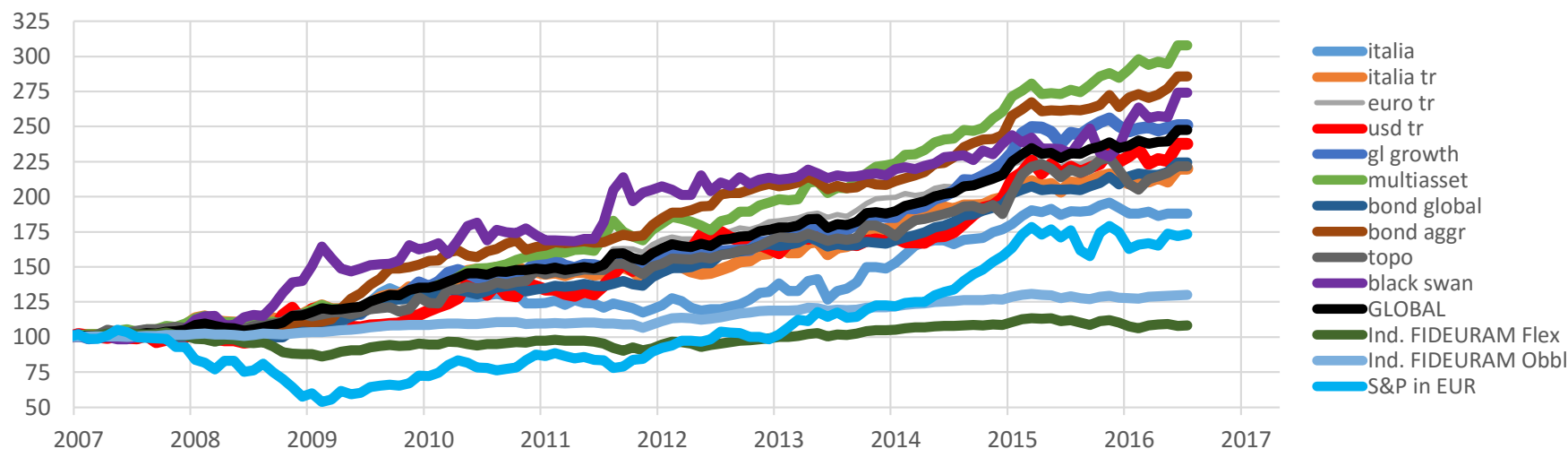
Esempio di funzionamento dell'algoritmo



**Quello che esce da una classe di asset, viene
REDISTRIBUITO dal modello secondo regole precise
sulle altre classi di asset.**

Risultati 2007-2016

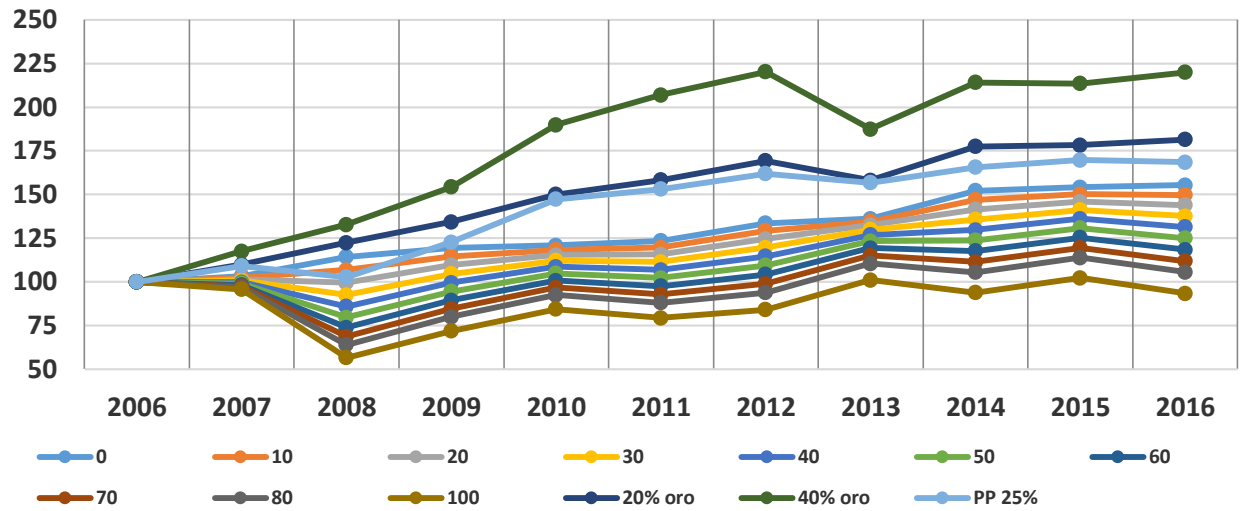
Rendimenti % Portafogli Modello dall'1.1.2007 - Base 100



Year	ITALIA	ITA TR	EURO TR	USD TR(EH)	GI Growth	Multiasset	GI Bond	Bond Aggr	BISwan	SDT	GLOBAL*
2007	4.72%	8.17%	7.73%	-0.27%	5.87%	9.52%	0.43%	3.73%	5.60%	6.68%	5.23%
2008	9.72%	7.20%	6.01%	11.96%	1.72%	6.18%	5.76%	6.95%	32.68%	9.19%	9.73%
2009	14.38%	15.20%	9.97%	3.57%	28.96%	14.63%	20.48%	36.62%	15.90%	10.23%	17.02%
2010	-5.63%	9.58%	15.74%	17.87%	10.23%	18.88%	4.59%	8.20%	6.38%	14.77%	10.21%
2011	-3.37%	-1.90%	14.08%	16.67%	-0.97%	11.22%	6.61%	9.67%	18.62%	1.96%	7.23%
2012	10.17%	11.14%	9.85%	2.66%	10.81%	11.20%	16.34%	16.18%	4.26%	11.99%	10.52%
2013	12.65%	10.53%	9.33%	3.11%	10.55%	13.48%	0.21%	-0.25%	0.71%	4.92%	6.58%
2014	18.92%	13.02%	8.12%	18.21%	20.61%	17.10%	16.77%	17.00%	10.51%	6.36%	14.66%
2015	8.51%	6.62%	5.88%	13.02%	11.69%	9.33%	7.52%	8.17%	-0.88%	16.62%	8.73%
2016	-1.98%	3.63%	6.80%	5.89%	0.35%	7.93%	7.24%	8.15%	15.73%	1.46%	5.59%
Avg	6.81%	8.32%	9.35%	9.27%	9.98%	11.95%	8.60%	11.44%	10.95%	8.42%	9.55%

Rendimenti dei portafogli-tipo vs Portafogli Modello – 2007-2016

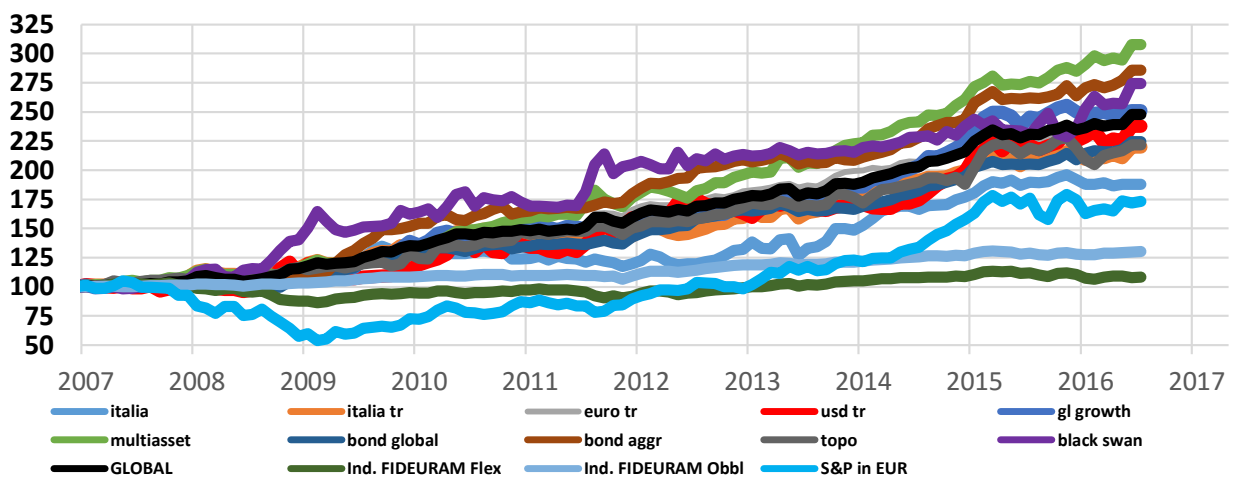
Rendimenti % composti di portafogli bilanciati standard dall'1.1.2007 -Base 100



Confronto tra i rendimenti percentuali composti ottenuti dalle varie composizioni di asset e i rendimenti dei nostri Portafogli Modello – Periodo 1.1.2007 → 30.06.2016

Il dato di fatto è che nei portafogli statici il sovrappeso dell'asset ritenuto storicamente più performante (l'azionario) non ha assolutamente pagato.

Rendimenti % Portafogli Modello dall'1.1.2007 - Base 100



Solo il migliore tra i portafogli statici mostrati nel grafico in alto (40% Oro, 40% Bonds, 20% cash: non certo una combinazione frequente tra gli investitori) è riuscito grazie all'enorme rialzo dell'Oro a mantenersi a livelli confrontabili con i meno performanti tra i nostri Portafogli.

La logica dei Portafogli Modello



Portafogli Modello - Quadro riepilogativo

PORTAFOGLI MODELLO – RENDIMENTO 2016: +5.59%

8 positivi:

- ITA TR
- EURO TR
- USD TR
- MULTIASSET
- GLOBAL BOND
- BOND AGGRESSIVE
- BLACK SWAN
- SDT

1 flat:

- GLOBAL GROWTH

1 negativi

- ITALIA

PORTAFOGLI MODELLO

Year	ITALIA	ITA TR	EURO TR	USD TR(EH)	GI Growth	Multiasset	GI Bond	Bond Aggr	BISwan	SDT	GLOBAL*
2007	4.72%	8.17%	7.73%	-0.27%	5.87%	9.52%	0.43%	3.73%	5.60%	6.68%	5.23%
2008	9.72%	7.20%	6.01%	11.96%	1.72%	6.18%	5.76%	6.95%	32.68%	9.19%	9.73%
2009	14.38%	15.20%	9.97%	3.57%	28.96%	14.63%	20.48%	36.62%	15.90%	10.23%	17.02%
2010	-5.63%	9.58%	15.74%	17.87%	10.23%	18.88%	4.59%	8.20%	6.38%	14.77%	10.21%
2011	-3.37%	-1.90%	14.08%	16.67%	-0.97%	11.22%	6.61%	9.67%	18.62%	1.96%	7.23%
2012	10.17%	11.14%	9.85%	2.66%	10.81%	11.20%	16.34%	16.18%	4.26%	11.99%	10.52%
2013	12.65%	10.53%	9.33%	3.11%	10.55%	13.48%	0.21%	-0.25%	0.71%	4.92%	6.58%
2014	18.92%	13.02%	8.12%	18.21%	20.61%	17.10%	16.77%	17.00%	10.51%	6.36%	14.66%
2015	8.51%	6.62%	5.88%	13.02%	11.69%	9.33%	7.52%	8.17%	-0.88%	16.62%	8.73%
2016	-1.98%	3.63%	6.80%	5.89%	0.35%	7.93%	7.24%	8.15%	15.73%	1.46%	5.59%
Avg	6.81%	8.32%	9.35%	9.27%	9.98%	11.95%	8.60%	11.44%	10.95%	8.42%	9.55%

Portafogli Modello - Quadro riepilogativo

BENCHMARK – RENDIMENTO MEDIO EQUIPONDERATO 2016: +3.78%

8 positivi:

- EURO TR
- USD TR
- GLOBAL GROWTH
- MULTIASSET
- GLOBAL BOND
- BOND AGGRESSIVE
- BLACK SWAN
- SDT

2 negativi

- ITALIA
- ITALIA TR

BENCHMARK

Year	ITALIA	ITA TR	EURO TR	USD TR(EH)	GI Growth	Multiasset	GI Bond	Bond Aggr	BlSwan	SDT	GLOBAL
2007	2.61%	6.55%	12.75%	0.39%	2.59%	10.93%	0.43%	-1.01%	1.54%	-0.45%	4.34%
2008	-11.90%	-8.82%	-4.16%	9.67%	-8.09%	2.73%	-1.95%	-9.23%	9.19%	-13.38%	-4.00%
2009	13.59%	15.76%	14.00%	7.00%	18.04%	13.43%	16.30%	25.80%	4.00%	17.98%	15.60%
2010	-3.12%	6.46%	16.35%	16.43%	8.37%	10.48%	3.18%	5.93%	0.91%	6.57%	8.09%
2011	-12.39%	-4.98%	5.03%	10.84%	-0.86%	-0.47%	3.57%	3.33%	1.00%	-2.96%	0.47%
2012	17.79%	11.59%	14.37%	2.78%	16.91%	18.88%	13.27%	14.34%	10.81%	14.76%	13.54%
2013	10.88%	-1.39%	-1.90%	-6.86%	7.22%	2.81%	0.94%	-0.36%	1.89%	6.27%	1.43%
2014	12.43%	9.69%	8.62%	16.71%	19.37%	15.97%	13.45%	12.86%	13.16%	21.80%	13.64%
2015	7.87%	4.92%	3.97%	7.44%	6.01%	5.66%	2.26%	1.80%	1.47%	2.66%	5.03%
2016	-4.43%	-0.39%	2.89%	5.69%	3.00%	4.86%	1.44%	6.05%	8.61%	5.89%	3.78%
Avg	3.33%	3.94%	7.19%	7.01%	7.26%	8.53%	5.29%	5.95%	5.26%	5.91%	6.19%

Portafogli Modello - Quadro riepilogativo

Portafogli Modello	Peso%
1 ITALIA	10.00%
2 ITALIA TR	10.00%
3 EURO TR	10.00%
4 USD TR	10.00%
5 GLOBAL GROWTH	10.00%
6 MULTIASSET	10.00%
7 GLOBAL BOND	10.00%
8 BOND AGGRESSIVE	10.00%
9 BLACK SWAN	10.00%
10 SDT	10.00%
tot%	100.0%

Equity exposure	3.00
USD exposure	43.00
Volatility	9.35

Strumenti (ETF)																			
MIB	MIDEX	NASDAQ	SP500 H	ES50	DAX	SH ES50	SH MIB	EMG	GOLD	EMGB	HY EUR	HY USD	EMTS GI	BTP10	EMTS 7-10	TBond10	BT EUR	BT USD	tot
-	-	-	-	-	-	-	-	-	45.00	-	-	-	-	75.00	-	-	25.00	-	100.00
-	-	-	-	-	-	-	-	-	45.00	-	-	-	-	30.00	-	-	25.00	-	100.00
-	-	-	-	-	-	-	-	-	45.00	-	-	-	-	-	30.00	30.00	25.00	-	100.00
-	-	-	45.00	-	-	-	-	45.00	-	-	-	-	-	-	-	30.00	10.00	25.00	100.00
-	-	-	-	-	-	-	-	-	37.50	-	-	-	25.00	-	-	-	-	-	100.00
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	37.50	-	-	25.00	-	-	-	-	-	100.00
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	45.00	-	45.00	-	-	-	-	10.00	-	100.00
-	-	-	-	-	-	30.00	30.00	-	30.00	-	-	-	-	-	-	-	10.00	-	100.00
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-	-	-	100.00
-	-	-	4.50	-	-	3.00	3.00	4.50	20.25	8.25	-	4.50	15.00	10.50	10.50	3.00	10.50	2.50	100.00

ETF	ticker	
CASH		13.00
LYXOR UCITS ETF EUROMTS 1-3Y	EM13 IM EQUITY	10.50
ISHARES USD TREASURY BND 1-3	IBTS IM EQUITY	2.50
BONDS		39.00
ISHARES USD TREASURY BND7-10	IBTM IM EQUITY	3.00
LYXOR MTS BTP 10Y ITALY GOV	BTP10 IM EQUITY	10.50
LYXOR UCITS ETF EUROMTS 7-10	EM710 IM EQUITY	10.50
LYXOR UCITS ETF EURMTS GL IN	EMG IM EQUITY	15.00
EM. MARKET BONDS		8.25
LYXOR UCITS ETF IBOXX USD EMGB	EMKTB IM EQUITY	8.25
HIGH YIELD BONDS		4.50
LYXOR UCITS ETF IBOXX EUR HY	HY IM EQUITY	0.00
ISHARES ETF IBOXX HY USD	IHYU IM EQUITY	4.50
EQUITY		15.00
LYXOR ETF FTSE MIB	ETFMIB IM EQUITY	0.00
LYXOR ETF ITA MID CAP	ITAMID IM EQUITY	0.00
AMUNDI ETF ES50	C50 IM EQUITY	0.00
LYXOR DAX	DAXX IM EQUITY	0.00
ISHARES S&P 500 UCITS ETF HED	IUSE IM EQUITY	4.50
LYXOR NASDAQ	UST IM EQUITY	0.00
ISHARES MSCI EMERGING MARKET	IEEM IM EQUITY	4.50
DB X-TRACKERS SHORT ES50	XSSX IM EQUITY	3.00
BERMIB IM EQUITY	BERMIB IM EQUITY	3.00
LYXOR ETF SHORT MIB	BERMIB IM EQUITY	3.00
Net equity exposure		3.00
COMMODITY		20.25
ETF5 PHYSICAL GOLD	PHAU IM EQUITY	20.25
TOT		100.00

PERFORMANCE RECAP - GLOBAL ASSET STRATEGY													
Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Ytd
2007	1.06%	-0.41%	0.25%	0.95%	0.07%	-0.35%	0.35%	0.91%	-0.34%	1.45%	0.15%	1.05%	5.23%
2008	3.25%	0.96%	-1.60%	-1.28%	-0.17%	-1.65%	0.93%	1.33%	1.55%	1.53%	4.20%	0.44%	9.73%
2009	2.09%	2.35%	-1.06%	0.54%	0.60%	0.75%	3.12%	1.84%	1.87%	-0.38%	3.07%	1.15%	17.02%
2010	-0.07%	1.43%	2.00%	1.84%	2.13%	0.10%	-0.82%	1.66%	-0.18%	0.94%	-0.08%	0.86%	10.21%
2011	-0.63%	1.09%	-1.25%	0.70%	0.61%	-0.66%	1.97%	5.14%	0.21%	-2.22%	-0.95%	3.21%	7.23%
2012	2.12%	1.85%	-0.70%	-0.51%	1.47%	-1.02%	2.66%	0.35%	1.16%	0.12%	1.94%	0.69%	10.52%
2013	0.93%	-0.09%	0.84%	2.45%	0.12%	-3.50%	1.52%	-0.27%	1.31%	3.29%	0.37%	-0.43%	6.58%
2014	0.91%	1.91%	0.90%	0.88%	1.76%	0.77%	0.55%	2.23%	0.30%	1.08%	1.20%	1.29%	14.66%
2015	4.37%	2.23%	2.00%	-1.77%	0.33%	-1.62%	1.43%	-0.14%	1.49%	0.73%	1.25%	-1.71%	8.73%
2016	0.84%	1.45%	-0.89%	0.49%	0.13%	3.49%							5.59%

PERFORMANCE RECAP - BENCHMARK													
Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Ytd
2007	0.70%	0.24%	0.11%	0.81%	-0.02%	-0.64%	0.04%	0.81%	0.46%	1.36%	-0.56%	0.49%	3.84%
2008	0.26%	0.45%	-2.40%	0.81%	-0.19%	-2.27%	0.80%	1.19%	-0.83%	-3.06%	2.11%	-0.48%	-3.68%
2009	1.86%	-0.62%	0.40%	3.22%	0.47%	0.15%	2.95%	1.37%	1.67%	0.01%	2.19%	0.53%	15.06%
2010	0.30%	1.39%	2.17%	0.82%	1.42%	-0.10%	0.11%	2.12%	-0.70%	0.55%	-0.73%	0.35%	7.94%
2011	-0.45%	1.19%	-1.26%	0.75%	0.95%	-0.99%	-0.30%	1.32%	-1.35%	0.68%	-1.66%	1.68%	0.48%
2012	4.44%	2.32%	-0.65%	-0.63%	-0.31%	0.53%	2.05%	1.28%	1.61%	0.37%	1.48%	0.13%	13.24%
2013	0.04%	-0.10%	0.85%	1.45%	-0.42%	-4.20%	2.01%	0.27%	0.20%	2.54%	-0.13%	-1.13%	1.22%
2014	2.05%	1.79%	0.70%	0.89%	1.33%	1.23%	0.45%	2.05%	0.29%	-0.13%	1.85%	1.03%	14.39%
2015	5.12%	1.75%	1.67%	-1.84%	-0.01%	-3.05%	1.60%	-2.18%	0.03%	3.18%	0.96%	-2.55%	4.43%
2016	0.12%	1.20%	0.39%	-0.10%	0.67%	1.45%							3.78%

Portafoglio GLOBAL bilanciato basato sui Portafogli Modello

GLOBAL ASSET STRATEGY
(REFERENCE CURRENCY EURO)

COMPONENTS

ITALIA	10.0%
ITALIA TOTAL RETURN	10.0%
EURO TOTAL RETURN	10.0%
USD TOTAL RETURN (in EUR)	10.0%
GLOBAL GROWTH	10.0%
MULTIASSET	10.0%
GLOBAL BOND	10.0%
BOND AGGRESSIVE	10.0%
BLACK SWAN	10.0%
SDT	10.0%
TOT	100.0%

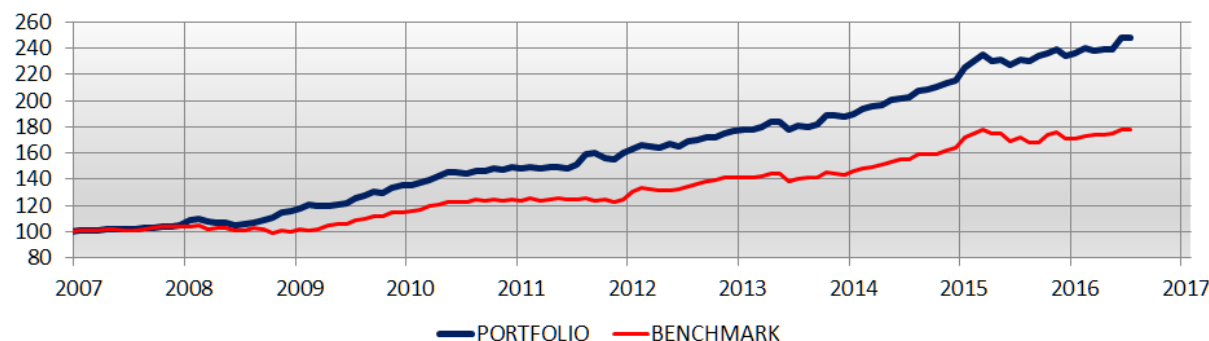
ETF 07/16

CASH	13.00
LYXOR UCITS ETF EUROMTS 1-3Y	10.50
ISHARES USD TREASURY BND 1-3	2.50
BONDS	39.00
ISHARES USD TREASURY BOND7-10	3.00
LYXOR MTS BTP 10Y ITALY GOV	10.50
LYXOR UCITS ETF EUROMTS 7-10	10.50
LYXOR UCITS ETF EURMTS GLIN	15.00
EM. MARKET BONDS	8.25
LYXOR UCITS ETF IBOXX USD EMGB	8.25
HIGH YIELD BONDS	4.50
LYXOR UCITS ETF IBOXX EUR HY	0.00
ISHARES ETF IBOXX HY USD	4.50
EQUITY (LONG+SHORT)	15.00
LYXOR ETF FTSE MIB	0.00
LYXOR ETF ITA MID CAP	0.00
AMUNDI ETF ES50	0.00
LYXOR ETF DAX	0.00
ISHARES S&P 500 UCITS ETF HED	4.50
LYXOR NASDAQ	0.00
ISHARES MSCI EMERGING MARKET	4.50
DB X-TRACKERS SHORT ES50	3.00
LYXOR ETF SHORT MIB	3.00
Net equity exposure	3.00
COMMODITY	20.25
ETFS PHYSICAL GOLD	20.25
TOT	100.0

7.2016

Monthly update

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Ytd
2007	1.06%	-0.41%	0.25%	0.95%	0.07%	-0.35%	0.35%	0.91%	-0.34%	1.45%	0.15%	1.05%	5.23%
2008	3.25%	0.96%	-1.60%	-1.28%	-0.17%	-1.65%	0.93%	1.33%	1.55%	1.53%	4.20%	0.44%	9.73%
2009	2.09%	2.35%	-1.06%	0.54%	0.60%	0.75%	3.12%	1.84%	1.87%	-0.38%	3.07%	1.15%	17.02%
2010	-0.07%	1.43%	2.00%	1.84%	2.13%	0.10%	-0.82%	1.66%	-0.18%	0.94%	-0.08%	0.86%	10.21%
2011	-0.63%	1.09%	-1.25%	0.70%	0.61%	-0.66%	1.97%	5.14%	0.21%	-2.22%	-0.95%	3.21%	7.23%
2012	2.12%	1.85%	-0.70%	-0.51%	1.47%	-1.02%	2.66%	0.35%	1.16%	0.12%	1.94%	0.69%	10.52%
2013	0.93%	-0.09%	0.84%	2.45%	0.12%	-3.50%	1.52%	-0.27%	1.31%	3.29%	0.37%	-0.43%	6.58%
2014	0.91%	1.91%	0.90%	0.88%	1.76%	0.77%	0.55%	2.23%	0.30%	1.08%	1.20%	1.29%	14.66%
2015	4.37%	2.23%	2.00%	-1.77%	0.33%	-1.62%	1.43%	-0.14%	1.49%	0.73%	1.25%	-1.71%	8.73%
2016	0.84%	1.45%	-0.89%	0.49%	0.13%	3.49%							5.59%
Avg	1.49%	1.28%	0.05%	0.43%	0.70%	-0.37%	1.30%	1.45%	0.82%	0.73%	1.24%	0.73%	9.55%
Q avg	3.45%	3.49%	2.82%	1.76%	1.18%	0.76%	1.64%	2.38%	3.57%	3.00%	2.78%	2.69%	



Performance Statistic	Portfolio	Benchmark	Risk Statistics	Portfolio	Benchmark
Last month	3.49%	1.45%	Standard Deviation Ann.	4.84%	4.94%
Absolute Performance	147.62%	77.37%	Volatility (correl 1)	9.35	8.56
Current year performance	5.59%	3.78%	Sharpe Index	1.78	0.98
Annualized Performance	9.92%	6.16%	Worst Month	-3.50%	-4.20%
Max DrawDown (12m)	1.31%	-4.75%	Positive months	83	79
Last 12 months performance	7.28%	3.09%	Negative months	30	34
Last 36 months performance	37.31%	25.77%			

Range di allocazione della Global Asset Strategy

GAS - LIMITI DI ALLOCAZIONE E ALLOCAZIONE ATTUALE

	GOLD	EQUITY	GOVT BOND 10Y	EMG MKT BOND	HIGH YIELD BOND	CASH
MAX	21.75	41.5	72	9.75	12.75	69.5
MIN	0	-9	10.75	0	0	10.5
avg	8.15	13.50	43.18	3.42	5.57	26.18
today	20.25	15 [+3*]	39	8.25	4.5	13

* Net Equity Exposure = La differenza tra le posizioni Short e le posizioni Long sugli indici azionari

Portafoglio Global Bond

GLOBAL ASSET STRATEGY

(REFERENCE CURRENCY EURO)

COMPONENTS

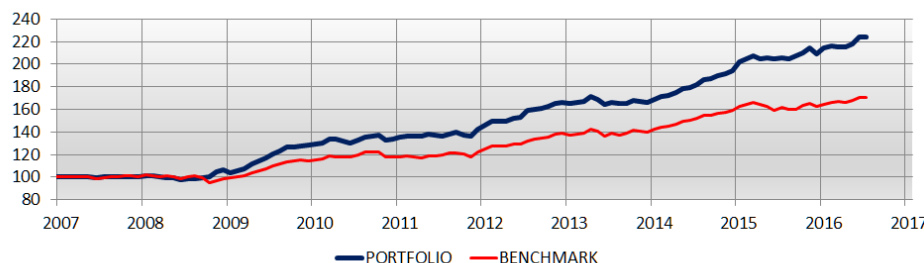
ITALIA	
ITALIA TOTAL RETURN	
EURO TOTAL RETURN	
USD TOTAL RETURN (in EUR)	
GLOBAL GROWTH	
MULTIASSET	
GLOBAL BOND	100.0%
BOND AGGRESSIVE	
BLACK SWAN	
SDT	
TOT	100.0%

ETF	07/16
CASH	0.00
LYXOR UCITS ETF EUROMTS 1-3Y	0.00
ISHARES USD TREASURY BND 1-3	0.00
BONDS	62.50
ISHARES USD TREASURY BOND7-10	0.00
LYXOR MTS BTP 10Y ITALY GOV	0.00
LYXOR UCITS ETF EUROMTS 7-10	37.50
LYXOR UCITS ETF EURMTS GL IN	25.00
EM. MARKET BONDS	37.50
LYXOR UCITS ETF IBOXX USD EMGB	37.50
HIGH YIELD BONDS	0.00
LYXOR UCITS ETF IBOXX EUR HY	0.00
ISHARES ETF IBOXX HY USD	0.00
EQUITY (LONG+SHORT)	0.00
LYXOR ETF FTSE MIB	0.00
LYXOR ETF ITA MID CAP	0.00
AMUNDI ETF ES50	0.00
LYXOR ETF DAX	0.00
ISHARES S&P 500 UCITS ETF HED	0.00
LYXOR NASDAQ	0.00
ISHARES MSCI EMERGING MARKET	0.00
DB X-TRACKERS SHORT ES50	0.00
LYXOR ETF SHORT MIB	0.00
Net equity exposure	0.00
COMMODITY	0.00
ETFS PHYSICAL GOLD	0.00
TOT	100.0

7.2016

Monthly update

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Ytd
2007	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.21%	-0.43%	0.16%	0.20%	0.03%	0.19%	0.20%	-0.12%	0.43%
2008	0.60%	0.17%	-0.66%	-0.92%	0.04%	-1.94%	0.38%	0.68%	0.92%	0.17%	4.75%	1.56%	5.76%
2009	-2.13%	1.50%	1.51%	3.90%	2.68%	2.16%	3.18%	2.13%	3.02%	0.08%	0.73%	0.18%	20.48%
2010	1.11%	0.64%	2.47%	0.06%	-1.08%	-1.37%	2.02%	1.68%	0.72%	0.57%	-3.18%	0.99%	4.59%
2011	0.84%	1.23%	-0.46%	0.44%	0.85%	-0.77%	-0.27%	1.24%	1.34%	-1.75%	-0.56%	4.44%	6.61%
2012	2.34%	2.16%	-0.02%	0.39%	1.76%	0.12%	4.02%	0.63%	0.76%	0.98%	1.47%	0.68%	16.34%
2013	-0.74%	0.61%	0.89%	2.50%	-1.59%	-2.57%	1.10%	-0.63%	0.20%	1.40%	-0.40%	-0.43%	0.21%
2014	1.63%	1.19%	0.91%	1.23%	1.97%	0.75%	1.55%	2.33%	0.40%	1.37%	1.09%	1.20%	16.77%
2015	4.19%	1.20%	1.25%	-1.32%	0.30%	-0.19%	0.27%	-0.33%	1.26%	1.23%	2.08%	-2.52%	7.52%
2016	2.74%	0.88%	-0.39%	0.02%	0.95%	3.04%							7.41%
Avg	1.06%	0.96%	0.55%	0.63%	0.61%	-0.12%	1.38%	0.88%	0.96%	0.47%	0.69%	0.66%	8.61%
Q avg	2.41%	2.68%	2.57%	2.14%	1.79%	1.12%	1.87%	2.14%	3.22%	2.31%	2.12%	1.82%	



Performance Statistic	Portfolio	Benchmark	Risk Statistics	Portfolio	Benchmark
Last month	3.04%	1.83%	Standard Deviation Ann.	4.87%	4.64%
Absolute Performance	124.35%	70.88%	Volatility (correl 1)	7.25	6.75
Current year performance	7.41%	5.25%	Sharpe Index	1.54	0.96
Annualized Performance	8.80%	5.75%	Worst Month	-3.18%	-4.59%
Max DrawDown (12m)	-2.06%	-5.99%	Positive months	87	80
Last 12 months performance	9.20%	5.47%	Negative months	26	33
Last 36 months performance	35.01%	24.33%			

Questo è il nostro Portafoglio Modello GLOBAL BOND. E' stato ritarato per potersi proteggere in caso di un rialzo dei tassi e contemporaneamente per poter sfruttare le tendenze favorevoli di EMGB e High Yield.

Nessuno trova attraenti i rendimenti dei bond, ma per molti investitori, privati e istituzionali, non c'è altra scelta. Pensiamo ai fondi pensione, che in media hanno un gap del 10-20% tra le masse in gestione e quello che dovranno pagare in pensioni nel giro di 10 anni. I fondi pensione hanno solo tre soluzioni per colmare questo divario: scommettere sull'azionario, correndo grossi rischi, puntare sul credito, cercando di ottenere un rendimento reale, oppure andare a leva. Nessuno di questi casi è esente da grossi rischi.

Questo Portafoglio ha un rendimento storico ottimo (oltre 8.5% medio annuo, con una STD <5% e uno Sharpe Index elevato, 1.54).

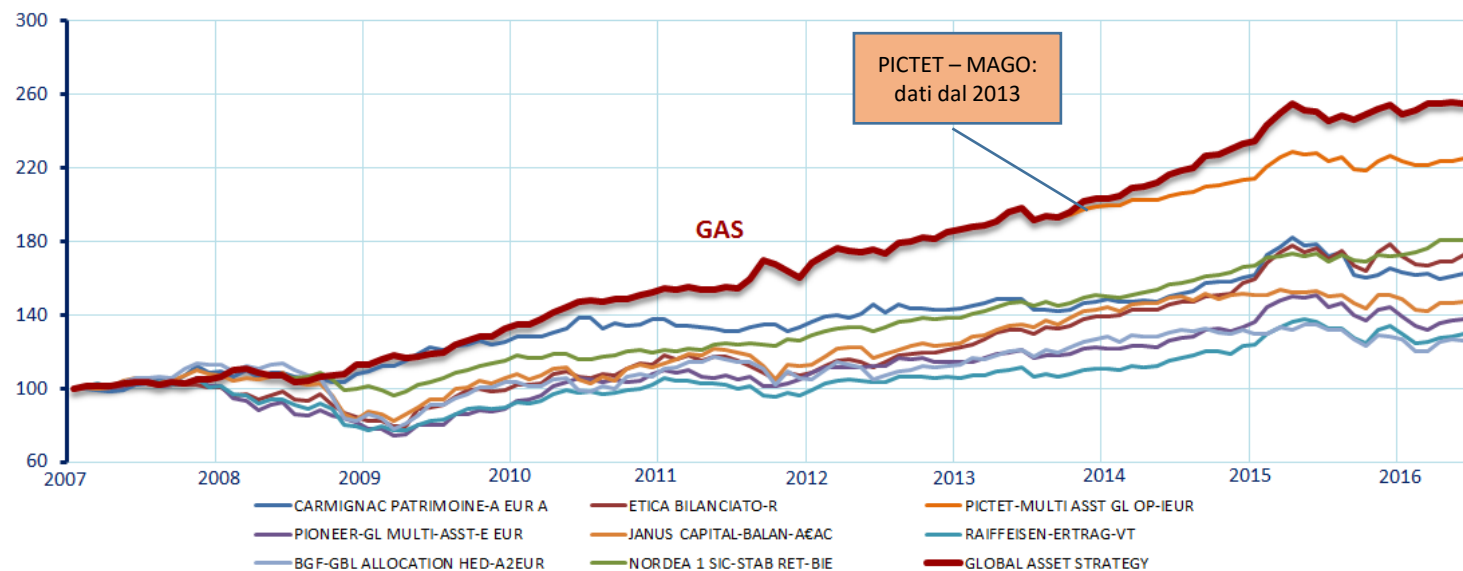
In questo momento, il portafoglio è investito in Governativi EUR 7-10 (37.5%), Governativi EURO MTS (25%) e EMG MKTS BONDS in USD (37.5%).

Portafogli Modello: confronto della GAS con i grandi fondi

PEERS COMPARISON

30/06/2016

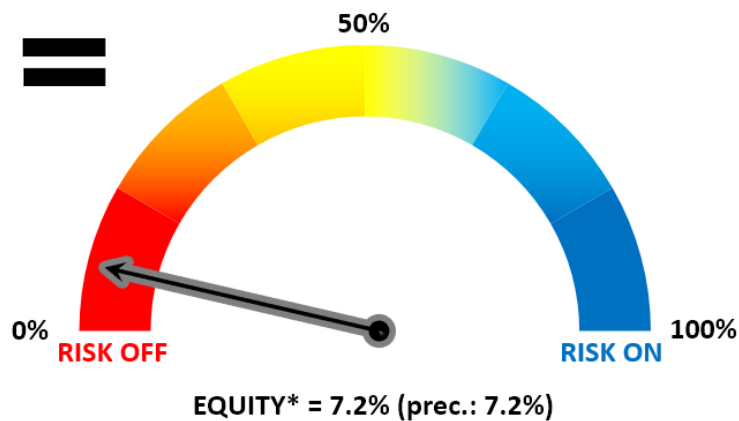
GAS overperforms peers through its acritic trend discipline



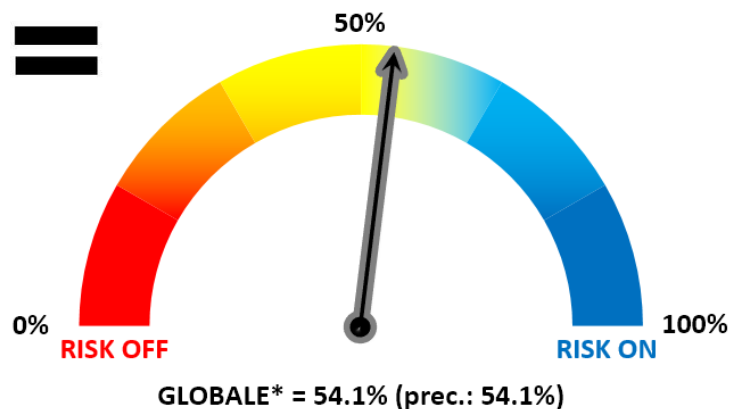
Performance Statistic	CARMIGNAC PAT.	ETICA BIL.	PICTET-MAGO	PION. MULTI-ASS.	JAN. CAP.-BALAN	RAIFFEISEN-ER.	BGF-GBL ALLOC.	NORDEA STAB RET	GAS
Last month	1.24%	-1.43%	0.52%	-0.58%	-0.62%	-0.75%	-1.07%	1.47%	2.25%
Absolute Performance	64.3%	70.3%	17.2%	37.0%	46.1%	28.4%	24.8%	71.1%	160.51%
Annualized Performance	5.37%	5.77%	5.77%	3.37%	4.07%	2.67%	2.36%	6.87%	10.60%
Ytd performance	0.84%	-0.66%	1.29%	-1.47%	-1.76%	-0.90%	-1.22%	6.39%	4.74%
Last 12 months performance	-7.91%	-3.45%	-0.76%	-8.89%	-4.28%	-5.92%	-7.53%	6.01%	4.17%
Last 36 months performance	10.62%	28.92%	n.a.	13.30%	8.32%	15.42%	3.40%	24.60%	31.61%

Risk Statistics	CARMIGNAC PAT.	ETICA BIL.	PICTET-MAGO	PION. MULTI-ASS.	JAN. CAP.-BALAN	RAIFFEISEN-ER.	BGF-GBL ALLOC.	NORDEA STAB RET	GAS
Standard Deviation Ann.	7.20%	8.84%	3.97%	8.85%	9.58%	8.15%	10.72%	5.19%	5.52%
Sharpe Index	0.59	0.53	1.18	0.26	0.31	0.19	0.12	1.11	1.72
Max DrawDown	-12.55%	-22.65%	-4.51%	-29.61%	-24.72%	-26.76%	-31.33%	-11.11%	-6.50%
Month to recover	N.A.	14	N.A.	16	14	23	25	5	9
Worst Month	-7.04%	-5.59%	-2.69%	-6.92%	-10.63%	-9.62%	-12.22%	-5.07%	-3.45%
Worst Month Date	Aug-15	Sep-08	Aug-15	Jun-08	Oct-08	Oct-08	Oct-08	Oct-08	Jun-13
Positive months	73	72	26	68	68	67	63	68	84
Negative months	41	42	8	46	46	47	51	29	30
Ratio P.m. / N. m.	1.78	1.71	3.25	1.48	1.48	1.43	1.24	2.34	2.80

Rischiometro globale e equity



* = Il 100% è calcolato sulla base dell'esposizione massima di tutti gli asset classificati come azionari inseriti nei nostri Portafogli Modello (Indici, ETF)



* = Il 100% è calcolato sulla base dell'esposizione massima di tutti gli asset classificati come volatilità medio/alta inseriti nei nostri Portafogli Modello (Equity, Oro, EMG Bonds, HY Bonds)

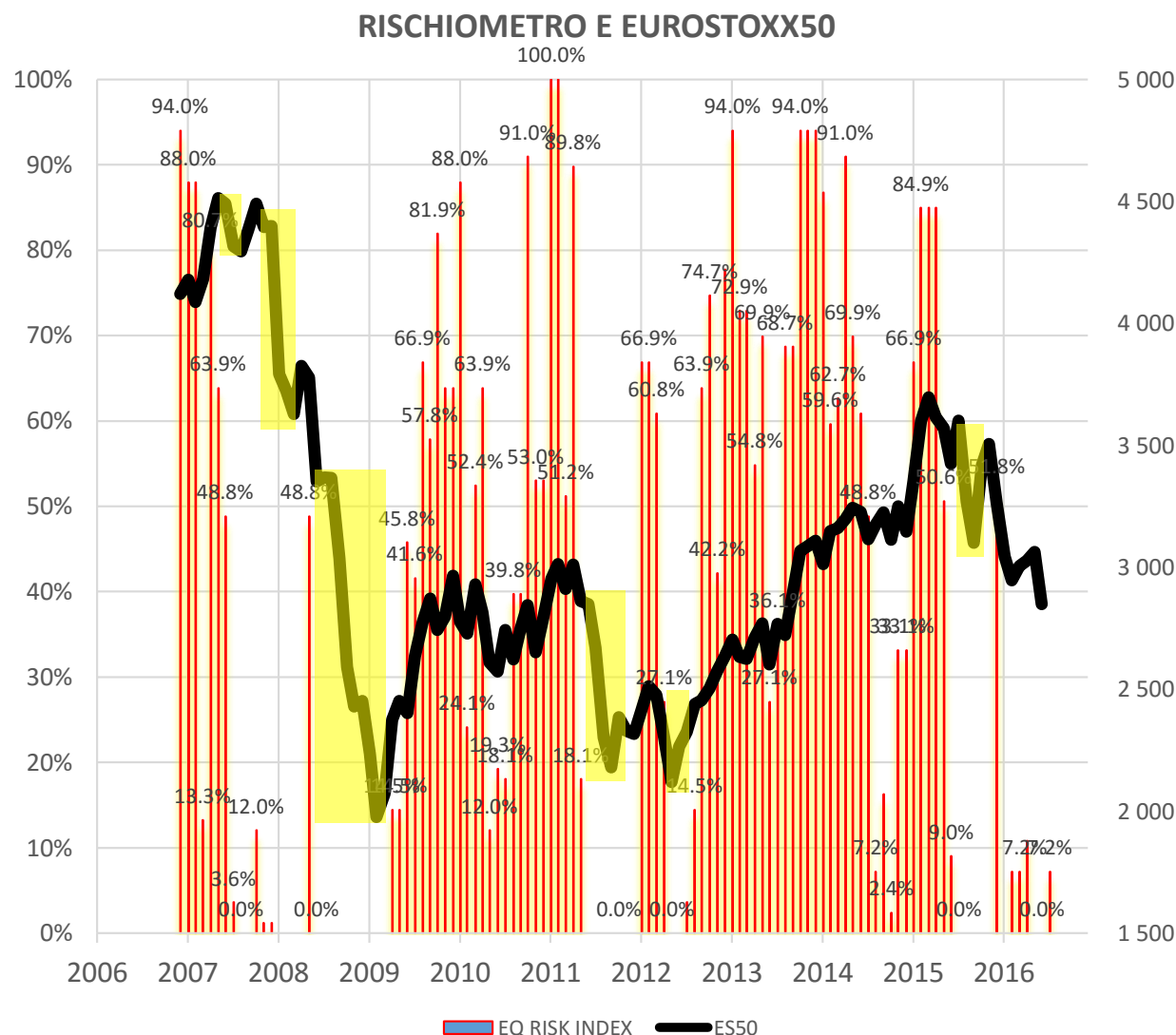
Il Rischiometro GLOBALE è la percentuale complessiva degli asset volatili contenuti nei nostri Portafogli Modello, quindi la somma di azioni, bonds emergenti, HY, oro.

Nel PM globale formato dagli 8 PM equiponderati, il massimo possibile in asset volatili è il 61.66%, che quindi – ove raggiunto – porterebbe il Rischiometro GLOBALE a 100%.

Il Rischiometro EQUITY non è altro che la percentuale complessiva degli asset azionari contenuti nei nostri Portafogli Modello (ad eccezione del PM SDT, che usa una strategia puramente stagionale).

Nel PM globale formato dagli 8 PM equiponderati, il massimo possibile in equity è il 46.11%, che quindi – ove raggiunto – porterebbe il Rischiometro EQUITY a 100%.

Rischiometro equity e Eurostoxx50

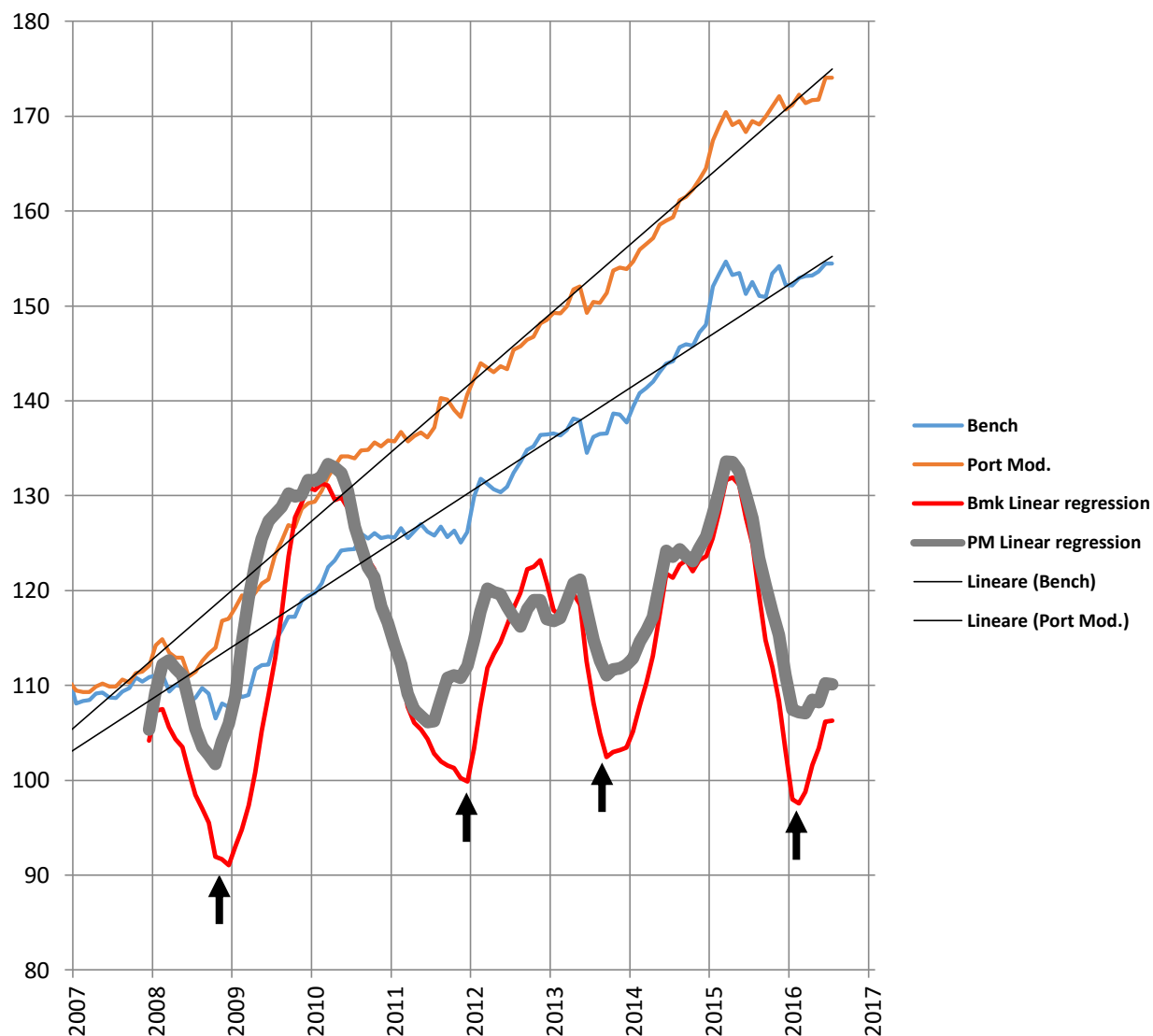


Il grafico rappresenta la comparazione tra il Rischiometro EQUITY e l'indice Eurostoxx50 dal 2007 ad oggi.

In passato l'azzeramento dell'allocazione in Equity sui Portafogli Modello si è verificata in corrispondenza di fasi di elevata volatilità del mercato, talvolta legate a movimenti ribassisti di di proporzioni significative (2008 – 2011). Durante fasi di questo tipo stare fuori dal mercato rappresenta un plus fondamentale al fine di proteggere il proprio capitale di investimento.

In seguito all'azzeramento avvenuto nel corso dei mesi di Maggio e Giugno, il Rischiometro Equity si è nuovamente riportato in territorio positivo (7.2%), grazie alla posizione Long sull'indice S&P500 e l'ingresso dei mercati emergenti sul PM GLOBAL GROWTH. Al momento il modello è su livelli di allocazione molto bassi, solo il rialzo da parte degli indici europei riporterebbe il Rischiometro Equity verso le letture registrate negli anni precedenti.

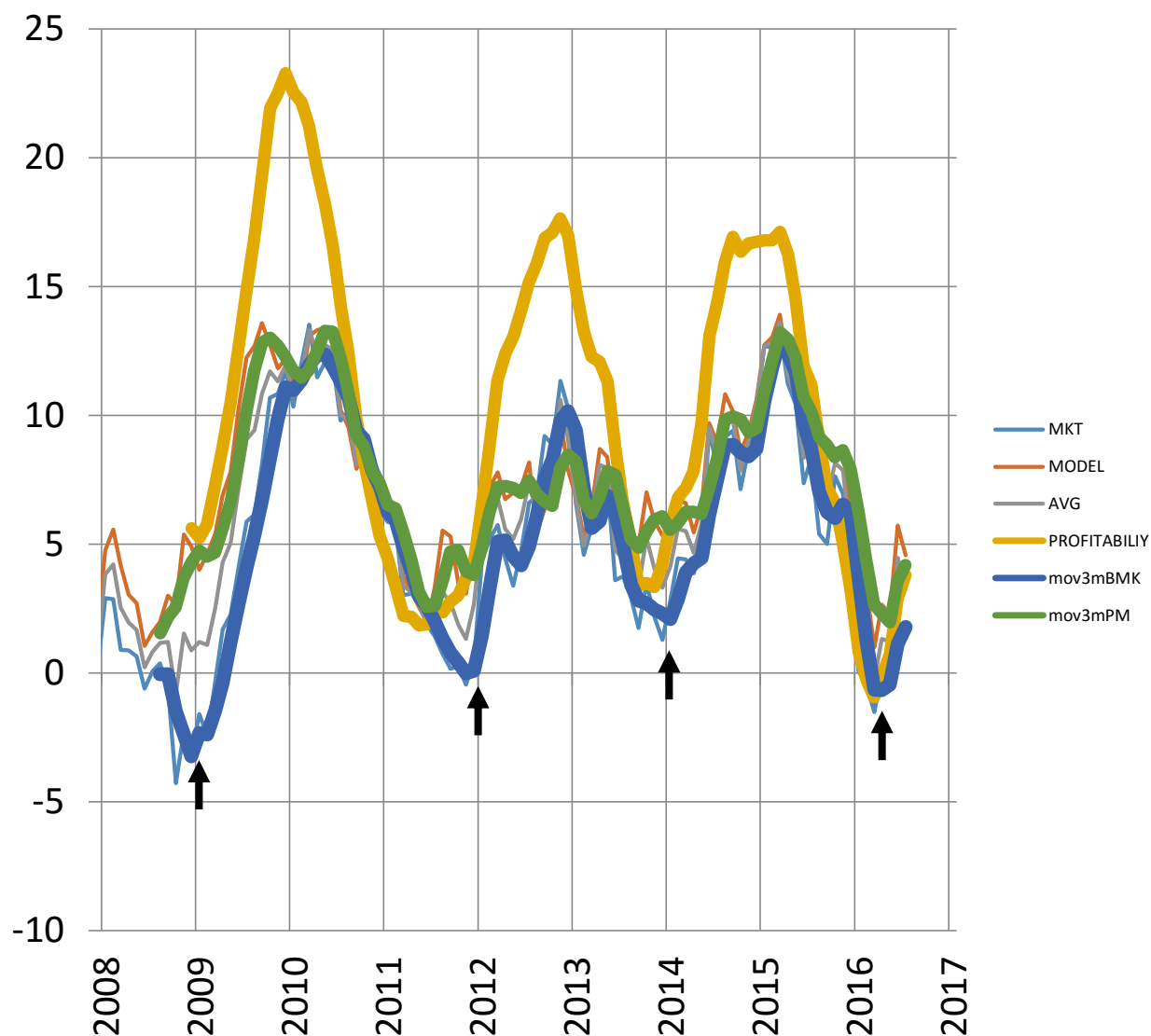
Curve di profittabilità



Le regressioni lineari delle curve di performance dei nostri Portafogli Modello e dei benchmark sono delle eccellenti proxy per il concetto di PROFITABILITÀ: quando salgono, i mercati sono generosi e producono ritorni significativi; quando scendono, i mercati concedono molto meno e con molto più sforzo.

Adesso le curve stanno effettuando un flesso al rialzo, come in precedenza è avvenuto a fine 2008, fine 2011 e fine 2013.

Curve di profittabilità in ripresa

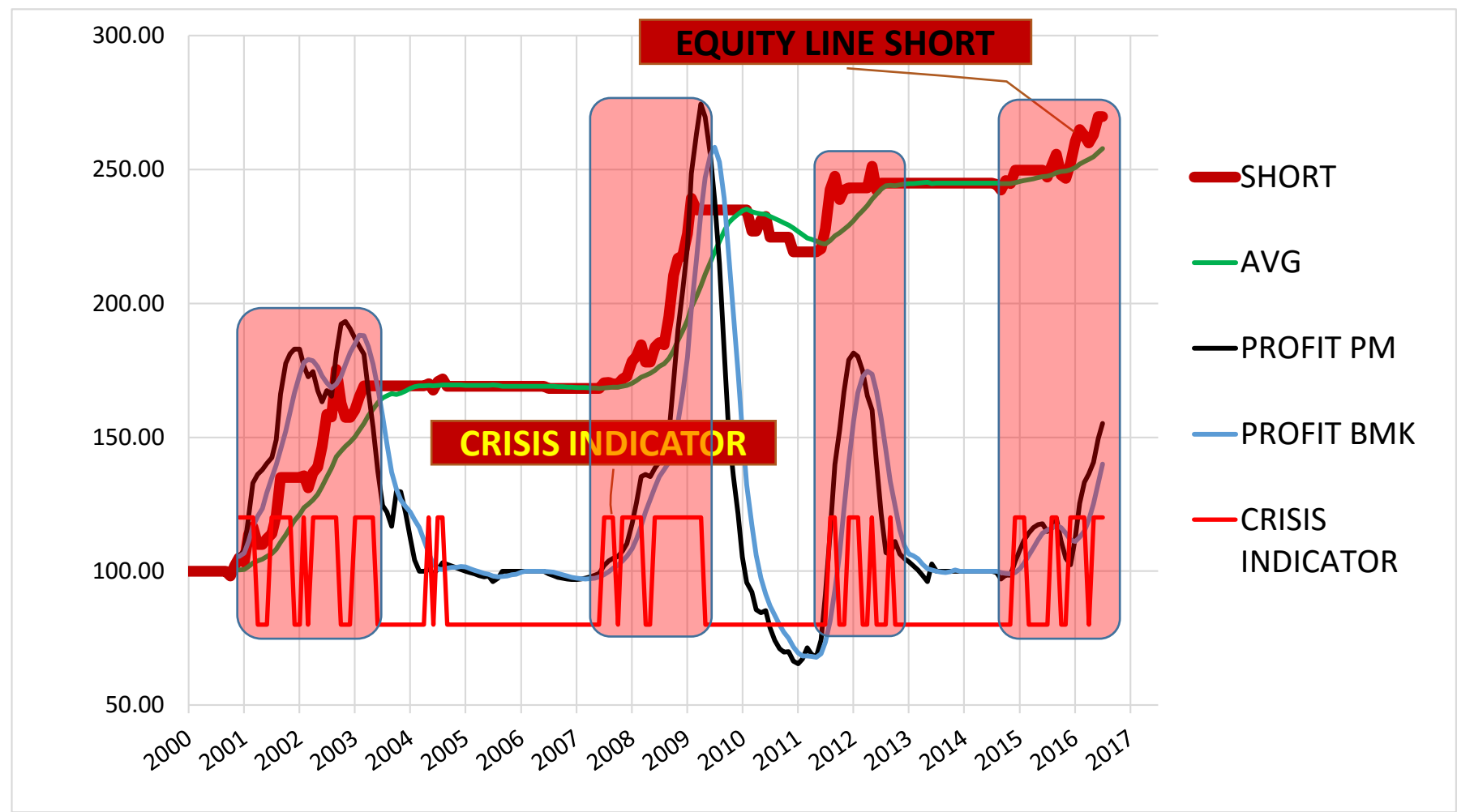


Il concetto della slide precedente può essere osservato anche in questo grafico, che mostra la variazione percentuale sui 12 mesi delle stesse curve di performance.

Anche qui la deviazione standard è estremamente potente nell'evidenziare le fasi di **contrazione di profitto** per la media degli asset.

Da un lato, quindi, siamo in un contesto evidente di bassa profittabilità per la media degli investimenti, dall'altro si registra una ripresa, che in passato si è verificata in corrispondenza di fasi di accumulazione importanti del mercato.

Una appendice interessante: il Crisis Indicator



Il primo segnale concreto di ritorno a un ambiente **NON SFAVOREVOLE** alle borse sarà l'uscita del **CRISIS INDICATOR** dalla posizione **ON**

Cioè quando? Quando si «spegnerebbe» il Crisis Indicator?

Attraverso i nostri algoritmi, sappiamo già
a che condizioni questo succederà
nel mese di Luglio

MIB = 18250

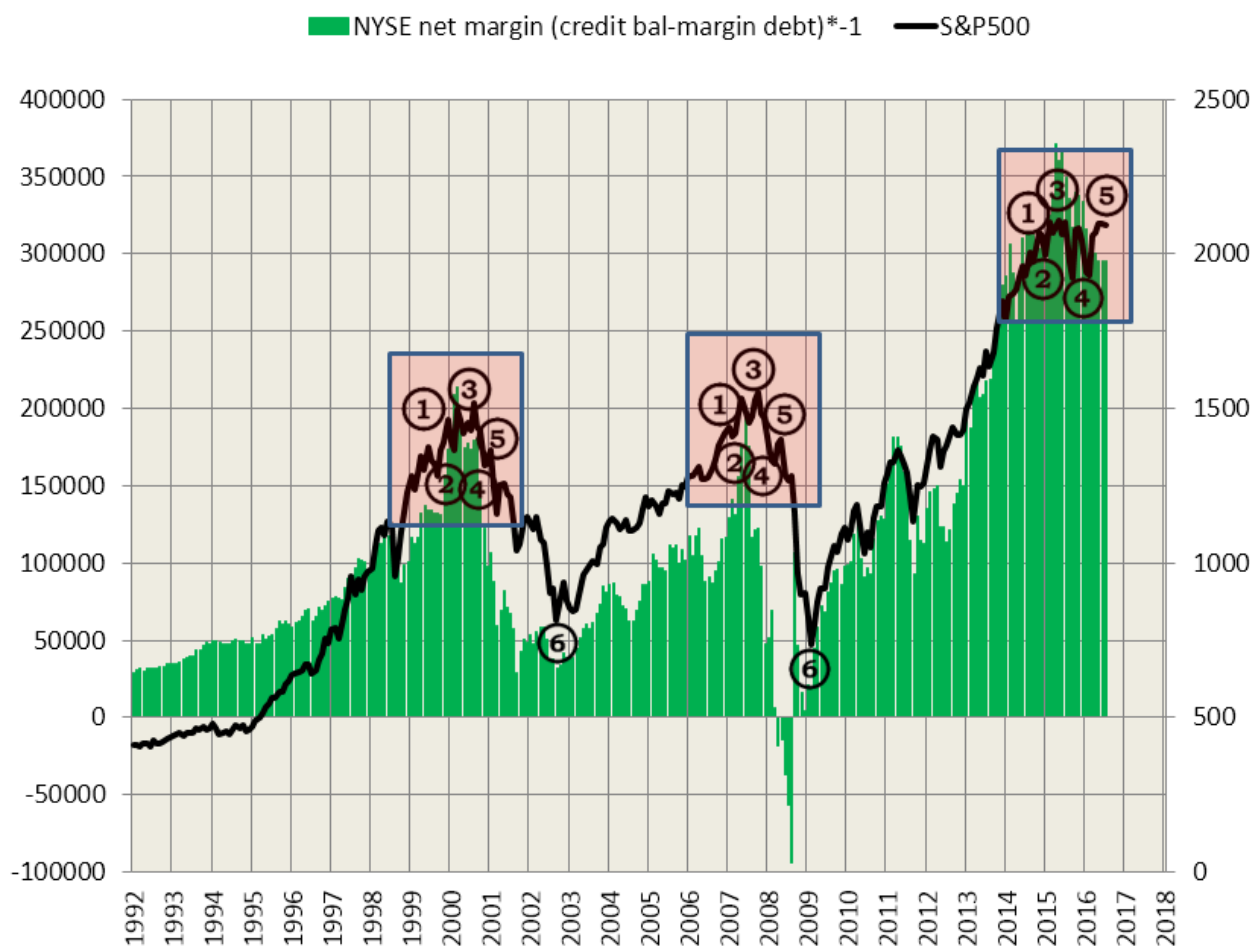
ES50 = 3083

addirittura, possiamo iniziare a ipotizzare quando questo
accadrà nel mese di Agosto

MIB = 18056

ES50 = 3064

Un elemento di rischio resta la leva finanziaria negli USA



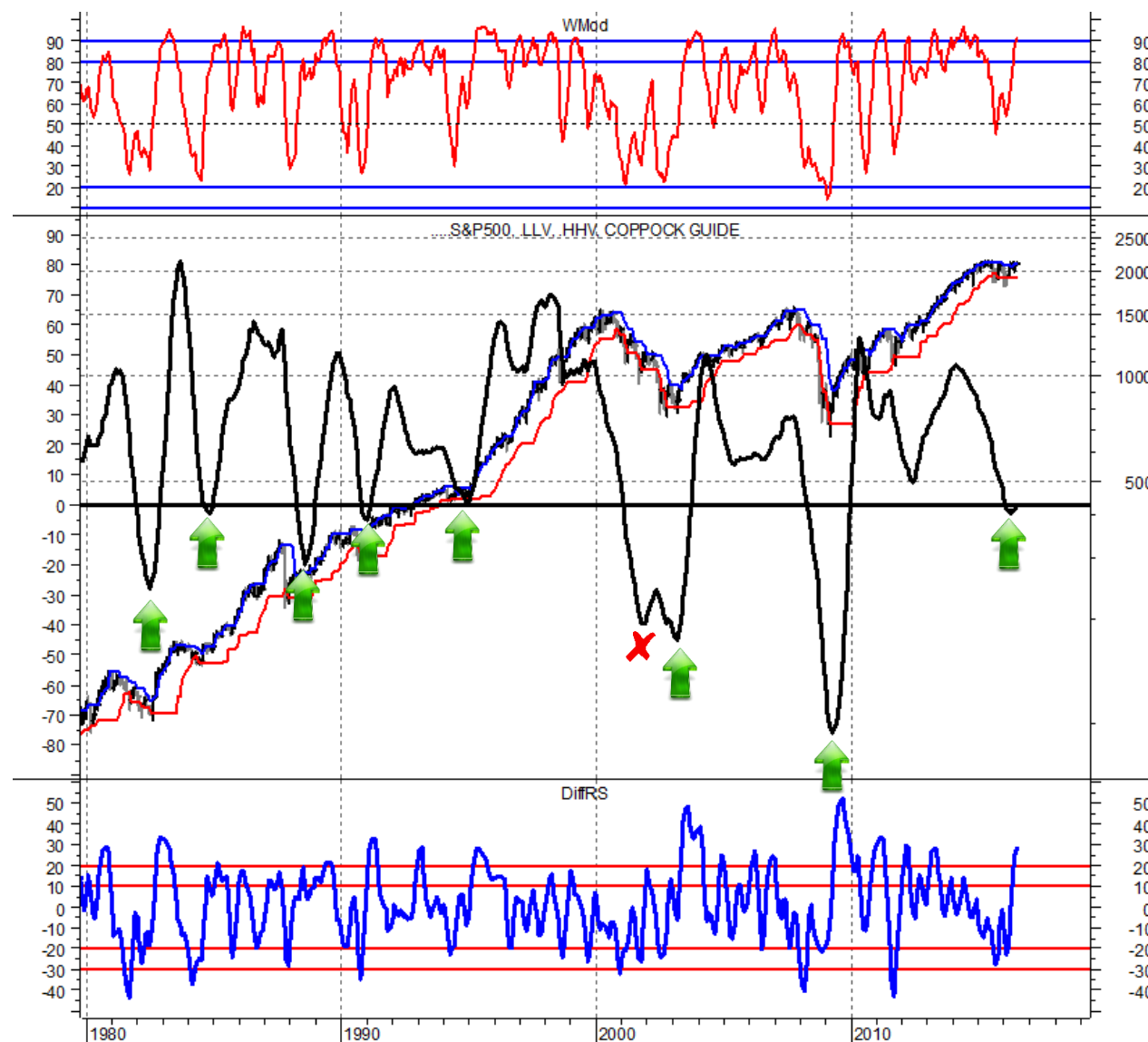
Si conferma il trend negativo del Margin Debt NYSE, sebbene in decelerazione rispetto alla forte contrazione avvenuta tra la fine del 2015 e l'inizio del 2016. Attualmente si evidenzia una divergenza tra il recupero degli indici statunitensi ed il riassorbimento degli eccessi relativi al Margin Debt, la cui risoluzione è demandata ai dati dei prossimi mesi. Il dato sulla leva si unisce ad una ormai lunga serie di elementi di valutazione del mercato americano (capitalizzazione/PIL, Shiller P/E ecc.) che stanno rientrando da eccessi storici.

Nel 2015 la leva finanziaria USA (che possiamo definire come la componente speculativa) ha raggiunto picchi senza precedenti, grazie alla facilità di indebitamento di privati e aziende (buybacks). Il top del Margin Debt è stato registrato in Aprile 2015, in corrispondenza con l'inizio di una fase non solo e non tanto di deterioramento dei mercati azionari, quanto, in senso più esteso, di contrazione della redditività degli asset.

L'analisi della serie storica dei dati (che risale solo al 1992) evidenzia tra il 2015 e il 2016 una sequenza di correlazione distributiva tra S&P e Margin Debt – indicata sul grafico con la sequenza numerica – che ha forti analogie rispetto a quelle dei due top precedenti, 2000 e 2007. *L'area da monitorare nel medio termine è 2025/1980, che se forata al ribasso riporterebbe i mercati in uno stato di allerta.*

Una chiusura mensile dello S&P inferiore a 1920 confermerebbe nello schema la perforazione del punto 4 e presumibilmente aprirebbe a una contrazione della componente speculativa, cosa che è avvenuta in occasione di tutti i cali più importanti del passato.

Coppock Guide in «buy zone»



Indice S&P, dati mensili, dal 1980 al 2016.

L'indice S&P500 ha creato nel corso del 2015 e la prima parte del 2016 una struttura correttiva lateral ribassista, compresa tra 2115 e 1815.

Nel mese di Giugno l'indice ha generato segnale positivo dovuto sia ad una monthly close sopra la linea blu (>2096) e sia al segnale di entrata sui Portafogli Modello.

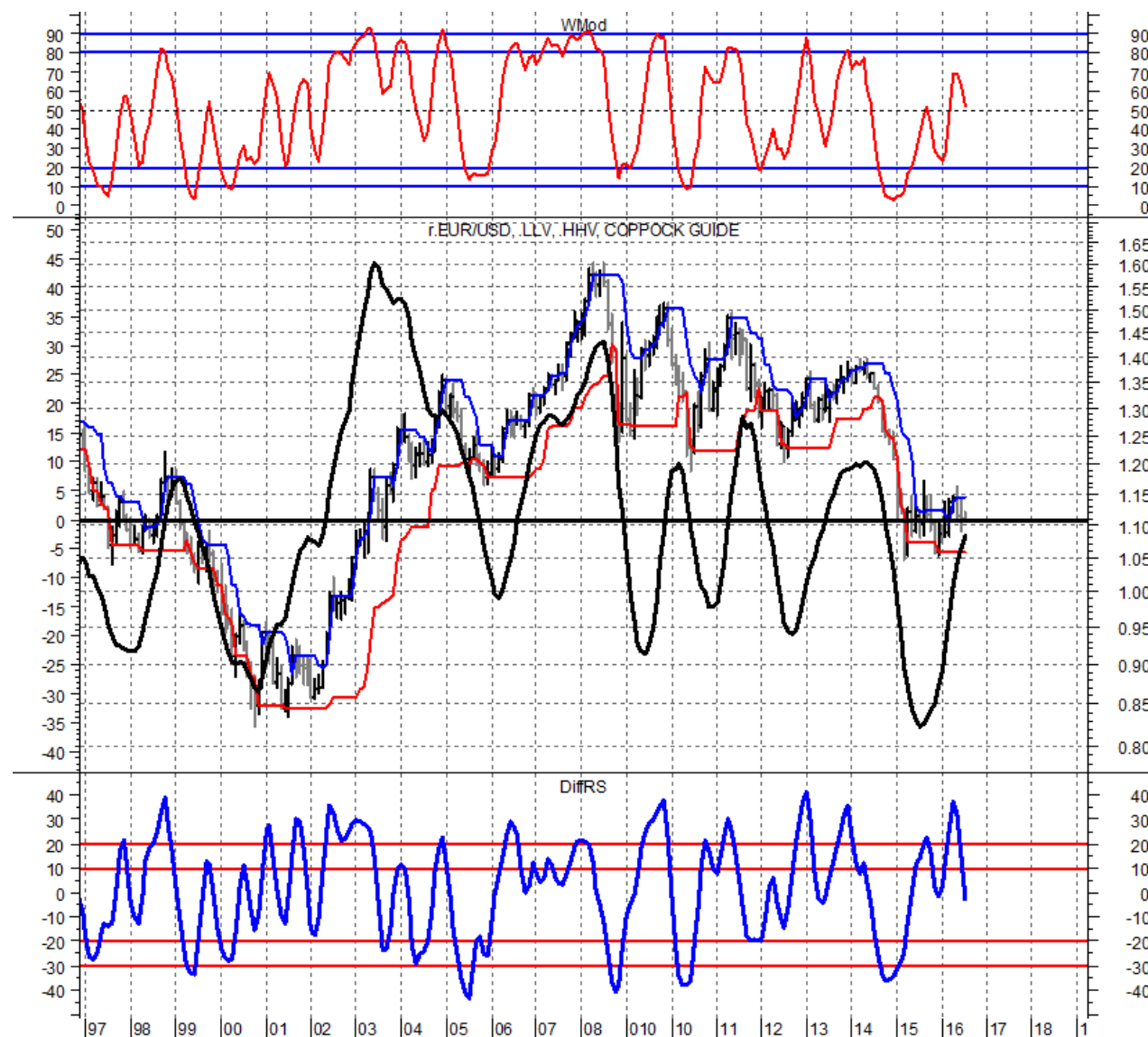
Il segnale risulta attualmente supportato dagli oscillatori più veloci, sebbene in prossimità delle prime letture di ipercomperato, mentre l'indicatore lento di momentum (Coppock Guide, linea nera sovrapposta al grafico) sta effettuando un'interessante flessione rialzista in corrispondenza della linea dello zero.

Ricordiamo che questo indicatore è nato espressamente per valutare le giunture di acquisto degli indici su base mensile e negli ultimi decenni ha fornito un solo falso segnale temporaneo (2001).

La Key Area di supporto per l'indice S&P500 è individuata tra 2025 (livello di stop mensile) e 1990 (livello di stop trimestrale).

Da monitorare con attenzione la tenuta dell'area 1920 (linea rossa): una chiusura mensile sotto tale livello riporterebbe i mercati in uno stato di profonda allerta.

Dollaro: situazione tecnica incerta – EUR/USD



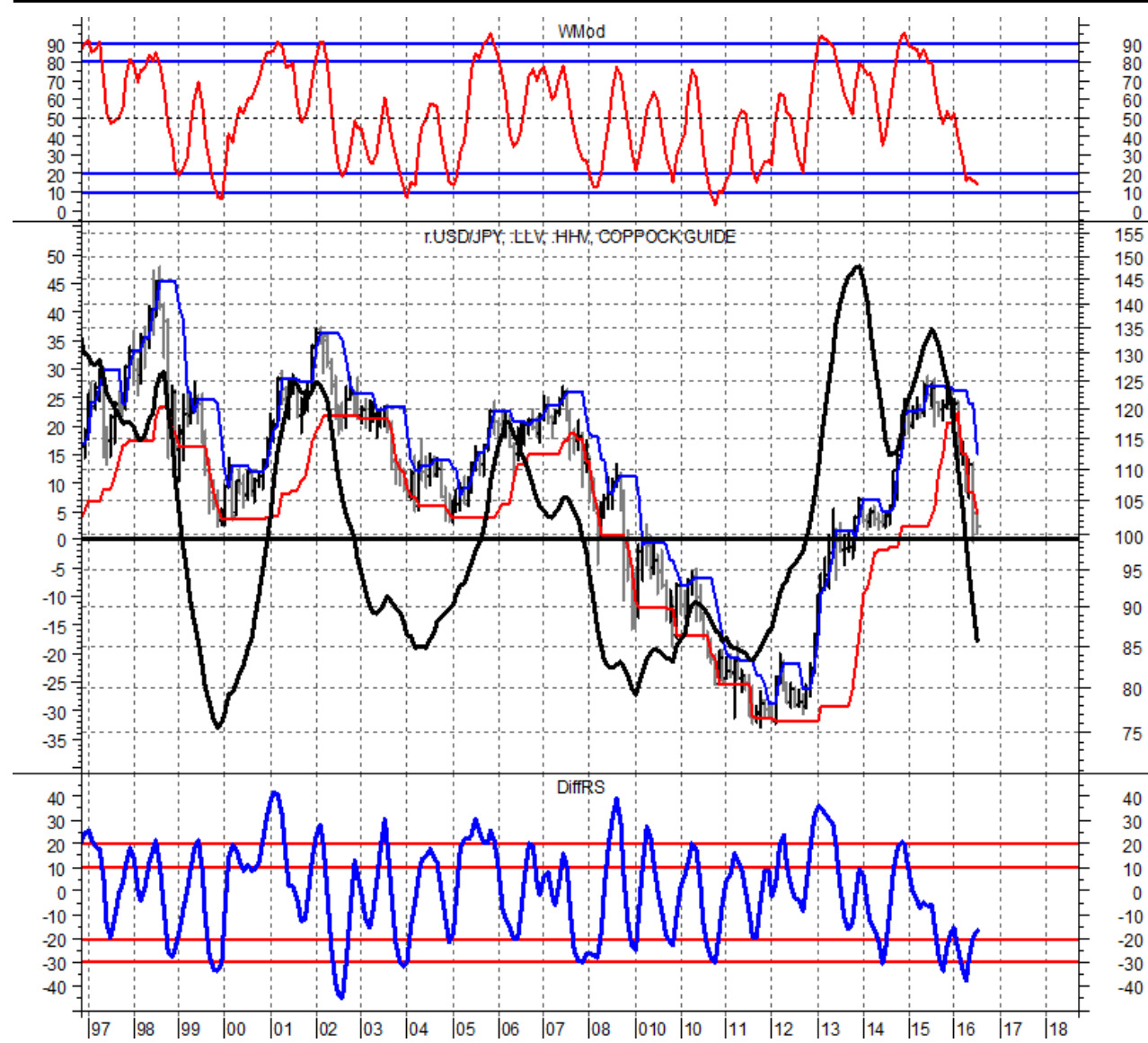
EUR/USD – Il cambio EUR/USD è ingabbiato all'interno di un'ampia fase di Trading Range, i cui tentativi di rottura hanno fallito in entrambe le direzioni.

Il momentum lento (Coppock Guide, linea nera sovrapposta al grafico) si è girato al rialzo ed è in una posizione simile a quella osservata 2001. Tuttavia né il momentum né le divergenze positive dei due oscillatori più veloci (nuovamente in discesa) sono riusciti a spingere verso un apprezzamento dell'Euro.

Sarà fondamentale verificare verso quale direzione avverrà il debordo dalla fase laterale attuale, i cui punti di controllo sono: Supp. 1.10/1.09 – Res. 1.147/1.15

ATTENZIONE – Secondo i nostri modelli, il trading range in atto da oltre un anno si sta per concludere e sta per partire un movimento direzionale di una certa ampiezza. Massima attenzione alla direzione del debordo e ai prossimi segnali.

Dollaro in calo contro JPY



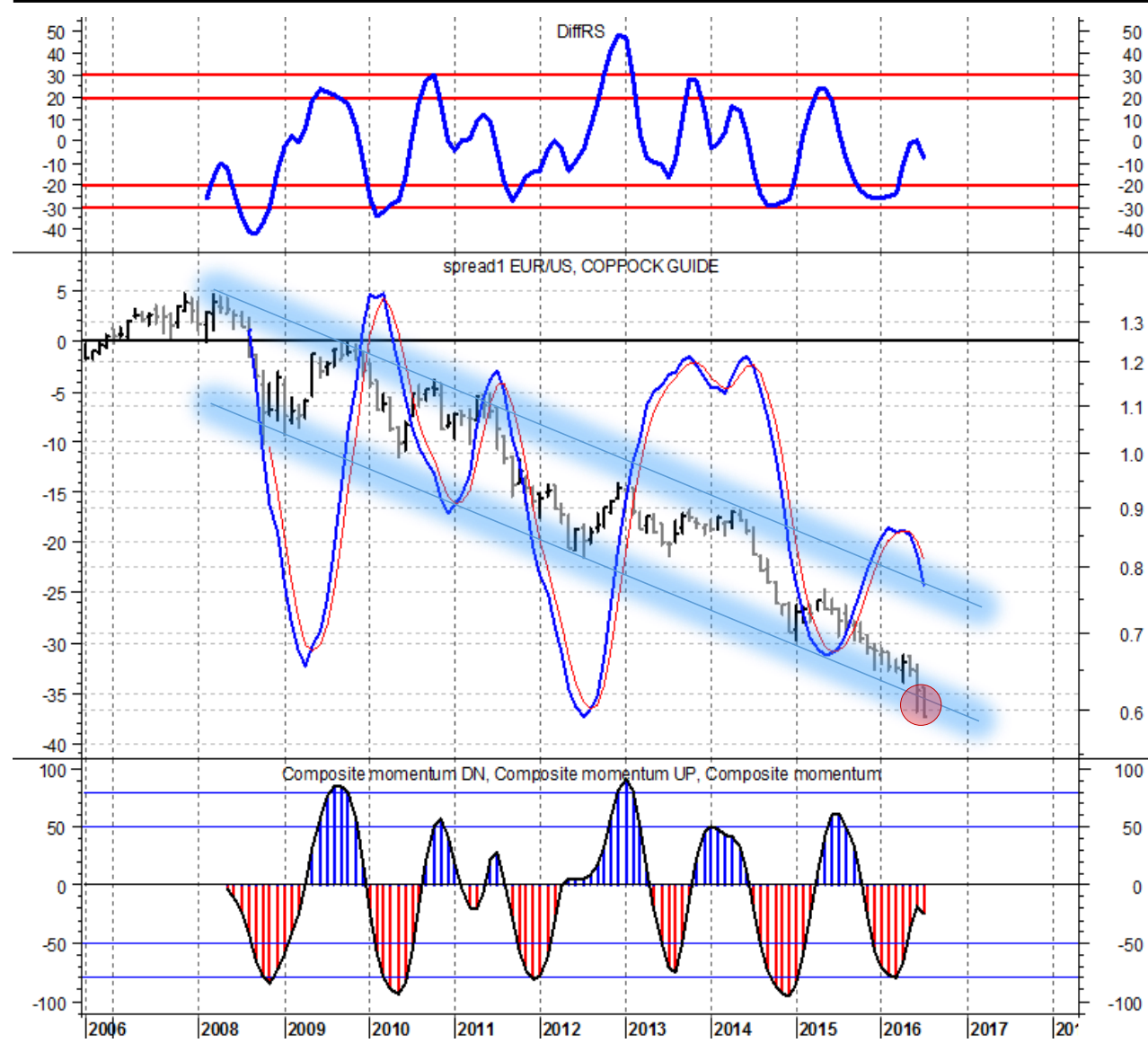
USD/JPY – Il trend si conferma al ribasso. Tutti gli indicatori sono in discesa ad eccezione del DiffRS (indicatore in blu nella parte inferiore del grafico), in fase di recupero da un'area di ipervenduto.

ATTENZIONE – Il trend ribassista è stato molto veloce ed è quindi vulnerabile a reazioni/ritracciamenti anche violenti.

Primo area di supporto a 99/100, che se forata al ribasso avrebbe come target successivo l'area 96/94. – Area di resistenza a 103.40, poi 106/107.

90
80
70
60
50
40
30
20
10
0
155
150
145
140
135
130
125
120
115
110
105
100
95
90
85
80
75
40
30
20
10
0
-10
-20
-30
-40

Spread Europa/USA



Fino ad ora, la continua scommessa di investitori e gestori su una sovraperformance dell'Europa rispetto agli Usa è stata costantemente persa ed è stata anche foriera di problemi, tra cui il pessimo comportamento delle borse europee rispetto a quella USA, peggiorato ulteriormente dopo l'evento BREXIT.

L'accelerazione verso il basso dello spread EUROPA/USA è confermata da tutti gli indicatori mensili, attualmente in fase di flessione ribassista, ed ha portato ad un'estensione sotto la trendline inferiore.

- Evitate accuratamente il processo induttivo (erroneo) di traslare il segnale positivo dello S&P su altri indici.
- Fino a segnali di stabilizzazione, evitate strategie LONG EUROPA/SHORT USA: da otto anni questo tipo di approccio ha solo portato a sofferenze, in ogni senso

1.3
1.2
1.1
1.0
0.9
0.8
0.7
0.6
100
50
0
-50
-100



Spread Bancari/ES50: accelerazione verso il basso

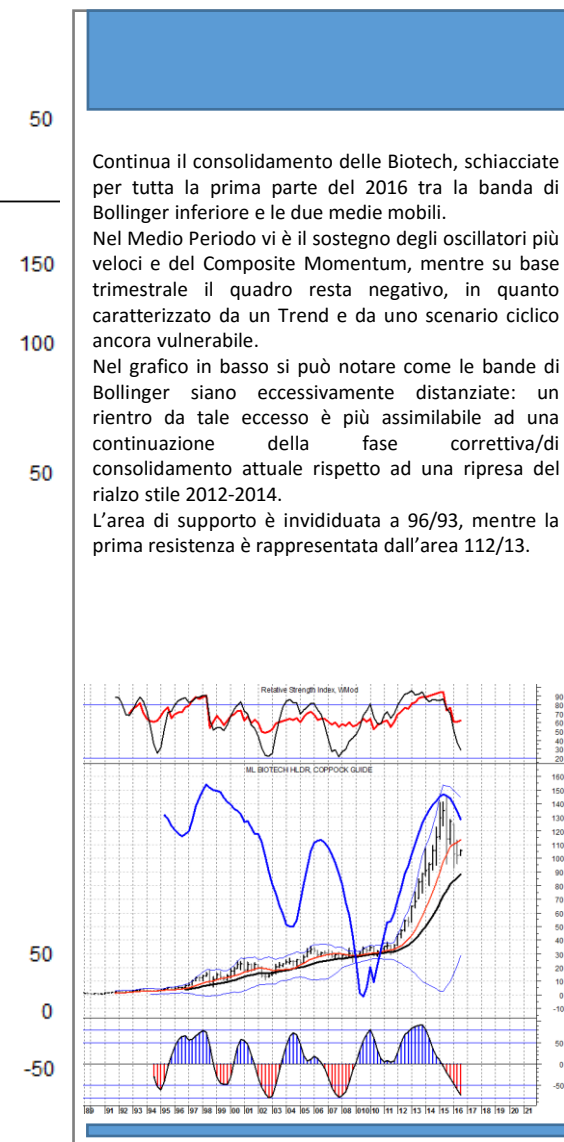
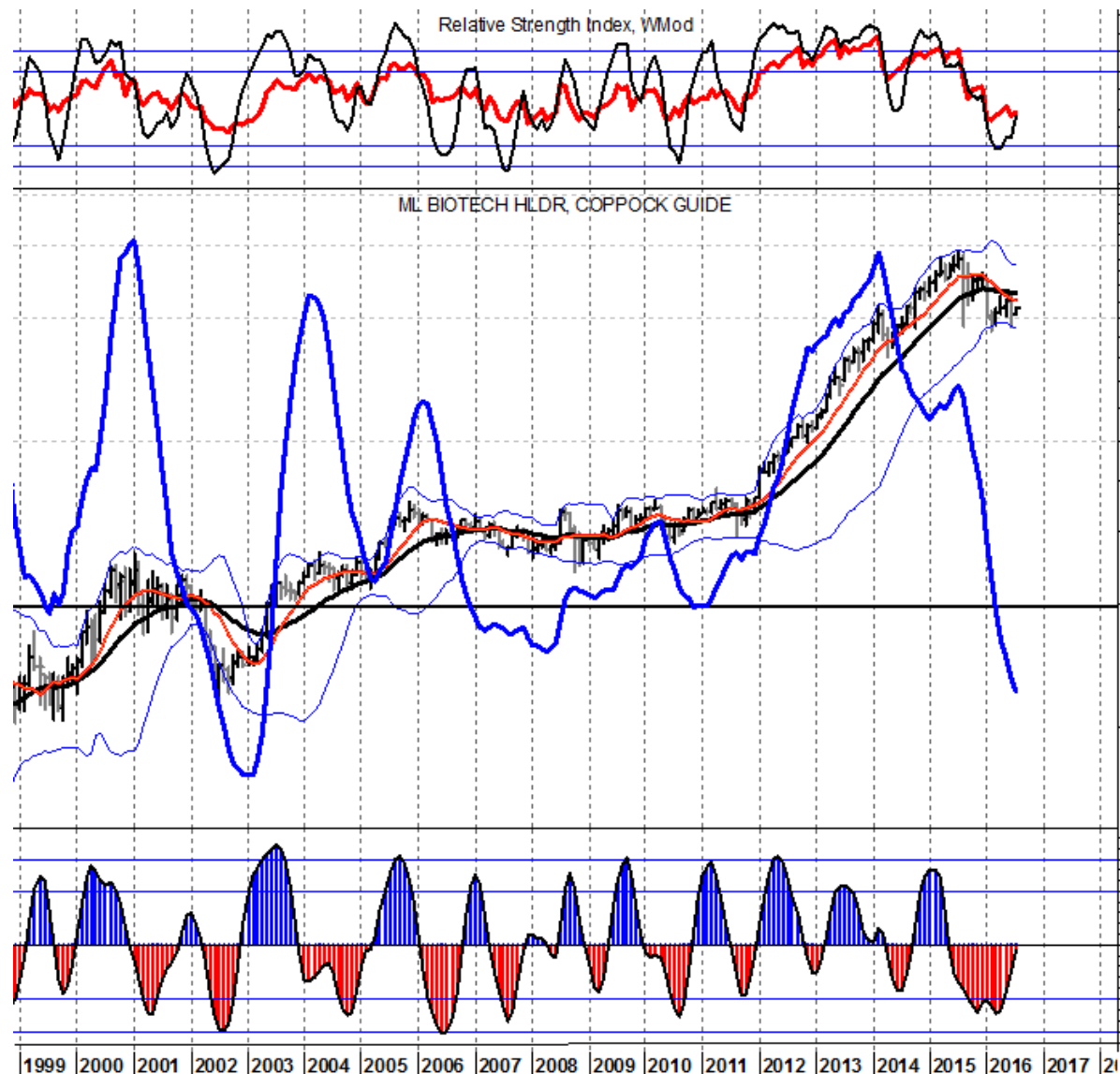


Anche lo spread tra bancari e ES50 risulta in fase di accelerazione verso il basso. Tutti gli indicatori sono in discesa ad eccezione del Composite Momentum, il quale in caso di continuazione del downtrend effettuerebbe una pericolosa estensione ribassista di MT*

Ricordiamo che, secondo i nostri dati, il settore bancario muove da solo circa un terzo dei volumi scambiati sulle borse europee.

* = Per esempi di ESTENSIONI RIBASSISTE DI MT vedi: AREA UTENTI -> STRUMENTI DI ANALISI -> COMPOSITE MOMENTUM E CICLI -> PDF «Il Composite Momentum e i cicli sui mercati» PP. 23-24

Biotech: correzione del Bull Market precedente



Continua il consolidamento delle Biotech, schiacciate per tutta la prima parte del 2016 tra la banda di Bollinger inferiore e le due medie mobili.

Nel Medio Periodo vi è il sostegno degli oscillatori più veloci e del Composite Momentum, mentre su base trimestrale il quadro resta negativo, in quanto caratterizzato da un Trend e da uno scenario ciclico ancora vulnerabile.

Nel grafico in basso si può notare come le bande di Bollinger siano eccessivamente distanziate: un rientro da tale eccesso è più assimilabile ad una continuazione della fase correttiva/di consolidamento attuale rispetto ad una ripresa del rialzo stile 2012-2014.

L'area di supporto è individuata a 96/93, mentre la prima resistenza è rappresentata dall'area 112/13.

ITALIA

ITALIA

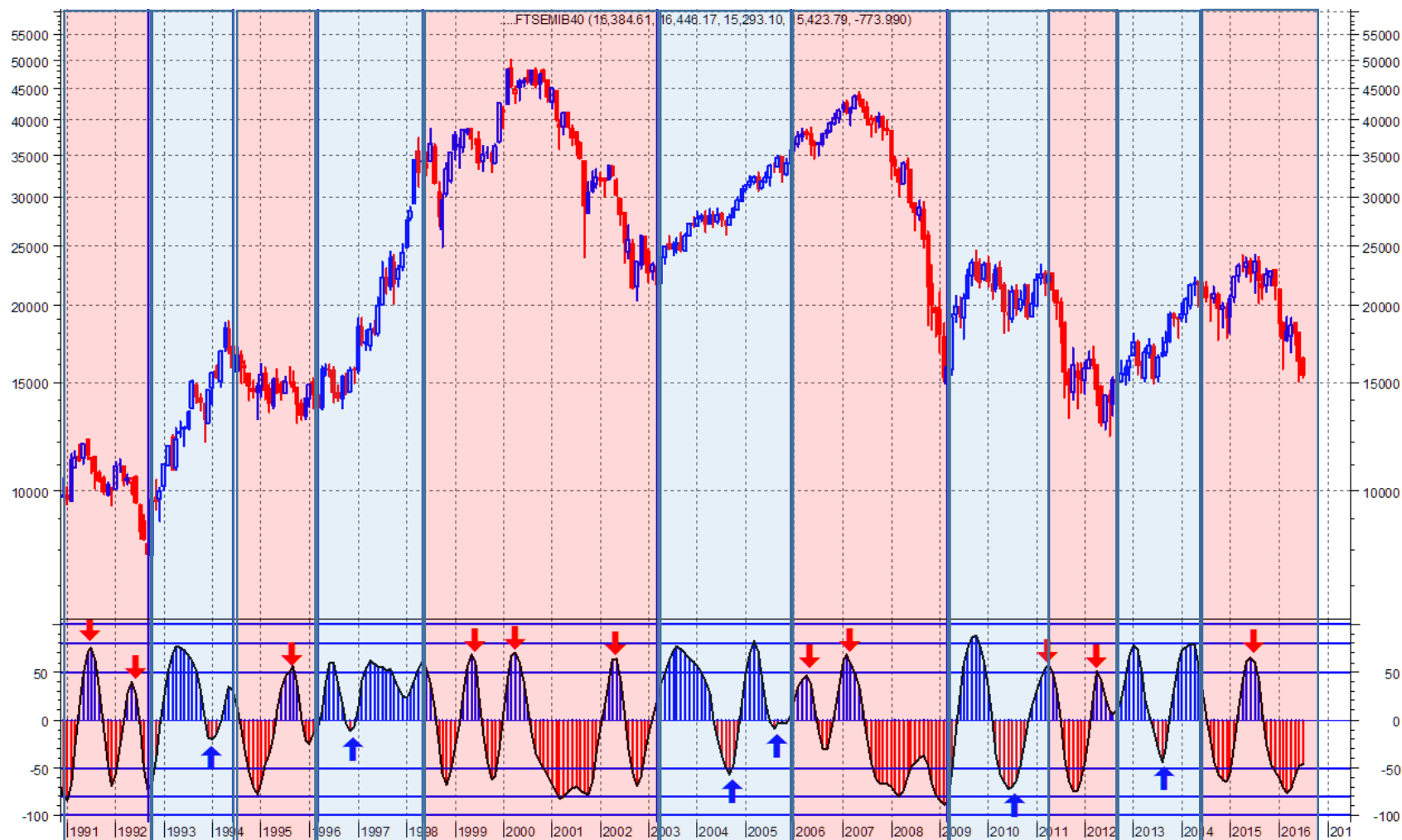
DEBOLE

VICINA AI MINIMI DEGLI ULTIMI ANNI

- **POSIZIONE CICLICA** → ancora molto fragile – possibile turnaround 4Q 2016 → 1Q 2017
- **POSIZIONE TECNICA** → sotto 15000 possibili ulteriori perdite del 10-15%
- **POSIZIONE INTERNA** → le uniche Big blue forti sono ENI e ENEL
- **SCENARIO MIGLIORE** →
 - ✓ accumulazione di alcuni mesi
 - ✓ turnaround delle banche
 - ✓ turnaround dell'economia
 - ✓ reversal rialzista del CM mensile e trimestrale
 - ✓ segnale LONG mensile e trimestrale

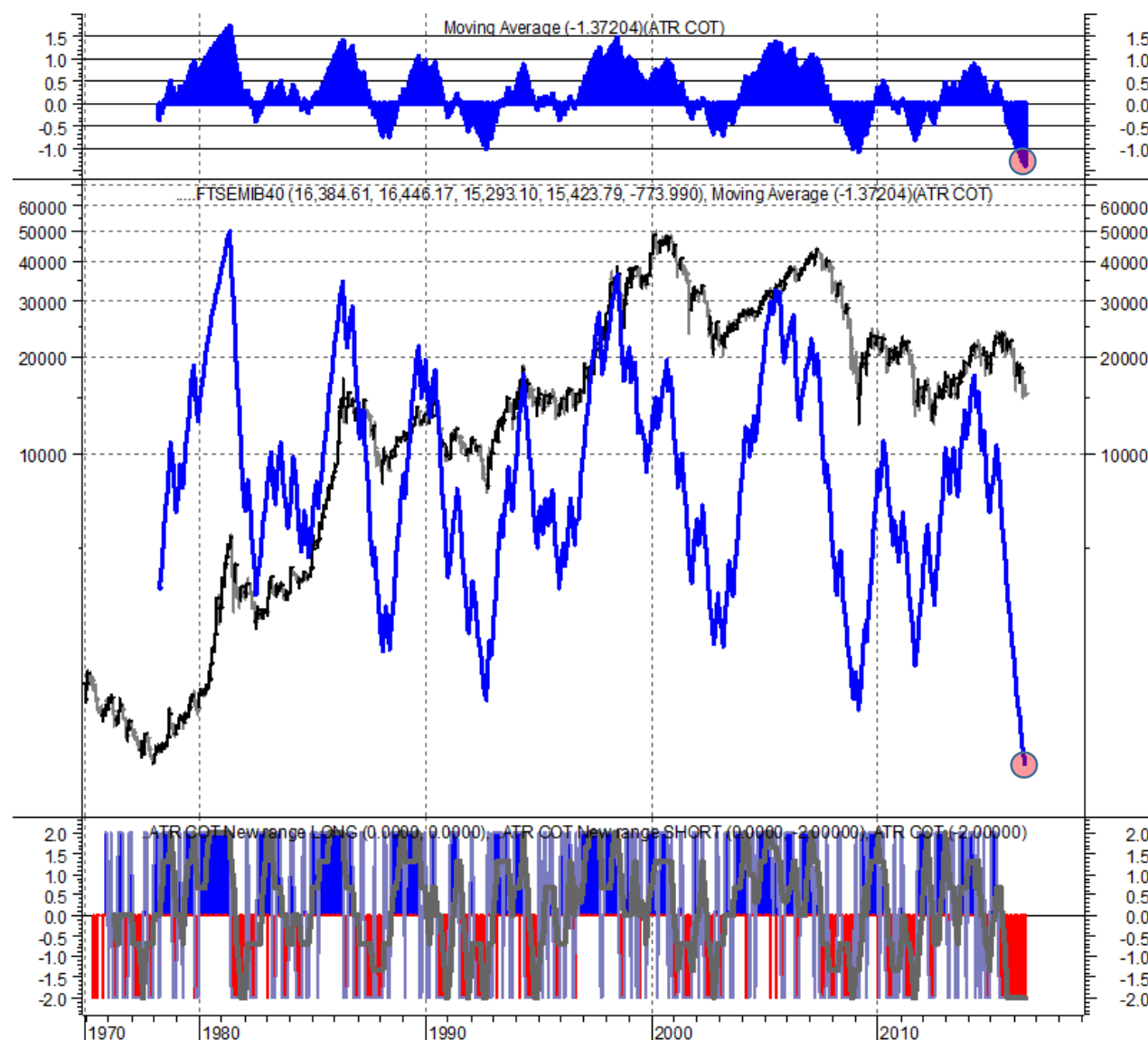
PER ORA: EVITARE/SOTTOPESSARE
Ma tenere sotto stretta osservazione

Italia (MIB) – Esame della sinergia tra LT (trim) e MT (mese)



Le aree ombreggiate in rosso rappresentano i periodi in cui il CM di LT (trimestrale) ha un andamento negativo, mentre quelle in blu sono le fasi di andamento positivo. Si noti come, in prevalenza, le giunture di acquisto di MT più profittevoli (freccie blu) siano arrivate nelle fasi con il supporto del CM positivo, e viceversa per le giunture di MT di vendita (freccie rosse). Come si vede, ora siamo in una fase negativa sia di LT che di MT.

Italia – In ipervenduto record di medio termine

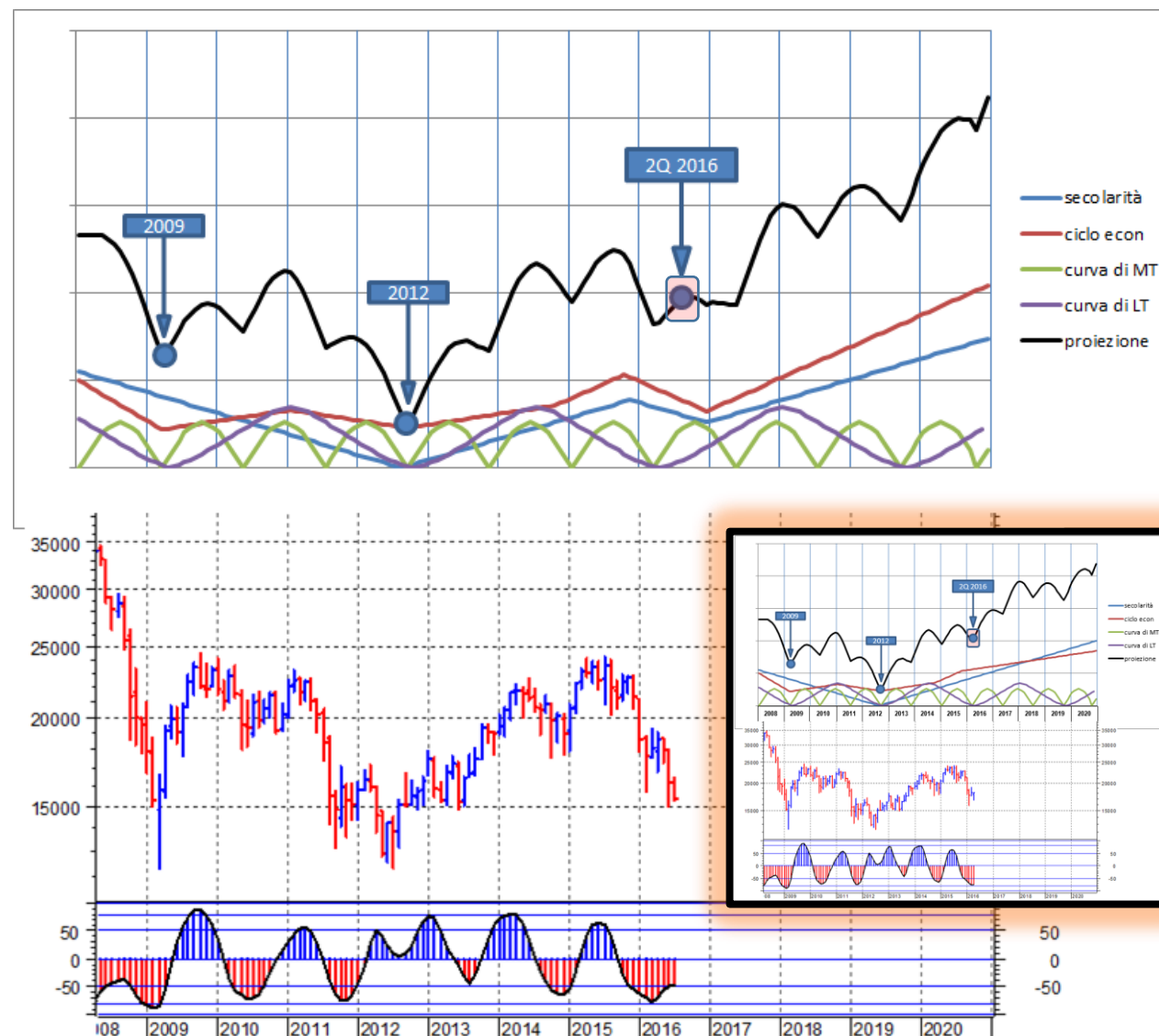


Il nostro modello, basato sulla sommatoria dei segnali di un modello trend following, evidenzia una SOTTOVALUTAZIONE RECORD per la borsa italiana.

Questa fase rappresenta in ottica di lungo periodo una delle POTENZIALI giunture di acquisto a più basso rischio degli ultimi 50 anni.

E' FONDAMENTALE TUTTAVIA ATTENDERE SEGNALI CONCRETI DALL'AZIONE DEL PREZZO. IN QUANTO QUESTA SITUAZIONE POTREBBE PROTRARSI PER DIVERSI MESI.

Italia – Su una giuntura di acquisto importantissima



Seguiamo questa Mappa da diversi anni. E' stata utile, a noi e ad altri. Questo schema non è da ritenere né vincolante, né rigido. Ma è una linea logica che certamente potrà aiutare nella valutazione dei futuri movimenti di borsa.

Il grafico in alto è l'aggiornamento della previsione (sempre pubblicata nel libro «MIB 50000» ad Aprile 2014), basata su una ripetizione meccanica di una sequenza integrata di cicli, mentre il grafico in basso è la realtà di come si è comportato il mercato.

Rispetto alla Mappa di «MIB 50000», che vedete nel riquadro, è stata leggermente rallentata da fine 2015 la curva relativa all'Economia (quella rossa), il che ha portato tutta la proiezione ad inclinarsi leggermente verso il basso

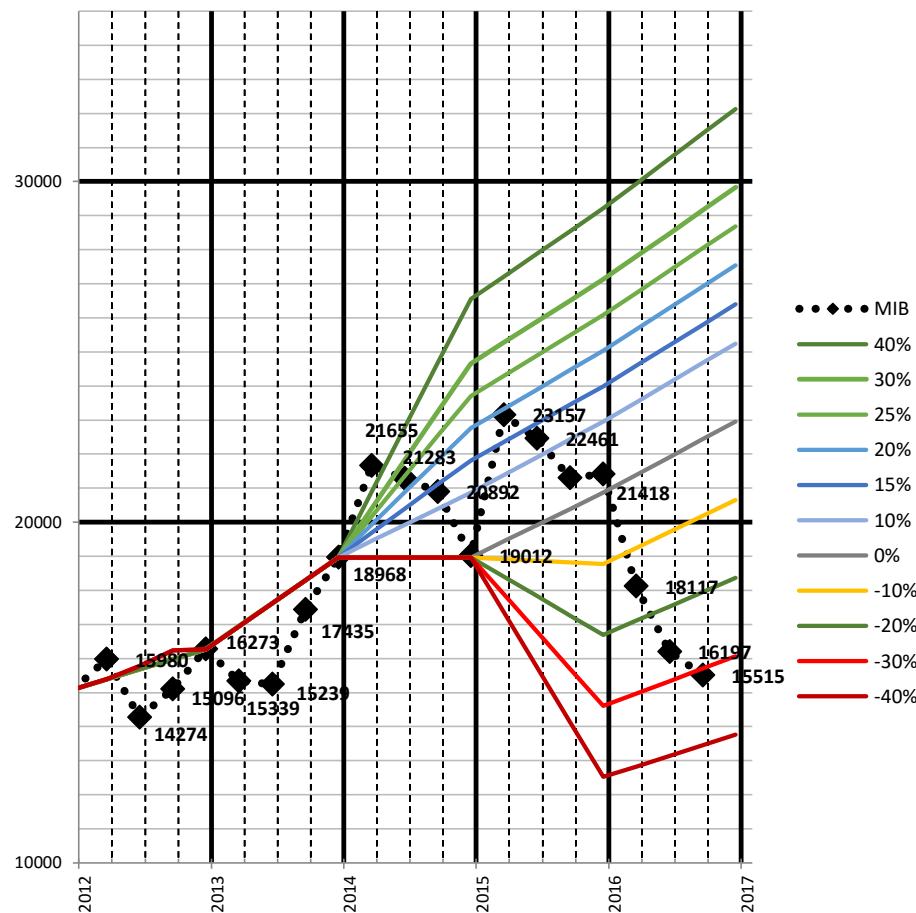
Fermo restando il dato di fatto che i mercati non sono prevedibili nel senso stretto del termine, è anche vero che sono ciclici e che quindi presentano invariabilmente, al di là delle aspettative che li circondano, opportunità in entrambe le direzioni. L'investitore che sposa la logica di un rialzo secolare – o repricing, o bull market – del mercato azionario italiano, deve quindi vedere nelle correzioni primarie opportunità, prima ancora che rischi.

Per quanto non possa essere escluso a priori il raggiungimento di livelli inferiori, questa giuntura di acquisto di LT+MT dovrebbe rappresentare il miglior punto di ingresso dei prossimi anni.

N.B. – La mappa esprime il ritmo dell'andamento ciclico e non i livelli assoluti di prezzo.

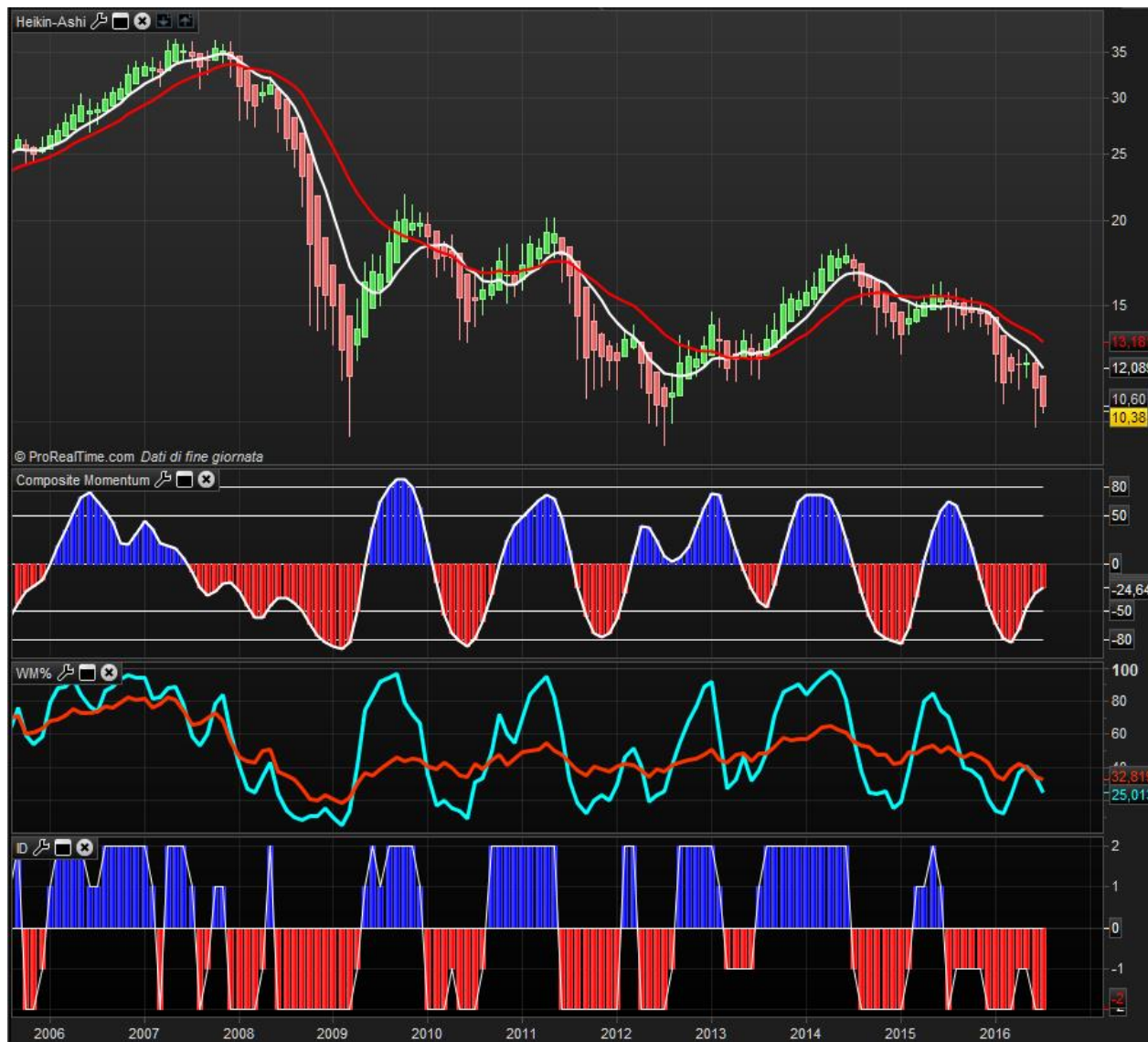
La Mappa di MIB 50000 – Scenario di medio termine

	supporto				resistenza			chiusure trimestrali					
	SSB	SB	BUY	BUY	neutral	TP	TPP	S	SS		MIB		
	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	15%	20%	25%	30%	40%		
dic-11	15090	15090	15090	15090	15090	15090	15090	15090	15090	15090	15090	15090	
mar-12	15386	15386	15386	15386	15386	15386	15386	15386	15386	15386	15386	15980	
giu-12	15776	15776	15682	15682	15682	15682	15682	15682	15682	15682	15682	14274	
set-12	16237	16237	15977	15977	15977	15977	15977	15977	15977	15977	15977	15096	
dic-12	16273	16273	16273	16273	16273	16273	16273	16273	16273	16273	16273	16273	
mar-13	16947	16947	16947	16947	16947	16947	16947	16947	16947	16947	16947	15339	
giu-13	17620	17621	17621	17621	17621	17621	17621	17621	17621	17621	17621	15239	
set-13	18294	18294	18294	18294	18294	18294	18294	18294	18294	18294	18294	17435	
dic-13	18967	18968	18968	18968	18968	18968	18968	18968	18968	18968	18968	18968	
mar-14	18967	18968	18968	18968	18968	18968	19442	19679	19916	20154	20391	20865	21655
giu-14	18968	18968	18968	18968	18968	19916	20391	20865	21339	21813	22762	21283	
set-14	18968	18968	18968	18968	18968	20391	21102	21813	22525	23236	24658	20892	
dic-14	18968	18968	18968	18968	18968	20865	21813	22762	23710	24658	26555	19012	
mar-15	17356	17877	18399	18921	19442	21386	22359	23331	24303	25275	27219	23157	
giu-15	15743	16787	17830	18873	19916	21908	22904	23900	24896	25891	27883	22461	
set-15	14131	15696	17261	18826	20391	22430	23449	24469	25488	26508	28547	21295	
dic-15	12519	14605	16692	18778	20865	22951	23995	25038	26081	27124	29211	21418	
mar-16	12832	14970	17109	19248	21386	23525	24594	25664	26733	27802	29941	18117	
giu-16	13145	15336	17526	19717	21908	24099	25194	26290	27385	28480	30671	16197	
set-16	13458	15701	17944	20187	22430	24673	25794	26916	28037	29159	31402	15515	
dic-16	13771	16066	18361	20656	22951	25246	26394	27542	28689	29837	32132		



I livelli in rosso rappresentano le aree strategiche di supporto del 3° Trimestre del 2016, quelle in azzurro le resistenze. Ricordiamo che la volatilità media del mercato azionario italiano, tra massimo e minimo dell'anno, è del 45% sui 10 e 20 anni: gli ultimi 4 anni sono stati un'eccezione (record di anni consecutivi sotto la media). I prossimi anni vedranno volatilità in crescita.

L'Italia per un investitore globale (ETF ISHARES MSCI ITALY in USD)



Il grafico mensile a fianco mostra l'indice italiano per come appare a un investitore globale che ragioni in USD.

I massimi del 2007 (36) sono a una distanza abissale e (anche a causa della rivalutazione del USD sull'EUR) l'indice è ancora sotto del 40% rispetto ai massimi della prima metà del 2014 (18.4).

Su base mensile gli oscillatori stanno effettuando un flessio rialzista, che nei prossimi mesi dovrà essere confermato anche da un cambiamento della posizione di trend, da inizio anno negativa.

Sul grafico trimestrale in basso si nota che entrambi gli indicatori di momentum sono ancora in fase discendente, presumibilmente diretti verso una giuntura di acquisto tra la fine del 2016 e la prima parte del 2017.

La pazienza nell'attendere i prossimi segnali rialzisti sarà ampiamente remunerata.



Conclusioni

- **SCENARIO ECONOMICO DIFFICILE**
- ***ALLARMI ANCORA ACCESI (ORO, EUROPA, BANCHE)***
- **DECISIVA LA TENUTA DI ECONOMIA E BORSA USA**
- ***I SUPPORTI CHIAVE SONO I MINIMI DI GIUGNO***
- **IPOTESI POSITIVA: EUROPA LATERALE, USA+EMG SU**
- ***IPOTESI NEGATIVA: L'EUROPA SI TRASCINA GIU' TUTTO***
- **AL MOMENTO: 75% vs 25%**
- ***REDDITO FISSO: CONTINUA IL LUNGO ADDIO DEI GOVIES***
- **IL DENARO VA SU CIO' CHE HA REDDITO (EMGB – HY)**
- ***METALLI PREZIOSI SEGMENTO TOP DELLE MP***