

# SCENARIO 2015

MACROECONOMIA E MERCATI  
AGGIORNAMENTO 1° TRIMESTRE



INTESA  SANPAOLO

Hanno contribuito alla realizzazione della pubblicazione:

Andrea Conti, Responsabile Strategia Eurizon Capital SGR

Paolo Guida, Responsabile Ricerca per Investitori Privati e PMI, Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Luca Mezzomo, Responsabile Ricerca Macroeconomica e Mercati Obbligazionari, Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

# INDICE

## **SCENARIO 1° TRIMESTRE 2015**

<b>Macroeconomia</b>	<b>2</b>
<b> Mercati</b>	<b>2</b>
<b>Quadro macroeconomico generale</b>	<b>4</b>
<b>I mercati azionari e obbligazionari</b>	<b>5</b>
<b>Allocazione di portafoglio</b>	<b>7</b>

<b>NOTA METODOLOGICA</b>	<b>8</b>
--------------------------	----------

<b>AVVERTENZA GENERALE</b>	<b>9</b>
----------------------------	----------

I dati e le previsioni sono aggiornati al 09.12.2014.

# SCENARIO 1° TRIMESTRE 2015: SINTESI

## MACROECONOMIA

### Economia mondiale

Economia mondiale. La crescita economica prosegue anche se non decolla: l'accelerazione di alcuni Paesi compensa il rallentamento di altri, e a livello globale il ritmo dell'espansione rimane blando. La ripresa economica europea si è andata indebolendo nel corso degli ultimi mesi, mentre la performance degli Stati Uniti è positiva. I Paesi emergenti non sfuggono allo scenario di rallentamento, per alcuni di essi (Brasile, Russia, Turchia) molto marcato. Il crollo delle quotazioni petrolifere dovrebbe contribuire significativamente alla crescita dei Paesi avanzati nel 2015, grazie al calo di oltre 400 miliardi della bolletta petrolifera.

### Inflazione

La dinamica dei prezzi rimarrà modesta quasi ovunque. La diversa velocità della ripresa e gli andamenti valutari stanno facendo divergere maggiormente gli andamenti sottostanti dei prezzi, ma il calo delle quotazioni energetiche rappresenterà nei prossimi mesi il fattore di gran lunga dominante.

### Politica monetaria

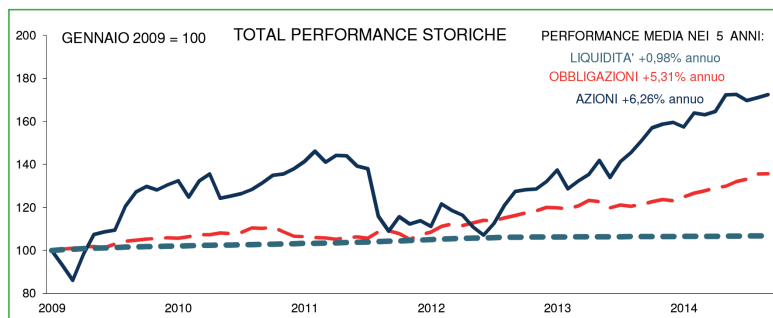
Le Banche centrali dei Paesi avanzati manterranno condizioni di liquidità eccezionalmente accomodate e tassi di interesse vicini allo zero anche nel 2015. In Giappone lo stimolo quantitativo è stato rafforzato. La Fed non dovrebbe toccare i tassi ufficiali prima di metà 2015. Nei prossimi mesi la BCE sarà impegnata nell'implementazione delle misure decise fra giugno e settembre, ma sta diventando sempre più probabile che possa presto annunciare l'avvio di un nuovo programma di acquisto di titoli governativi.

## MERCATI

### Monetario

La Banca Centrale Europea ha aperto la porta a un'estensione della tipologia di titoli da acquistare per incrementare il proprio bilancio al fine di iniettare ulteriore liquidità nel sistema. Ne deriva una persistente compressione della redditività sul comparto monetario, inclusi i BOT, che confermano rendimenti vicini ai minimi storici.

### Lo scenario dei mercati e le performance storiche



Nota: Base Numero Indice gennaio 2009=100. L'indice rappresenta la performance lorda (comprese cedole o dividendi) di un investimento pari a 100 effettuato a gennaio 2009. Le performance annue sono medie riferite al periodo che va da dicembre 2009 a dicembre 2014. Fonte: JP Morgan Indices; Eurostoxx 50; Thomson Reuters Datastream

### Obbligazionario Governativo

Il miglioramento della crescita economica e il rialzo dei tassi americani (da metà 2015), per quanto lento, dovrebbero muovere verso l'alto i tassi negli Stati Uniti e in Germania. I titoli degli emittenti core appaiono quindi poco attraenti, mentre quelli italiani sono ancora interessanti. Agli attuali livelli di spread, le possibilità di assorbire il rialzo dei tassi core si sono però ridotte e questo potrebbe tradursi in performance dei titoli italiani inferiori rispetto all'ultimo anno.

### Obbligazionario Corporate

Il comparto delle obbligazioni Corporate resta sostenuto dall'abbondante liquidità e dalla "ricerca di rendimento", ma la redditività è mediamente molto compressa. Le prospettive per il 2015 dipenderanno dall'evoluzione dell'economia reale (anche alla luce delle flessioni dei prezzi energetici) e dai tempi di avvio di un'eventuale politica monetaria quantitativa "estesa" da parte della BCE, ma l'atteso moderato aumento dei tassi di mercato limiterà le performance.

### Obbligazionario Emergenti

Sulle obbligazioni dei Paesi Emergenti le prospettive di medio periodo restano neutrali; selettività e valuta di emissione rappresentano fattori cruciali per la performance dei portafogli, che restano condizionati dalla dinamica dei tassi di mercato. La persistente flessione del prezzo del petrolio si sta rivelando un importante spartiacque che penalizza drasticamente i Paesi esportatori, soprattutto i meno efficienti, e avvantaggia i Paesi in deficit di partite correnti, soprattutto quelli importatori di materie prime.

### Azionario

Le borse dovrebbero ancora trovare supporto in una ripresa economica via via più solida e in un atteggiamento delle Banche centrali ancora accomodante. L'avvicinarsi del rialzo dei tassi USA (metà 2015) può però rallentare il rialzo. A livello geografico, le borse europee dovrebbero essere sostenute dal recupero di crescita economica e dall'atteggiamento accomodante della BCE. Considerazioni simili valgono per il Giappone. I mercati emergenti appaiono interessanti dal punto di vista delle valutazioni, ma le condizioni macroeconomiche in queste aree risultano ancora incerte.

### Dati e previsioni economiche

	2014 STIME PRECEDENTI	2014 STIME CORRENTI	2015
<b>EUROPA</b>			
Crescita economica	0,8	0,8	1,1
Inflazione	0,6	0,5	0,5
Tasso di interesse*	0,00-0,25	0,05	0,05
<b>STATI UNITI</b>			
Crescita economica	2,2	2,2	3,2
Inflazione	1,9	1,7	1,1
Tasso di interesse*	0,00-0,25	0,00-0,25	0,50-1,25
Tasso di cambio EUR/USD*	1,25-1,35	1,22-1,25	1,15-1,25

Nota: \* Tassi di fine periodo. Tasso di rifinanziamento per la BCE; Tasso Fondi Federali per la Fed. I dati sono espressi in percentuale, a eccezione del dato sul tasso di cambio EUR/USD. Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo

## Valute

L'espansione della liquidità in area euro, sommata alle attese di tassi in rialzo in USA, può favorire un ulteriore indebolimento dell'euro (rafforzamento del dollaro). Il rialzo dei tassi Fed può peraltro rafforzare il dollaro contro la maggior parte delle valute. Tra queste si segnala lo yen, anch'esso indebolito dall'azione della Banca del Giappone, che risulta ancora più accomodante di quella della BCE.

## Indebitamento

La politica monetaria ultra-espansiva della BCE determina un contenimento dei tassi Euribor su livelli minimi (0,02-0,33%) su tutte le principali scadenze. Tali livelli sono persino negativi fino alla scadenza a due settimane. I tassi BCE resteranno stabili e su livelli contenuti per un lungo periodo di tempo. Si mantengono storicamente bassi anche i livelli dei tassi Eurirs. In tale quadro, privilegiamo ancora l'indebitamento a tasso fisso per le scadenze oltre i 10 anni, mentre per un indebitamento più a breve termine il tasso variabile consente di ridurre ulteriormente il costo del finanziamento nei primi anni, per effetto del livello contenuto dei tassi Euribor o BCE.

## Lo scenario sulle principali aree di investimento

MERCATI	RENDIMENTO NETTO %			SCENARIO*		RENDIMENTO NETTO % MEDIO PERIODO** (BASE ANNUA)	COMMENTO
	DA INIZIO 2014	2013	2008-2012 MEDIO ANNUO	PRECEDENTE	ATTUALE		
Monetario Euro	0,2	0,2	1,0	Negativo	Negativo	0,7-1,0	Tassi a livelli storicamente bassi.
Monetario Italia	0,4	0,8	1,3	Neutrale	Neutrale	n.d.	Redditività solo marginalmente superiore al monetario euro.
Obbligazionario Euro	9,2	1,9	3,3	Neutrale	Neutrale	0,4-1,5	Elevata disomogeneità nel comparto.
Obbligazionario Germania	6,9	-1,8	3,2	Negativo	Negativo	n.d.	Titoli tedeschi vulnerabili in un contesto di tassi USA in rialzo.
Obbligazionario Italia	10,9	5,9	4,6	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	n.d.	Titoli italiani interessanti in un mercato che offre tassi ultra-compressi.
Obbligazionario Dollaro	4,2 (12,7 in euro)	-2,7 (-6,0 in euro)	1,7 (1,8 in euro)	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	0,2-0,7 (-1,2 - -0,3 in euro)	Titoli USA vulnerabili in un contesto di tassi Fed in rialzo.
Obbligazionario corporate	5,8	1,8	6,0	Neutrale	Neutrale	0,5-1,3	Scenario ancora favorevole grazie alla liquidità abbondante nei mercati ma peserà il rialzo dei tassi di mercato.
Obbligazionario Emergenti	6,3	2,7	8,0	Neutrale	Neutrale	0,5-2,2	Scenario ancora favorevole grazie alla liquidità abbondante nei mercati ma peserà il rialzo dei tassi di mercato.
Azionario Europa	4,0	18,2	7,8	Positivo	Positivo	3,4-7,2	Crescita economica in miglioramento, valutazioni corrette.
Azionario Italia	3,7	16,4	2,8	Positivo	Positivo	3,2-8,2	Crescita economica in miglioramento; valutazioni interessanti.
Azionario Stati Uniti	10,1 (19,2 in euro)	25,9 (21,3 in euro)	14,4 (14,5 in euro)	Positivo	Positivo	3,6-7,1 (2,6-6,1 in euro)	Economia in crescita, rialzo subordinato a ulteriore miglioramento macroeconomico ed exit strategy Fed molto graduale.
Azionario Giappone	8,4 (6,4 in euro)	43,4 (17,6 in euro)	8,6 (6,4 in euro)	Positivo	Positivo	2,0-6,6 (1,7 - 6,3 in euro)	Valutazioni corrette, rialzo subordinato a proseguimento del recupero macroeconomico e continuo stimolo monetario da parte della Banca centrale.
Azionario Emergenti	3,8 (12,3 in euro)	3,0 (-0,6 in euro)	11,8 (11,9 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,6-4,9 (0,6-3,9 in euro)	Valutazioni attraenti, ma dati macroeconomici ancora incerti.

Nota: i rendimenti netti storici sono approssimati applicando l'aliquota di tassazione del 20% alla performance lorda dell'indice (inclusi i dividendi o le cedole); i rendimenti netti attesi sono approssimati applicando l'aliquota di tassazione del 26% alla performance lorda dell'indice (inclusi i dividendi o le cedole); ND=non disponibile.

\* I giudizi espressi si riferiscono a un orizzonte temporale di un anno e vanno considerati in relazione alla redditività media storica di lungo periodo dell'attività finanziaria considerata.

\*\*Il rendimento netto atteso di medio periodo si riferisce a un orizzonte di 5 anni a partire dall'anno in corso. Per i mercati in valuta diversa dall'euro è stato ipotizzato un tasso di cambio medio EUR/USD pari a 1,28 nel periodo di riferimento.

Indici Monetario e Obbligazionario: indici JPMorgan e indice MTS BOT; indice Obbligazionario Corporate: indice Markit Iboxx Corporates; indice Azionario Europa: Eurostoxx50; indice Azionario Italia: Indice FTSE MIB; indice Azionario Stati Uniti: S&P500; indice Azionario Giappone: Topix 150; indice Azionario Emergenti: MSCI Emergenti.

Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 09.12.2014

# QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

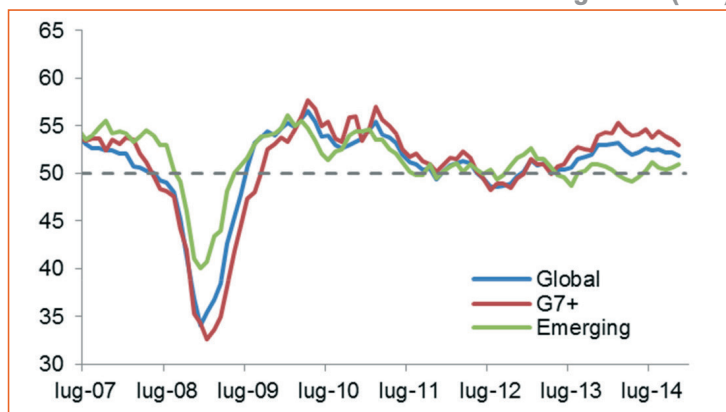
## Dallo shock petrolifero sostegno alla crescita globale 2015.

Il crollo delle quotazioni petrolifere verificatosi negli ultimi mesi del 2014 ha buone probabilità di mantenersi almeno per la prima metà del 2015, riducendo la bolletta petrolifera dei Paesi importatori di almeno 400 miliardi di euro per l'intero anno. L'effetto sull'economia globale sarà positivo, in quanto la propensione alla spesa è tipicamente molto più bassa nei Paesi esportatori di petrolio. L'effetto diretto sulle principali economie avanzate è stimabile nello 0,3-0,4% in termini di maggiore crescita. L'impatto sarà ridotto dal calo delle esportazioni verso i produttori di petrolio, ma aumentato dalla successiva diminuzione anche dei prezzi del gas naturale e dagli effetti dell'impiego di almeno parte dei risparmi di cui beneficieranno imprese e consumatori.

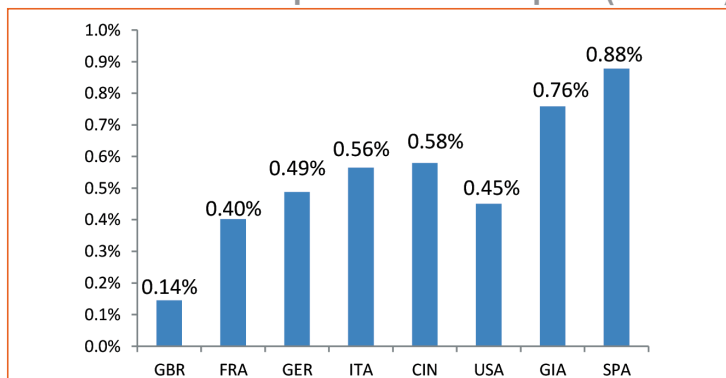
## Stati Uniti

L'economia americana proseguirà su un sentiero di robusta crescita economica nel 2015. L'ottimismo sull'evoluzione ciclica futura deriva dalle indicazioni positive di tutti i dati congiunturali: la disoccupazione sta calando molto velocemente,

## Andamento recente dell'attività manifatturiera globale (PMI)



## Riduzione della bolletta petrolifera di alcuni paesi (% del PIL)



Nota: PMI = indice dei responsabili degli acquisti; G7+= US, Eurozona, Giappone, Canada, Regno Unito.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo rispettivamente su dati Markit e Oxford Economics.

la crescita occupazionale è intorno a 200-220 mila posti di lavoro al mese, le imprese segnalano attività solida e domanda in aumento, l'edilizia residenziale dà segni di ripresa, il credito cresce rapidamente, la politica fiscale è solo blandamente restrittiva e la politica monetaria rimane super-espansiva. Inoltre, i minori prezzi del petrolio tendono a trasferirsi in misura maggiore ai prezzi finali rispetto a quanto avvenga in Europa. La graduale riduzione degli acquisti di titoli si è conclusa, aprendo la strada alla svolta sui tassi ufficiali. Questa è attesa intorno a metà 2015, ma l'andamento contrastante di inflazione ed economia reale implica un elevato livello di incertezza.

## Eurozona

Il lento processo di "uscita" dalla "grande crisi" per l'Eurozona sta incontrando difficoltà, soltanto in parte riconducibili alle conseguenze della crisi russo-ucraina. La ripresa economica ha perso slancio nel corso dell'estate: l'Italia non riesce ad uscire dalla fase recessiva, la Francia sta attraversando una fase di sostanziale stagnazione, e anche l'economia tedesca è tornata a rallentare. Come risultato, le previsioni di crescita sono state tagliate sia per il 2014, sia per il 2015; tuttavia, il ribasso del prezzo del petrolio e del gas naturale dovrebbe agevolare il rafforzamento dell'attività economica il prossimo anno. L'inflazione rimarrà molto bassa anche nel 2015, e potrebbe anche risultare negativa a inizio 2015. Le misure adottate dalla BCE fra giugno e settembre sono state superiori alle attese; hanno contribuito all'indebolimento del cambio, alla compressione dei tassi monetari e a un maggiore sganciamento dai tassi americani. Nei prossimi mesi l'attenzione sarà concentrata sull'implementazione delle misure più importanti (TLTRO e programma di acquisto delle cartolarizzazioni di crediti bancari). Il passo più radicale di un programma esteso di acquisti di titoli di Stato potrebbe essere deciso entro i primi mesi del 2015, a meno di drastici miglioramenti dei dati economici.

## Giappone

La crescita in Giappone, dopo il rialzo dell'imposta sui consumi di aprile, è stata molto al di sotto delle previsioni e ha indotto una risposta aggressiva da parte delle Autorità di politica monetaria e fiscale. Il Primo Ministro Abe ha annunciato il rinvio del secondo rialzo dell'imposta sui consumi (inizialmente programmato per ottobre 2015) e indetto elezioni anticipate. La Banca centrale ha aumentato l'obiettivo di variazione della base monetaria (a 80 mila miliardi di yen da 70 mila miliardi di yen all'anno), con incrementi di acquisti per tutte le tipologie di titoli, inclusi quelli più rischiosi. La crescita è prevista a 0,3% nel 2014, in accelerazione a 0,8% nel 2015 e all'1,9% nel 2016.

# I MERCATI AZIONARI E OBBLIGAZIONARI

## Il quadro macroeconomico e le Banche centrali potranno sostenere i mercati, ma pesa l'incognita tassi

Le prospettive macroeconomiche mondiali sono migliorate a seguito del significativo calo del prezzo del petrolio, che riduce i costi dell'energia e aumenta il potere d'acquisto delle famiglie. La crescita economica, sebbene differenziata e di entità modesta in alcune aree come l'Europa, potrà supportare un buon andamento delle borse, sebbene le performance saranno probabilmente limitate dall'avvicinarsi del rialzo dei tassi negli Stati Uniti. Il comparto obbligazionario resta supportato dall'azione delle Banche centrali, ma nei prossimi mesi sarà sempre più evidente la differenziazione tra titoli di Stato di Paesi cosiddetti core (come Germania e USA) e quelli di Paesi cosiddetti periferici (come l'Italia), che potranno ancora beneficiare di una riduzione dello spread. La redditività delle obbligazioni non governative resta contenuta, ma permangono selettive opportunità interessanti. Sul fronte valutario proseguirà il rafforzamento della valuta americana, per effetto della divergenza di politica monetaria tra Fed e BCE, mentre lo yen è atteso indebolirsi ulteriormente per effetto dell'azione ultra-espansiva della Banca del Giappone.

## Azioni

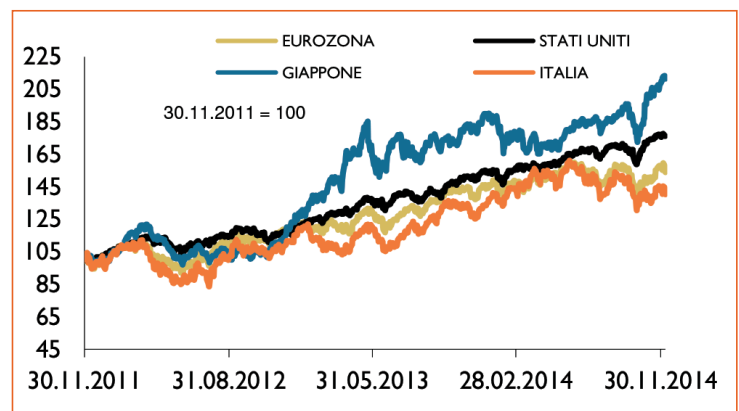
Bilancio positivo per le borse nel 2014. L'indice MSCI World, rappresentativo delle borse mondiali, ha registrato un rendimento dell'11,2%, che include i dividendi pagati (dati al 4 dicembre). Le prospettive di medio periodo rimangono favorevoli. Le borse dovrebbero ancora trovare supporto nella combinazione di ripresa economica via via più solida ed atteggiamento delle Banche centrali ancora accomodante. Il rialzo potrebbe tuttavia risultare frenato quando il mercato vedrà avvicinarsi l'inizio del rialzo dei tassi in USA (metà 2015). A livello geografico, le borse europee dovrebbero essere sostenute dal recupero di crescita economica e dall'atteggiamento accomodante della BCE (dopo avere fatto peggio degli USA negli ultimi anni). Recupero ciclico ed interventi della Banca centrale appaiono elementi di supporto anche per la borsa giapponese. I mercati emergenti risultano interessanti dal punto di vista delle valutazioni, ma il recupero di una tendenza rialzista potrebbe richiedere il miglioramento di condizioni macroeconomiche domestiche che appaiono ancora incerte.

## Obbligazioni Governative

Tassi governativi a lunga scadenza di USA e Germania in calo per larga parte del 2014. Il tasso USA, 2,3% ad inizio dicembre, ha corretto solo in parte il rialzo che era avvenuto nel 2013 fino al 3%. Il tasso tedesco è invece sceso a 0,78% minimo di tutti i tempi. Agli attuali livelli (prossimi allo zero sulle scadenze brevi, storicamente bassi sulle scadenze più lunghe) e con il rischio di tassi in rialzo (quotazioni in ribasso) in USA, i titoli degli emittenti core appaiono poco attraenti. Per quanto riguarda gli emittenti con merito di credito inferiore, quali l'Italia, gli spread sono ridiscesi ai minimi dal 2011.

Anche agli attuali livelli i titoli italiani presentano però tassi di interesse che, per quanto bassi, sono multipli di quelli tedeschi e quindi continuano a risultare interessanti. Va tuttavia considerato che, con il calo degli spread, la possibilità di assorbire il rialzo dei tassi core si è ridotta e questo potrebbe tradursi in performance dei titoli italiani inferiori rispetto a quelle registrate negli ultimi anni. Appaiono interessanti soprattutto le scadenze intermedie della curva, mentre i titoli a lunga scadenza, che presentano tassi di interesse più elevati, comportano di per sé un rischio di maggiore volatilità.

## Performance storiche delle azioni negli ultimi 3 anni



Nota: Indici rappresentativi di prezzi e dividendi, Eurostoxx, S&P, Topix, BCI.  
Fonte: Thomson Reuters Datastream

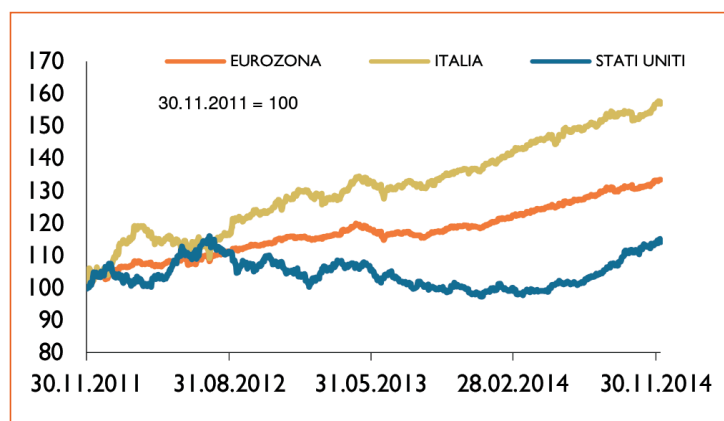
## Obbligazioni Corporate ed Emergenti

Le obbligazioni non governative in euro beneficiano dell'ampia liquidità in circolazione e della "ricerca di rendimento" da parte degli investitori. L'attesa che la BCE possa ampliare ulteriormente lo stimolo monetario potrebbe sostenere ulteriormente le performance dei settori, strettamente collegate all'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato di riferimento (Bund tedeschi). Questi ultimi infatti dovrebbero restare compressi, soprattutto se la BCE decidesse effettivamente di implementare il QE (Quantitative Easing) sui titoli di Stato. Dato lo scenario macroeconomico, gli spazi di performance nel medio termine (12-24 mesi) potrebbero comunque restare limitati, anche se permangono alcune specifiche opportunità interessanti. Resta comunque cruciale la selettività per entrambi i comparti. Per gli Emergenti saranno da prediligere Paesi a rating elevati e i cui bilanci non siano dipendenti dalle esportazioni di materie prime. Per i Corporate restano preferibili emittenti di discreta qualità creditizia, nonostante la minore redditività. A fronte di forti dubbi sui tempi e sulla solidità della ripresa dell'Eurozona sono favoriti gli emittenti con esposizione globale, le cui performance non siano negativamente influenzate dalla discesa dei prezzi del petrolio.

## Valute

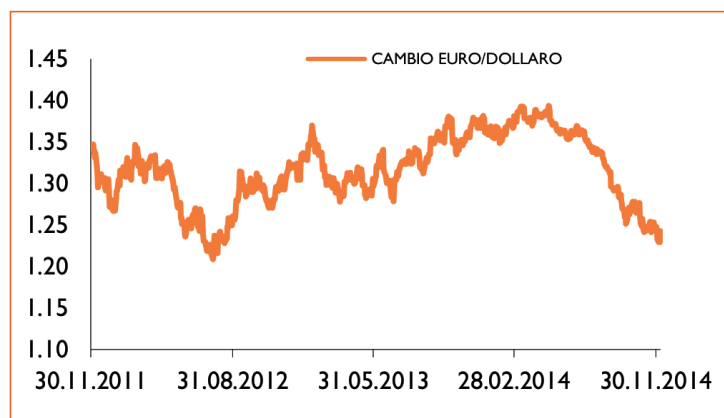
La svolta accomodante della BCE e l'attesa di tassi USA in rialzo hanno indebolito l'euro (rafforzato il dollaro) fino a 1,23 ad inizio dicembre (era 1,40 in maggio). Da qui in avanti la divergenza tra azione di BCE (espansione della liquidità) e Fed (rialzo tassi) dovrebbe aumentare favorendo un ulteriore calo dell'euro (rialzo del dollaro). Il rialzo dei tassi Fed può peraltro rafforzare il dollaro contro la maggior parte delle valute. Tra queste si segnala lo yen, già passato da 102 in luglio a 121 in settembre, anch'esso indebolito dall'azione della Banca del Giappone che risulta ancora più accomodante di quella della BCE.

## Performance storiche dei titoli di Stato negli ultimi 3 anni



Nota: Indici JPMorgan rappresentativi di prezzi e cedole, media di tutte le scadenze. L'indice dei titoli di stato USA è espresso in euro, pertanto l'andamento sconta la dinamica del cambio euro/dollaro nel periodo di riferimento. Fonte: Thomson Reuters Datastream

## Andamento del dollaro verso l'euro negli ultimi 3 anni



Fonte: Thomson Reuters Datastream

## Allocazione di Portafoglio

ATTIVITÀ FINANZIARIA / PROFILO DI INVESTIMENTO	CONSERVATIVO (%)	MODERATO (%)	DINAMICO (%)	ATTIVO (%)
<b>LIQUIDITÀ</b>	<b>20 (19)</b>	<b>13 (8)</b>	<b>7 (5)</b>	
Titoli di Stato Euro	23 (20)	21 (13)	5 (5)	
Obbligazioni Dollaro	0 (0)	0 (0)	0 (0)	
Obbligazioni Yen	0 (2)	0 (2)	0 (0)	
Obbligazioni Paesi Emergenti	3 (8)	5 (12)	5 (7)	
Obbligazioni Corporate UEM	31 (25)	4 (7)	0 (0)	
Obbligazioni Alto Rendimento	4 (5)	6 (6)	2 (3)	
<b>TOTALE OBBLIGAZIONI</b>	<b>61 (60)</b>	<b>36 (40)</b>	<b>12 (12)</b>	
Azioni Italia	5 (5)	13 (13)	20 (17)	25 (20)
Azioni Europa	5 (4)	13 (11)	21 (26)	26 (34)
Azioni America	7 (9)	17 (20)	26 (29)	33 (33)
Azioni Giappone	0 (4)	0 (10)	2 (14)	2 (15,6)
Azioni Pacifico escluso Giappone	0 (0)	2 (2)	3 (2)	4 (3)
Azioni Economie Emergenti	0 (3)	4 (6)	7 (7)	8 (8)
<b>TOTALE AZIONI</b>	<b>19 (21)</b>	<b>51 (52)</b>	<b>81 (83)</b>	<b>100</b>
<b>ESPOSIZIONE DOLLARO (%)</b>	<b>7 (12)</b>	<b>7 (28)</b>	<b>36 (38)</b>	<b>44 (44)</b>
<b>ESPOSIZIONE STERLINA (%)</b>	<b>1,6 (1,3)</b>	<b>1,6 (3,6)</b>	<b>6,9 (8,5)</b>	<b>11,1 (11,1)</b>
<b>ESPOSIZIONE YEN (%)</b>	<b>2 (2)</b>	<b>2 (2)</b>	<b>4 (2)</b>	<b>2 (2)</b>
<b>RISCHIO (R)</b>	<b>5 (5)</b>	<b>10 (10)</b>	<b>15 (15)</b>	<b>16 (16)</b>

Dati in percentuale. In parentesi l'allocazione di portafoglio precedente.

### Avvertenza

Le allocazioni di portafoglio indicate possono non essere adatte a tutti gli investitori e non devono essere intese come una raccomandazione personalizzata. Prima di effettuare qualsiasi investimento si consiglia di valutare i propri obiettivi, l'orizzonte temporale disponibile, i rischi e i costi delle operazioni che si intendono effettuare.

### Profili di investimento

I profili di investimento si riferiscono a un VaR del portafoglio compreso tra 0% e 6,50% per il profilo Conservativo, tra 6,51% e 12,50% per il profilo Moderato, tra 12,51% e 25% per il profilo Dinamico e tra il 25,01% e il 50% per il profilo Attivo. Il VaR (Valore a Rischio) è una misura di rischio applicata agli investimenti finanziari. Tale misura indica la perdita percentuale massima del capitale investito dopo un certo periodo di tempo (detto orizzonte temporale del VaR, nel nostro caso, 3 mesi), associata a una certa probabilità (99% nel nostro caso). Ad esempio un VAR trimestrale di 5% al 99% significa che, con una confidenza del 99%, la perdita potenziale massima del portafoglio su un orizzonte di 3 mesi è del 5%, in altri termini c'è una probabilità dell'1% che il portafoglio abbia una perdita superiore al 5%.

# NOTA METODOLOGICA

## Asset allocation

L'asset allocation strategica e tattica è realizzata secondo la metodologia sotto riportata grazie all'utilizzo di un modello gestito da Eurizon Capital.

## Metodologia del ricampionamento

L'obiettivo è individuare l'asset allocation strategica per i profili di investimento utilizzando al meglio tutte le informazioni disponibili: i rendimenti attesi di lungo periodo dei mercati forniti dal Servizio Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, e la struttura di rischio (volatilità e correlazioni). L'approccio quantitativo che combina la tecnica statistica del ricampionamento con l'ottimizzazione di portafoglio classica di Markovitz consente di perseguire tale obiettivo in modo efficiente con i benefici del rigore metodologico e della trasparenza, necessari per avere processi robusti e coerenti nel tempo.

I portafogli efficienti ottenuti via ricampionamento sono una generalizzazione dell'approccio classico di ottimizzazione media-varianza di Markovitz in quanto considerano opportunamente l'incertezza legata agli input di rendimento e rischio. Infatti l'approccio classico di Markovitz presenta dei forti limiti operativi dato che i portafogli ottenuti risultano concentrati in poche asset class, poco intuitivi e fortemente sensibili a piccole variazioni negli input: il ricampionamento supera tutti questi limiti consentendo un utilizzo pratico del paradigma media-varianza di Markovitz. Il punto di partenza è il completo set informativo disponibile: rendimenti attesi e struttura di rischio. Non ci si limita però ad una sola ottimizzazione, ma si procede con un approccio Montecarlo effettuando altre "n" ottimizzazioni (es: 500) con attese di rendimento e rischio ogni volta diverse, ma statisticamente equivalenti a quelle originali della prima ottimizzazione (in ipotesi di distribuzione normale multivariata dei rendimenti). Il processo considera quindi molte alternative in cui può evolvere il futuro, tra loro coerenti in quanto originate dal set informativo iniziale. I "portafogli efficienti per ricampionamento" sono ottenuti, per ogni livello di rischio, dalla media dei 500 portafogli efficienti calcolati ricampionando il set di input originale. Operando secondo questa metodologia si ottengono portafogli diversificati in modo appropriato e stabili: a piccole variazioni negli input originali corrispondono piccole variazioni nella composizione dei portafogli efficienti. In sintesi un migliore utilizzo dell'informazione disponibile (attese di rendimento e rischio) si accompagna ad una migliore performance nel tempo. Verifiche empiriche confermano che il ricampionamento, in media, migliora la performance rispetto all'ottimizzazione in senso classico.

## Metodologia di Black-Litterman

L'approccio Black-Litterman (B-L) rappresenta un riferimento metodologico valido, efficace e ampiamente riconosciuto per realizzare le scelte di asset allocation tattica con l'obiettivo di sfruttare i movimenti di più breve periodo delle asset class. Elementi chiave per passare dal portafoglio strategico al tattico sono: le view di mercato di breve periodo, di tipo qualitativo, su cui si è maggiormente fiduciosi (eventualmente anche una sola view) e il controllo del rischio, in quanto si vuole massimizzare il contributo delle view alla performance nel rispetto del profilo di investimento del portafoglio. Nel processo di asset allocation tattica il naturale punto di riferimento è il portafoglio strategico da cui si devia solo se vi sono asset class che si ritiene siano da favorire nel breve periodo. L'approccio B-L consente di implementare tale processo in modo quantitativo combinando statistica bayesiana e teoria classica del portafoglio. Il modello introduce il concetto di rendimenti di equilibrio (prior): sono i rendimenti che fanno del portafoglio strategico il portafoglio ottimo. Tali rendimenti sono ottenuti via reverse optimization: dati i pesi strategici si trovano i rendimenti ottimi. I rendimenti di equilibrio vengono modificati in via quantitativa per incorporare l'informazione aggiuntiva rappresentata dalle view tattiche: la statistica bayesiana consente di ottenere i nuovi rendimenti (posterior) per tutte le asset class consistenti con la struttura di rischio (volatilità e correlazioni). Questo è il cuore dell'approccio B-L. Nel processo si considera tutto il set informativo disponibile: in altre parole anche nel caso di una sola view tutti i rendimenti attesi vengono modificati in modo coerente. Per dare l'intuizione si ha che in caso di view positiva su un'asset class, quelle maggiormente correlate positivamente vedono salire i rendimenti attesi rispetto alla prior e viceversa per quelle correlate negativamente. La posterior così individuata viene utilizzata nell'ottimizzazione media-varianza per ottenere i portafogli che massimizzano il contributo delle view alla performance attesa dei portafogli con un accurato controllo del rischio. L'approccio B-L consente di unire i benefici dell'approccio qualitativo nella definizione delle view (ci si può concentrare sulle view forti ed esprimerle in modo qualitativo) con i benefici dell'approccio quantitativo in termini di disciplina, rigore metodologico e utilizzo completo del set informativo (attese di rendimento e di rischio).

# AVVERTENZA GENERALE

Il presente documento è stato preparato, approvato e distribuito dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, in particolare da Intesa Sanpaolo S.p.A., banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, e da Eurizon Capital SGR S.p.A., società di gestione del risparmio autorizzata alla prestazione del servizio di gestione collettiva dalla Banca d'Italia.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione dello stesso, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti e/o le rispettive famiglie possono detenere posizioni lunghe o brevi in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi titolo di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

Il presente documento è pubblicato con cadenza trimestrale. Il precedente report è stato distribuito in data 01.10.2014.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo ed Eurizon Capital SGR a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob (deposito curato da Intesa Sanpaolo), esclusivamente ai clienti delle banche del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in formato elettronico e potrà altresì essere messo a disposizione presso le filiali del Gruppo.

In nessun caso il presente documento potrà essere distribuito al di fuori del territorio della Repubblica Italiana ovvero essere reso disponibile a soggetti non residenti in Italia. In particolare, e senza limitazione della generalità di quanto precede, il presente documento, così come ogni sua riproduzione, anche parziale, non può essere ricevuto, consegnato o trasmesso negli Stati Uniti d'America o a ogni residente degli Stati Uniti d'America, quali definiti ai sensi della Regulation S relativa allo U.S. Securities Act del 1933, né nel Regno Unito ovvero in Lussemburgo o in Giappone.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo ed Eurizon Capital SGR e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo ed Eurizon Capital. Il copyright e ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo ed Eurizon Capital SGR.



 BANCO DI NAPOLI

 CASSA DI RISPARMIO DEL VENETO

 BANCA CR FIRENZE 

 BANCA DELL'ADRIATICO

 CARISBO

 CASSA DI RISPARMIO DEL FRIULI VENEZIA GIULIA

 CASSE DI RISPARMIO DELL'UMBRIA

 CASSA DEI RISPARMI DI FORLÌ E DELLA ROMAGNA

 CASSA DI RISPARMIO DI PISTOIA E DELLA LUCCHESIA

 BANCA DI TRENTO E BOLZANO  BANK FÜR TRIENT UND BOZEN 

 BANCA MONTE PARMA

 CARIRI 

 CARIVIT 

 CASSA DI RISPARMIO DI CIVITAVECCHIA

INTESA  SANPAOLO

[www.intesasanpaolo.com](http://www.intesasanpaolo.com)