

SCENARIO 2016

MACROECONOMIA E MERCATI
AGGIORNAMENTO 3° 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, Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

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

INDICE

SCENARIO 3° TRIMESTRE 2016

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

NOTA METODOLOGICA	8
--------------------------	----------

AVVERTENZA GENERALE	9
----------------------------	----------

I dati e le previsioni sono aggiornati al 15.07.2016

SCENARIO 3° TRIMESTRE 2016: SINTESI

MACROECONOMIA

Economia mondiale

La crescita economica continua a essere blanda, con una tendenza di fondo ancora in moderato rallentamento. Negli Stati Uniti la ripresa continua a coinvolgere poco il manifatturiero, penalizzato dal dollaro forte, ma anche i ritmi attuali bastano a ridurre la disoccupazione. L'Eurozona continua lungo il suo sentiero di moderata espansione, ma con una prospettiva di modesto rallentamento.

Inflazione

Il nuovo calo delle quotazioni petrolifere a inizio 2016 ha ulteriormente frenato l'andamento dei prezzi. Nell'Eurozona, l'inflazione è rimasta all'incirca nulla fino a metà anno, ma nel 2° semestre risalirà lentamente. Negli Stati Uniti, l'accelerazione partirà da una base più alta, circa l'1%, e arriverà verso il 2% a fine anno.

Politica monetaria

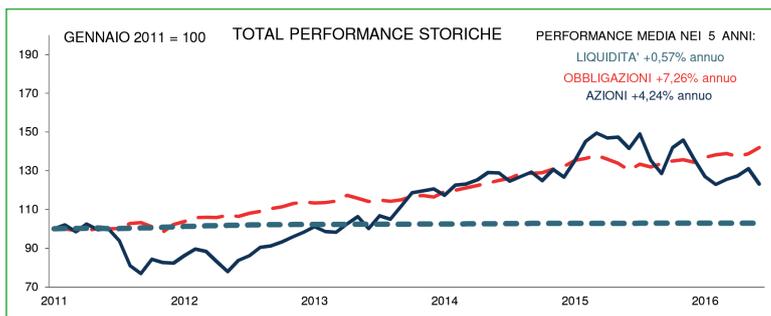
Le Banche centrali dei Paesi avanzati manterranno condizioni di liquidità eccezionalmente accomodanti e tassi di interesse vicini allo zero ancora per molto tempo. La Fed ha sospeso la fase di rialzo dei tassi ufficiali per le incertezze dello scenario internazionale e l'accumularsi di dati domestici deboli, ma dovrebbe tornare ai rialzi entro fine anno. Nuove misure espansive da parte della BCE non sono da escludere.

MERCATI

Monetario

Le incertezze sul quadro macroeconomico poste da Brexit hanno indotto la Banca centrale europea a un approccio ancor più accomodante, determinando un ulteriore calo dei tassi monetari, ormai negativi su tutte le scadenze e per tutti i principali Paesi. Si conferma dunque un quadro sfavorevole per il comparto monetario ancora per diversi mesi.

Lo scenario dei mercati e le performance storiche



Nota: Base Numero Indice giugno 2011=100. L'indice rappresenta la performance lorda (comprese cedole o dividendi) di un investimento pari a 100 effettuato a giugno 2011. Le performance annue sono medie riferite al periodo che va da giugno 2011 a giugno 2016. Fonte: JP Morgan Indices; Eurostoxx 50; Thomson Reuters-Datastream

Obbligazionario Governativo

I tassi obbligazionari sono molto bassi quando non negativi, ma anche a rischio di graduale rialzo in uno scenario di prosecuzione della ripresa economica. L'atteggiamento cauto delle Banche centrali (quantitative easing della BCE e rialzo dei tassi molto graduale negli USA) dovrebbe però prevenire bruschi movimenti verso l'alto. I titoli italiani restano più interessanti rispetto a quelli tedeschi. A questi livelli di tasso e di spread, i mercati governativi sembrano però destinati a generare performance modeste e inferiori rispetto a quelle degli ultimi anni.

Obbligazionario Corporate

Il comparto delle obbligazioni Corporate ha beneficiato della discesa dei tassi "privi di rischio" e del contenimento degli spread di credito, dopo una fase di turbolenza legata al periodo immediatamente successivo a Brexit. Le prospettive restano all'insegna dell'opportunità in un contesto di tassi che resterà favorevole e di ulteriore riduzione del premio al rischio nei prossimi mesi, anche grazie alle misure della BCE.

Obbligazionario Emergenti

Il comparto delle obbligazioni dei Paesi emergenti si avvantaggia di una maggiore propensione al rischio e di un modesto impatto di Brexit, in media. In alcuni Paesi emergono anche segnali di ripresa, supportando il comparto dopo un 2015 ben più complicato. Le prospettive di medio termine appaiono ancora positive, sostenute dalla conferma della crescita mondiale, seppur moderatamente influenzata dall'effetto Brexit.

Azionario

Il contesto di prosecuzione della crescita globale e Banche centrali accomodanti possono rappresentare un supporto per le azioni. Si tratta di una combinazione favorevole per le borse di Paesi emergenti, che risultano anche le più interessanti in termini valutativi. Il rinvio del rialzo dei tassi Fed è motivo di supporto per la borsa USA, le cui valutazioni però sono meno attraenti; nei mesi a venire salirà peraltro l'attenzione sulle elezioni presidenziali di novembre. In Europa le valutazioni sono interessanti, dopo i recenti cali, ma è necessario che si diradi l'incertezza politica.

Dati e previsioni economiche

	2016 STIME PRECEDENTI	2016 STIME CORRENTI	2017
EUROPA			
Crescita economica	1,6	1,6	1,4
Inflazione	1,0	0,3	1,3
Tasso di interesse *	-0,3	-0,4	-0,4
STATI UNITI			
Crescita economica	2,6	1,9	2,3
Inflazione	1,7	1,1	2,3
Tasso di interesse *	1,00-1,50	0,50-0,75	1,00-1,50
Tasso di cambio EUR/USD*	1,05-1,15	1,08-1,13	1,10-1,20

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

Una sostanziale stabilità del cambio tra dollaro ed Euro appare lo scenario più probabile fino a quando non tornerà in agenda un rialzo dei tassi in USA. D'altro canto, il dollaro potrebbe rafforzarsi nel caso in cui l'incertezza politica in Europa dovesse aumentare. Il rafforzamento dello Yen è motivo di attenzione e potrebbe richiedere nuove misure di stimolo monetario o fiscale.

Indebitamento

L'atteggiamento ancor più espansivo della BCE dopo Brexit ha alimentato un ulteriore calo dei tassi Euribor, su livelli negativi su tutte le principali scadenze. I tassi BCE resteranno stabili e su livelli vicini allo zero o negativi per un lungo periodo di tempo. Rimangono su livelli minimi anche i tassi Eurirs su tutte le principali scadenze. In tale quadro, privilegiamo ancora l'indebitamento a tasso fisso per le scadenze lunghe ed extra-lunghe, mentre per un indebitamento più a breve e brevissimo termine il tasso variabile consente di ridurre ulteriormente il costo del finanziamento nei primi anni, per effetto del livello contenuto o negativo 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 2016	2015	2010-2014 MEDIO ANNUO	PRECEDENTE	ATTUALE		
Monetario Euro	0,0	0,1	0,7	Negativo	Negativo	0,2-0,6	Tassi negativi e a livelli storicamente bassi
Monetario Italia	0,0	0,1	1,1	Negativo	Negativo	n.d.	Tassi negativi e a livelli storicamente bassi
Obbligazionario Euro	4,0	1,3	4,4	Neutrale	Neutrale	0,3-1,1	Elevata disomogeneità nel comparto
Obbligazionario Germania	4,5	0,3	4,2	Negativo	Negativo	n.d.	Tassi tedeschi sotto zero fin oltre la scadenza a 10 anni, a rischio rialzo nel medio termine
Obbligazionario Italia	2,6	3,6	5,3	Neutrale	Moderatamente Positivo	n.d.	Titoli italiani interessanti in un mercato che offre tassi ultra-compressi
Obbligazionario Dollaro	3,9 (2,5 in euro)	0,6 (9,1 in euro)	3,0 (5,7 in euro)	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	-0,2 - 0,7 (-2,0 / -1,1 in euro)	Tassi USA ai minimi, a rischio rialzo con prosecuzione ripresa macroeconomica
Obbligazionario corporate	3,8	-0,5	4,4	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	0,4-0,9	Liquidità di supporto grazie agli interventi BCE
Obbligazionario Emergenti	4,3	0,8	5,5	Positivo	Positivo	0,7-2,0	Scenario favorevole in prospettiva grazie e Banche centrali e miglioramento economico
Azionario Europa	-4,8	5,4	4,1	Positivo	Positivo	2,7-6,0	Valutazioni interessanti, deve rientrare rischio politico
Azionario Italia	-14,2	11,7	-0,3	Positivo	Positivo	2,3-6,4	Crescita economica in miglioramento; valutazioni interessanti
Azionario Stati Uniti	5,2 (3,7 in euro)	1,0 (9,6 in euro)	11,4 (14,4 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,4-4,1 (-0,4 / 2,3 in euro)	Economia in crescita, rialzo frenato da attese sui tassi Fed
Azionario Giappone	-10,7 (-3,0 in euro)	7,8 (16,9 in euro)	7,9 (6,2 in euro)	Positivo	Positivo	2,7-7,5 (-1,2 / 3,6 in euro)	Valutazioni corrette, rialzo subordinato a stabilizzazione / calo dello yen
Azionario Emergenti	5,6 (4,1 in euro)	-4,0 (4,0 in euro)	3,8 (6,5 in euro)	Positivo	Positivo	2,3-5,3 (0,5 / 3,5 in euro)	Valutazioni interessanti con ripresa moderata e tassi bassi

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 di riferimento.

**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 1,21 nel periodo di riferimento.

Indici Monetario, Obbligazionario e Azionario: 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 15.07.2016, se non diversamente indicato.

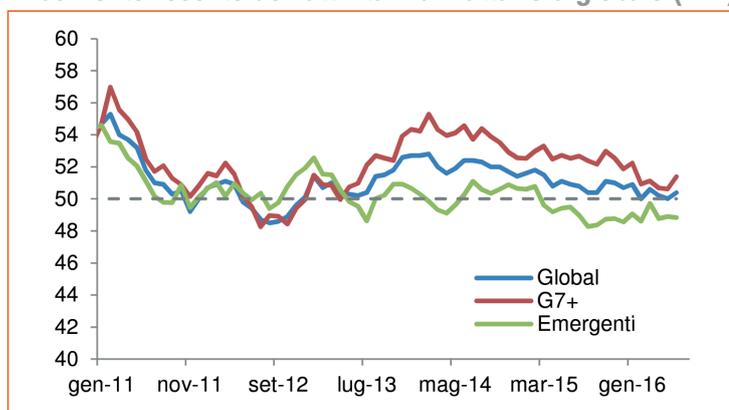
QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

Le situazioni recessive di molti Paesi emergenti continuano a incidere negativamente sulla crescita del commercio mondiale, ma stanno gradualmente rientrando. Le quotazioni petrolifere sono rimbaltate dai minimi di inizio 2016, riducendo le preoccupazioni per la stabilità finanziaria dei Paesi produttori. Anche l'economia cinese si va stabilizzando, per quanto appaia ben lontana dal riaccelerare. Tuttavia, i dati del primo semestre hanno mostrato un marginale rallentamento anche nei Paesi avanzati, dove il rimbalzo degli indici congiunturali PMI in giugno è ancora troppo isolato per poter essere preso come affidabile segnale di inversione di tendenza.

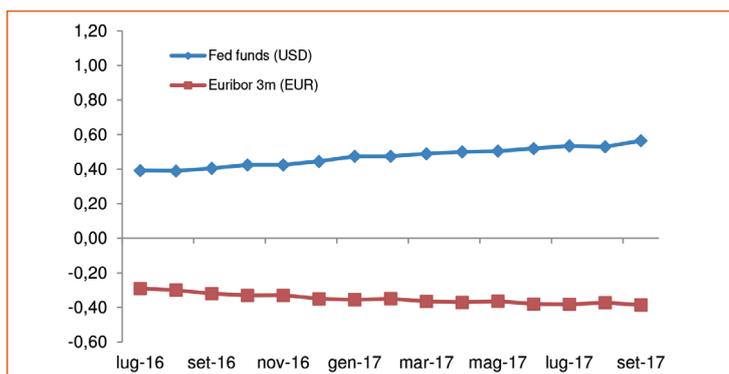
L'esito del referendum inglese complica (ma non troppo) le prospettive.

Il 23 giugno gli elettori britannici hanno inaspettatamente scelto di abbandonare l'UE, provocando anche una crisi di governo e scatenando un forte deprezzamento della sterlina. Il nuovo primo ministro May è fautrice di una strategia cauta nella gestione del processo di uscita, tanto da aver preannunciato di non voler formalizzare la richiesta prima di fine 2016. Ciò significa che l'uscita non potrà realizzarsi prima

Andamento recente dell'attività manifatturiera globale (PMI)



Tassi di interesse a breve termine impliciti nei futures (%)



Nota: PMI = indice dei responsabili degli acquisti; G7+= USA, Eurozona, Giappone, Canada, Regno Unito. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo rispettivamente su dati di fonte Markit e Thomson Reuters

del 2019, e potrebbe anche essere concordato un periodo transitorio che ne rinvierebbe ulteriormente gli effetti. Per quanto siano scontate le conseguenze negative di breve termine sull'economia britannica, è presto per valutarne l'entità – che potrebbe essere mitigata da una politica monetaria più accomodante, dal deprezzamento della Sterlina e, infine, da un probabile allentamento della politica fiscale. Le ripercussioni esterne attraverso il canale finanziario sono state molto contenute, mentre è prematuro giudicare se il voto possa incidere negativamente e in modo persistente sul clima di fiducia fuori dal Regno Unito.

Stati Uniti

Nel primo semestre 2016 la Federal Reserve ha sospeso il rialzo dei tassi ufficiali, confermando così di voler attuare una restrizione molto 'dolce' della politica monetaria. Malgrado il rallentamento di inizio 2016 e le incertezze dello scenario internazionale, la valutazione della ripresa resta positiva: la crescita resterà un po' al di sopra del potenziale, sempre trainata dalla domanda domestica, in particolare consumi e investimenti residenziali. I consumi beneficiano della crescita dell'occupazione e dei salari. L'inflazione è destinata a salire, ma non tanto da obbligare la Banca centrale a reagire. Il rialzo dei tassi potrebbe riprendere fra settembre e fine 2016, ma a questo punto è probabile che sia limitato a solo lo 0,25%, e quindi appena superiore alle aspettative dei mercati. Lo scenario a più lungo termine sarà condizionato in modi ancora difficilmente prevedibili dall'esito delle elezioni presidenziali di novembre.

Eurozona

L'economia dell'Eurozona ha accelerato il passo nel primo trimestre 2016, rallentando però nel secondo. La crescita tendenziale è stabile all'1,5% circa, malgrado il contesto internazionale meno favorevole del previsto: alla fine, la ripresa della domanda interna ha compensato la minor vivacità di quella estera. Il rallentamento della domanda interna inglese dopo il referendum e l'aumento dell'incertezza politica nella stessa zona euro, dovuto alle numerose scadenze elettorali del prossimo anno, potrebbero riflettersi negativamente anche sull'Eurozona a partire dal secondo semestre 2016. Tuttavia, la crescita occupazionale, le condizioni finanziarie accomodanti e l'orientamento neutrale della politica fiscale dovrebbero sostenere la crescita. Non si può escludere che la BCE annunci nuove misure di allentamento della politica monetaria nel corso dell'anno. Lo spazio di manovra è però limitato e la resistenza a nuovi tagli dei tassi ufficiali sta crescendo. Perciò, è probabile che gli annunci riguardino soprattutto il programma di acquisto di titoli, che potrebbe essere esteso oltre la scadenza del marzo 2017.

I MERCATI AZIONARI E OBBLIGAZIONARI

Nonostante Brexit i mercati dovrebbero “reggere l’urto” grazie al modesto impatto macroeconomico atteso

L’esito del referendum britannico non appare in grado di invertire la crescita mondiale nonostante sia probabile, in prospettiva, un effetto sull’Europa. Ne deriva che i mercati, dopo un impatto inizialmente negativo, appaiono destinati a “digerire” l’evento nonostante le numerose incognite che lo accompagnano. Le borse, seppur in un contesto di volatilità, dovrebbero restare supportate dalla prosecuzione della crescita economica e dall’azione accomodante delle Banche centrali. I tassi di rendimento del mercato obbligazionario governativo dei Paesi occidentali sono destinati a rimanere contenuti e in molti casi negativi, ma permane un rischio di rialzo. I tassi di rendimento dei periferici europei (come l’Italia) potranno invece beneficiare di un’ulteriore compressione degli spread dopo i recenti rialzi, sebbene il referendum costituzionale resti per l’Italia un’incognita forte. Le obbligazioni dei Paesi emergenti e quelle Corporate beneficiano dell’ampia liquidità disponibile e dell’azione della BCE e del miglioramento (o solo moderato peggioramento) delle condizioni economiche in prospettiva 2017 nei Paesi maggiormente rilevanti, come Brasile, Russia, Cina e India. Si sono sostanzialmente esauriti gli spazi di ulteriore rafforzamento del dollaro, rimandato parzialmente a quando tornerà di maggiore attualità la ripresa dei rialzi dei tassi d’interesse da parte della Fed negli Stati Uniti.

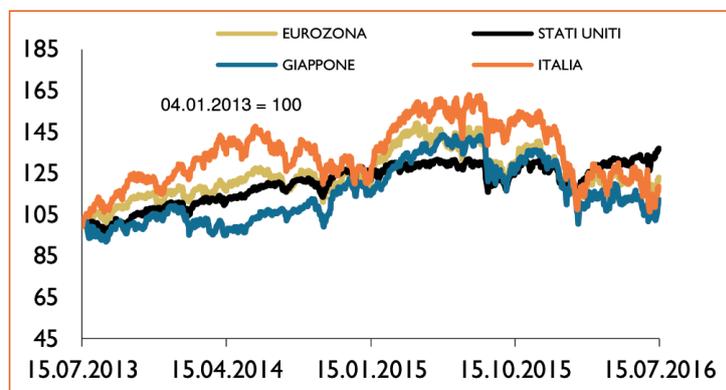
Azioni

Forte dispersione geografica per le borse da inizio anno. L’indice MSCI World, rappresentativo delle azioni mondiali, realizza un modesto +1,3% che include i dividendi pagati (dati al 15 luglio). La borsa USA e quelle dei Paesi emergenti in media hanno guadagnato oltre il 5%, ma Europa (-10% circa) e Giappone (in calo oltre il 10%) soffrono rispettivamente le incertezze politiche (Brexit) e lo yen forte. Il contesto di prosecuzione della crescita globale, sebbene moderata, e Banche centrali accomodanti possono rappresentare un elemento di supporto per le azioni. Si tratta di una combinazione favorevole anche per le borse emergenti, che risultano inoltre le più interessanti in termini valutativi. Il continuo rinvio del rialzo dei tassi da parte della Fed è motivo di supporto per la borsa USA, le cui valutazioni però sono meno attraenti; nei mesi a venire salirà peraltro l’attenzione sulle elezioni presidenziali di novembre. In Europa le valutazioni sono interessanti, dopo i recenti cali, ma è necessario che si diradi l’incertezza politica. Analogamente, la fine della discesa della Borsa giapponese richiede una stabilizzazione dello yen.

Obbligazioni Governative

Andamento molto positivo per i mercati obbligazionari di USA e Germania da inizio anno, supportati prima dai timori per la tenuta della crescita globale, poi dal continuo rinvio del rialzo dei tassi Fed e infine, nell’ultimo periodo, dall’incertezza post-referendum UK. Tassi a lunga in calo anche per i titoli italiani, ma spread in moderato allargamento da inizio anno (da 100 a 130 pb). Ai livelli di metà luglio (1,5% per il 10 anni USA, -0,05% per quello tedesco, 1,25% l’italiano) i tassi obbligazionari sono a rischio di graduale rialzo in uno scenario di prosecuzione della ripresa economica e calo dell’incertezza politica in Europa. L’atteggiamento cauto delle Banche centrali (quantitative easing della BCE e rialzo dei tassi molto graduale negli USA) dovrebbe però prevenire bruschi movimenti verso l’alto. I titoli italiani mantengono un maggiore interesse rispetto a quelli tedeschi. A questi livelli di tasso e di spread i mercati governativi sembrano però destinati a generare performance modeste e inferiori rispetto a quelle degli ultimi anni.

Performance storiche delle azioni negli ultimi 3 anni



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

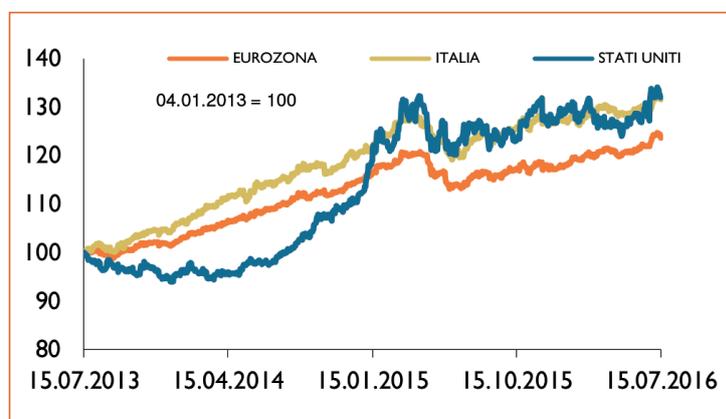
Obbligazioni Corporate ed Emergenti

Il comparto non governativo in euro registra buone performance in media nel secondo trimestre 2016, complice l'azione fortemente espansiva della BCE e il miglioramento delle condizioni di fiducia degli investitori, nonostante le recenti turbolenze legate all'esito del referendum nel Regno Unito. Le prospettive restano a nostro giudizio favorevoli, in un contesto di permanente stimolo (o sostanziale neutralità) da parte delle Banche centrali e nella convinzione che l'effetto macroeconomico della decisione britannica sarà limitato. Il comparto ad Alto Rendimento (High Yield) delle obbligazioni corporate presenta maggiori margini di performance, seppur in un contesto di maggior rischiosità. Anche le obbligazioni di Paesi Emergenti traggono mediamente supporto dalle politiche monetarie favorevoli e dall'atteso recupero (o contenuto rallentamento) in prospettiva 2017 da parte delle economie di maggior rilievo, come Cina, India, Brasile e Russia.

Valute

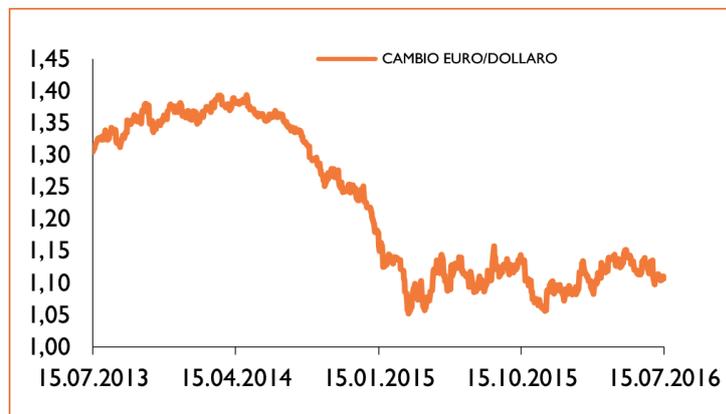
Dollaro / Euro in un corridoio tra 1,05 e 1,15 da inizio anno. L'aumento degli stimoli BCE e il rinvio dei tassi Fed si sono compensati, lasciando le valute sostanzialmente stabili. Si registrano invece un forte rialzo dello Yen e un deciso calo della Sterlina. Le valute emergenti appaiono stabili sul dollaro. Una sostanziale stabilità del cambio tra dollaro ed euro appare lo scenario più probabile fino a quando non tornerà in agenda un rialzo dei tassi in USA. D'altro canto, il dollaro potrebbe rafforzarsi nel caso in cui l'incertezza politica in Europa dovesse aumentare. Il rafforzamento dello Yen è motivo di attenzione e potrebbe richiedere nuove misure di stimolo monetario o fiscale.

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 (%)
LIQUIDITÀ	18 (19)	11 (11)	8 (6)	
Titoli di Stato Euro	6 (12)	11 (15)	5 (4)	
Obbligazioni Dollaro	0 (0)	0 (0)	0 (0)	
Obbligazioni Yen	0 (0)	0 (0)	0 (0)	
Obbligazioni Paesi Emergenti	4 (5)	9 (8)	7 (6)	
Obbligazioni Corporate UEM	44 (36)	17 (8)	5 (0)	
Obbligazioni Alto Rendimento	13 (9)	9 (7)	2 (3)	
TOTALE OBBLIGAZIONI	67 (62)	46 (38)	19 (13)	
Azioni Italia	4 (6)	12 (16)	21 (24)	24 (29)
Azioni Europa	6 (6)	16 (15)	27 (24)	37 (30)
Azioni America	2 (4)	5 (7)	8 (11)	12 (16)
Azioni Giappone	2 (3)	5 (8)	8 (13)	12 (16)
Azioni Pacifico escluso Giappone	0 (0)	1 (2)	1 (3)	3 (3)
Azioni Economie Emergenti	1 (0)	4 (3)	8 (6)	12 (6)
TOTALE AZIONI	15 (19)	43 (51)	73 (81)	100 (100)
ESPOSIZIONE DOLLARO (%)	3 (4)	10 (12)	17 (20)	27 (25)
ESPOSIZIONE STERLINA (%)	2 (2)	5 (5)	9 (8)	12 (10)
ESPOSIZIONE YEN (%)	2 (3)	5 (8)	8 (13)	12 (16)
RISCHIO (R)	4 (4)	8 (8)	13 (13)	18 (16)

Dati in percentuale. In parentesi l'allocazione di portafoglio precedente. Aggiornamento del 15.07.2016.

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 25,01% e 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 dalla Direzione 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 a 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 a 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 dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte dal 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 14.04.2016.

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

 CASSE DI RISPARMIO
DELL'UMBRIA

 CASSA DI RISPARMIO
DEL VENETO

 CASSA DI RISPARMIO
DEL FRIULI VENEZIA GIULIA

 BANCA
CR FIRENZE 

 CASSA DEI RISPARMI
DI FORLÌ E DELLA ROMAGNA

 CARISBO

 CASSA DI RISPARMIO
DI PISTOIA E DELLA LUCCHESIA

INTESA  SANPAOLO

www.intesasanpaolo.com