

SCENARIO 2016

MACROECONOMIA E MERCATI
AGGIORNAMENTO 4° 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 4° 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 14.10.2016

SCENARIO 4° TRIMESTRE 2016: SINTESI

MACROECONOMIA

Economia mondiale

La crescita economica continua a essere blanda, ma con modesti segnali di riaccelerazione dovuti soprattutto alla ripresa dei Paesi emergenti. Negli Stati Uniti le aspettative di accelerazione continuano a essere parzialmente deluse, ma anche i ritmi attuali di crescita bastano a ridurre la disoccupazione. L'Eurozona continua lungo il suo sentiero di moderata espansione, avendo superato una transitoria fase di rallentamento nel 1° semestre. Il voto inglese sull'UE ha avuto scarsi effetti diretti, ma sta cominciando a influire sui flussi commerciali attraverso la netta svalutazione della sterlina.

Inflazione

Nell'Eurozona, l'inflazione è rimasta all'incirca nulla fino a metà anno, ma nel 2° semestre ha iniziato una lenta risalita, alimentata anche dalla ripresa delle quotazioni petrolifere. Negli Stati Uniti, l'accelerazione parte da una base più alta.

Politica monetaria

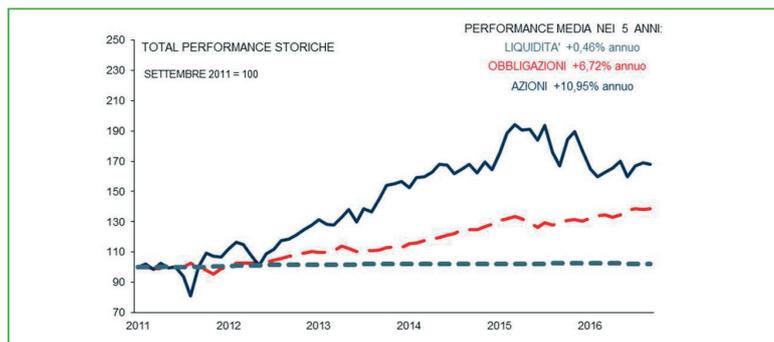
Le Banche centrali dei Paesi avanzati manterranno condizioni di liquidità eccezionalmente accomodanti e tassi di interesse vicini allo zero ancora per molto tempo. La Fed ha sospeso la fase di rialzo dei tassi ufficiali per le incertezze sullo scenario internazionale e una fase di dati domestici deboli, ma ci si attende che torni ad alzare i tassi nei prossimi mesi. Nuove misure espansive da parte della BCE non sono da escludere nei prossimi mesi.

MERCATI

Monetario

Restano ai minimi e in alcuni casi si riducono ulteriormente i tassi sul mercato monetario, in un contesto ancora molto accomodante da parte della Banca Centrale Europea. Su tutte le principali scadenze in area euro i rendimenti restano negativi. 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 settembre 2011=100. L'indice rappresenta la performance lorda (comprese cedole o dividendi) di un investimento pari a 100 effettuato a settembre 2011. Le performance annue sono medie riferite al periodo che va da settembre 2011 a settembre 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 trova ulteriore supporto negli acquisti della BCE e nella discreta qualità del credito, con tassi di insolvenza attuali e prospettici piuttosto bassi. Le incognite politiche e l'efficacia marginale ridotta delle politiche monetarie saranno, a nostro avviso, i temi chiave di fine 2016 e inizio 2017 e potrebbero determinare un aumento di volatilità e una ripresa dell'avversione al rischio. Malgrado tali criticità e i possibili rischi legati alla dinamica dei tassi, i fattori di supporto ci appaiono per ora ancora abbastanza robusti.

Obbligazionario Emergenti

Il comparto delle obbligazioni dei Paesi emergenti resta caratterizzato da buone prospettive. L'incertezza sulle mosse future di Fed e BCE e un moderato rialzo dei tassi sulle scadenze lunghe hanno messo sotto pressione il settore, mentre il rialzo dei prezzi delle materie prime rappresenta invece un fattore positivo. Lo scenario macroeconomico si conferma in miglioramento, con segnali di risveglio dall'export, anche se il contributo maggiore resta quello della domanda interna. Alcuni eventi di rischio da qui a fine anno (elezioni statunitensi in primis) e performance da inizio anno decisamente positive ci spingono a raccomandare cautela nei prossimi mesi ma le prospettive di medio periodo restano a nostro giudizio favorevoli.

Azionario

Le prospettive delle borse appaiono moderatamente favorevoli, in un contesto di prosecuzione della crescita globale e Banche centrali accomodanti. Le valutazioni sono ancora interessanti, soprattutto se raffrontate con la bassa remunerazione offerta dai mercati obbligazionari. Le borse emergenti potrebbero proseguire la fase di recupero rispetto a quelle dei Paesi avanzati grazie a valutazioni attraenti e abbondante liquidità nel sistema. La borsa USA avrà la campagna elettorale e il rialzo dei tassi Fed come temi di attenzione. Il calendario elettorale sarà un tema guida anche per l'Europa.

Dati e previsioni economiche

	2016 STIME PRECEDENTI	2016 STIME CORRENTI	2017
EUROPA			
Crescita economica	1,6	1,5	1,3
Inflazione	0,3	0,3	1,2
Tasso di interesse *	-0,4	-0,4	-0,4
STATI UNITI			
Crescita economica	1,9	1,4	2,2
Inflazione	1,1	0,9	2,1
Tasso di interesse *	0,50-0,75	0,50-0,75	1,00-1,25
Tasso di cambio EUR/USD*	1,08-1,13	1,08-1,13	1,10-1,15

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, a meno di un'improvvisa accelerazione nel rialzo dei tassi USA (che darebbe sostegno al dollaro). Lo yen rimane osservato speciale, in un contesto ancora caratterizzato da elementi di incertezza. Una ripresa del rafforzamento, oltre quota 100 contro dollaro, potrebbe segnalare un ritorno dell'avversione al rischio.

Indebitamento

L'atteggiamento ultra-espansivo della BCE conferma il livello contenuto dei tassi Euribor, su valori 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 a brevissimo termine il tasso variabile consente di ridurre 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	-0,1	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	3,7	1,3	4,4	Neutrale	Neutrale	0,3-1,1	Elevata disomogeneità nel comparto
Obbligazionario Germania	3,9	0,3	4,2	Negativo	Negativo	n.d.	Tassi tedeschi sotto zero fin oltre la scadenza a 7 anni, a rischio rialzo nel medio termine
Obbligazionario Italia	2,1	3,6	5,3	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	n.d.	Titoli italiani interessanti in un mercato che offre tassi ultra-compressi
Obbligazionario Dollaro	3,1 (2,1 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	4,1	-0,5	4,4	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	0,4-0,9	Liquidità di supporto grazie agli interventi BCE
Obbligazionario Emergenti	5,5	0,8	5,5	Positivo	Positivo	0,7-2,0	Scenario favorevole in prospettiva grazie e Banche centrali e miglioramento economico
Azionario Europa	-3,0	5,4	4,1	Positivo	Moderatamente Positivo	2,7-6,0	Valutazioni interessanti, deve rientrare rischio politico
Azionario Italia	-14,5	11,7	-0,3	Positivo	Moderatamente Positivo	2,3-6,4	Valutazioni interessanti, deve rientrare rischio politico
Azionario Stati Uniti	4,6 (3,6 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	-9,1 (0,5 in euro)	7,8 (16,9 in euro)	7,9 (6,2 in euro)	Positivo	Moderatamente Positivo	2,7-7,5 (-1,2 / 3,6 in euro)	Valutazioni corrette, rialzo subordinato a stabilizzazione / calo dello yen
Azionario Emergenti	8,7 (7,6 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.

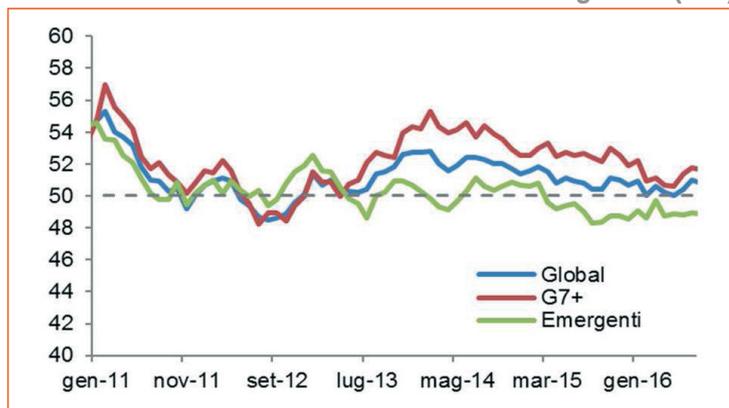
Indici Monetario, Obbligazionario e Azionario: indici JPMorgan e indice MTS BOT; indice Obbligazionario Corporate: indice Markit Iboxx Corporates; indice Azionario Europa: Eurostoxx50; indice Azionario Italia: Indice FTSE MIB; indice Azionario Stati Uniti: S&P500; indice Azionario Giappone: Topix 150;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

Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 14.10.2016, se non diversamente indicato.

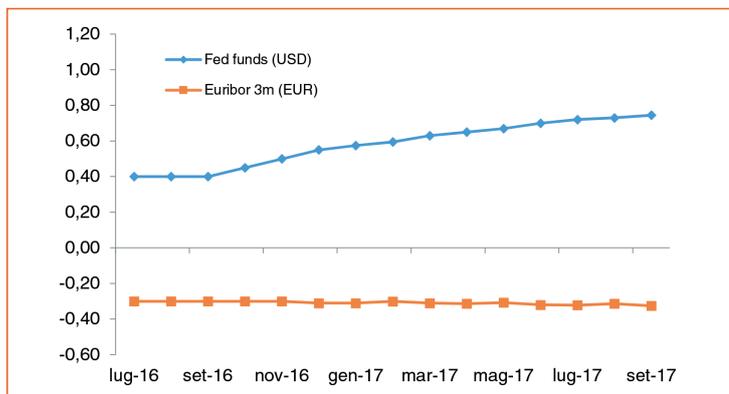
QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

La situazione dei Paesi emergenti continua a migliorare, influenzando positivamente sulla dinamica degli scambi internazionali e sulla tendenza dell'attività manifatturiera. Grazie anche a ipotesi di un possibile contenimento dell'offerta, le quotazioni petrolifere sono rimbalzate dai minimi di inizio 2016, riducendo le preoccupazioni per la stabilità finanziaria dei paesi produttori. Anche l'economia cinese si va stabilizzando, per quanto persistano le preoccupazioni per l'eccessivo livello di debito e per gli eccessi del mercato immobiliare. A confermare il quadro di temporaneo miglioramento congiunturale, i Paesi avanzati dovrebbero aver registrato nel 3° trimestre una crescita superiore a quella del 2°.

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

Stati Uniti

Per tutti i primi nove mesi del 2016 la Federal Reserve ha sospeso il rialzo dei tassi ufficiali, confermando così di voler attuare una restrizione molto 'dolce' della politica monetaria. Il rialzo dei tassi dovrebbe riprendere, ma a questo punto è probabile che sia limitato a soli 25pb, e quindi in linea con le aspettative dei mercati. Lo scenario a più lungo termine sarà condizionato in modo ancora difficilmente prevedibile anche dall'esito delle elezioni presidenziali di novembre. Per ora, l'economia sembra destinata a proseguire nella fase di moderata crescita, sostenuta dalla domanda interna e priva sia di significative pressioni inflazionistiche, sia di rilevanti squilibri finanziari.

Eurozona

L'economia dell'Eurozona ha accelerato il passo nel 1° trimestre 2016, rallentando però nel 2°; nel 3° dovrebbe essersi verificata una nuova, marginale, accelerazione. 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 deprezzamento della sterlina e la frenata degli investimenti britannici potrebbero riflettersi negativamente anche sull'Eurozona nel 2017. Il clima di fiducia potrebbe essere influenzato anche dagli sviluppi politici: tre paesi che rinnovano il Parlamento nel 2017 (Olanda, Francia, Germania) stanno sperimentando un'avanzata di movimenti contrari all'integrazione europea, la Spagna è ancora priva di un governo nella pienezza dei poteri e in Italia l'attenzione è puntata sul referendum costituzionale. Tuttavia, la crescita occupazionale, le condizioni finanziarie accomodanti e l'orientamento neutrale della politica fiscale dovrebbero continuare a sostenere la crescita. Si attende perciò un rallentamento soltanto modesto nel 2017.

Non si può escludere che la BCE annunci nuove misure di allentamento della politica monetaria tra fine 2016 e inizio 2017. Tuttavia, lo spazio di manovra è 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 di marzo 2017 e forse modificato in alcuni aspetti.

I MERCATI AZIONARI E OBBLIGAZIONARI

La crescita economica e le Banche centrali a sostegno dei mercati, ma rischi politici all'orizzonte

Superato il "trauma" del referendum britannico sulla Brexit, altre importanti scadenze politico-elettorali sono destinate a influenzare l'andamento dei mercati nei prossimi mesi. Il referendum costituzionale in Italia, le elezioni presidenziali statunitensi e le elezioni politiche in Francia, Germania e Olanda il prossimo anno rappresentano eventi destinati a creare volatilità. Ciononostante la prosecuzione della crescita economica non appare a rischio, anche grazie al sostegno delle Banche centrali, con BCE, Banca del Giappone e Banca d'Inghilterra che proseguiranno una politica monetaria molto accomodante e la Fed che sarà molto cauta nell'aumentare i tassi d'interesse. 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 il fattore più importante in prospettiva. Le obbligazioni dei Paesi emergenti e quelle Corporate beneficiano dell'ampia liquidità disponibile e dell'azione della BCE nonché del miglioramento (o solo moderato peggioramento) delle condizioni economiche nel 2017 nei Paesi maggiormente rilevanti, come Brasile, Russia, Cina e India. Una sostanziale stabilità del cambio tra dollaro ed euro appare lo scenario più probabile, a meno di un'improvvisa accelerazione nel rialzo dei tassi USA (che darebbe sostegno al dollaro).

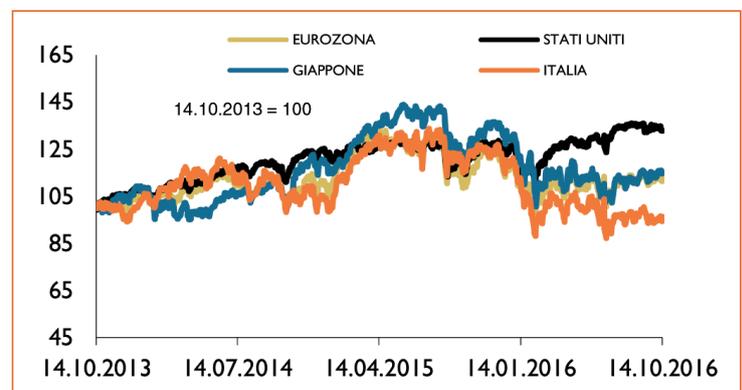
Azioni

Borse in rialzo tra luglio e settembre, con le borse emergenti ancora tra le migliori (+14% da inizio anno). Giappone ed Europa sono saliti più degli USA nel trimestre, ma lo scarto da inizio anno rimane ampio (-11%, -3% e +7,5% rispettivamente per Topix, Eurostoxx e S&P 500; dati al 6 ottobre inclusivi dei dividendi pagati). Le prospettive delle borse appaiono moderatamente favorevoli, in un contesto di prosecuzione della crescita globale e Banche centrali ancora accomodanti. Le valutazioni appaiono ancora interessanti, soprattutto se raffrontate con la bassa remunerazione offerta dai mercati obbligazionari. Le borse emergenti potrebbero proseguire la fase di recupero rispetto a quelle dei Paesi avanzati grazie a valutazioni attraenti e all'abbondante liquidità a disposizione del sistema. La borsa USA, che ultimamente è salita più della crescita degli utili, avrà la campagna elettorale e il rialzo dei tassi Fed come temi di attenzione. L'incertezza politica sarà un tema guida anche per l'Europa.

Obbligazioni Governative

Tassi governativi in rialzo nel 3° trimestre, moderato in Europa, più marcato negli USA, dopo una discesa ininterrotta da inizio anno. Il recupero dei tassi riflette la tenuta dell'economia globale, anche dopo il referendum britannico, e l'avvicinarsi di un possibile rialzo dei tassi Fed entro fine anno. Tassi a lunga scadenza in rialzo per i titoli italiani (spread del 10 anni da 110 a 135 pb). Ai livelli attuali (1,7% per il 10 anni USA, 0% per quello tedesco, 1,35% l'italiano) i tassi obbligazionari offrono una remunerazione molto modesta e sono 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 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-Datastream

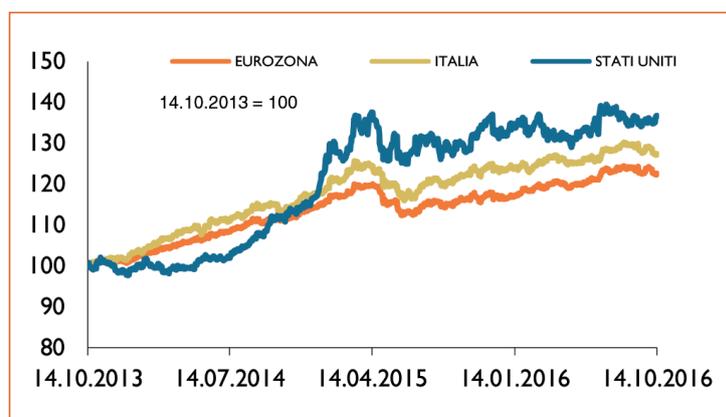
Obbligazioni Corporate ed Emergenti

Il comparto non governativo in euro si avvantaggia ancora dell'azione fortemente espansiva della BCE e del miglioramento delle condizioni di fiducia degli investitori, nonostante alcune incertezze si prospettino per il futuro. Gli appuntamenti politico-elettorali rappresentano un importante fattore di rischio ma i fondamentali economici e l'azione delle Banche centrali resteranno di supporto ai comparti. Il settore ad Alto Rendimento (High Yield) delle obbligazioni corporate presenta maggiori margini di performance, seppur in un contesto di maggiore rischiosità. Anche le obbligazioni dei Paesi Emergenti traggono mediamente supporto dalle politiche monetarie favorevoli e dall'atteso recupero (o contenuto rallentamento) nel 2017 da parte delle economie di maggior rilievo, come Cina, India, Brasile e Russia.

Valute

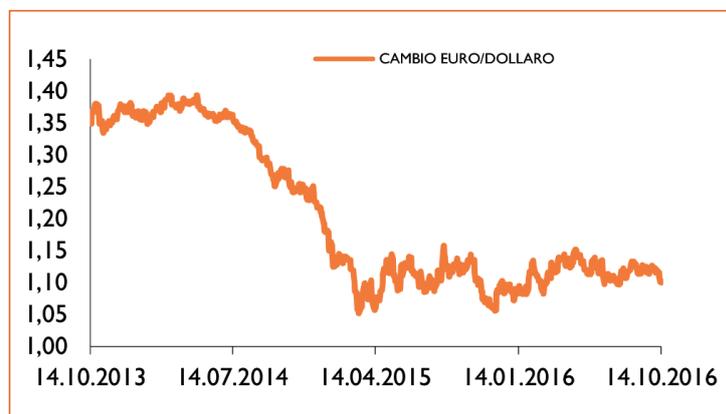
Dollaro/euro in un corridoio tra 1,05 e 1,15 da inizio anno. L'aumento degli stimoli BCE e il rinvio dei tassi Fed si sono compensati, lasciando le valute sostanzialmente stabili. Yen in stabilizzazione dopo un forte apprezzamento da inizio anno, mentre rimane debole la sterlina. Le valute emergenti sono pressoché stabili sul dollaro. Una sostanziale stabilità del cambio tra dollaro ed euro appare lo scenario più probabile, a meno di un'improvvisa accelerazione nel rialzo dei tassi USA (che darebbe sostegno al dollaro). Lo yen rimane osservato speciale, in un contesto ancora caratterizzato da elementi di incertezza. Una ripresa del rafforzamento, sotto quota 100 contro dollaro, potrebbe segnalare un ritorno dell'avversione al rischio.

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 01.08.2016.

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