

SCENARIO 2016

MACROECONOMIA E MERCATI
AGGIORNAMENTO 2° 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 2° 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 05.04.2016

SCENARIO 2° TRIMESTRE 2016: SINTESI

MACROECONOMIA

Economia mondiale

La crescita economica prosegue, sebbene su ritmi globalmente blandi, penalizzati dalle difficoltà dei grandi Paesi emergenti. Negli Stati Uniti, la crescita 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, con l'aumento della domanda interna che compensa il rallentamento dell'export.

Inflazione

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

Politica monetaria

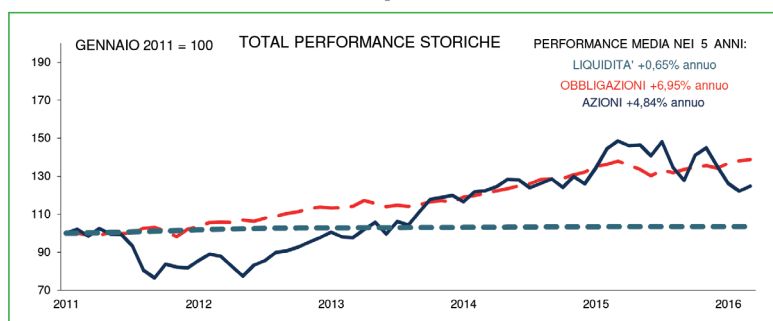
Le Banche centrali dei Paesi avanzati manterranno condizioni di liquidità eccezionalmente accomodanti e tassi di interesse vicini allo zero ancora per molto tempo, sebbene con andamenti che divengono gradualmente più divergenti. La BCE ha sorpreso con l'annuncio di nuove misure espansive, che renderanno ancora più negativi i tassi di interesse sull'euro. La Fed ha avviato la fase di rialzo dei tassi ufficiali con una mossa dello 0,25% a dicembre 2015, ma il passo della restrizione monetaria si conferma molto lento.

MERCATI

Monetario

Complice l'ulteriore calo dell'inflazione e le incertezze sul quadro economico, la Banca Centrale Europea ha ulteriormente ampliato lo stimolo monetario a marzo, alimentando un ulteriore calo dei rendimenti che restano negativi su tutte le principali scadenze. 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 gennaio 2011=100. L'indice rappresenta la performance lorda (comprese cedole o dividendi) di un investimento pari a 100 effettuato a gennaio 2011. Le performance annue sono medie riferite al periodo che va da marzo 2011 a marzo 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 in 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.

Obbligazionario Corporate

Il comparto delle obbligazioni Corporate ha beneficiato dell'inclusione della categoria non finanziaria ad alta qualità creditizia (Investment Grade) tra i titoli acquistabili sul mercato dalla BCE. Ne deriva una maggiore domanda in prospettiva, con performance attese positive e in parte già riflesse nei prezzi dopo l'annuncio BCE. Miglioriamo dunque il giudizio sul comparto, per il quale anche i titoli ad Alto Rendimento (High Yield) risultano favorevolmente influenzati.

Obbligazionario Emergenti

Il comparto delle obbligazioni dei Paesi emergenti riflette una maggiore fiducia nelle prospettive delle principali aree, alimentata dal supporto delle autorità di politica economica, dal recupero delle quotazioni delle materie prime in media e dal graduale miglioramento (o solo moderato peggioramento) delle condizioni economiche in prospettiva 2017 per alcuni Paesi chiave (Cina, India, Brasile o Russia). Si giustifica dunque un giudizio positivo sul comparto nel medio termine, sebbene la selettività resti una condizione essenziale.

Azionario

Le prospettive per le azioni sono positive, in un contesto di crescita economica moderata con Banche centrali accomodanti. Questa combinazione appare favorevole per le borse emergenti che risultano interessanti in termini valutativi e trovano beneficio da bassi tassi di interesse. Prospettive favorevoli per Europa e Giappone, posto che Euro e Yen smettano di rafforzarsi (come probabile). Per l'Europa, il tema Brexit e' motivo di attenzione e potrà generare volatilità. La borsa USA può ancora salire, ma rialzo dei tassi Fed e valutazioni un po' tirate sono motivo di freno.

Dati e previsioni economiche

	2016 STIME PRECEDENTI	2016 STIME CORRENTI	2017
EUROPA			
Crescita economica	1,6	1,5	1,6
Inflazione	1,0	0,2	1,4
Tasso di interesse *	-0,3	-0,5	-0,5
STATI UNITI			
Crescita economica	2,6	2,2	2,3
Inflazione	1,7	1,2	2,4
Tasso di interesse *	1,00-1,50	0,75-1,00	1,25-1,75
Tasso di cambio EUR/USD*	1,05-1,15	1,10-1,15	1,15-1,20

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

Dollaro in calo nei primi mesi del 2016 nell'aspettativa che la Federal Reserve proseguirà il rialzo dei tassi di più lentamente di quanto ipotizzato a dicembre. Un dollaro che interrompe il rafforzamento in atto da metà 2014 toglie pressione alle economie emergenti, ma un dollaro troppo debole potrebbe infastidire Europa e Giappone. Le Banche centrali punteranno probabilmente a mantenere stabili le valute principali, lasciando spazio di recupero a quelle emergenti.

Indebitamento

L'ampliamento della politica monetaria quantitativa (Quantitative Easing) della BCE ha alimentato un ulteriore calo dei tassi Euribor, oramai su livelli negativi su tutte le principali scadenze. I tassi BCE resteranno stabili e su livelli vicino allo zero o negativi per un lungo periodo di tempo. Restano su livelli minimi 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	2,6	1,3	4,4	Neutrale	Neutrale	0,3-1,1	Elevata disomogeneità nel comparto
Obbligazionario Germania	3,3	0,3	4,2	Negativo	Negativo	n.d.	Titoli tedeschi vulnerabili in un contesto di tassi USA in rialzo
Obbligazionario Italia	1,7	3,6	5,3	Neutrale	Neutrale	n.d.	Titoli italiani interessanti in un mercato che offre tassi ultra-compressi.
Obbligazionario Dollaro	2,8 (-0,7 in euro)	0,6 (9,1 in euro)	3,0 (5,7 in euro)	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	-0,2 - 0,7 (-2,3 - -1,4 in euro)	Titoli USA vulnerabili in un contesto di tassi Fed in rialzo
Obbligazionario corporate	2,1	-0,5	4,4	Neutrale	Moderatamente Positivo	0,4-0,8	Liquidità di supporto grazie agli interventi BCE
Obbligazionario Emergenti	1,5	0,8	5,5	Moderatamente Positivo	Positivo	0,4-1,7	Scenario favorevole in prospettiva, dopo le turbolenze
Azionario Europa	-8,3	5,4	4,1	Positivo	Positivo	2,4-5,4	Crescita economica in miglioramento; valutazioni corrette
Azionario Italia	-14,9	11,7	-0,3	Positivo	Positivo	2,6-6,5	Crescita economica in miglioramento; valutazioni interessanti
Azionario Stati Uniti	0,5 (-2,9 in euro)	1,0 (9,6 in euro)	11,4 (14,4 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,2-3,8 (-0,9-1,7 in euro)	Economia in crescita, rialzo frenato da attese sui tassi Fed
Azionario Giappone	-13,8 (-11,3 in euro)	7,8 (16,9 in euro)	7,9 (6,2 in euro)	Positivo	Positivo	2,2-6,6 (0,4 - 4,8 in euro)	Valutazioni corrette, rialzo subordinato al proseguimento del recupero macroeconomico
Azionario Emergenti	0,6 (-2,8 in euro)	-4,0 (4,0 in euro)	3,8 (6,5 in euro)	Moderatamente Positivo	Positivo	1,0-3,6 (-1,0-1,5 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 1,20 nel periodo di riferimento. Le previsioni sono aggiornati al 03.12.2015.

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 5.4.2016, se non diversamente indicato.

QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

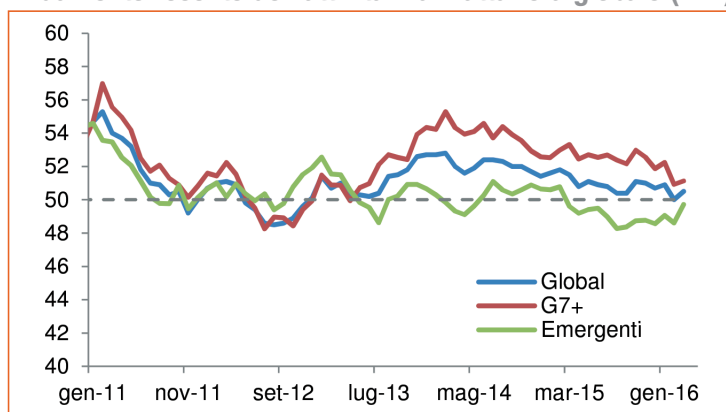
Le difficoltà dei Paesi emergenti persistono nel 2016

L'economia cinese si va stabilizzando, ma per ora non riaccelera. Inoltre, persistono situazioni recessive in diversi paesi emergenti che frenano la crescita globale del PIL e del commercio internazionale, anche se destinati a migliorare nel 2017. I dati di inizio anno sono stati deludenti anche nei Paesi avanzati, dando segni di miglioramento soltanto a partire dalla metà di febbraio. La debolezza dei prezzi delle materie prime energetiche ha portato a nuove revisioni al ribasso delle stime di inflazione. Nonostante le condizioni di guerra o di elevata instabilità che caratterizzano diverse aree produttive, la produzione di petrolio rimane abbondante rispetto alla domanda; soltanto nel corso del prossimo anno la ripresa economica e il calo della produzione americana potrebbero gradualmente ribilanciare il mercato del petrolio, ma l'eccesso di offerta non si annullerà che nel 2017.

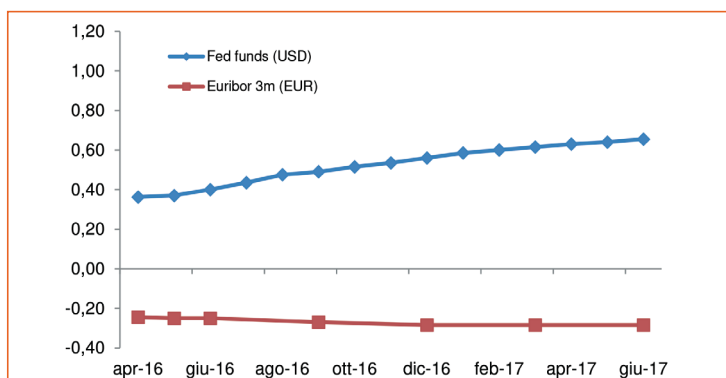
Stati Uniti

La Federal Reserve ha rotto gli indugi sui tassi ufficiali, effettuando un primo rialzo dello 0,25% dei tassi ufficiali alla riunione

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.

ne di dicembre 2015. L'obiettivo sui fed funds è così salito a 0,25-0,50%. Allo stesso tempo, però, ha continuato a rassicurare i mercati prospettando una restrizione molto 'dolce' della politica monetaria nel corso del 2016. Malgrado il taglio delle stime di crescita rispetto a dicembre, la valutazione della ripresa resta positiva, con uno scenario centrale di crescita moderatamente 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. I maggiori rischi per il 2016 provengono dall'economia e dai mercati globali, che frenano l'export e spiegano in larga misura la grande cautela con la quale la Banca centrale sta normalizzando la politica monetaria.

Eurozona

L'economia dell'Eurozona ha continuato a crescere a un ritmo stabile nel corso del 2015. La crescita tendenziale è gradualmente salita all'1,6%, malgrado il contesto internazionale meno favorevole del previsto: alla fine, la ripresa della domanda interna ha compensato la minor vivacità di quella estera. Tale stato di cose sta caratterizzando anche la prima parte del 2016: le previsioni di crescita del PIL sono perciò quasi invariate all'1,5% e all'1,6% rispettivamente nel 2016 e nel 2017.

Il nuovo calo del prezzo del petrolio ha portato a nuovi drastici tagli delle stime 2016 di inflazione: a motivo della netta flessione dei prezzi energetici a inizio anno, è probabile che anche nel 2016 l'inflazione rimanga vicina allo zero, riavvicinandosi all'1% soltanto a fine anno.

Come reazione alla nuova revisione delle stime di inflazione, la BCE ha annunciato a marzo nuove misure di allentamento: il tasso sui depositi è stato ridotto da -0,3% a -0,4%, il programma di acquisto di titoli (cosiddetto APP) è stato allargato ai corporate bonds e sono state annunciate operazioni di rifinanziamento a quattro anni a tassi potenzialmente negativi. In questo modo, la BCE spingerà su livelli ancora più negativi i tassi di interesse a breve e medio termine, accentuando la divergenza rispetto a tassi di interesse sul dollaro in aumento. Non si possono escludere nuove misure di allentamento nel corso dell'anno.

Giappone

Per vicinanza geografica e intensità dei legami commerciali, il Giappone è fra i paesi avanzati più esposti al rallentamento della Cina, e il suo settore manifatturiero ne ha risentito. Nel complesso, la crescita sarà modesta quest'anno (0,5%) e forse un po' più robusta nel 2016 (0,8%). La Banca del Giappone ha confermato la continuazione dell'aggressivo programma di acquisto di titoli, che potrebbe in futuro anche essere ulteriormente potenziato, e recentemente ha anche portato a livelli negativi i tassi ufficiali.

I MERCATI AZIONARI E OBBLIGAZIONARI

Dopo un avvio d'anno turbolento, i mercati traggono sostegno dalla crescita mondiale e dall'azione delle banche centrali

Nonostante il rallentamento delle economie emergenti, la crescita mondiale si potrà confermare buona anche quest'anno e vicina al 3%. La minore crescita della Cina è attesa di entità non traumatica, mentre un modesto recupero dell'attività economica nel 2017 è atteso anche per Paesi colpiti fortemente dalla recessione, come il Brasile e la Russia. In tale contesto l'avvio d'anno delle borse è stato al ribasso, complici i timori sulle condizioni economiche di Cina e Stati Uniti, il calo della quotazione del petrolio e i timori sul sistema bancario in un contesto di tassi negativi. Il recupero dalla fine del primo trimestre appare destinato a proseguire, pur in un contesto di volatilità elevata, sulla scia della conferma di una buona crescita economica mondiale e del supporto 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. 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, nonostante gli attesi rialzi dei tassi d'interesse da parte della Fed negli Stati Uniti.

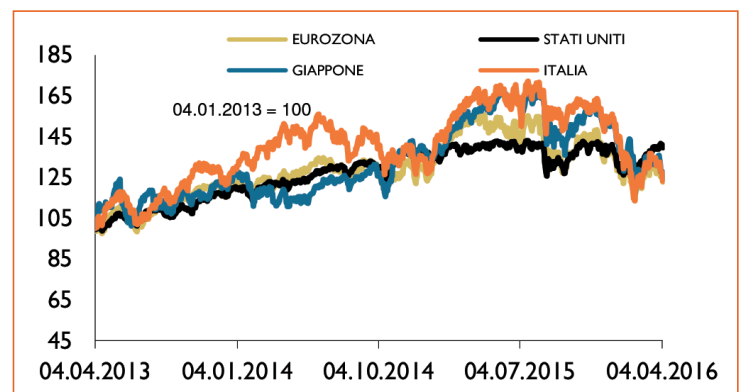
Azioni

Primo trimestre molto volatile per le borse: gennaio negativo seguito da un rapido recupero. Per l'indice MSCI World, rappresentativo delle azioni mondiali, il saldo è pari a -2%, che include i dividendi pagati (dati al 1° aprile). Un risultato che combina +2% per la borsa USA e quelle emergenti, con -8% per l'Europa e -15% per il Giappone. Le prospettive per le azioni sono ancora positive, in un contesto di crescita economica moderata con banche centrali accomodanti. Questa combinazione appare favorevole per le borse emergenti che risultano interessanti in termini valutativi e trovano beneficio da bassi tassi di interesse. Prospettive favorevoli per Europa e Giappone, posto che Euro e Yen smettano di rafforzarsi (come probabile). Per l'Europa, il tema Brexit e' motivo di attenzione e potrà generare volatilità. La borsa USA può ancora salire, ma rialzo dei tassi Fed e valutazioni un po' tirate sono motivo di freno.

Obbligazioni Governative

Inizio d'anno molto positivo per i mercati obbligazionari di USA e Germania supportati prima dai timori per la tenuta della crescita globale, poi dall'atteggiamento accomodante delle Banche centrali. Positivo anche il saldo per i titoli italiani, grazie alle nuove misure espansive decise dalla BCE (tasso decennale sceso da 1.6% a 1.25% circa a fine trimestre). Ai livelli di fine marzo (1.8% per il 10 anni USA e 0,15% per quello tedesco, 1,25% l'italiano) i tassi obbligazionari 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 in 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

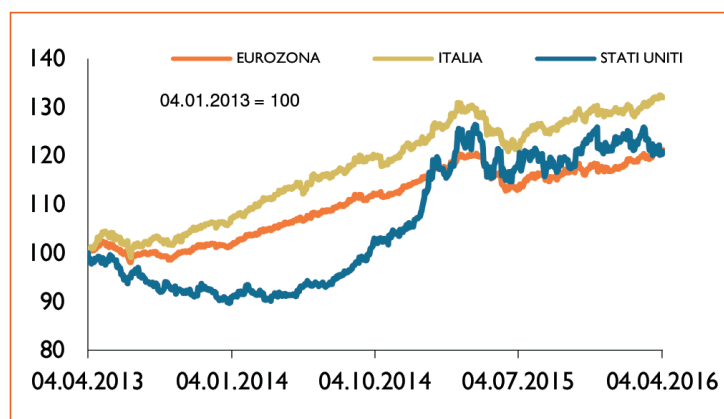
Obbligazioni Corporate ed Emergenti

Il comparto non governativo in euro si avvantaggia dell'azione espansiva della BCE e meno restrittiva delle attese da parte della Fed. Le obbligazioni Corporate Investment Grade stanno già esprimendo performance molto positive da inizio anno, scontando in parte anche l'azione della BCE che acquisterà titoli Corporate non finanziari. Il sentiment favorevole contagia anche il comparto ad Alto Rendimento (High Yield) che vede i titoli sostenuti da una maggiore propensione al rischio, dettata anche dall'azione di sostegno delle principali Banche centrali. Anche le obbligazioni di Paesi Emergenti sono a questo punto avvantaggiate dal maggiore supporto monetario e dall'atteso recupero (o di contenuto rallentamento) in prospettiva 2017 da parte delle economie emergenti di maggior rilievo come Cina, India, Brasile e Russia. Per entrambi i comparti resta in ogni caso cruciale la selettività.

Valute

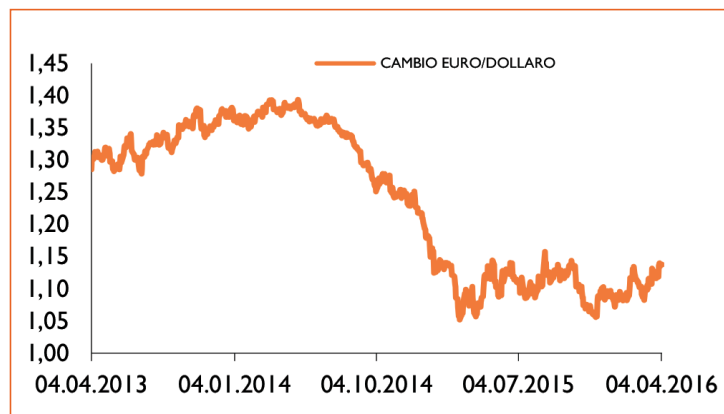
Dollaro in calo nei primi mesi del 2016 nell'aspettativa che la Federal Reserve proseguirà il rialzo dei tassi più lentamente di quanto aveva ipotizzato a dicembre. Un dollaro che interrompe il rafforzamento in atto da metà 2014 è una buona notizia per il contesto generale, perché toglie pressione alle economie emergenti, ma un dollaro troppo debole può infastidire Europa e Giappone. Le Banche centrali punteranno a mantenere sostanzialmente stabili tra loro le valute principali (USD, EUR, YEN) lasciando spazio di apprezzamento a quelle emergenti.

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	19 (19)	11 (13)	6 (6)	
Titoli di Stato Euro	12 (15)	15 (16)	4 (4)	
Obbligazioni Dollaro	0 (0)	0 (0)	0 (0)	
Obbligazioni Yen	0 (0)	0 (0)	0 (0)	
Obbligazioni Paesi Emergenti	5 (2)	8 (5)	6 (5)	
Obbligazioni Corporate UEM	36 (38)	8 (7)	0 (2)	
Obbligazioni Alto Rendimento	9 (7)	7 (6)	3 (2)	
TOTALE OBBLIGAZIONI	62 (62)	38 (35)	13 (13)	
Azioni Italia	6 (6)	16 (15)	24 (23)	29 (36)
Azioni Europa	6 (6)	15 (14)	24 (23)	30 (23)
Azioni America	4 (4)	7 (9)	11 (14)	16 (15)
Azioni Giappone	3 (3)	8 (6)	13 (9)	16 (16)
Azioni Pacifico escluso Giappone	0 (0)	2 (3)	3 (5)	3 (3)
Azioni Economie Emergenti	0 (0)	3 (4)	6 (7)	6 (7)
TOTALE AZIONI	19 (19)	51 (51)	81 (81)	100 (100)
ESPOSIZIONE DOLLARO (%)	4 (4)	12 (16)	20 (26)	25 (25)
ESPOSIZIONE STERLINA (%)	2 (2)	5 (4)	8 (7)	10 (7)
ESPOSIZIONE YEN (%)	3 (3)	8 (6)	13 (9)	16 (16)
RISCHIO (R)	4 (4)	8 (8)	13 (12)	16 (16)

Dati in percentuale. In parentesi l'allocazione di portafoglio precedente. Aggiornamento del 3.12.2015.

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 11.12.2015.

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

 CASSE DI RISPARMIO
DELL'UMBRIA

 CASSA DI RISPARMIO
DEL FRIULI VENEZIA GIULIA

 CASSA DEI RISPARMI
DI FORLÌ E DELLA ROMAGNA

 CASSA DI RISPARMIO
DI PISTOIA E DELLA LUCCHESIA

INTESA  SANPAOLO

www.intesasanpaolo.com