

BOLLETTINO DI ASSET ALLOCATION

Marzo 2008

MODELLO STOCK-BOND

L'evidente deterioramento della congiuntura macro statunitense impone ai mercati la riflessione su cause ed entità

SECTOR ROTATION MODEL

Riduzione tattica di materie prime ed energia. Incrementato il già cospicuo sovrappeso di consumi stabili

MODELLO INTEREST RATE T.S.

La crescita nelle aspettative d'inflazione favorisce nuovamente le posizioni di *carry*

MARZO 2008

Modello Stock-Bond*

LA FRAGILITA' DEL CONTESTO MACRO CORRENTE È ACCENTUATA DALL' INNALZAMENTO (STABILE E PERDURANTE NEL MEDIO TERMINE) DEL PREMIO AL RISCHIO

Sorprendente peggioramento nei fondamentali macroeconomici statunitensi, in un contesto in cui solo la domanda esterna sembra fornire un effettivo, ancorché insufficiente, contributo alla crescita del prodotto interno. I consumi non solo risentano già del dimezzamento nella crescita corrente dei redditi reali (indotta sia dalla decelerazione nei salari nominali che da un più elevato e stabile tasso di inflazione), bensì paiono chiaramente manifestare la presenza di un concreto effetto ricchezza dagli assets immobiliari/creditizi. Da ciò principalmente, il forte calo negli indicatori di fiducia dei consumatori, facilitato naturalmente da un inatteso peggioramento delle condizioni sul mercato del lavoro. Le imprese (non finanziarie), infatti, nonostante i buoni margini di profitto e la relativa solidità dei bilanci (in aggregato) dimostrano di attendersi una domanda interna in calo, con scorte che già evidenziano ciò. L'incidenza del continuo rincaro delle materie prime - che del resto sta ormai riflettendo le condizioni di scarsità (contingenti per le agricole e attese per le petrolifere) piuttosto che di domanda - si mostra particolarmente insidiosa sui consumi ora che l'effetto cumulato sul paniere di consumo è circa sestuplicato in pochi anni.

Nonostante il governo USA abbia prontamente palesato la necessità di un intervento di agevolazioni fiscali, mai come in queste circostanze è la banca centrale il vero fulcro della politica economica anti-crisi/credito. Dopo aver ampliato i cordoni della liquidità, la Fed ha via via rilassato il rating creditizio del collaterale accettato per le operazioni di rifinanziamento, per finire nell'esortare il comparto bancario dei lender di mutui a ricontrattare quelli incagliati. La consapevolezza della crucialità del garantire il funzionamento dei mercati e del corretto invio dei segnali di prezzo è, secondo noi, senza precedenti. Infine, per ciò che attiene le mosse di intervento sulla domanda aggregata sembra anche qui chiara

la scelta: l'inflazione è ora un fenomeno globale, le aspettative nell'economia rimangono ancorate e garantiscono la stabilità monetaria di lungo, un po' di inflazione nel breve aiuta l'aggiustamento macro necessario (e i debitori in particolare). Tollerabili sembrano anche essere percepiti gli effetti negativi sulla capacità di *funding* esterno dell'economia USA, deteriorati dal cumulativo effetto di indebolimento del Dollaro.

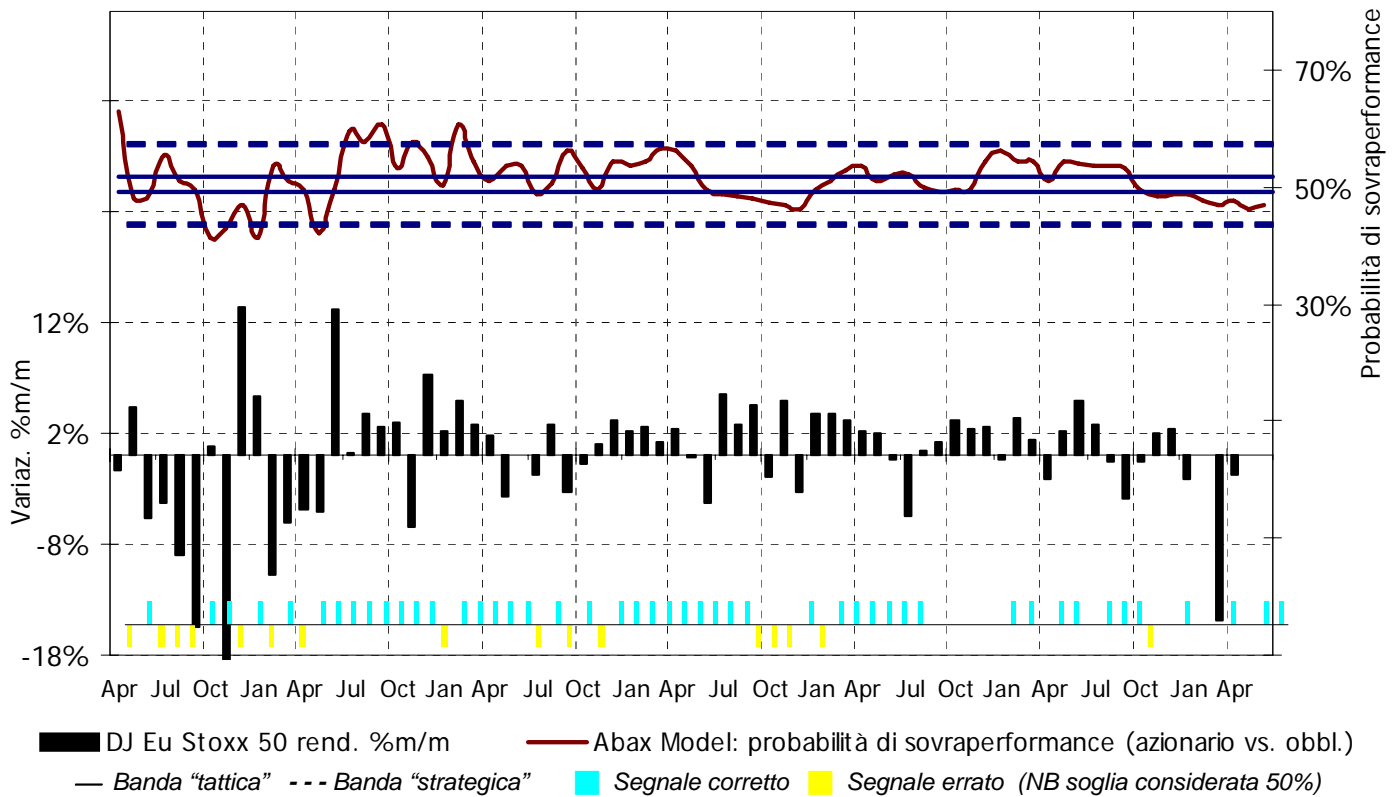
I mercati hanno incorporato tale situazione dapprima scontando una consistente parte di incertezza, e successivamente un vero e proprio incrinamento del normale corso espansivo macroeconomico. Sul dollaro infatti, i tassi reali ex-ante sul front-end della curva fino ai 6/7 anni sono essenzialmente a zero e gli swap spreads, stabilmente al di sopra di 100 bp, sembrano dare la misura dello "smaltimento" macro atteso dai mercati di questa crisi del credito. L'equity, dopo due trimestri di svalutazioni bancarie che hanno visto eliminare redditività per più di 12 mesi sembra quotare gli *earning* 2008 attesi dagli analisti con uno sconto di almeno il 10-15% (PE'08 ora 13.4). Il cristallizzarsi dell'incertezza continua a richiedere un premio atteso molto/troppo elevato. Persistiamo nel rimanere prudenti nel breve.



* Stima del premio implicito richiesto dai mercati per un rischio di volatilità del 20%

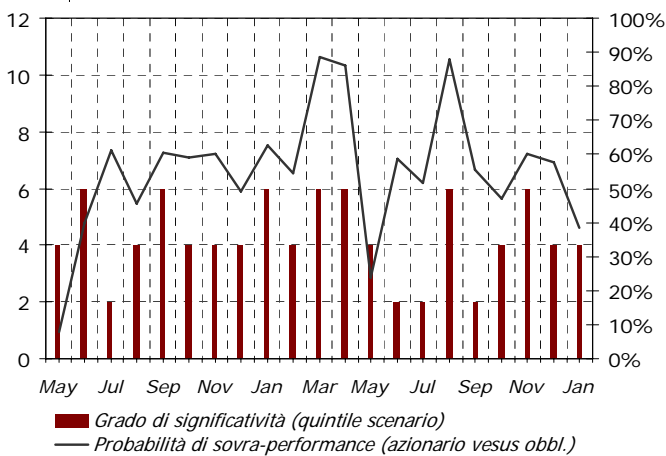
* Il Modello Abax Stock-Bond è un modello a supporto della decisione di l'Asset Allocation tattica fra bond governativi (indice Gov Emu. Thomson Financial Ds) e azionario mercati sviluppati (indici S&P 500 e DJ Euro Stoxx 50). Nel presente documento, se non altrimenti specificato, per le due classi di attività si fa riferimento ai summenzionati indici. La descrizione del modello è riportata in appendice.

2 MODELLO ABAX STOCK-BOND – INDICATORE TATTICO COMPLESSIVO

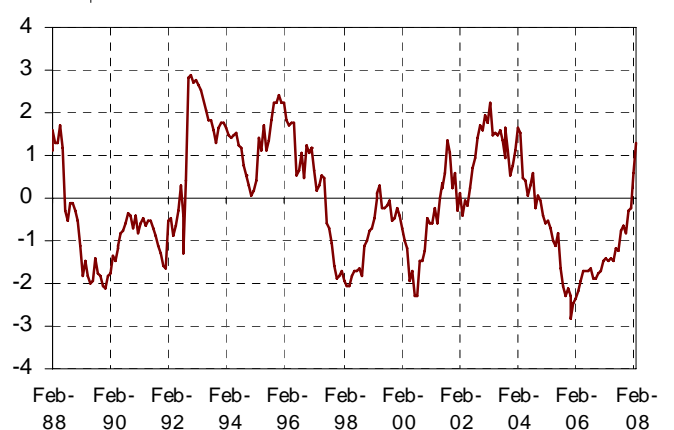


* Il segnale fornito dal modello è da considerarsi una misura di probabilità. All'interno della banda "tattica" (50-53%) il segnale è non informativo (numero di segnali corretti = numero di segnali errati). All'interno di quella "strategica" (48-57,5%) il tasso di segnali corretti va da 50% a 70%. Per i dettagli si veda l'appendice.

3 FATTORE - VOLATILITÀ CONDIZIONALE



4 ANDAMENTO STORICO FATTORE YIELD CURVE

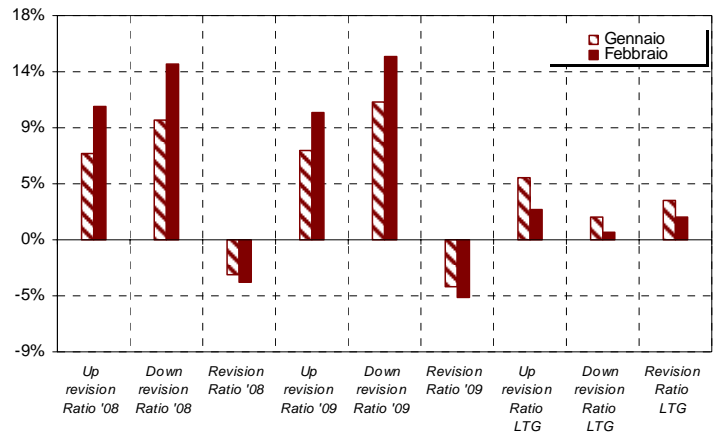


Le barre al fondo indicano il grado di significatività del fattore in quel preciso scenario dei cinque considerati. La scala di riferimento di sinistra è puramente convenzionale e da intendersi nel senso di: 2=poco o quasi non significativo, 4=mediamente significativo, 6=molto significativo (per i dettagli si veda "gli scenari in cui i fattori sono considerati" in appendice).

5

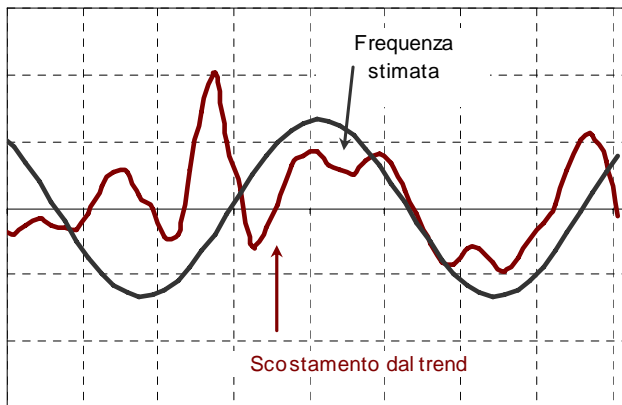
FUNDAMENTAL ANALYST'S REVISION RATIOS*

	Fisc. Year '07		Fisc. Year '08		Long Term	
	GEN	FEB	GEN	FEB	GEN	FEB
Up Rev. Ratio	6.9	10.7	7.2	10.2	5.0	2.5
Dn Rev. Ratio	9.7	14.1	11.0	14.8	1.9	0.6
Rev. Ratio	-2.8	-3.3	-3.8	-4.6	3.1	1.9



6

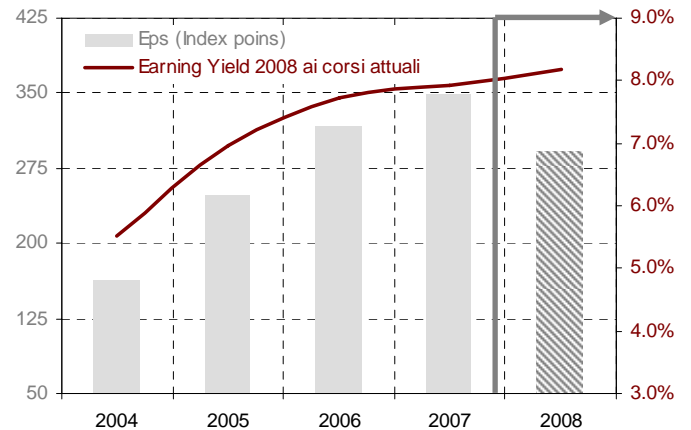
EUROSTOXX 50 – "CICLO DEGLI UTILI"



Feb-04 Aug-04 Feb-05 Aug-05 Feb-06 Aug-06 Feb-07 Aug-07 Feb-08

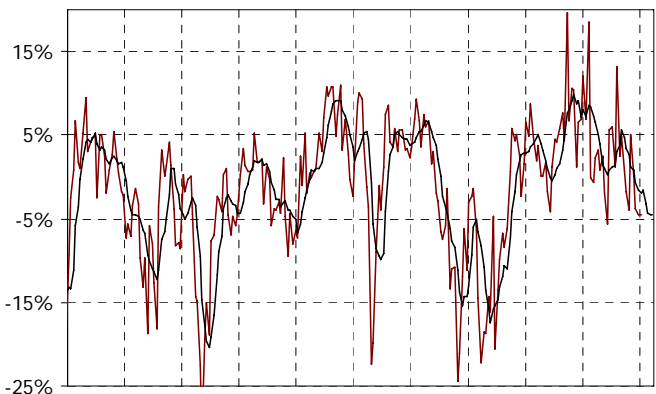
7

EUROSTOXX 50 – EPS, EARNING YIELD



8

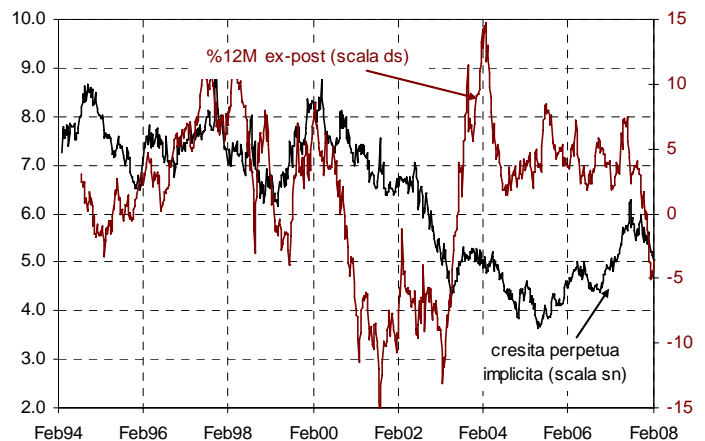
EUROSTOXX 50 – EPS A 18 MESI REVISION RATIO



Mar-88 Mar-90 Mar-92 Mar-94 Mar-96 Mar-98 Mar-00 Mar-02 Mar-04 Mar-06 Mar-08

9

EUROSTOXX 50 - CRESCITA DIVIDENDI EX-POST ED IMPLICITA



* Il Revision Ratio rappresenta la percentuale di revisioni al rialzo (UP) meno quella a ribasso (Down(Dn) nelle stime I/B/E/S sugli utili societari attesi delle constituents dell'indice DJ Euro Stoxx 50 (50 blue chips dell'area Euro). NB LTG indica le stime di crescita di lungo periodo.

MACROECONOMIC ASSUMPTION PARAMETERS

SHORT-RUN

Debt to Equity Ratio	0.55
Pay-out Ratio (attuale)	0.38
Buy-back Ratio	8.1%

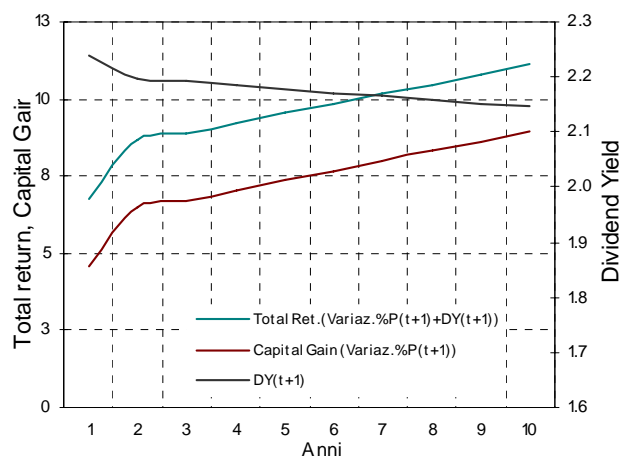
Actual Observerd DY	2.20
Adjusted DY	2.38

LONG-RUN

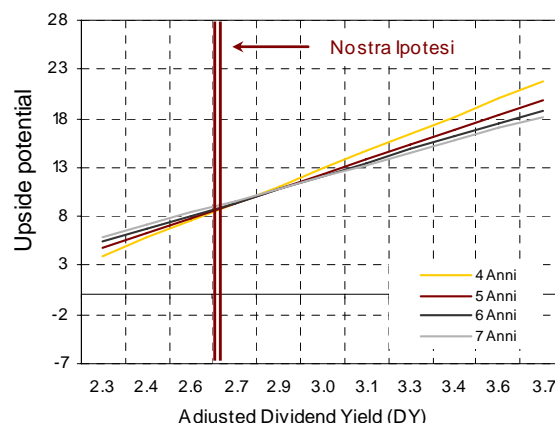
Economic Growth	2.60
Nominal Int. Rate	4.60
Real Risk F. Rate	2.20
Risk Premium	3.75
Debt to Equity Ratio	0.34
Inflation	2.80
Equity Tot. Nominal Ret.	8.75
Equity Tot. Real Ret.	5.95
Nominal Earning G.	6.28
Real Earning Growth	3.48
Long Run Equilib. DY	2.32

Il grafico riporta il rendimento complessivo (Dividendo+Capital Gain) del mercato azionario nei prossimi 12 mesi nell'ipotesi che lo stesso si aggiusti verso il proprio equilibrio sostenibile di lungo periodo (LP, definito dalle le assunzioni sui parametri di breve e di lungo a fianco nonché dalle nostre proiezioni di crescita dell'economia USA) in vari anni (da 1(il prossimo) a 10). Il massimo di un decennio è essenzialmente determinato da avidenza empirica.

UPSIDE POTENZIALE A 12 MESI DEL MKT AZIONARIO E TEMPI DI AGGIUSTAMENTO VERSO L'EQUILIBRIO DI LUNGO PERIODO



UPSIDE POTENZIALE A 12 MESI DEL MKT AZIONARIO - TEMPI DI AGGIUSTAMENTO VERSO IL LP. E ASSUNZIONI DI BUY BACK R.



La figura riporta la potenziale variazione nei prossimi 12 mesi del mercato azionario per differenti assunzioni di del Buy-back ratio corrente (inosservabile), ossia del Dividend Yield(DY) aggiustato (DY effettivo di un'intera economia=Monte div/Valore di mkt delle imprese+monte buy-back aggregato/Valore di mkt delle imprese), e per diverse ipotesi quanto ai tempi di aggiustamento del del mercato verso il valore di equilibrio di lungo periodo (per noi più plausibile un range tra 4 e 7 anni), date le nostre assunzioni macro. La nostra ipotesi è formulata in riferimento al valore effettivo - ed inosservabile - del dividend yield (in quanto risulta di difficile stima l'effettivo impatto indotto sui corsi di mercato dai buy-back effettuati nel periodo (DY "improprio").

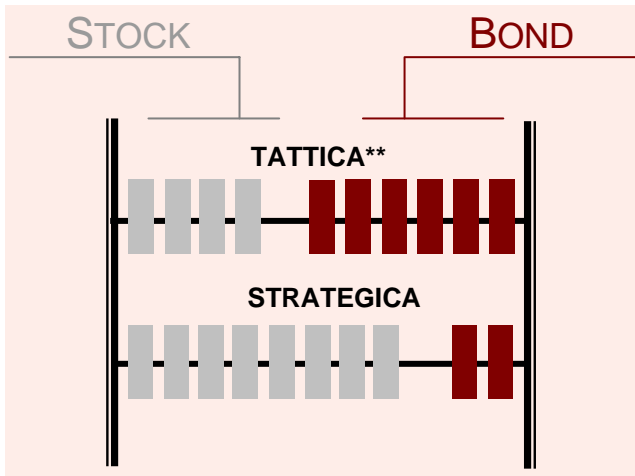
MACROECONOMIC PROJECTION

	GDP	Inflation	Earning G.	Pay-out R.	Dividend G.	Capital Gain**	DY**
2008	1.1	2.4	0.0	0.39	2.0	4.5	2.24
2009	2.0	2.3	7.5	0.39	8.0	6.5	2.20
2010	2.4	2.2	5.9	0.40	6.4	6.7	2.19
2011	2.6	2.2	6.2	0.40	6.7	7.1	2.18
2012	2.6	2.2	6.2	0.41	6.7	7.4	2.18
2013	2.6	2.2	6.2	0.41	6.7	7.7	2.17
2014	2.6	2.2	6.2	0.42	6.7	8.0	2.17
2015	2.6	2.2	6.2	0.42	6.7	8.3	2.16
2016	2.6	2.2	6.2	0.43	6.7	8.6	2.15
2017	2.6	2.2	6.2	0.43	6.7	9.0	2.15
2018	2.6	2.2	6.2	0.44	6.7	9.3	2.14

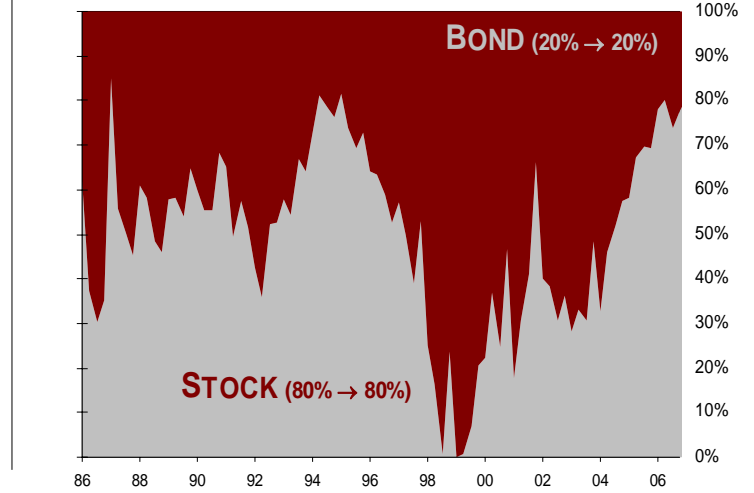
**Si riferisce al grafico in alto e rappresenta il potenziale C. Gain nei prossimi 12 mesi nell'ipotesi che il mercato si aggiusti al proprio valore di equilibrio di lungo periodo nell'anno di riferimento (il range che noi suggeriamo è tra i 4 e i 7 anni (fascia 2010-2013)).

Nota. L'intento di questa analisi è la valutazione da un punto di vista "Top-Down" (macro) di equilibrio del livello espresso dei mercati azionari nel mero senso di sostenibilità di lungo periodo (LP), compatibilmente con le nostre previsioni macroeconomiche. Come mercato ci si fa riferimento al paniere rappresentato dall'indice USA S&P 500 – assunto come rappresentativo e trainante del mercato globale – il cui livello è espresso dal Dividend Yield (DY) corrente. I parametri di LP definiscono implicitamente il DY di equilibrio di LP, quindi l'analisi di convergenza in un tempo massimo di 10 anni dell'attuale verso quello di LP è fatta considerando la crescita degli utili compatibilmente a quella del GDP e dell'inflazione attesi, dato un andamento del Pay-out R. Elemento cruciale è l'aggiustamento del DY per la presenza di buy back (al fine di considerare il reale DY per l'economia nel suo complesso). I capital gain ottenuti sono tutti da intendersi come potenziali nei prossimi 12 mesi compatibilmente con l'aggiustamento del mercato verso il proprio livello di equilibrio sostenibile nel LP.

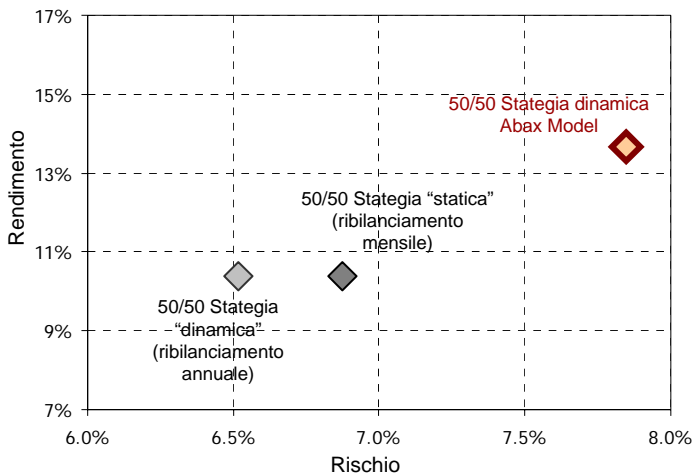
ALLOCAZIONE STOCK-BOND AREA EURO*



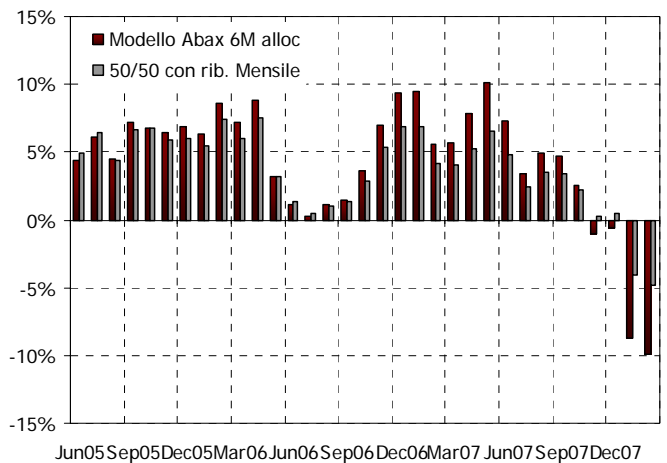
ALLOCAZIONE STRATEGICA (6M) PRESENTE E PASSATA



MODELLO STRATEGICO: VALUTAZIONE PERFORMANCE STORICA



ALLOCAZIONE STRATEGICA vs 50/50: 6M



* Le indicazioni figurative fornite sono da intendersi esclusivamente nel senso di: neutrale, poco/molto positivo/negativo e non dalle proporzioni dell'immagine. Ciò in quanto il Modello Abax Stock-Bond, per la sua stessa natura di "tatticità", non considera in alcun modo (se non solo nei risultati del back-test) la rischiosità della decisione di portafoglio.

** Nel presente documento per tattica s'intende una decisione di portafoglio con orizzonte strettamente mensile (corrispondente a quella del Modello Abax-Stock Bond) che prescinde da valutazioni di rischio e pertanto definita unicamente nei termini della direzione (negativo/neutrale/positivo). Per strategica invece è da intendersi una posizione con un'ottica di medio periodo (almeno 6/8 mesi) e pertanto attinente al grado sovra/sottovalutazione relativa delle asset class considerate rispetto al loro valore medio di equilibrio di lungo periodo.

MARZO 2008

Sector Rotation Model*

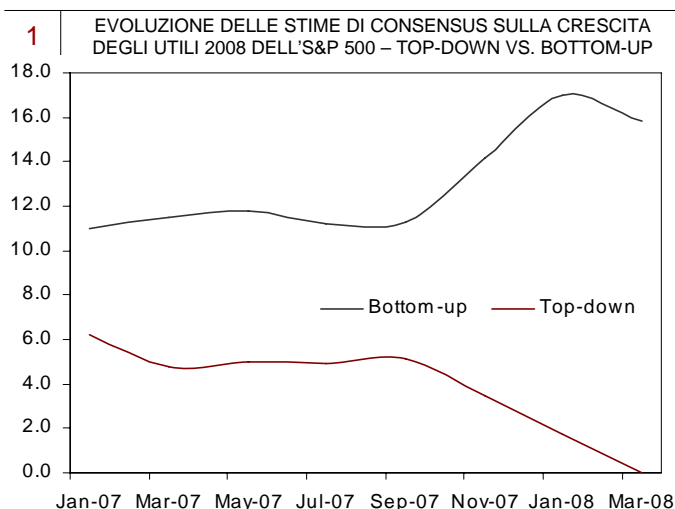
RIDUZIONE TATTICA DI MATERIE PRIME ED ENERGIA. INCREMENTATO IL GIA' COSPICUO SOVRAPPESO DI CONSUMI STABILI

Come è in generale in tutte le fasi economiche critiche e a maggior ragione in questa, che ha cause strettamente endogene, è determinante che non vengano compromessi i segnali di incentivo dei mercati e quindi la velocità con cui il sistema economico è in grado di inglobare produttività e quindi crescere rapidamente. Tali fluttuazioni nella produttività si manifestano in modo normale a livello di profittabilità settoriali, mentre a livello aggregato ciò risulta più stabile e meno percepibile, anche se più critico.

Il continuo ridursi del costo del lavoro per unità di prodotto e ha in un primo momento generato sovra profitti dal 2003 al 2007, in cui il tasso di crescita degli utili ha ampiamente superato quello aggregato di crescita, trainandolo appunto. Questo sembra comunemente spiegare il noto effetto di sovrastima dei profitti da parte degli analisti fondamentali (*bottom-up*) anche se a nostro avviso però, non può spiegare l'attuale divergenza tra le stime fondamentali e quelle macro (*top-down*, fig. 1). Tale situazione sembra invece dovuta sì da un lato con ad un relativo ottimismo da parte degli analisti, soprattutto per ciò che riguarda le svalutazioni bancarie statunitensi (ed europee) attese stabilizzarsi nei prossimi mesi e soprattutto terminare il loro gravame sul finire del 2008 – ma al contempo però è anche probabile un eccessivo pessimismo da parte delle stime *top-down*, verosimilmente affette in modo eccessivo dalla crisi del credito e dall'incertezza presente sull'intero sistema bancario. Tuttavia è già da ora prevedibile che le stime dai fondamentali verranno ridotte nel breve, visto

il numero delle revisioni in forte accelerazione – nonostante l'entità delle stesse ancora contenuta. In ogni modo anche da questo punto di vista emerge la presenza di una forte incertezza nel sistema economico e nelle decisioni degli operatori, che deve a nostro avviso essere tenuto in conto con particolare cautela.

Anche se emergono dinamiche abbastanza divergenti a livello di singoli titoli, la **nostra allocazione settoriale continua a risentire della suddetta prudenza**, per la quale incrementiamo l'esposizione di consumi stabili, sovrappesando lievemente anche quelli discrezionali. Riduciamo tatticamente l'esposizione nell'energia, nelle materie prime e nel comparto industriale per ragioni di tracking.



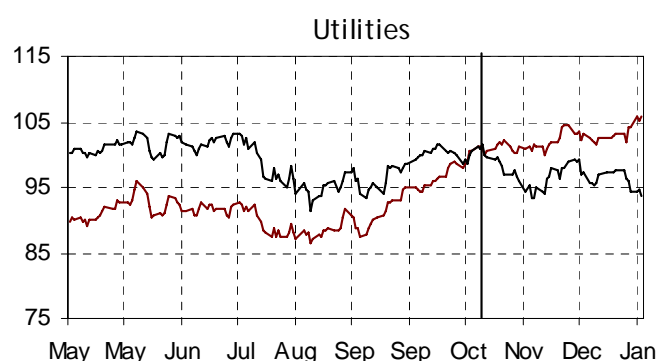
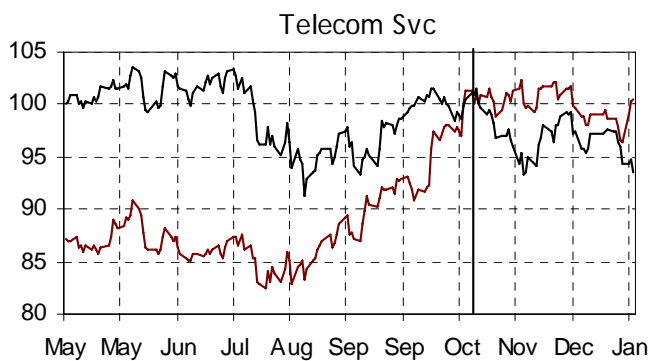
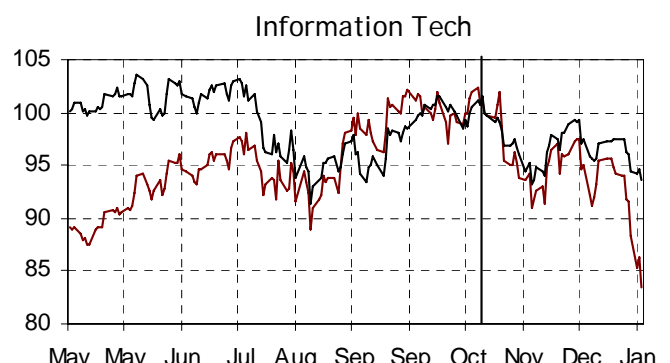
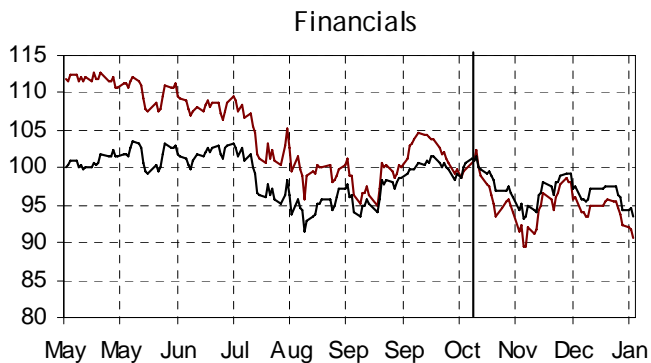
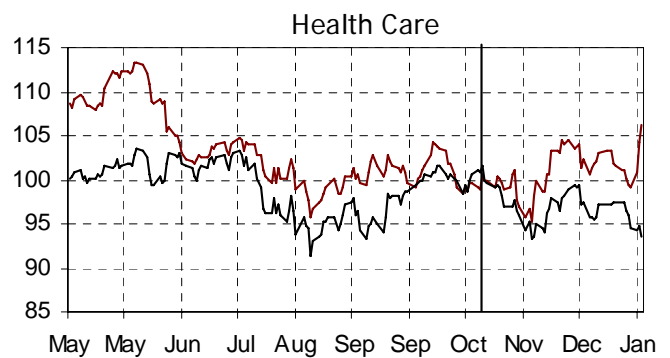
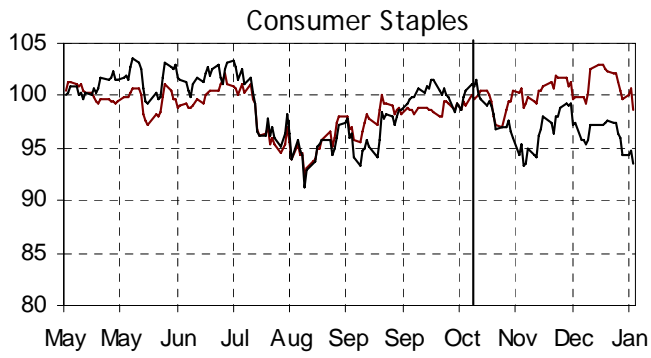
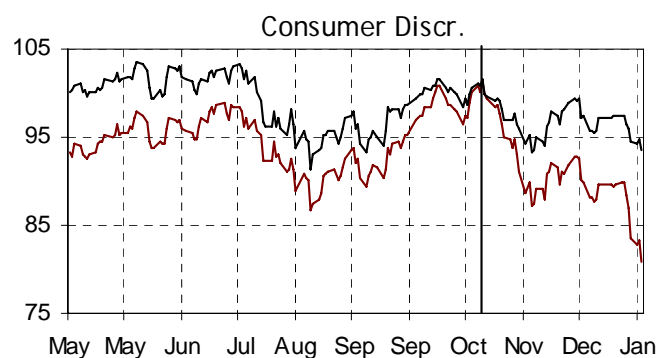
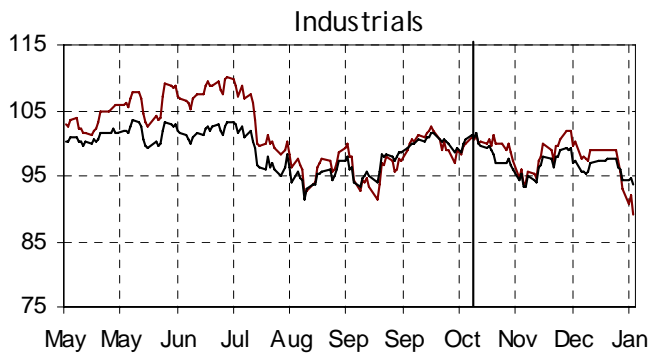
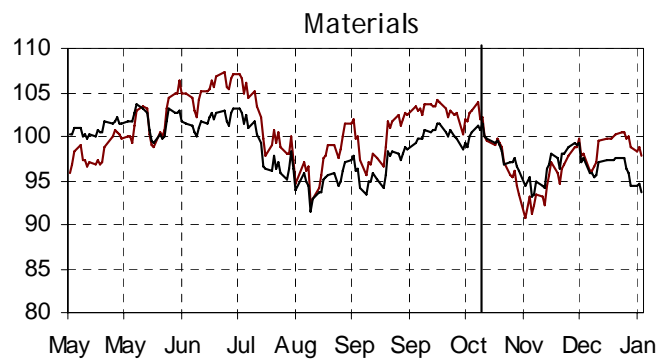
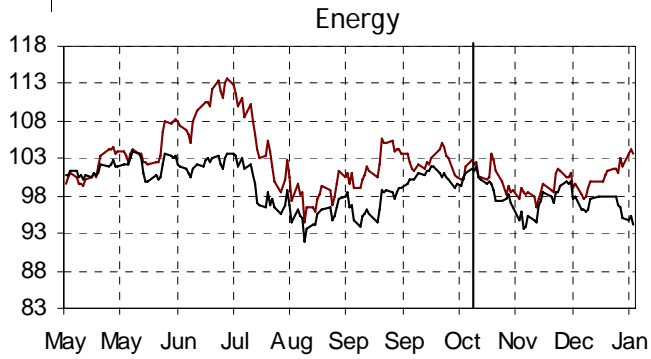
* Il Modello Abax Sector-Rotation è un framework quantitativo per la gestione attiva dell'esposizione dinamica settoriale di un portafoglio azionario che investe in area Euro (indice di riferimento MSCI Emu e la classificazione settoriale è il 1° livello della Global Industrial Classification Standard (GICS)). Il modello combina la duplice informazione dell'aggiustamento di medio termine del singolo settore verso una composizione settoriale del mercato di equilibrio di lungo periodo (prettamente di natura macroeconomica) con l'informazione quanto ai criteri di selezione dei settori che sembrano al momento prevalere sul mercato (squisitamente contestuale e statisticamente da "misurarsi" unicamente in modo non parametrico).

2

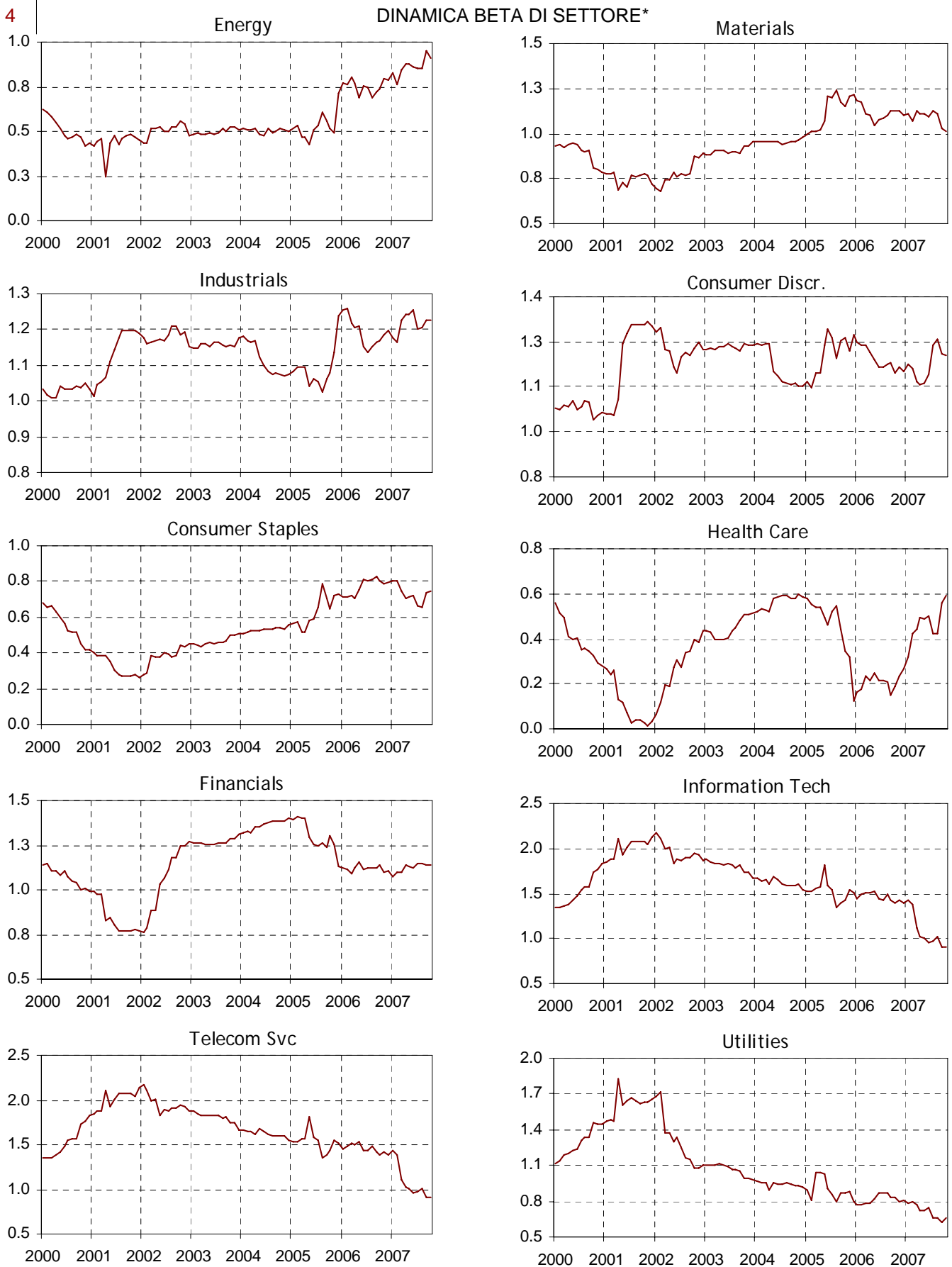
RECENTI DINAMICHE SETTORIALI

Sector	wgt	Performance		Fundamentals (Current)				I/B/E/S (Current)			
		Last Month	Last Year	B/P	D/P	E/P	ROE	Analyst Rev.	EPS Growth	Exp. E/P	LT Growth
Energy	7.1	-0.81	3.09	2.54	3.46	10.85	23.46	8.40	10.85	9.88	6.06
Oil, Gas & Consumable Fuels	6.7	-3.66	-3.49	1.91	4.05	12.20	23.35	10.50	12.20	11.97	3.20
Materials	5.5	-2.29	-4.44	1.84	2.99	3.65	17.62	3.50	3.65	8.32	14.13
Chemicals	3.5	-3.36	4.73	2.13	2.44	4.59	18.97	5.00	4.59	6.99	10.29
Construction Materials	1.2	-1.83	-9.97	1.72	2.81	11.66	16.97	12.00	11.66	11.08	13.13
Metals & Mining	0.5	5.68	-2.57	1.78	3.64	10.75	22.68	3.00	10.75	11.85	6.50
Paper & Forest Products	0.2	-6.26	-35.59	0.85	5.57	0.77	7.79	-29.00	0.77	7.59	44.00
Industrials	8.6	-3.21	-9.27	2.73	2.91	7.90	23.86	-7.65	7.90	7.96	13.24
Aerospace & Defense	0.6	-3.60	-19.39	1.29	1.25	15.70	10.55	-2.00	15.70	8.01	9.75
Air Freight & Logistics	0.9	-9.53	-19.92	3.41	3.44	6.78	33.96	-30.00	6.78	9.46	15.92
Airlines	0.2	-4.10	-24.59	1.02	4.60	NA	17.93	-12.00	NA	13.52	11.00
Building Products	0.5	-2.83	-28.87	1.25	3.44	7.55	12.52	0.00	7.55	11.66	8.96
Construction & Engineering	1.2	-3.12	-9.69	2.51	3.32	8.35	33.30	-2.00	8.35	8.08	11.22
Electrical Equipment	1.1	0.45	19.29	6.24	2.24	4.81	18.89	2.50	4.81	5.88	20.94
Industrial Conglomerates	2.8	-8.00	-4.94	1.65	2.20	8.50	16.36	-1.00	8.50	7.27	18.43
Machinery	0.6	8.80	-1.97	3.04	3.57	10.59	39.69	-17.50	10.59	10.43	10.88
Transportation Infrastructure	0.7	-7.28	-10.60	2.68	3.01	5.86	18.18	-8.00	5.86	5.96	9.85
Consumer Discretionary	11.7	-7.90	-15.35	2.19	2.83	8.59	19.17	-4.45	8.59	9.02	13.13
Auto Components	0.5	-11.97	-30.05	1.50	3.05	10.28	19.98	-54.50	10.28	12.80	11.35
Automobiles	7.4	-8.03	-4.77	1.28	2.35	11.56	18.08	3.44	11.56	13.00	15.46
Hotels Restaurants & Leisure	0.3	-7.61	-32.90	2.68	6.57	8.75	11.93	25.00	8.75	6.59	16.27
Media	1.0	-5.62	-12.49	2.85	4.29	9.39	26.20	-8.00	9.39	8.73	3.60
Multiline Retail	0.3	-9.59	-26.82	1.23	3.53	8.11	10.14	26.00	8.11	9.30	17.10
Specialty Retail	0.6	-3.95	-24.74	5.44	2.57	5.86	31.56	-4.00	5.86	6.01	16.96
Textiles, Apparel & Luxury Goods	1.7	-7.37	-23.61	3.56	2.03	5.45	18.70	-10.50	5.45	5.60	10.83
Consumer Staples	8.5	-3.33	-2.89	3.65	1.75	5.12	21.86	-2.92	5.12	6.14	11.80
Food & Staples Retailing	1.7	0.01	2.79	3.24	1.40	5.38	21.12	-8.00	5.38	6.18	9.45
Food Products	2.5	-0.66	-1.67	4.68	2.65	4.63	36.41	-14.00	4.63	5.79	11.13
Beverages	1.9	-0.17	-0.50	3.52	1.66	4.54	19.27	10.33	4.54	6.30	14.85
Household Products	0.6	-11.73	-19.56	2.01	1.90	7.70	15.75	-15.00	7.70	8.94	8.95
Personal Products	1.7	-7.36	0.44	5.05	1.36	4.63	18.42	8.00	4.63	4.73	14.26
Health Care	2.7	-8.45	-14.14	2.07	1.92	7.73	22.49	-5.50	7.73	6.99	11.00
Pharmaceuticals	2.3	-9.48	-20.59	1.71	2.54	16.88	32.64	-27.50	16.88	8.94	7.53
Financials	27.4	-5.72	-25.23	1.43	4.92	10.53	19.94	-16.50	10.53	10.85	11.25
Commercial Banks	16.9	-7.38	-29.35	1.34	5.18	10.40	19.60	-21.04	10.40	12.05	13.26
Diversified Financial Services	3.6	-1.46	-10.89	2.47	4.00	8.93	20.43	-3.00	8.93	7.94	8.23
Insurance	5.3	-2.71	-20.02	1.20	4.59	11.28	18.69	-13.43	11.28	11.45	6.24
Information Technology	3.7	-15.56	-24.89	3.22	2.87	13.08	18.43	-9.00	13.08	7.42	12.19
Semiconductors & Semiconductor Equi	0.2	-18.93	-53.07	1.02	3.27		8.48	-25.00		8.15	20.00
Communications Equipment	2.5	-18.86	-18.78	2.92	3.37	18.35	16.93	-8.00	18.35	8.10	7.41
Software	1.1	-5.60	-8.93	6.03	1.46	5.08	31.40	5.00	5.08	5.90	13.95
Telecommunication Services	8.5	-13.65	-10.36	2.95	6.32	5.44	24.26	-1.40	5.44	NA	10.03
Diversified Telecommunication Service	8.1	-13.81	-9.28	3.01	6.71	5.19	24.17	-3.33	5.19	8.50	10.25
Wireless Telecommunication Services	0.4	-12.17	-20.04	2.47	2.83	9.62	24.98	16.00	9.62	10.63	8.00
Utilities	16.4	-6.51	10.83	2.78	3.21	6.81	19.07	-8.27	6.81	5.61	12.71
Electric Utilities	9.7	-6.31	16.36	3.02	3.43	6.46	18.56	-10.50	6.46	6.07	11.79
Gas Utilities	1.5	0.36	17.33	2.59	2.74	5.90	15.22	-4.50	5.90	6.33	7.44
Multi Utilities	4.6	-10.14	-0.76	3.08	3.81	6.39	19.34	-9.75	6.39	7.19	12.35

3 RECENTI DINAMICHE SETTORIALI - SOVRA/SOTTO PERFORMANCE RISPETTO AL MERCATO



— MSCI Emu — Sector



* La dinamica dei beta di settore rappresenta la continua tendenza del settore – rispetto alle sue specificità sia in termini di esposizione al rischio di sistema che di struttura finanziaria – verso il proprio equilibrio, ossia verso la composizione ottimale in valore del mercato. La stima della dinamica del beta di settore rappresenta sostanzialmente la parte econometrica del modello, ed e' intesa cogliere le dinamiche di medio termine.

5

FATTORI DI VALUTAZIONE/SELEZIONE E PERFORMANCE REALTIVE*

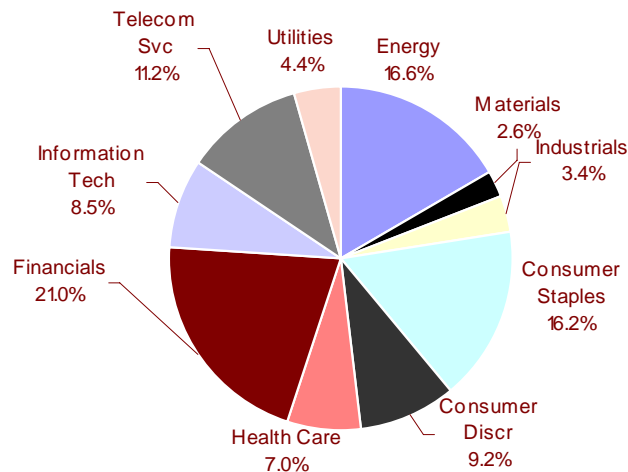
	Performance				Energy	Materials	Industrials	Consumer Discr	Consumer Staples	Health Care	Financials	Information Tech	Telecom Svc	Utilities
	1M	3M	6M	1Y										
Cur_Mkt_Cap	++	++	++	++	+	+	n	+	+	+	+	+	+	+
Ebitda_Margin	n	n	n	n	+	+	+	+	+	++	++	+	++	++
Ebit_Margin	n	n	n	n	++	+	+	+	+	++	++	+	++	++
Prof_Margin	++	++	++	-	-	-	-	n	-	-	-	n	-	-
Eqy_Dvd_Yld_12M	-	n	n	n	-	-	-	n	n	n	-	-	--	-
Pegy_Ratio	n	+	n	+	--	--	-	-	--	--	-	--	-	--
Ibes_Peg_Ratio	n	+	+	++	++	+	+	+	++	++	+	+	+	++
Eqy_Dps_Net_1Yr_Growth	++	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n	-
Eqy_Dps_Net_3Yr_Growth	n	n	-	-	-	-	-	-	-	-	-	--	-	-
Eqy_Dps_Net_5Yr_Growth	n	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	++	++
Book_Val_Per_Sh	++	+	+	+	+	++	+	+	n	+	+	n	n	+
Oper_Margin	-	-	-	-	-	n	n	-	-	-	-	-	-	-
Sales_Growth	-	-	n	n	-	-	-	-	-	-	-	-	n	-
Oper_Inc_Growth	n	n	n	n	+	+	++	++	+	+	+	++	+	++
Eps_Growth	-	-	-	-	-	-	-	-	-	--	-	-	-	-
Dvd_Payout_Ratio	n	-	+	-	n	-	-	-	-	-	-	-	--	-
Px_To_Cash_Flow	n	+	+	-	-	--	-	-	--	--	--	--	-	--
Px_To_Book_Ratio	+	++	++	++	-	-	-	-	--	-	n	-	-	--
Ibes_Est_Long_Term_Growth	-	-	-	-	n	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pe_Ratio	n	n	n	+	n	+	+	+	++	++	n	++	+	++
Ev_To_T12M_Sales	-	-	-	n	n	n	+	+	+	+	++	+	+	+
Eqy_Dvd_Yld_Est	-	n	n	n	-	n	-	-	n	n	--	n	--	-
Pr_Eps_Growth_Plus_Yld	-	n	-	-	-	-	--	-	n	n	-	-	-	-
Eeps_Curr_Yr	+	n	n	n	-	-	-	-	n	-	-	-	-	n
Eeps_Nxt_Yr	-	n	n	n	-	-	-	-	n	-	-	-	-	n
Est_Pe_Cur_Yr	-	+	+	++	n	-	-	n	--	-	n	-	-	--
Est_Pe_Nxt_Yr	+	++	++	++	+	+	+	n	++	+	n	+	+	++
Ibes_Est_Pe_Cur_Yr	-	+	+	++	n	-	-	n	--	-	n	-	-	--
Ibes_Est_Pe_Nxt_Yr	+	++	++	++	-	-	-	n	--	-	n	-	-	--
Ibes_Peg_Ratio_Cur_Yr	n	+	+	++	++	+	+	+	++	++	+	+	+	++
Ibes_Peg_Ratio_Nxt_Yr	n	+	+	++	--	-	-	-	--	--	-	-	-	--
Eqy_Beta	++	n	+	n	+	+	+	+	n	n	+	n	n	+
Short Term Momentum	++	++	++	+	++	++	+	+	+	+	+	n	n	+
Long Term Momentum	++	++	++	++	++	+	+	+	+	+	n	n	+	++
F1 Analysts Rev.	+	++	++	++	--	-	-	-	-	-	-	-	-	-
F2 Analysts Rev.	+	++	++	++	++	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Lt Analysts Rev.	n	n	n	n	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++
Roe_Rep	++	++	++	++	+	+	+	+	+	n	+	+	+	+
Roe_Exp	+	-	++	++	+	+	+	+	+	n	+	+	++	+

La "mappa dei fattori" costituisce la parte non parametrica del modello. Per ogni fattore e' dapprima riportata (tabella performance) l'importanza e il segno – su scala da 1 a 5(-,-, n, +, ++)- dell'ordinamento settoriale rispetto allo stesso nel determinare quello delle performance settoriali, rispettivamente nell'ultimo mese, trimestre, semestre e anno. A fianco viene riportata l'attuale importanza per ogni settore del fattore di riferimento. È da notare che quando rispetto ad un dato fattore si presentano livelli d'importanza simili tra i vari settori, significa che tale fattore è distribuito in modo indipendente dall'appartenenza settoriale, e quindi uniformemente rispetto allo stesso. NB tranne Short, Long Term momentum e Analysts Rev. – che si riferiscono alla mm a un mese e a un anno dell'overperformance del settore rispetto al mercato e del rapporto tra eccesso di revisioni al rialzo rispetto a quelle a ribasso sul totale stime – per gli altri campi si è usata la medesima notazione di Bloomberg, sul quale si può trovare la definizione.

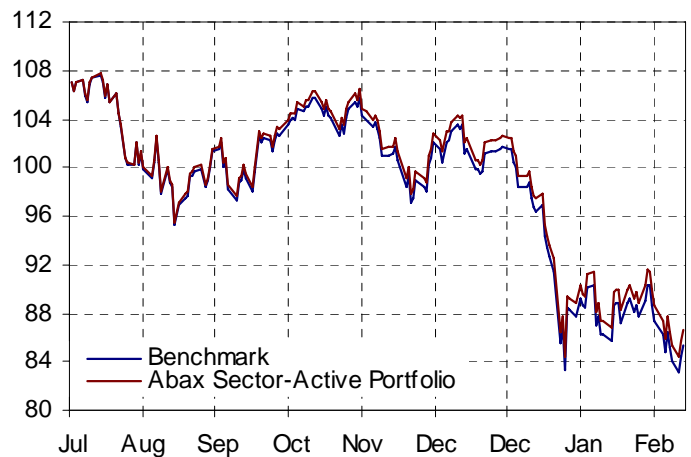
6

ATTUALE ALLOCAZIONE SETTORIALE

	Allocazione		in essere		Nuova Allocazione
	Bmk P.				
Energy	12.4	18.6	-2.0	4.2	16.6
Materials	5.2	7.7	-5.2	-2.6	2.6
Industrials	6.9	10.3	-6.9	-3.4	3.4
Consumer Staples	10.8	5.8	10.4	5.4	16.2
Consumer Discr	6.5	3.2	5.9	2.7	9.2
Health Care	4.7	5.2	1.8	2.3	7.0
Financials	27.1	28.2	-7.2	-6.1	21.0
Information Tech	5.6	8.5	0.0	2.8	8.5
Telecom Svc	12.2	8.0	-1.0	3.1	11.2
Utilities	8.7	4.4	-4.4	0.0	4.4
	100	100			



SECTOR-ACTIVE STRATEGY VS BENCHMARK



7

MATRICE DI CORRELAZIONE

	Energy	Materials	Industrials	Cons. Staples	Cons. Discr	Health Care	Financials	IT	TLC	Utilities
Energy	1.00									
Materials	0.65	1.00								
Industrials	0.66	0.89	1.00							
Cons. Staples	0.64	0.87	0.93	1.00						
Cons. Discr	0.59	0.72	0.69	0.67	1.00					
Health Care	0.35	0.46	0.49	0.47	0.55	1.00				
Financials	0.60	0.86	0.89	0.87	0.70	0.58	1.00			
IT	0.43	0.67	0.78	0.77	0.53	0.45	0.71	1.00		
TLC	0.29	0.55	0.66	0.69	0.41	0.47	0.63	0.77	1.00	
Utilities	0.60	0.68	0.68	0.67	0.69	0.54	0.75	0.50	0.48	1.00

MARZO 2008

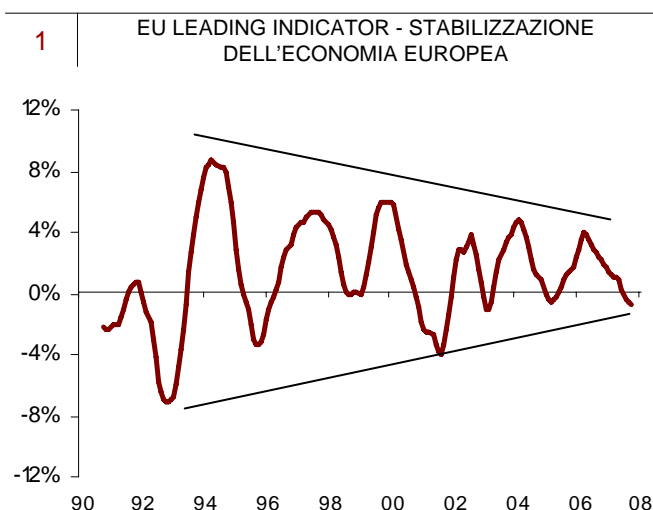
MODELLO INTEREST RATE T.S.*

AREA EURO: CONGIUNTURA

La stima preliminare di Eurostat dei dati di contabilità nazionale ha confermato che il tasso di incremento trimestrale del PIL in termini reali si è collocato allo 0,4 per cento nel quarto trimestre del 2007, dopo lo 0,8 per cento del terzo. La moderazione dell'attività economica pare principalmente dovuta all'indebolimento della domanda interna, che ha fornito all'espansione del PIL un contributo di appena 0,1 punti percentuali. I consumi privati sono scesi dello 0,1 per cento sul trimestre precedente, mentre gli investimenti hanno registrato una lieve decelerazione, allo 0,8 per cento sul trimestre precedente – la relativa tenuta degli investimenti è

segnalata anche dagli indicatori d'indagine. La moderazione della domanda interna è stata in parte bilanciata dal forte contributo della domanda estera netta, pari a 0,4 punti percentuali, riconducibile principalmente a una diminuzione delle importazioni. Le scorte hanno dato un contributo leggermente negativo, di 0,1 punti percentuali, all'espansione del PIL.

Se nel 2006 la principale determinante dell'accelerazione dell'attività economica era stata la maggiore crescita nel settore industriale, già dagli inizi del 2007 il comparto dei servizi ha gradualmente assunto il ruolo leading nel ritmo di espansione del prodotto.



2 | AREA EURO – BILANCIA COMMERCIALE

Partner	net export		export	
	Dec-07	Dec-06	Dec-07	Dec-06
United Kingdom	61	49.3	227.9	216.2
United States	63.9	73.7	194.1	199.1
China	-109.6	-90.5	59.9	53.6
Russia	-30.1	-40	67.1	55.5
Switzerland	14.8	15.1	81.7	77.2
Poland	22.8	17.6	71.8	59.6
Sweden	3.5	2.1	55.1	49.8
Czech Republic	1.9	2.9	49	42.2
Japan	-23.9	-22.3	34.1	34.5

* Il Modello Abax Interest Rates Term Structure è un modello econometrico multivariato per la previsione della struttura a termine dei tassi d'interesse dei titoli benchmark governativi europei e statunitensi. Per la descrizione del modello si veda l'appendice.

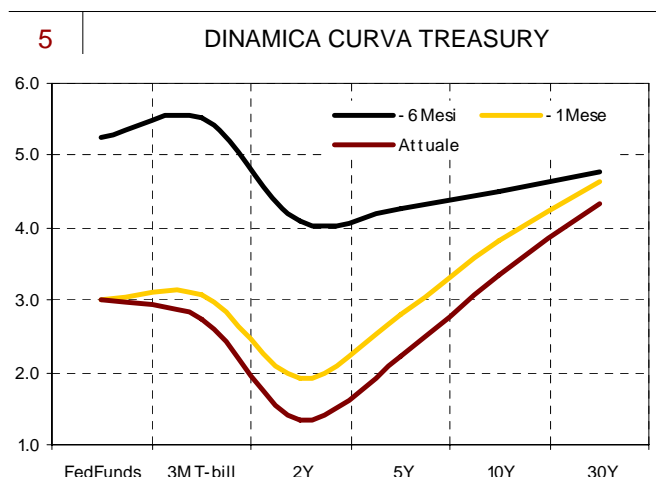
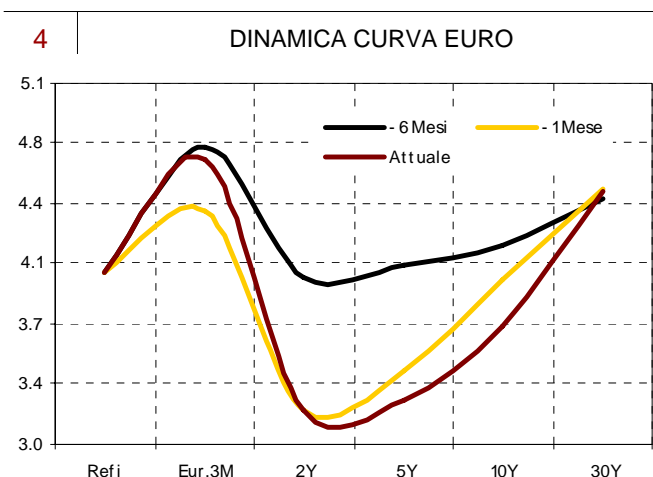
3 Euro	RECENTI MOVIMENTI NEI TASSI D'INTERESSE GOVERNATIVI*		
	- 6 Mesi	- 1 Mese	Attuale
Refi	4.00	4.00	4.00
Eurib. 3M	4.73	4.36	4.65
2Y	3.97	3.21	3.20
5Y	4.05	3.42	3.26
10Y	4.16	3.96	3.69
30Y	4.43	4.48	4.48

Treasury	- 6 Mesi	- 1 Mese	Attuale
FedFunds	5.25	3.00	3.00
3M T-bill	5.52	3.08	2.74
2Y	4.11	1.92	1.34
5Y	4.25	2.79	2.22
10Y	4.52	3.82	3.34
30Y	4.77	4.65	4.33

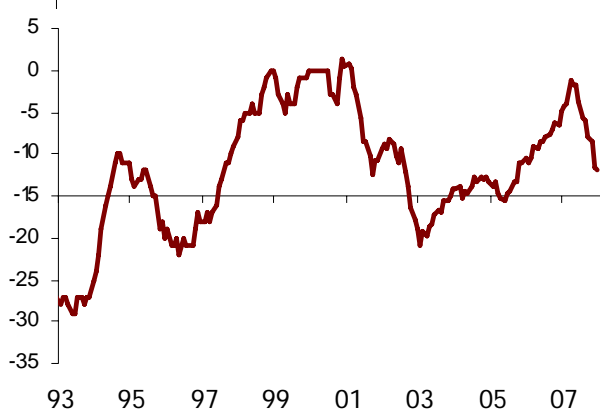
* I dati si riferiscono alla rilevazione di fine mese scorso

Tuttavia, durante lo scorso anno si è osservata una decelerazione in entrambi i settori; il comparto dei servizi ha mostrato un rallentamento più pronunciato dopo il terzo trimestre, mentre quello industriale ha manifestato una maggiore capacità di tenuta. Al momento, dai dati di contabilità nazionale di Eurostat pare emergere come il contributo del settore dei servizi al valore aggiunto complessivo sia stato pari a 0,4% nel quarto trimestre del 2007, a fronte di 0,6 punti percentuali nel terzo. Nel quarto trimestre il comparto industriale ha fornito alla crescita del valore aggiunto un apporto modesto, di 0,1 punti percentuali, dopo quello sostanziale di 1,4 punti percentuali del terzo trimestre.

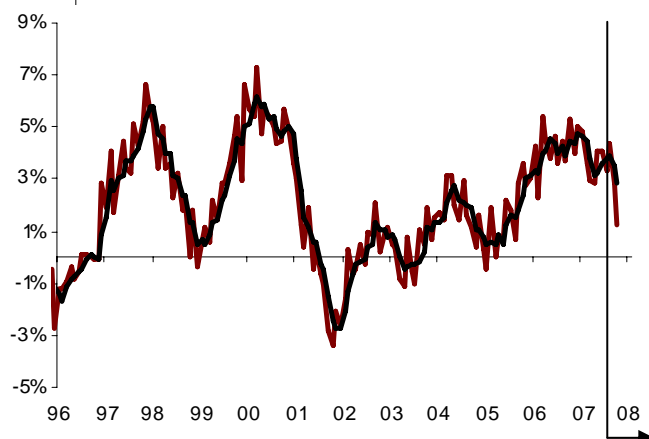
I dati più recenti sulla **produzione industriale**, indicano un incremento dello 0,1 per cento nel quarto trimestre del 2007, dopo un incremento dell'1,4 per cento nel terzo. Tra i principali comparti industriali, solo la produzione di energia ha registrato una crescita rilevante nel quarto trimestre dello scorso anno (1,5%). La produzione di beni di investimento è rimasta sostanzialmente stabile, mentre quella dei beni di consumo e dei beni intermedi si è ridotta. Sempre nel quarto trimestre del 2007 i nuovi ordini industriali sono aumentati dello 0,6% sul periodo precedente, rispetto all'1,1 per cento del terzo trimestre, indicando come, in prospettiva, in questo settore dovrebbe continuare il rallentamento della crescita.



6 AREA EURO: FIDUCIA DEI CONSUMATORI



7 AREA EURO PRODUZIONE INDUSTRIALE



Le survey sulle imprese indicano un ritmo di crescita lento nei primi due mesi del 2008. Per quanto riguarda il settore industriale, sia i PMI che l'indicatore di clima di fiducia della Commissione europea sono lievemente diminuiti in febbraio. Un quadro analogo di crescita relativamente inferiore è riscontrabile nel settore dei servizi, con il recupero del relativo PMI in febbraio che manifesta probabilmente una certa normalizzazione dopo il calo evidenziato nel mese precedente per effetto dei tempi di raccolta delle risposte all'indagine. Nel complesso, i risultati delle indagini per i settori industriale ed anche dei servizi indicano a nostro avviso che nel primo trimestre del 2008 il tasso di crescita dell'attività economica dovrebbe mantenersi modesto, e comunque non dovrebbe superare quello del quarto trimestre dello scorso anno.

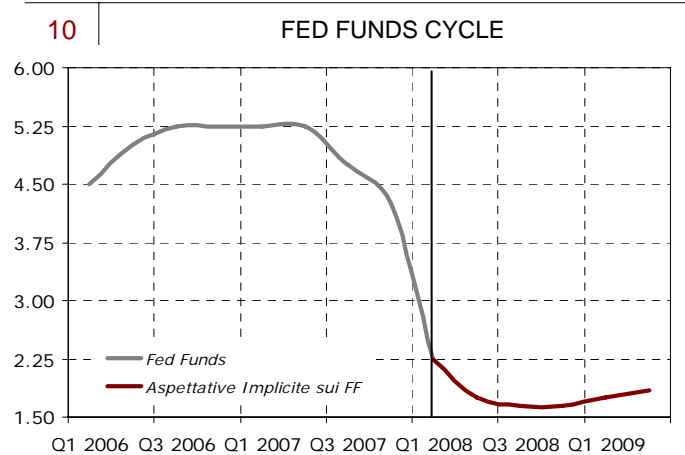
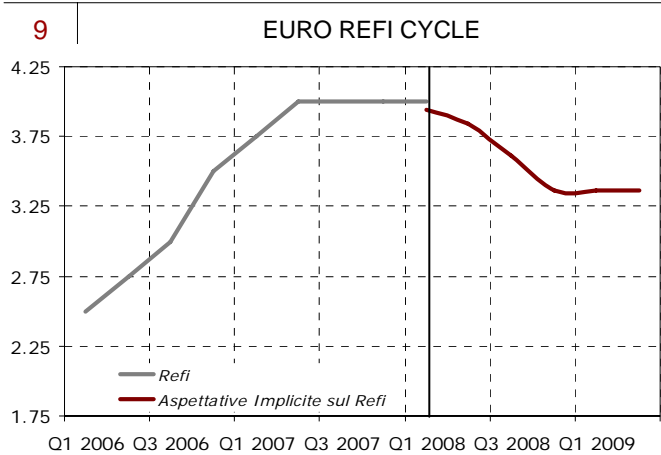
Per ciò che riguarda i consumi privati la crescita nell'area dell'euro ha fornito un certo sostegno all'espansione nel corso della maggior parte del 2007, in linea con l'andamento dei redditi disponibili reali e con le

condizioni favorevoli del mercato del lavoro. Sul finire dell'anno tuttavia, i consumi hanno mostrato in aggregato segnali di debolezza. Tale evoluzione dovrebbe essere connessa al considerevole aumento dei prezzi di vendita dei beni alimentari ed energetici, ma è verosimile che si sia in presenza anche di una moderazione nel grado di fiducia delle famiglie. Le ultime informazioni a riguardo indicano per la fine del 2007 una chiara moderazione dei consumi delle stesse. Nel quarto trimestre questi hanno mostrato nell'area dell'euro una diminuzione dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo l'incremento dello 0,5 per cento del terzo trimestre. Sulla base dei dati disponibili ciò è stato in parte dovuto al calo della spesa in beni al dettaglio, riscontrabile in una contrazione dell'1,0 per cento sul trimestre precedente delle vendite al dettaglio.

La situazione del mercato del lavoro nell'area dell'euro è parsa in netto miglioramento nel corso degli anni più recenti. Secondo gli ultimi dati disponibili, tale tendenza favorevole si è protratta, malgrado una lieve attenuazione.

8 AREA EURO – CONGIUNTURA DELL'ATTIVITÀ INDUSTRIALE

Variaz. Y/Y	Giu	Lug	Ago	Set	Ott	Nov	Dic	Gen	Feb
PMI-Manuf (Indice)	55.6	54.9	54.3	53.2	51.5	52.8	52.6	52.8	52.3
Produzione Industriale	2.4	4.0	4.5	3.4	4.3	3.1	1.7	3.8	na
Beni intermedi	2.6	4.0	3.3	2.8	3.2	1.9	0.4	2.1	na
Beni capitali	4.5	7.1	7.2	7.1	5.0	3.3	7.5	na	na
Consumi Durevoli	1.9	1.7	4.5	1.1	0.5	-3.6	-4.6	0.1	na
Bilancia comm. (EUR bn.)	4.8	0.7	2.5	2.7	1.5	1.8	-1.8	-2.0	na



Le attese di occupazione rimangono buone, e sembrano rafforzare la valutazione di prospettive sostanzialmente positive per il mercato del lavoro.

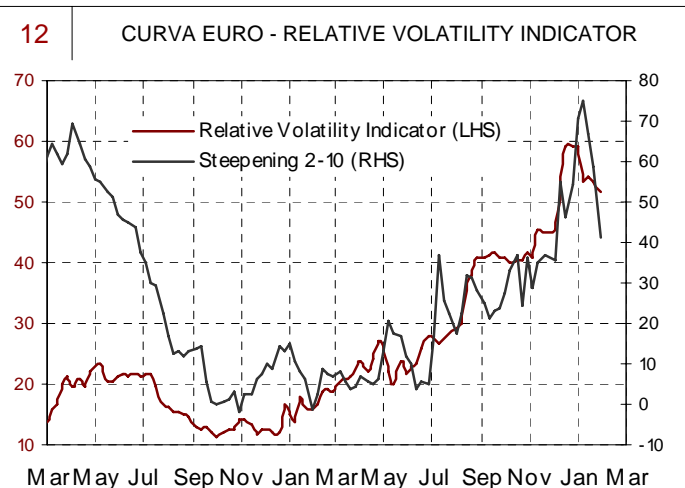
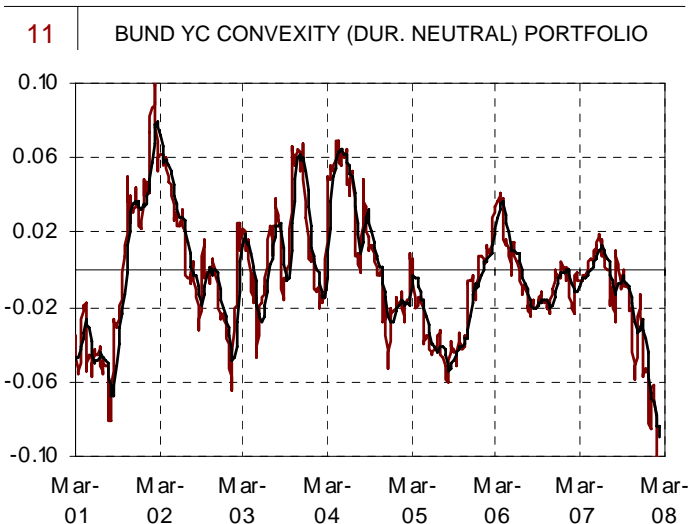
L'inflazione a livello di euro-zona è aumentata nettamente dalla fine del 2007. Secondo la stima flash di Eurostat, in febbraio l'inflazione sul paniere armonizzato si sarebbe stabilizzata al livello massimo del 3,2 per cento raggiunto in gennaio, dopo ben cinque mesi consecutivi di forti rialzi. Alla forte accelerazione dell'inflazione complessiva nell'area dell'euro, dall'1,7 per cento in settembre agli attuali livelli, hanno contribuito principalmente le componenti dei beni energetici e alimentari, sulle quali hanno influito il recente rialzo delle quotazioni di petrolio e materie prime alimentari sui mercati internazionali.

In gennaio il tasso di rialzo nei prezzi dei beni energetici è salito al 10,6 per cento, dall'8,1 in media nel quarto trimestre del 2007 – ben al di sopra del livello medio del 2,6 registrato nella media del 2007. Dall'inizio

di quest'anno il greggio ha subito rincari molto elevati. Tuttavia, l'aumento dei prezzi petroliferi denominati in euro è stato in buona parte mitigato dall'apprezzamento del tasso di cambio. Va tenuto però conto che anche un lieve incremento dei margini di raffinazione, rimasti su livelli relativamente bassi, si è comunque aggiunto ai recenti rincari dell'energia al consumo nell'area dell'euro.

LA CRESCITA NELLE ASPETTATIVE D'INFLAZIONE FAVORISCE NUOVAMENTE LE POSIZIONI DI CARRY

I bond governativi hanno proseguito il proprio rally pressoché in tutti i mercati a livello globale, indotto dalla spasmodica ricerca di sicurezza dal credito privato nonché dai cospicui tagli nei tassi sulla valuta statunitense. In ogni modo questo secondo effetto è risultato più intenso, visto che i segmenti swap a dieci anni hanno segnato una performance positiva anche in presenza di un allargamento degli spread di ancora circa



13

MERCATO DEL DEBITO SOVRANO – PERFORMANCE** –

Segmento	Performance % complessiva da		
	1 Mese	1 Trim.	2 Trim.
Euro Short Term (1-3)	0.96	1.92	3.54
Euro Medium Term (3-5)	1.57	2.88	4.89
Euro Medium Term (5-7)	2.13	3.68	6.17
Euro Long Term (7-10)	2.50	4.02	6.67
Euro Long Term (>10)	2.52	3.68	6.28
US Short Term (1-3)	1.39	3.35	5.57
US Medium Term (3-5)	2.67	6.35	10.07
US Medium Term (5-7)	3.47	8.01	12.56
US Long Term (7-10)	4.25	8.41	13.38
US Long Term (>10)	5.20	9.43	14.56

* Thomson Financial Emu e US Government Bond Tracker Index

** I dati si riferiscono alla rilevazione di fine mese scorso

una decina di basis point. Anche se può apparire sorprendente dalla accresciuta percezione di recessione, nel complesso l'asset class obbligazionaria (govies, emerging, corporate e ABS) hanno performato poco al di sotto del cash, proprio per tale "aiuto" dalla politica monetaria.

Tali circostanze sembrano qualificare le dinamiche di mercato come di *trading range*, e ciò non sembra neppure sorprendente dato che storicamente in tal modo si sono comportati i bond durante la fase recessiva, dapo le sovraperformance fatte segnate anticipatamente rispetto alla stessa. Quindi, il miglior trade di fixed income rimane ancora a nostro avviso quello di rimanere abbastanza lungi di parte a breve (sotto pesati di duration) ed al contempo mantenere trade di steepening per il carry positivo. Tale posizione è rafforzata in questo momento dalla componente di premio per il rischio d'inflazione, che al momento pare a nostro avviso alquanto attraente, vista la natura esterna dell'inflazione e la relativa mancanza, al momento, delle condizioni per un effettiva instabilità della parte nominale dell'economia.

Per quanto riguarda il **credito**, la situazione di emergenza non sembra ancora aver dato segnali di un qualche mutamento. Dal nostro modello pare invece che in termini relativi il **debito emergente**, considerato in ag-

gregato (indice JPM EMBI+), sembra ormai poter dare qualche segnale di stabilizzazione – sempre in aggregato sui sovereign la correzione è ora stata nel complesso di circa 125 bp. Inoltre il rischio commodity è al momento ancora contenuto.

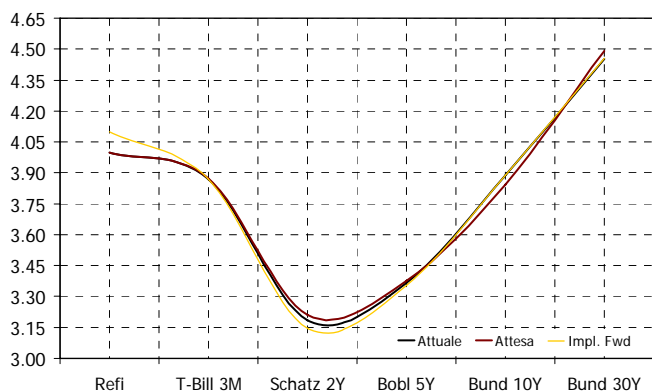
14

PREVISIONI TASSI D'INTERESSE

Segmento	Attuale	Previsioni ad	
		1 Mese	1 Trimestre
Refi	4.00	4.00	3.75
T-Bill 3M	3.87	3.87	3.54
Benchmark Schatz 2Y	3.18	3.21	3.16
Benchmark Bobl 5Y	3.37	3.38	3.44
Benchmark Bund 10Y	3.89	3.84	3.96
Benchmark Bund 30Y	4.45	4.49	4.77
Fed Funds	2.25	2.25	2.00
T-bill 3M	1.81	1.45	1.27
Treasury 2Y	1.65	1.47	1.56
Treasury 5Y	2.51	2.37	2.67
Treasury 10Y	3.56	3.44	3.81
Treasury 30Y	4.47	4.37	4.57

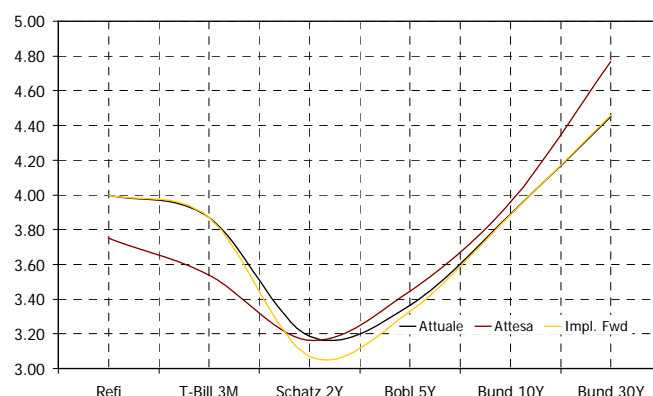
15

CURVA EURO: PREVISIONE AD UN MESE



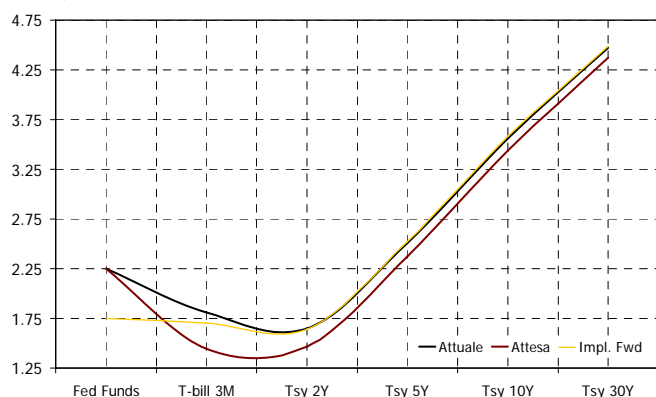
16

CURVA EURO: PREVISIONE AD UN TRIMESTRE



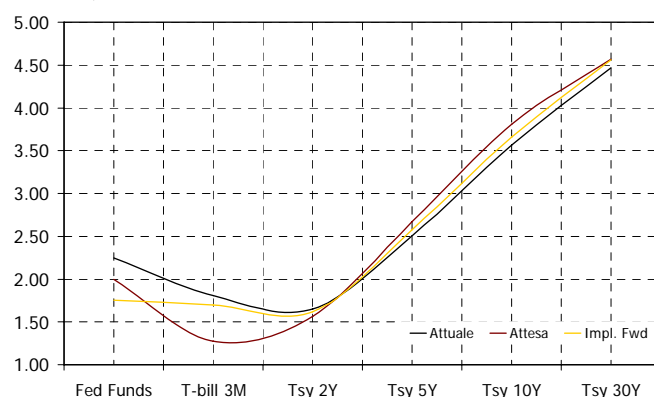
17

CURVA TSY: PREVISIONE AD UN MESE



18

CURVA TSY: PREVISIONE AD UN TRIMESTRE

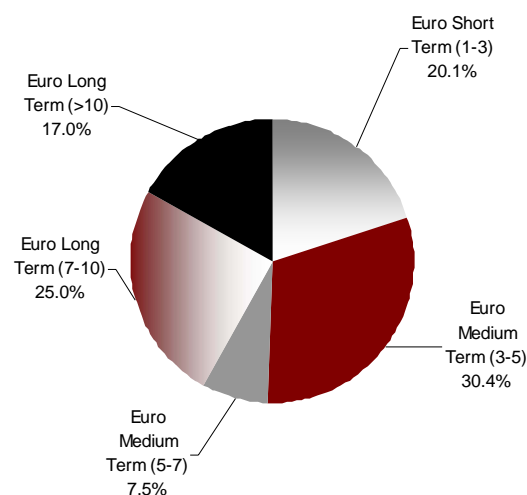


EURO

Segmento	Duration	Benchmark**	Portafoglio	Portafoglio
			indicativo a 1 Mese	indicativo a 1 Trimestre
Euro Short Term (1-3)	1.68	23.4%	20.2%	27.3%
Euro Medium Term (3-5)	3.63	20.0%	30.4%	40.4%
Euro Medium Term (5-7)	5.08	13.2%	7.5%	5.7%
Euro Long Term (7-10)	6.94	19.3%	25.0%	12.0%
Euro Long Term (>10)	13.28	24.1%	17.1%	15.0%
		100.0%	100%	100%
<i>Tracking error mensile</i>			0.08%	0.19%
<i>Tracking error annuale</i>			0.27%	0.66%
<i>Scost. max mensile dal BMK **</i>			0.16%	0.38%
<i>Scost. max annuale dal BMK</i>			0.54%	1.29%
<i>Portfolio Duration</i>	6.33		5.83	5.04

* Thomson Financial Emu Government Bond Tracker Index

** Al 95% di probabilità in ipotesi di normalità dell'errore di scostamento

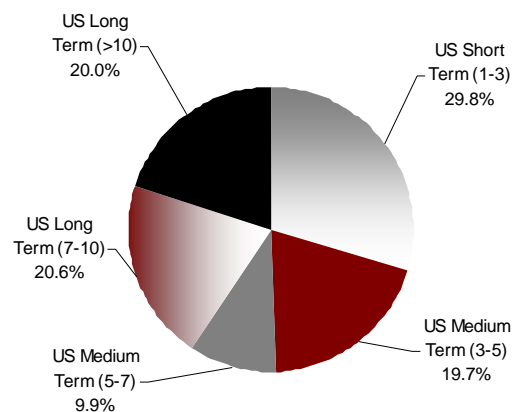


TREASURY

Segmento	Duration	Benchmark**	Portafoglio	Portafoglio
			indicativo a 1 Mese	indicativo a 1 Trimestre
US Short Term (1-3)	1.53	32.9%	29.8%	27.9%
US Medium Term (3-5)	3.49	17.7%	19.7%	17.7%
US Medium Term (5-7)	5.21	8.3%	9.9%	8.3%
US Long Term (7-10)	7.05	19.9%	20.5%	20.5%
US Long Term (>10)	10.34	21.2%	20.0%	25.6%
		100.0%	100%	100%
<i>Tracking error mensile</i>			0.02%	0.11%
<i>Tracking error annuale</i>			0.06%	0.36%
<i>Scost. max mensile dal BMK **</i>			0.03%	0.21%
<i>Scost. max annuale dal BMK</i>			0.11%	0.71%
<i>Portfolio Duration</i>	5.15		5.17	5.57

* Thomson Financial US Government Bond Tracker Index

** Al 95% di probabilità in ipotesi di normalità dell'errore di scostamento



Nota

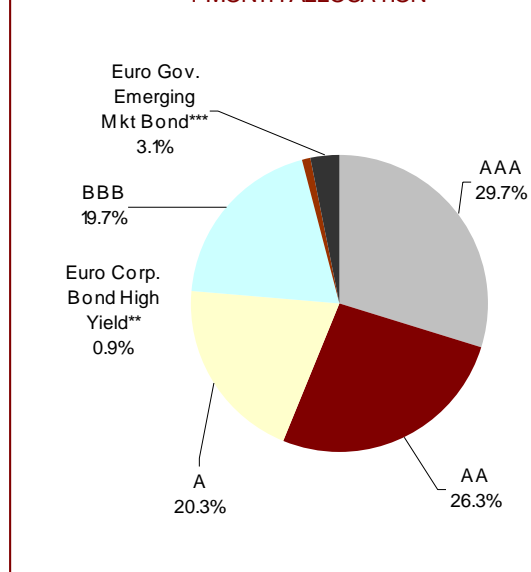
Al fine di non inficiare le indicazioni del modello Abax IRTS con stime di varianze e covarianze fra i vari segmenti di curva, i portafogli proposti sono ottenuti massimizzando il rendimento atteso sotto il vincolo di un turnover del 5.0% da una posizione neutrale a benchmark. Pertanto i tracking error sono riportati a puro titolo indicativo per i portafogli proposti, stimati su frequenza giornaliera relativamente agli ultimi 6 mesi. Pertanto le indicazioni sono da interpretarsi assolutamente nei termini di scostamento rispetto al benchmark di riferimento. Da ciò ne consegue inoltre come il livello assoluto della duration dei portafogli proposti sia assolutamente non informativo.

ALLOCAZIONE DELL'ESPOSIZIONE AL RISCHIO DI CREDITO

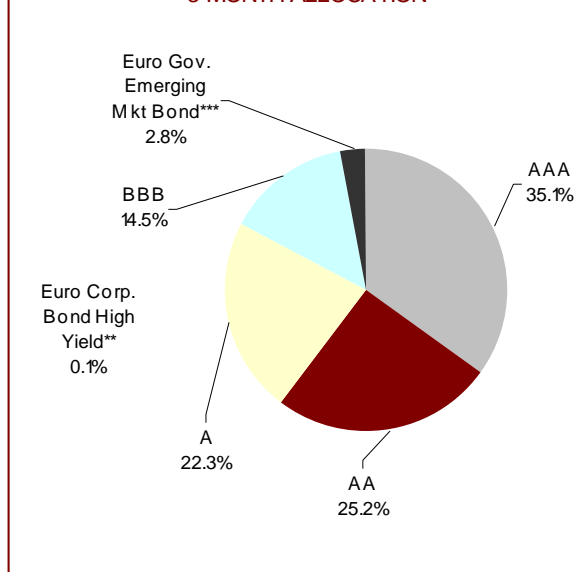
Euro Corp. Bond Inv. Grade*	Actual(bp)	PREVISIONI		
		1Mth (bp)	3 Mth (bp)	Actual(bp)
AAA	10	10	10	10
AA	15	16	16	16
A	50	51	51	51
BBB	115	118	115	115
Euro Corp. Bond High Yield	459	464	459	459
Euro Gov. Emerging Mkt Bond	308	299	287	287

* Spread over swap curve

1 MONTH ALLOCATION



3 MONTH ALLOCATION



PORTAFOGLI RACCOMANDATI

	Benchmark wght	1 Mese wght	scost. bmk	3 Mesi wght	scost. bmk
Euro Corp. Bond Inv. Grade *	80.8	95.9	15.1	97.2	16.4
AAA	4.3	29.7	25.4	35.1	30.9
AA	9.1	26.3	17.2	25.2	16.1
A	26.4	20.3	-6.1	22.3	-4.1
BBB	41.1	19.7	-21.4	14.5	-26.6
Euro Corp. Bond High Yield**	10.4	0.9	-9.5	0.1	-10.3
Euro Gov. Emerging Mkt Bond***	8.8	3.1	-5.7	2.8	-6.0
Tot.	100	100		100	
Expected Benchmark Tracking Error (scost. %/y, max al 95% prob)		401		908	
Actual Expected Monthly Premium (b.p. spread)		53		44	
Forecast Monthly/Quarterly Premium (b.p. Monthly/Quarterly tot. Ret. on cred. exp)		53		28	

Nota Le allocazioni si riferiscono al puro rischio/premio di credito sul mercato Euro e sono ottenute sulla base degli spreads attesi dal nostro modello di previsione. La previsione è effettuata sulla base di tre fattori che determinano il rischio di credito: la volatilità del sottostante (equity), il grado generale di avversione al rischio e il livello sottostante (livello dell'equity). I portafogli sono da considerarsi indicativi, e rappresentano il massimo del rendimento atteso rispetto ad un portafoglio con il rischio di credito massimamente diversificato (benchmark) – dato dalla composizione del mercato Euro stesso. *, **, *** Gli indici benchmark sono Ftse Euro Corporate Bond Index, Jpm Euro EMBI Global Index, JPM Euro High Yield Index.

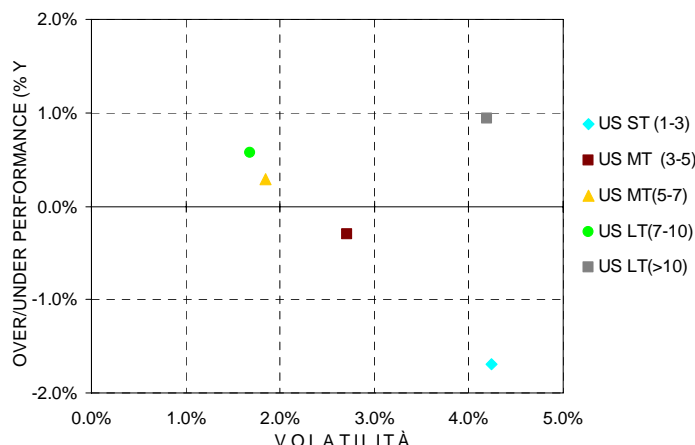
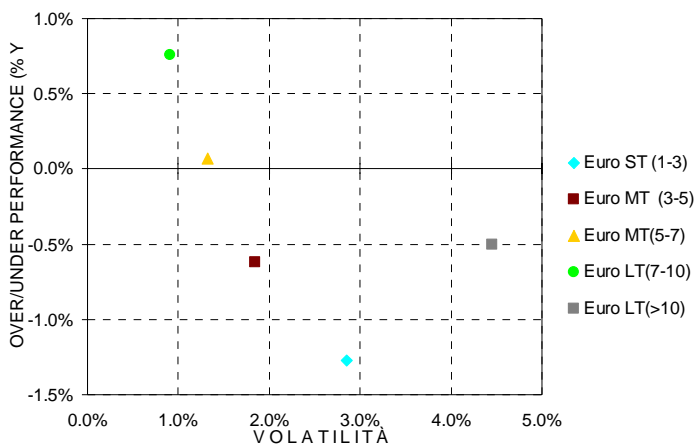
21 | SOVRA/SOTTO PERFORMANCE STORICHE NELL'ATTUALE SCENARIO DI CURVA

Correlazioni

SEGMENTO	OVER/UNDER PERF. % Y	VOLATILITY	SHORT T. 1-3	MEDIUM T. 3-5	MEDIUM T. 5-7	LONG T. 7-10	LONG T. >10
Euro Short Term (1-3)	-1.27%	2.85%	1.00				
Euro Medium Term (3-5)	-0.62%	1.84%	0.93	1.00			
Euro Medium Term (5-7)	0.07%	1.33%	0.70	0.81	1.00		
Euro Long Term (7-10)	0.75%	0.90%	-0.49	-0.32	-0.12	1.00	
Euro Long Term (>10)	-0.50%	4.45%	-0.78	-0.83	-0.74	0.18	1.00

Correlazioni

SEGMENTO	OVER/UNDER PERF. % Y	VOLATILITY	SHORT T. 1-3	MEDIUM T. 3-5	MEDIUM T. 5-7	LONG T. 7-10	LONG T. >10
US Short Term (1-3)	-1.70%	4.24%	1.00				
US Medium Term (3-5)	-0.30%	2.71%	0.92	1.00			
US Medium Term (5-7)	0.29%	1.85%	0.60	0.84	1.00		
US Long Term (7-10)	0.57%	1.69%	-0.22	0.10	0.56	1.00	
US Long Term (>10)	0.94%	4.20%	-0.84	-0.75	-0.43	0.39	1.00



Nota

Data la considerevole ed ovvia difficoltà nel fornire allocazioni tattiche di portafoglio adatte alle diverse esigenze d'investimento (overperf/tracking-risk, turnover etc.) può risultare utile considerare i momenti statistici primi e secondi delle sovra/sotto performance di ogni segmento di curva rispetto al mercato. Inoltre per rendere tali informazioni più significative da un punto di vista tattico, è conveniente considerare non tanto la frontiera non condizionale (tutto il campione) bensì quella che sia verificata nel medesimo - o quantomeno simile - contesto attuale. Nella nostra analisi gli scenari considerati sono definiti nei termini dei 4 quartili dello spread 2-10 degli ultimi vent'anni. Le sovra/sotto performance riportate per lo scenario attuale, ed i relativi momenti, sono calcolati su dati settimanali ed espressi in termini annuali.

IL MODELLO ABAX STOCK-BOND

*Il Modello Abax Stock-Bond è un modello econometrico che mediante le relazioni di equilibrio di tipo **fondamentale** (Dividend Discount Model), variabili di **premio al rischio** (volatilità condizionale, corporate spreads), **tassi a breve/liquidità** e variabili informative **macroeconomiche** (curvatura delle struttura a termine dei tassi d'interesse) determina su base mensile l'attrattività del mercato azionario rispetto a quello obbligazionario. Peculiarità del modello Abax Stock-Bond è la rimozione degli inconvenienti classici di over-fitting dei modelli di regressione lineare mediante l'impiego di regressioni logistiche, ed il superamento dei limiti legati alla presenza di non linearità considerando cinque differenti relazioni corrispondenti ai cinque scenari in cui la variabile informativa si è trovata in passato.*

LE VARIABILI PROXIES DEL MODELLO ABAX STOCK-BOND

Le ragioni che hanno guidato la scelta delle Asset Class per cui costruire il modello di attrattività sono, in ordine di importanza: grado di trasparenza con cui vengono costruite (imposta dalla necessità di dover ricostruire le relative variabili informative); grado di rappresentatività del mercato; omogeneità (per size in particolar modo).

Proxy per la componente azionaria è stato scelto l'indice azionario europeo (area Euro) Dow Jones Euro Stoxx 50, mentre per quella obbligazionaria un indice composito tracker dei governativi dell'area Euro costruito da DataStream.

LE BANDE TATTICHE E STRATEGICHE DELL'OVERALL INDICATOR

Il segnale complessivo (Overall Indicator), essendo il risultato di una combinazione di probabilità (media pesata secondo la significatività della t-stat per ogni

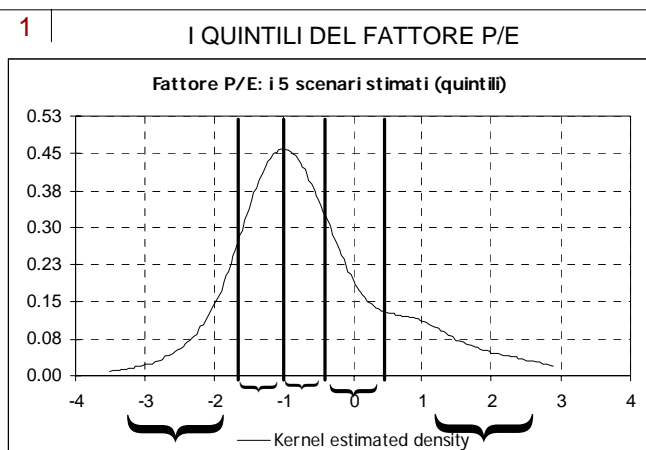
fattore in ogni suo scenario, che l'eccesso di rendimento sia positivo) derivanti da più regressioni logistiche (una per ogni scenario di ogni fattore) è da considerarsi esso stesso come una misura di probabilità. Da ciò ne seguirebbe come un valore di 50 essere quello neutrale, ossia di equivalenza fra la probabilità di sovraperformance e di sotto-performance. Ragioni legate alla discretizzazione implicita nelle stime di probabilità, unitamente alla metodologia di aggregazione delle singole probabilità (combinazione pesata per significatività del singolo fattore nel preciso scenario (dei cinque considerati) in cui attualmente si trova), inducono a considerare il segnale complessivo del modello come neutrale (numero delle indicazioni corrette uguale a quelle errate, quindi segnale non informativo) nella fascia (linee continue) compresa tra 50 e 53, individuata in fase di simulazione dell'utilizzo del segnale del modello negli ultimi 60 mesi.

La seconda fascia (linee a punti) rappresenta la banda neutrale strategica (48-57,5), ottenuta analogamente alla

precedente considerando il tasso di segnali corretti (numero di segnali che si sono rilevati essere corretti rapportati ai segnali totali dati dal modello, per ogni direzione) superiore all'80% per entrambe le direzioni (sovrapformance sottopformance). Più rigorosamente: un tasso di segnali corretti (noto in econometria multivariata anche sotto la dizione di numero di condizionamento (confusion matrix dei segnali corretti/errati)) comporta un rifiuto del test sulla capacità previsiva di Pesaran e Timmerman (1992) allo 5%, e quindi garantisce la robustezza statistica di una strategia che abbia seguito il segnale al di là di tali soglie fornito dal modello. Cfr. Pesaram M.H. and A. Timmermann (1995) A Simple non-Parametric Test of Predictive Performance, *Journal of Business and Economics Statistics*, 10 461-465.

GLI SCENARI IN CUI I FATTORI SONO CONSIDERATI

Il Modello Abax Stock-Bond, considera la relazione (probabilità secondo regressione logistica) fra ogni fattore informativo (normalizzato dinamicamente) e la susseguente (mensilmente) sovra/sotto performance dell'azionario rispetto all'obbligazionario, specificatamente e diversamente per ognuno dei cinque scenari in cui il fattore si è venuto a trovare. Tali scenari non sono altro che i quintili della distribuzione della variabile stessa, determinati mediante una stima kernel non parametrica. La figura di seguito riporta graficamente la stima della distribuzione del fattore P/E e dei relativi 5 quintili, per ognuno dei quali viene effettuata la regressione logistica.



IL FATTORE DI MOMENTUM

Il fattore di momentum nel Modello Abax Stock-Bond è definito come una variabile (detta in ambito econometrico dummy) che prende il valore positivo di +1 negativo di -1 rispettivamente a seconda che il livello dell'indice DJ Euro Stoxx 50 si scosti maggiormente – in più o in meno - del 4% rispetto alla sua media mobile a 6 mesi, e neutrale di 0 quando ne sia al suo interno. Tale banda (si noti simmetrica) è ottenuta mediante un'ottimizzazione dell'R2 della regressione dell'eccesso di rendimento mensile dell'indice azionario rispetto a quello obbligazionario su la variabile dummy stessa (definita endogenamente dalla banda/soglia). La peculiarità di questa variabile nel modello Abax è per sua natura, non viene considerata per scenari (indicando essa stesso degli scenari bullish/bearish) come è invece per tutte le altre variabili (considerate nei 5 scenari (5 quintili)).

IL MODELLO ABAX INTEREST RATE TERM STRUCTURE

Il Modello Abax IRTS, è un modello econometrico multivariato applicato alla struttura per i segmenti di curva Euro e US. La struttura metodologica generale si rifà alla modellistica VAR (Vector-Auto-Regression) nella formulazione a correzione di errore ECM (Error-Correction-Model). Gli elementi ritenuti rilevanti nella previsione della struttura a termine dei tassi, oltreché naturalmente essi stessi (considerandone la dinamica in termini di zeros coupon bond (nella teoria delle aspettative)), sono l'andamento del premio al rischio sull'azionario e la politica monetaria nel breve (mese), con l'aggiunta dell'inflazione e la crescita dello stock di moneta (M2) per ciò che concerne l'orizzonte trimestrale. Tali elementi entrano nel modello come grandezze esogene – di cui il tasso di politica monetaria è contemporaneo e quindi dipendente dalla nostra view – la cui struttura temporale è determinata dall'ottimizzazione della capacità previsiva del modello relativamente agli ultimi tre anni campionari per il mensile, cinque per il trimestrale. I tre vettori di cointegrazione, che compongono la parte a correzione di errore, sono stimati imponendo che il primo sintetizzi il livello medio dei tassi (la posizione dall'alto verso il basso della curva), il secondo il grado d'inclinazione (steepening/flattening), e il terzo il grado di concavità/convessità della curva stessa (butterfly portfolio).

ECONOMIC RESEARCH & STRATEGY

www.abaxbank.com/research

CONTATTI

Head of Research

Alessandro Fugnoli

Tel. 02/77426.251

Economic Research & Strategy

Maurizio Binelli

Tel. 02/77426.253

Disclosure

Per avvertenze legali, codice di comportamento per il corretto svolgimento dell'attività di Analisi Finanziaria, conflitti di interesse e disclaiming prego visitare il seguente link:

<http://www.abaxbank.com/research/avvertenze.aspx>



C.so Monforte 34, Milano - Tel. 02/77426.1 - Fax 02/77426.999