

BOLLETTINO DI ASSET ALLOCATION

Novembre 2008

MODELLO STOCK-BOND

Pare legittimo lo scenario deflazionistico scontato dai mercati, rischio congenito del processo di deleveraging

SECTOR ROTATION MODEL

La sostenibilità del *pay-out ratio* risulterà il fattore chiave delle prossime dinamiche interne ai mercati *equity*

MODELLO INTEREST RATE T.S.

Govies in *trading-range*, per il momento

NOVEMBRE 2008

Modello Stock-Bond*

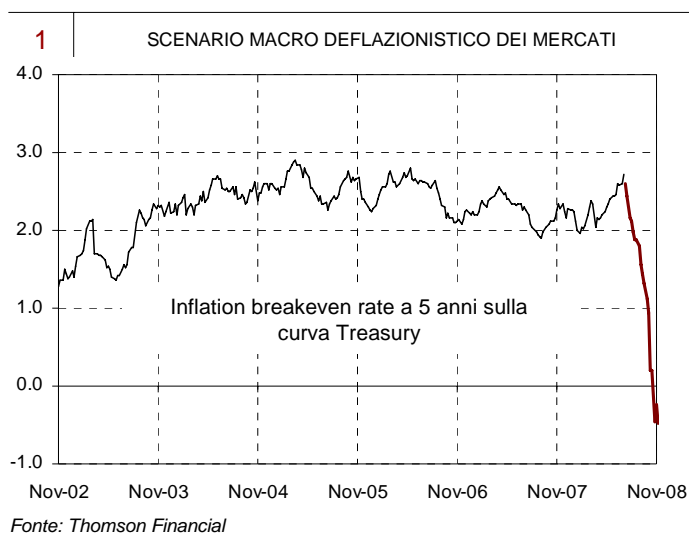
PARE LEGITTIMO LO SCENARIO DEFLAZIONISTICO SCONTATO DAI MERCATI, RISCHIO CONGENITO DEL PROCESSO DI *DELEVERAGING*

All'indomani dell'acuirsi della crisi creditizia/bancaria i mercati azionari occidentali hanno segnato un vistoso e "storico" deprezzamento, guidato nuovamente dai settori finanziari ma ora, in aggiunta, anche da tutti i comparti legati alle materie prime. A tali dirette conseguenze del *deleveraging* finanziario ed ai nuovi timori ed incertezze sul sistema bancario si sono aggiunte quelle legate all'intensità della recessione in atto, ed al proprio impatto in termini di profitti aggregati.

Da un punto di vista delle dinamiche macro/monetarie, il timore de/stag-flazionistico espresso dai mercati sembra sempre più corroborato dai fondamentali, nonostante sia molto probabile che la l'attuale dislocazione finanziaria da stato di crisi giustifichi almeno in buona parte il movimento sulle aspettative d'inflazione (fig. 1). Da un lato, infatti, più volte nella storia recente si è assistito ad un'eccessiva paura deflazionistica da parte dei mercati, mentre dall'altro è evidente allo stato attuale il forte rischio presente nel settore privato, e di conseguenza l'esagerato appetito per gli assets di debito pubblico che, rimangono i più importanti *hedger* anche del rischio inflazionistico. È soprattutto per questo motivo che riteniamo non pienamente rappresentativo il mercato a questo riguardo, anche se il deficit di domanda aggregata in contesto di *deleveraging* si sta mostrando già evidente nelle dinamiche macro, ponendo *de facto* un'inequivocabile rischio deflazionistico. Nonostante le difficoltà incontrate nell'interpretare tale crisi, in certo qual modo "epocale" da parte di autorità ed establishment, la consapevolezza mostrata rispetto ai rischi sottostanti e la prontezza di reazione sono gli elementi che ne limitano, a nostro avviso di molto, tali rischi potenziali. Rilevante anche la manifestata volontà di azioni coordinate a livello internazionale in un contesto di sincronismo ciclico globale senza precedenti.

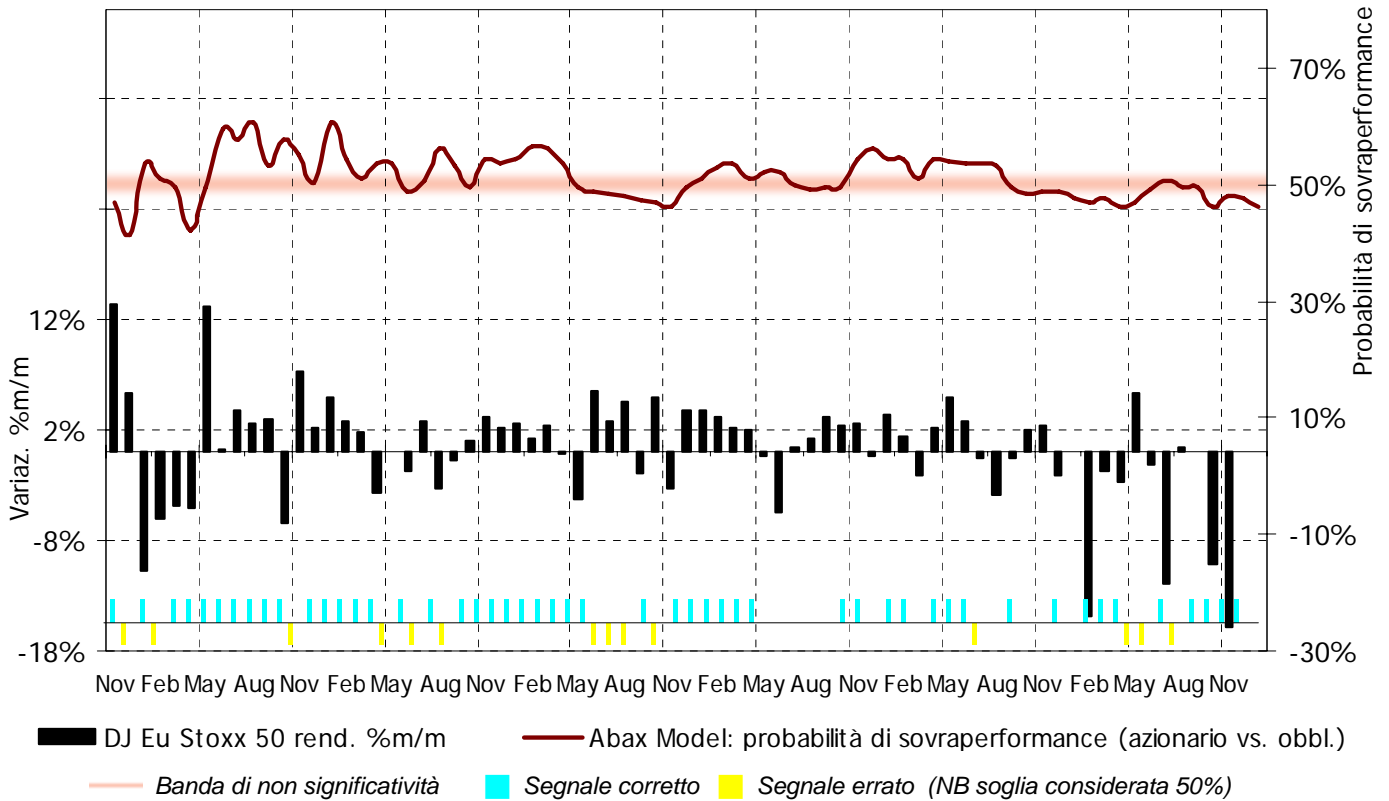
La dinamica dei profitti rimane quanto mai cruciale non solo

per tentare una valutazione dei mercati equity (azione al momento ardita) ma piuttosto almeno per azzardare una concettualizzazione delle dinamiche degli stessi. Relativamente alle trimestrali di Q3 è emerso chiaramente come solo fino a pochi mesi or sono le stime di consensus degli analisti fossero decisamente ottimistiche. A livello annuale si stima un decremento degli utili del 20-25% - ancora la gran parte svalutazioni bancarie. Tuttavia l'elemento chiave rimane la dinamica dei margini di profitto. Infatti la combinazione di decrescita macro, elevata leva operativa e finanziaria (come spesso ricordato) prospettano una contrazione significativa dei margini anche in uno scenario di recessione lieve (da escludersi peraltro almeno per i prossimi due trimestri). In ogni modo, un chiaro contesto recessivo è probabilmente già in questi prezzi con un significativo rischio di *downside* ancora sull'equity. Riflettendo piuttosto l'elevata avversione al rischio, i contenuti tassi d'interesse non possono, nel breve, promuovere alcuna espansione nei multipli, finché la fase finale della compressione dei margini non diverrà visibile.



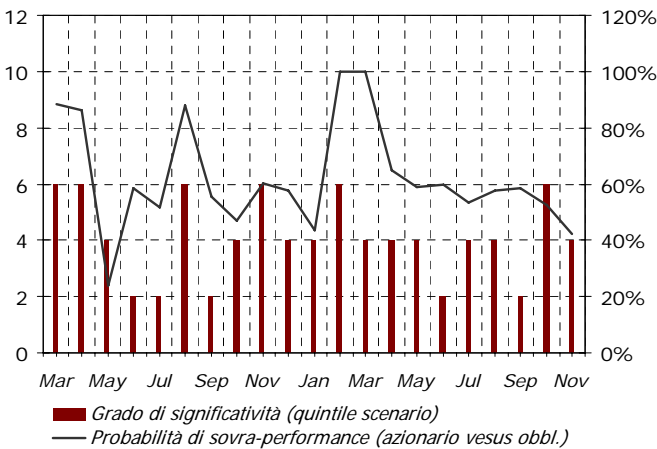
* Il Modello Abax Stock-Bond è un modello a supporto della decisione di l'Asset Allocation tattica fra bond governativi (indice Gov Emu. Thomson Financial Ds) e azionario mercati sviluppati (indici S&P 500 e DJ Euro Stoxx 50). Nel presente documento, se non altrimenti specificato, per le due classi di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

2 MODELLO ABAX STOCK-BOND – INDICATORE TATTICO COMPLESSIVO

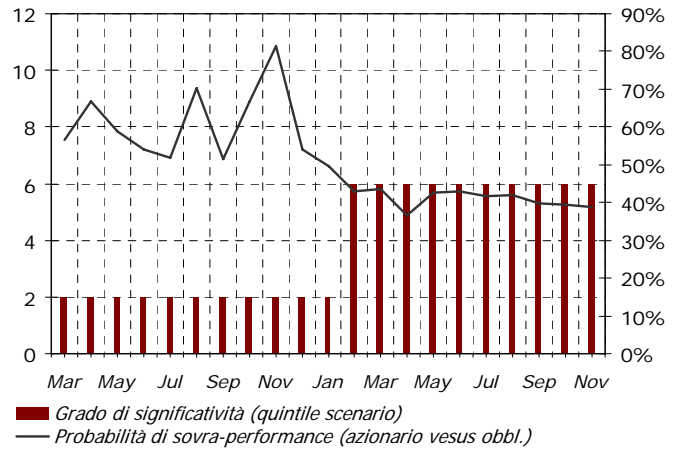


* Il segnale fornito dal modello è da considerarsi una misura di probabilità. All'interno della banda di non significatività il segnale è non informativo (numero di segnali corretti = numero di segnali errati). A di fuori di quella il tasso di segnali corretti va da 50% a 70%. Per i dettagli si veda l'appendice.

3 FATTORE - VOLATILITÀ CONDIZIONALE



4 FATTORE - DIVIDEND YIELD

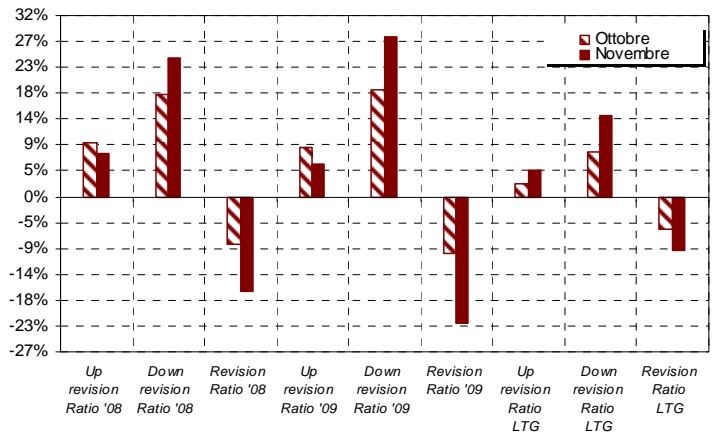


Le barre al fondo indicano il grado di significatività del fattore in quel preciso scenario dei cinque considerati. La scala di riferimento di sinistra è puramente convenzionale e da intendersi nel senso di: 2=poco o quasi non significativo, 4=mediamente significativo, 6=molto significativo (per i dettagli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

5

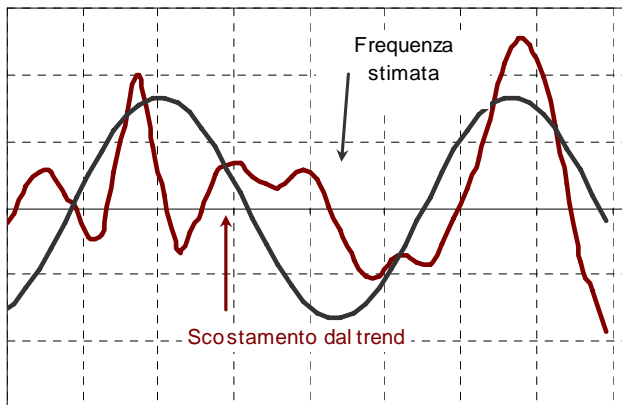
FUNDAMENTAL ANALYST'S REVISION RATIOS*

	Fisc. Year '08		Fisc. Year '09		Long Term	
	OTT	NOV	OTT	NOV	OTT	NOV
Up Rev. Ratio	9.4	7.7	8.6	5.6	2.1	4.7
Dn Rev. Ratio	17.7	24.2	18.5	27.8	7.9	14.1
Tot R. Ratio	-8.3	-16.6	-9.9	-22.1	-5.7	-9.4



6

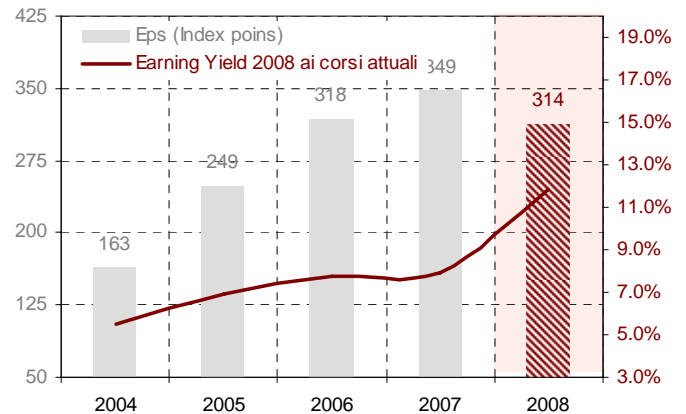
EUROSTOXX 50 – "CICLO DEGLI UTILI"



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

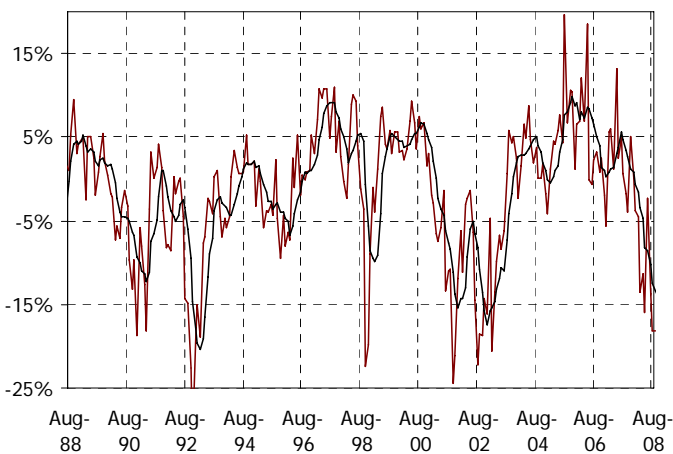
7

EUROSTOXX 50 – EPS, EARNING YIELD



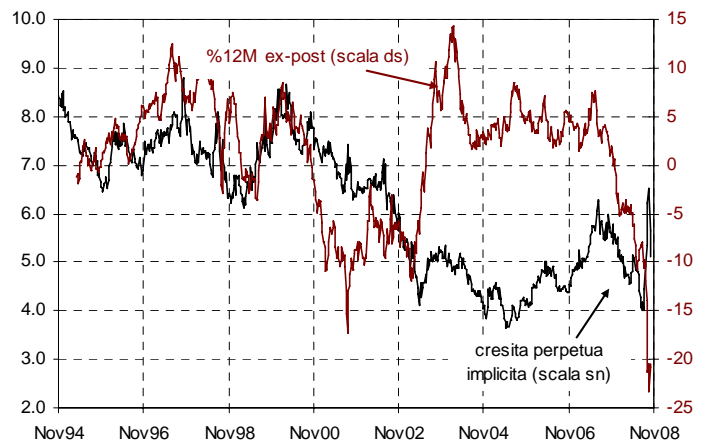
8

EUROSTOXX 50 – EPS A 18 MESI REVISION RATIO



9

EUROSTOXX 50 - CRESCITA DIVIDENDI EX-POST ED IMPLICITA



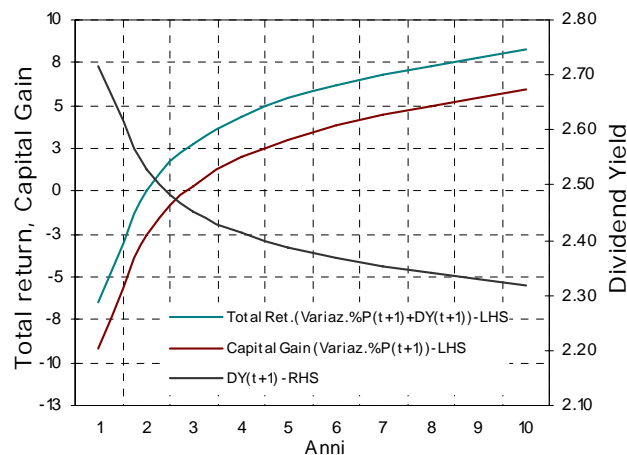
* Il Revision Ratio rappresenta la percentuale di revisioni al rialzo (UP) meno quella a ribasso (Down(Dn) nelle stime I/B/E/S sugli utili societari attesi delle constituents dell'indice DJ Euro Stoxx 50 (50 blue chips dell'area Euro). NB LTG indica le stime di crescita di lungo periodo.

MACROECONOMIC ASSUMPTION PARAMETERS

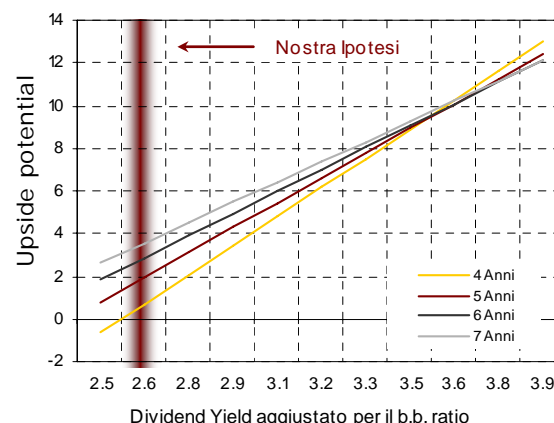
SHORT-RUN	
Debt to Equity Ratio	0.55
Pay-out Ratio (attuale)	0.38
Buy-back Ratio	8.1%
Actual Observerd DY	2.40
Adjusted DY	2.59
LONG-RUN	
Economic Growth	2.60
Nominal Int. Rate	4.60
Real Risk F. Rate	2.20
Risk Premium	4.25
Debt to Equity Ratio	0.34
Inflation	2.50
Equity Tot. Nominal Ret.	8.95
Equity Tot. Real Ret.	6.45
Nominal Earning G.	5.98
Real Earning Growth	3.48
Long Run Equilib. DY	2.80

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 L'EQUILIBRIO DI LP. CON LE ASSUNZIONI DI BUY BACK RATIO



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").

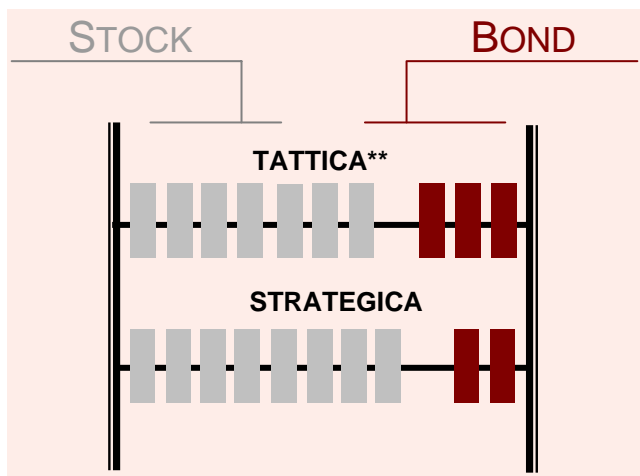
MACROECONOMIC PROJECTION

	GDP	Inflation	Earning G.	Pay-out R.	Dividend G.	Capital Gain**	DY**
2008	1.1	3.4	1.0	0.39	-2.0	-9.1	2.72
2009	2.0	3.0	4.0	0.39	4.5	-2.5	2.53
2010	2.4	2.2	5.9	0.40	6.4	0.3	2.45
2011	2.6	2.2	6.2	0.40	6.7	2.0	2.41
2012	2.6	2.2	6.2	0.41	6.7	3.0	2.39
2013	2.6	2.2	6.2	0.41	6.7	3.8	2.37
2014	2.6	2.2	6.2	0.42	6.7	4.4	2.35
2015	2.6	2.2	6.2	0.42	6.7	5.0	2.34
2016	2.6	2.2	6.2	0.43	6.7	5.5	2.33
2017	2.6	2.2	6.2	0.43	6.7	5.9	2.32
2018	2.6	2.2	6.2	0.44	6.7	6.4	2.31

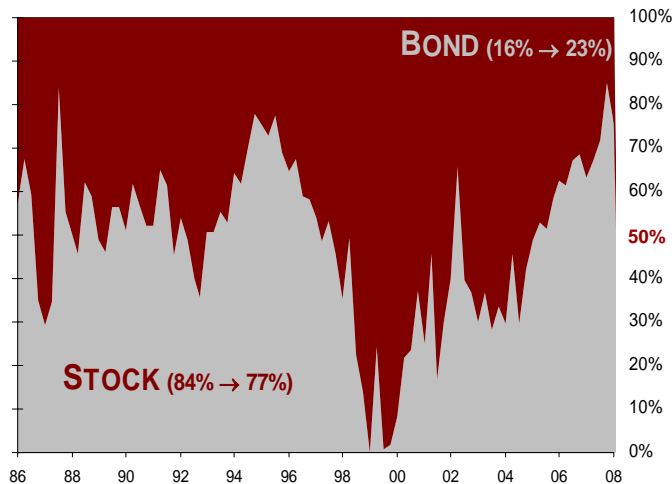
**Si riferisce al grafico in alto e rappresenta il potenziale C. Gain nei prossimi 12 mesi nell'ipotesi che il mercato si aggiusti al proprio valore di equilibrio di lungo periodo nell'anno di riferimento (il range che noi suggeriamo è tra i 4 e i 7 anni (fascia 2010-2013)).

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.

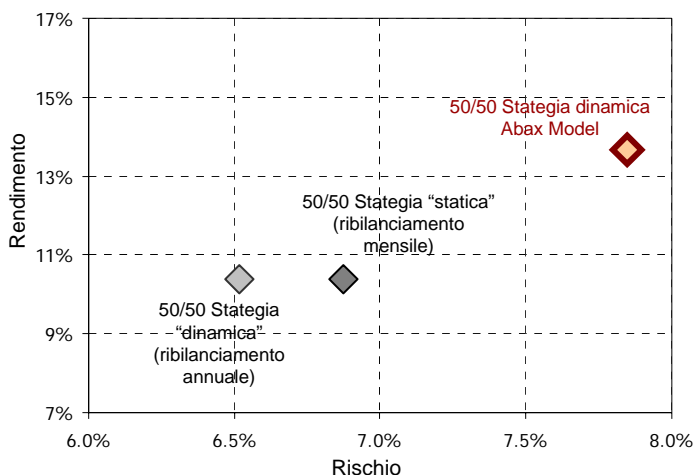
ALLOCAZIONE STOCK-BOND AREA EURO*



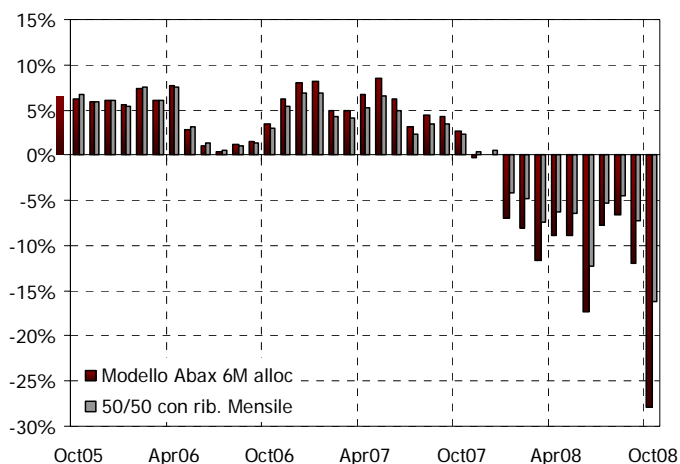
ALLOCAZIONE STRATEGICA (6/12 M) PRESENTE E PASSATA



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.

NOVEMBRE 2008

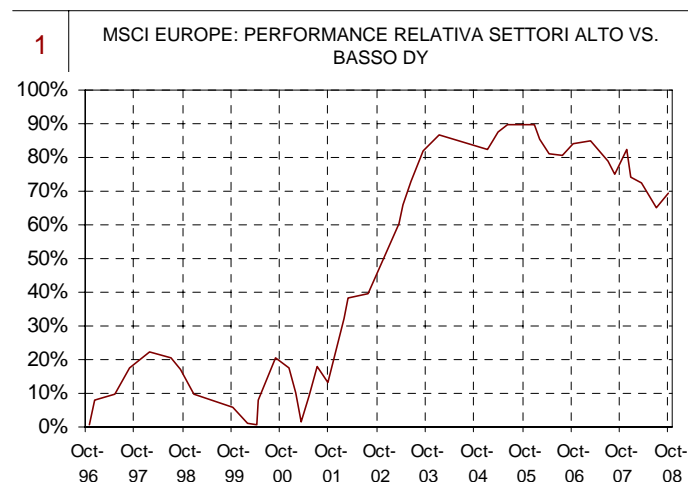
Sector Rotation Model*

LA SOSTENIBILITÀ DEL PAY-OUT RATIO RISULTERÀ IL FATTORE CHIAVE DELLE PROSSIME DINAMICHE INTERNE AI MERCATI EQUITY

Con l'intensificarsi della situazione di crisi creditizia e tensione nel mercato dei capitali le prospettive in termini di redditività delle imprese continuano a ripresentarsi più incerte e pessimistiche. Le stime top-down, probabilmente le più appropriate nel presente contesto, si effettuano principalmente considerando la distribuzione storica della caduta dal picco al minimo delle fasi di contrazione dell'attività economica. Al di là delle peculiarità del calo dei profitti bancari indotta dai *write-off*, in aggregato alla fine delle terze trimestrali del mercato europeo ci troviamo già con un EPS in calo di ben il 20% sui precedenti picchi. Stimiamo per i prossimi 3-4 trimestri ancora un ulteriore calo grossomodo di tale entità, che però dovrebbe ora interessare maggiormente i settori delle materie prime nonché i ciclici anche dei mercati retail. Gli energetici, nonostante abbiano già subito il pesante calo del greggio, paiono per nulla avere facili spazi di profitto, piuttosto invece al momento risultare vulnerabili alle incertezze non già di elevata domanda bensì di remunerazione degli investimenti pianificati – come messo nuovamente in evidenza dall'ultimo rapporto IEA. In ogni modo sembra ragionevole ritornare a *benchmark* su tale settore già molto in sottopeso in precedenza.

In generale la strategia difensiva settoriale si conferma soprattutto in favore dei settori value con una particolare stabilità/sostenibilità soprattutto dei pay-out. Se infatti dagli inizi dello scoppio della bolla hi-tech le strategie *value tout court* sono, pressoché sempre, risultate vincenti nel battere l'indice di mercato (fig. 1) naturalmente non sarà così, o solo così, nel

presente contesto. Il 35% del monte dividendi del mercato europeo è infatti fornito dal comparto finanziario che, naturalmente è ad alto rischio di riduzione – almeno del 50-70%. A nostro avviso la contrazione del pay-out rappresenta il “*risk-driver*” nel prossimo futuro nel contesto dei mercati equity, sia a livello settoriale che, e soprattutto a livello di singolo nome. A tale riguardo e per ciò che concerne la sola scelta settoriale ci pare di individuare due comparti che, rispetto a tutti gli altri paiono meno esposti a tale rischio. Le telecomunicazioni, che hanno complessivamente una bassa leva finanziaria, e il *pharma/health-care* i cui principali player hanno esplicitamente ha confermato tale obiettivo per il 2009.



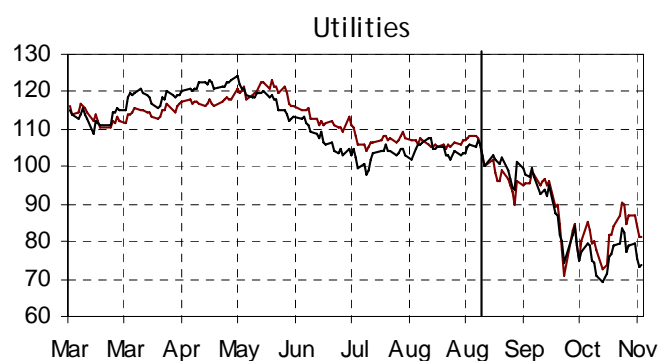
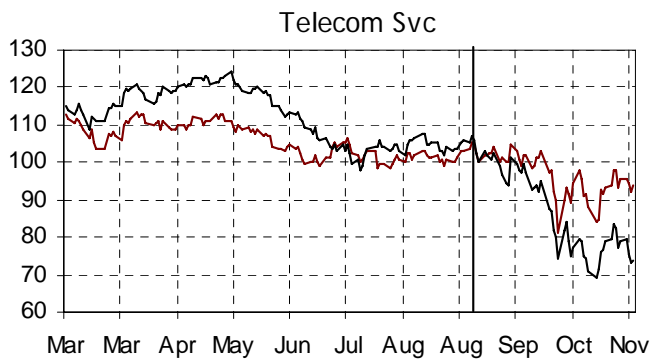
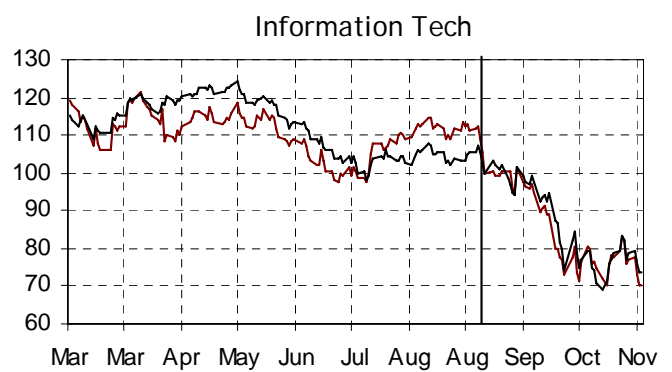
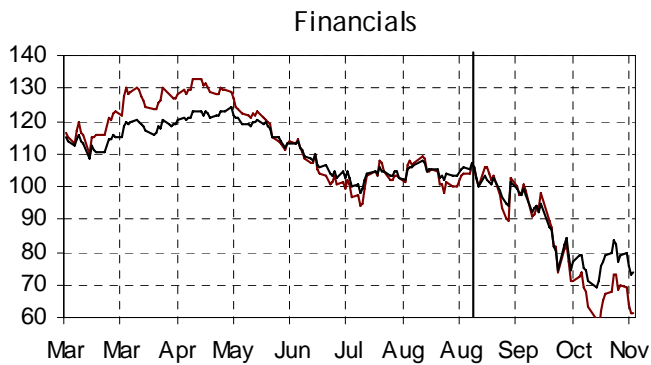
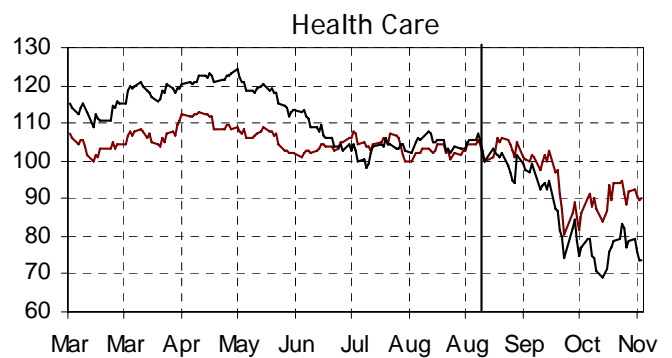
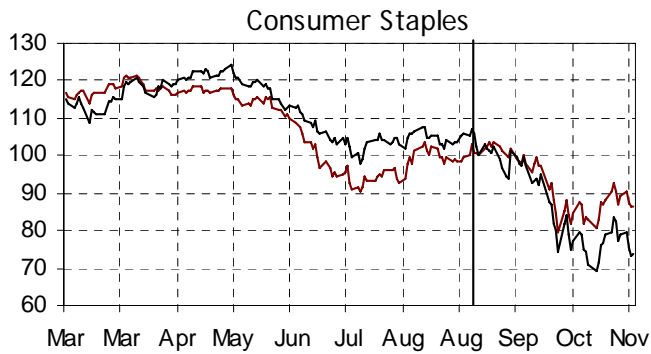
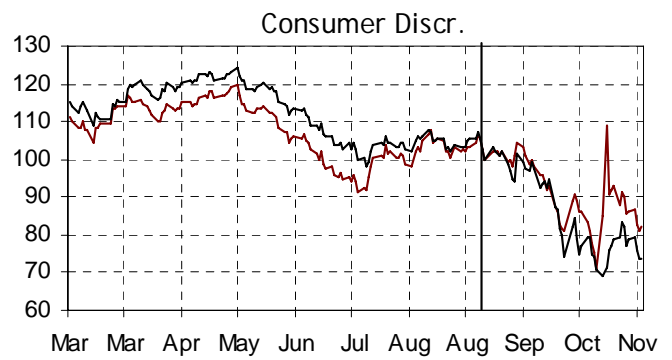
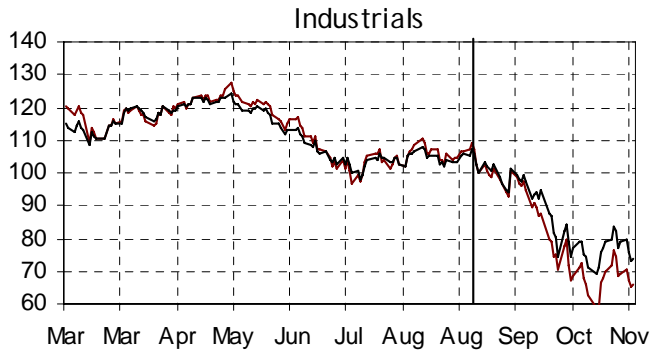
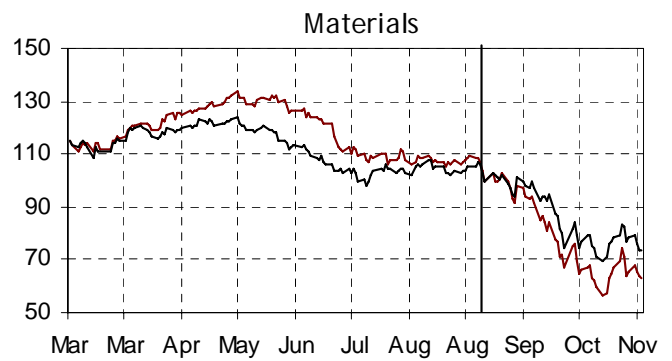
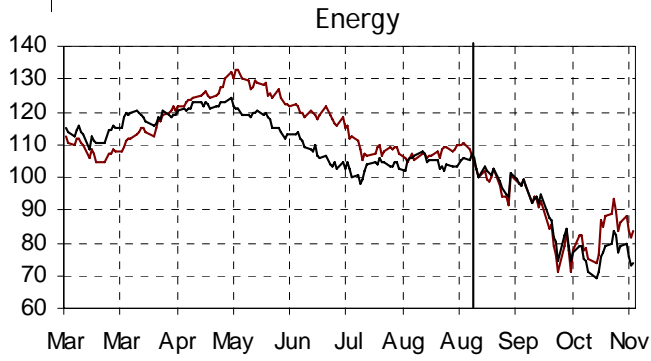
* Il Modello Abax Sector-Rotation è un framework quantitativo per la gestione attiva dell'esposizione dinamica settoriale di un portafoglio azionario che investe in area Euro (indice di riferimento MSCI Emu e la classificazione settoriale è il 1° livello della Global Industrial Classification Standard (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

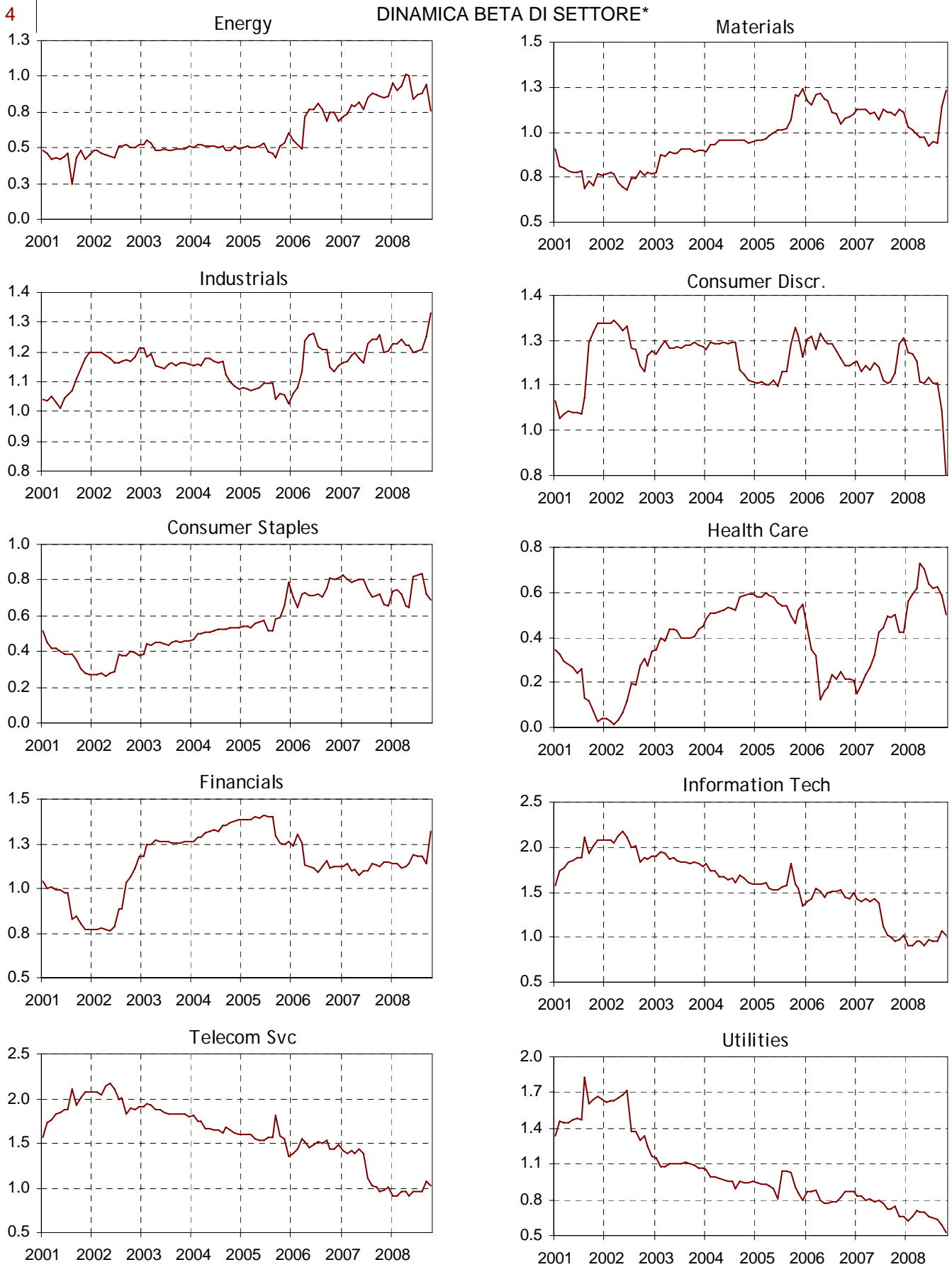
Sector	wgt	Performance		Fundamentals (Current)				I/B/E/S (Current)			
		Last Month	Last Year	B/P	D/P	E/P	ROE	Analyst Rev.	EPS Growth	Exp. E/P	LT Growth
Energy	7.9	-4.91	-39.18	1.50	6.13	18.10	27.99	-5.20	-12.17	15.89	9.58
Oil, Gas & Consumable Fuels	7.6	-5.89	-37.11	1.26	6.94	20.16	23.70	-17.25	-8.20	18.51	5.38
Materials	3.8	-16.66	-44.46	1.22	5.42	11.82	33.00	-43.33	14.32	13.52	2.50
Chemicals	2.4	-6.67	-33.18	1.53	4.81	8.29	43.50	-32.50	18.94	9.86	6.22
Construction Materials	1.0	-18.98	-47.36	0.90	5.11	15.85	23.24	-64.00	0.60	15.94	-2.23
Metals & Mining	0.4	-33.17	-62.66	1.07	7.10	22.45	26.63	-34.00	24.18	27.87	2.14
Industrials	7.4	-13.00	-49.95	1.62	5.86	11.20	22.55	-22.71	12.02	12.54	4.83
Aerospace & Defense	0.6	-9.20	-48.23	0.81	2.50	13.46	2.87	-5.00	-1.62	13.24	13.97
Air Freight & Logistics	0.7	-19.41	-50.48	2.11	7.39	12.84	31.43	-77.00	-9.92	11.56	6.28
Airlines	0.2	-16.28	-44.51	0.70	11.94	13.09	28.86	-68.00	6.51	13.94	-3.04
Building Products	0.4	-10.99	-58.89	0.73	7.13	19.69	10.21	-44.00	-9.46	17.82	-3.59
Construction & Engineering	1.3	-7.41	-44.44	1.75	5.50	13.01	27.00	4.00	-1.69	12.79	6.65
Electrical Equipment	0.9	-16.41	-46.89	2.95	4.35	10.92	32.42	-12.00	9.34	11.94	5.53
Industrial Conglomerates	2.1	-13.46	-54.81	0.99	4.37	7.00	16.36	-20.50	67.02	11.69	-1.72
Machinery	0.4	-27.68	-62.80	1.33	8.83	24.21	34.04	-28.00	-3.45	23.38	-3.38
Transportation Infrastructure	0.7	0.42	-43.00	2.21	4.57	6.57	14.58	-0.50	24.42	8.17	13.71
Consumer Discretionary	16.7	-15.88	-40.65	2.26	6.30	9.80	18.19	-44.56	-7.24	9.09	4.67
Auto Components	0.2	-17.59	-55.42	1.01	4.20	13.83	15.54	-75.00	-13.63	11.95	1.58
Automobiles	12.4	-20.59	-40.72	0.99	7.71	13.47	13.50	-47.00	-17.51	11.11	1.07
Hotels Restaurants & Leisure	0.3	-20.24	-51.40	1.95	11.10	9.43	22.67	-65.00	3.02	9.71	3.40
Media	1.2	1.92	-27.76	6.12	5.34	10.35	31.08	-11.50	-6.08	9.72	9.38
Multiline Retail	0.2	-24.74	-69.93	0.51	9.18	23.58	10.14	-63.00	-21.45	18.53	7.10
Specialty Retail	0.6	-10.00	-50.33	4.08	4.18	8.07	32.72	-19.00	4.50	8.43	10.87
Textiles, Apparel & Luxury Goods	1.8	-13.11	-30.83	3.26	3.11	5.68	19.07	-45.25	1.42	5.76	8.43
Consumer Staples	8.9	-2.99	-35.82	2.40	3.34	7.16	26.03	-10.67	13.09	8.10	10.48
Food & Staples Retailing	1.6	2.96	-37.36	2.03	3.43	8.37	34.26	-15.67	7.34	8.98	10.69
Food Products	3.1	-3.03	-23.98	3.18	3.31	6.10	44.63	21.00	12.72	6.87	8.34
Beverages	1.6	-11.36	-46.12	1.71	4.80	9.14	15.23	1.67	10.52	10.10	14.29
Household Products	0.7	-4.05	-41.98	1.55	2.49	6.05	16.55	-11.50	70.85	10.34	7.94
Personal Products	1.9	1.71	-23.73	4.04	1.92	6.04	20.78	-52.50	-9.77	5.45	9.13
Health Care	5.3	4.07	-17.14	1.90	2.79	5.30	23.35	-11.17	44.07	7.64	10.67
Pharmaceuticals	4.3	2.92	-21.61	1.60	4.08	4.73	33.61	-6.00	104.32	9.66	6.87
Financials	21.9	-22.99	-57.08	0.80	12.72	16.26	18.04	-45.51	-16.11	13.64	4.77
Commercial Banks	13.7	-27.42	-62.47	0.63	12.83	16.23	16.38	-46.54	5.55	17.13	7.75
Diversified Financial Services	1.9	-17.97	-59.42	1.28	20.03	16.94	20.50	-4.80	-18.79	13.76	-0.93
Insurance	5.1	-14.34	-40.76	1.04	8.08	14.53	23.72	-66.29	-36.11	9.28	0.16
Information Technology	3.0	-13.29	-50.74	2.92	2.40	11.52	19.45	-35.00	-86.25	1.58	4.19
Communications Equipment	1.6	-19.23	-65.77	1.54	2.71	28.41	13.99	-52.50	-95.96	1.15	-0.47
Software	1.4	-1.43	-20.67	5.67	1.79	5.26	30.37	0.00	24.33	6.54	13.49
Telecommunication Services	9.8	6.42	-34.72	3.29	8.04	8.36	28.31	-3.89	NA	NA	2.36
Diversified Telecommunication Services	9.8	6.42	-34.72	3.29	8.04	8.36	28.31	-3.89	17.32	9.81	2.36
Utilities	15.4	-3.51	-31.17	1.89	4.38	9.61	17.27	-5.93	-16.25	8.05	12.69
Electric Utilities	8.1	-4.73	-35.32	2.15	4.97	10.06	19.79	4.75	-17.64	8.28	10.76
Gas Utilities	0.4	-0.29	-43.94	1.65	4.78	9.73	16.36	-17.00	2.72	9.99	10.27
Multi Utilities	6.5	-0.60	-28.22	1.70	4.24	11.54	16.45	-21.20	-20.40	9.19	10.36

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 RELATIVE*

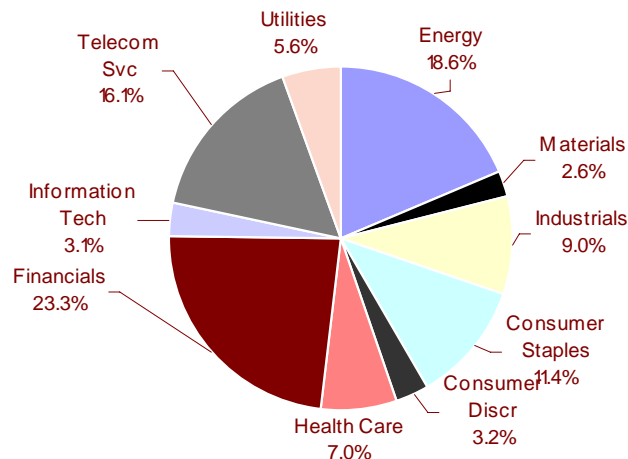
	Performance				Energy	Materials	Industrials	Consumer Discr	Consumer Staples	Health Care	Financials	Information Tech	Telecom Svc	Utilities
	1M	3M	6M	1Y										
Cur_Mkt_Cap	++	++	++	++	+	n	n	+	+	+	+	+	+	+
Ebitda_Margin	n	+	+	-	+	+	+	+	+	+	++	+	++	++
Ebit_Margin	n	+	-	-	+	+	+	+	+	+	++	+	++	++
Prof_Margin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

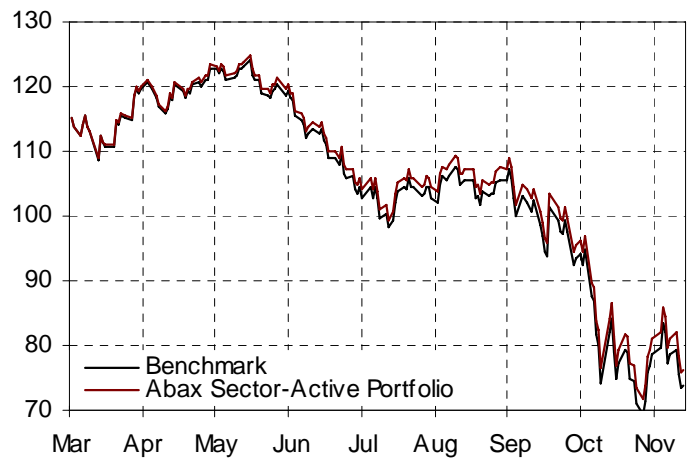
6

ATTUALE ALLOCAZIONE SETTORIALE

	Allocazione					Nuova
	Bnk P.	in essere				Allocazione
Energy	12.4	18.6	0.0	6.2	0.0	18.6
Materials	5.2	2.6	-2.6	0.0	0.0	2.6
Industrials	6.9	10.3	-1.3	2.2	0.5	9.0
Consumer Staples	10.8	10.9	0.1	0.6	0.6	11.4
Consumer Discr	6.5	9.0	-5.8	-3.2	-3.2	3.2
Health Care	4.7	2.3	2.4	2.3	4.7	7.0
Financials	27.1	21.6	5.5	1.7	-3.8	23.3
Information Tech	5.6	6.5	-0.9	-2.5	-3.4	3.1
Telecom Svc	12.2	13.8	1.6	3.9	2.3	16.1
Utilities	8.7	4.4	4.3	1.3	-3.1	5.6
	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

NOVEMBRE 2008

MODELLO INTEREST RATE T.S.*

AREA EURO: CONGIUNTURA

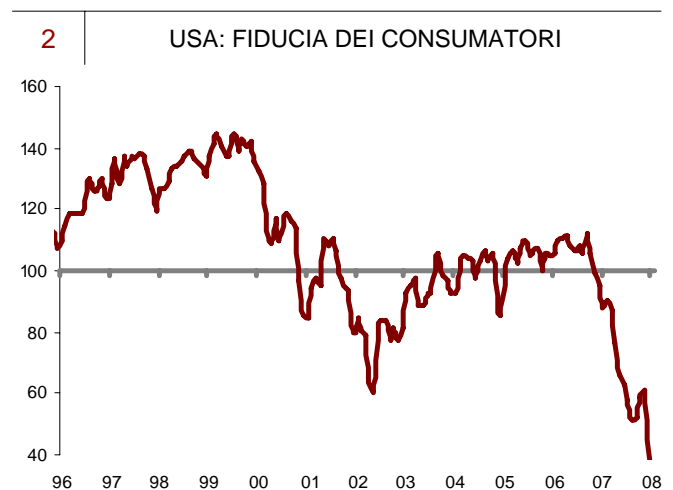
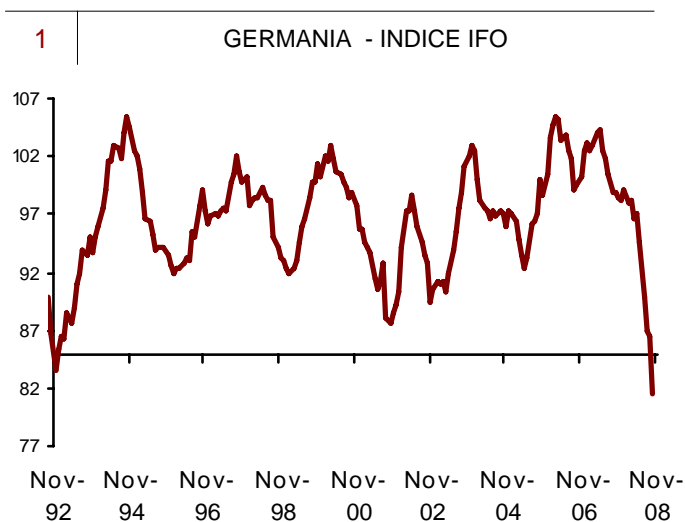
La stima preliminare Eurostat sull'andamento del PIL nel terzo trimestre sancisce l'ingresso in recessione dell'area Euro per la prima volta dalla nascita della moneta unica. Il PIL è sceso dello 0.2% T/T (risultato leggermente migliore delle attese ed uguale a quello del trimestre precedente). Il tendenziale annuo è sceso allo 0.7% A/A, minimi dal 1T 2002. Il risultato è inferiore a quello degli USA (-0.1% T/T, +0.8% A/A), che però dovrebbe essere rivisto al ribasso.

Il calo del PIL regionale è causato soprattutto dall'estrema debolezza di Germania e Italia (la prima e la terza economia dell'area); tassi di crescita decenti si

sono comunque registrati solo in Grecia (0.5%) e Cipro (0.6%).

Il PIL tedesco è sceso dello 0.5% T/T (consensus - 0.2%). Con il -0.4% T/T del 2T, la Germania entra in recessione tecnica per la seconda volta nel decennio (dopo il primo semestre 2003). Il tendenziale annuo resta positivo (+0.8% A/A).

I dettagli verranno diffusi solo il 25 novembre; si sa solo che la modesta crescita dei consumi (dopo 3 trimestri negativi) è stata compensata dal forte contributo negativo dell'export netto. Negli ultimi anni le esportazioni hanno aiutato l'economia tedesca a sovraperformare il resto



* 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	3.75	3.25
Eurib. 3M	4.86	5.05	4.15
2Y	3.97	2.97	2.18
5Y	4.00	3.54	2.82
10Y	4.18	4.01	3.59
30Y	4.67	4.51	4.29

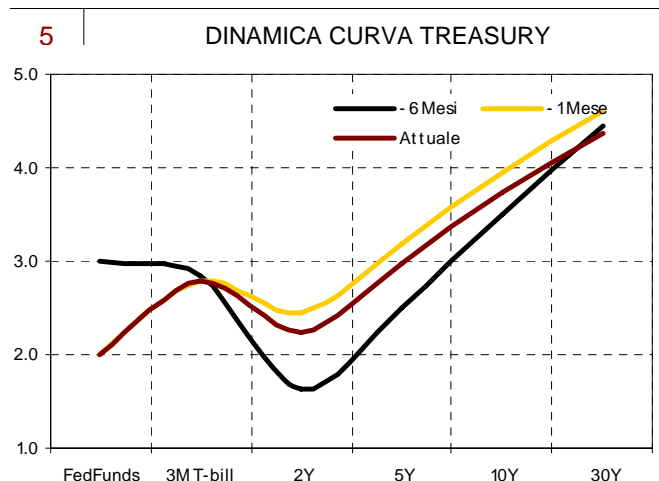
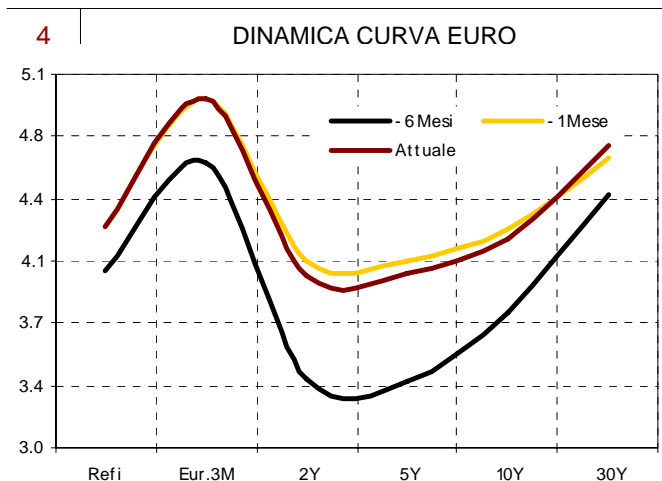
Treasury	- 6 Mesi	- 1 Mese	Attuale
FedFunds	2.00	1.50	1.00
3M T-bill	2.68	4.63	2.30
2Y	2.46	1.62	1.15
5Y	3.14	2.85	2.22
10Y	3.88	3.97	3.57
30Y	4.63	4.35	4.19

* I dati si riferiscono alla rilevazione di fine mese scorso

della regione, ora la stanno frenando (per il trimestre in corso è atteso un risultato in linea coi due precedenti).

Decisamente negativo il dato italiano: il PIL è calato dello 0.5% T/T (consensus -0.2%) mentre il secondo trimestre è stato rivisto a -0.4% T/T (da -0.3%). Il tendenziale, a -0.9% A/A, è il peggiore dal primo trimestre 1993. L'Italia torna così in recessione (ultima volta 4T 04 e 1T 05), con un quadro che però questa volta ricorda molto il periodo 1992-93 (quando si videro sei trimestri negativi). Il PIL cala anche in Spagna: il -0.2% T/T è il primo dato negativo dal 1993 (il risultato sarebbe stato molto peggiore senza il forte contributo

positivo dell'export netto, causato dal crollo delle importazioni), mentre cresce marginalmente in Francia. Il PIL francese aumenta dello 0.1% T/T (consensus -0.1%) grazie al sorprendente risveglio dei consumi (+0.2% T/T) e alla tenuta degli investimenti aziendali (+0.3% T/T). Il peggioramento della congiuntura è ancor più evidente nel manifatturiero: a settembre la produzione industriale nella regione è scesa dell'1.6% M/M, portando il tendenziale annuo a -2.4% A/A (minimo dal dicembre 2001). Nel terzo trimestre l'output è sceso dello 0.9% T/T (-0.6% T/T nel 2T). Particolarmente debole il dato italiano: -2.1% M/M (peggior risultato del decennio) e trimestre che si chiude a -1.7% T/T (-0.7% nel 2T).



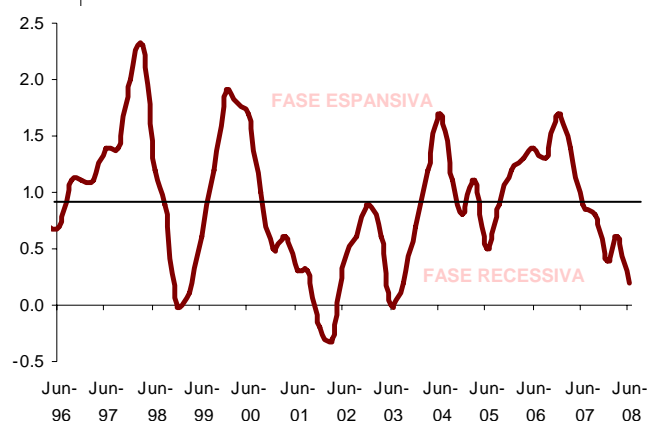
6 DINAMICA DELLA SPESA PER COSTRUZIONI (VAR %YOY)

	Sept.	Aug.	July	June	May
Eurozone	-3.8	-1.7	-3.2	-2.8	-1.8
Belgium		-2.9	11.2	-2.1	4.0
Germany	-0.4	1.3	-2.8	-0.2	-0.6
Spain	-24.1	-8.4	-14.4	-15.9	-11.6
France	-1.1	-2.2	-0.3	0.3	-2.6
Luxembourg		-4.1	-2.6	-1.7	1.9
Netherlands	6.7	0.0	6.2	4.5	5.3
Austria		-0.1	-2.5	-5.8	3.2
Sweden	-19.8	8.4	7.8	5.9	8.6
United Kingdom	-1.8	1.2	1.4	10.4	1.1

Confermato infine il calo di 4 decimi dell'inflazione regionale, che ad ottobre si assesta al 3.2% A/A grazie soprattutto al forte calo dei prezzi energetici. La misura dell'inflazione core preferita dalla BCE scende di un decimo al 2.4% A/A.

Uno dei fattori principali all'origine della debolezza della domanda interna trimestre è stato il netto calo degli investimenti, diminuiti dell'1 per cento nell'ultimo trimestre. La scomposizione degli investimenti fissi lordi per tale periodo evidenzia una brusca flessione degli investimenti in costruzioni e un lieve calo degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni. Gli investimenti delle imprese hanno segnato un rallentamento, riconducibile all'inasprirsi delle condizioni di finanziamento e al deteriorarsi delle prospettive per la domanda e la redditività. A tale moderazione ha contribuito anche un ulteriore calo delle pressioni sulla capacità produttiva. In particolare, la Commissione europea il grado di utilizzo della capacità produttiva nel

7 AREA EURO PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO AGGREGATA



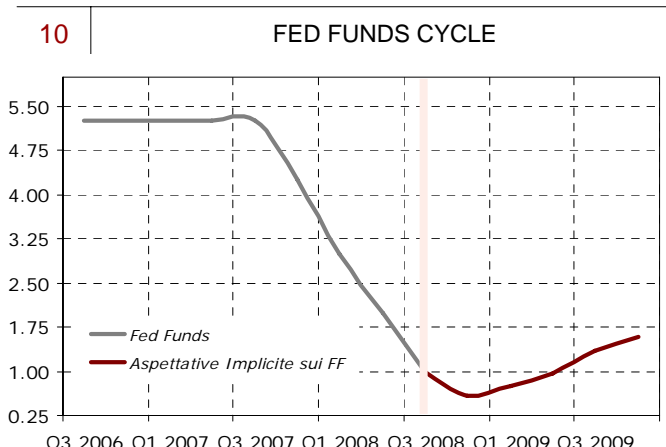
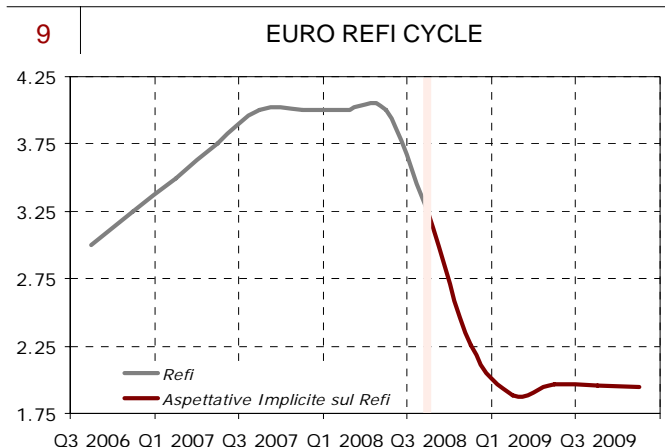
settore industriale è sceso al di sotto della sua media di lungo periodo in ottobre. L'atteso peggioramento delle prospettive economiche interne ed esterne, l'accresciuta incertezza e i più elevati costi di finanziamento dovrebbero proseguire a frenare l'espansione degli investimenti nei prossimi trimestri.

I consumi si sono mostrati in calo di riflesso, ed in ritardo, alla reazione delle famiglie ai consistenti rincari delle materie prime, che hanno compresso i redditi reali, nonché alla diminuzione della ricchezza finanziaria. Per quanto riguarda il terzo trimestre, gli indicatori disponibili suggeriscono che i consumi privati sono rimasti contenuti. Il volume delle vendite al dettaglio nell'area dell'euro è aumentato dello 0,1 per cento e le immatricolazioni di nuove autovetture sono scese dell'1,2 per cento rispetto al trimestre precedente.

Prospettivamente, i recenti cali generalizzati dei prezzi delle materie prime dovrebbero sostenere i redditi

8 AREA EURO – CONGIUNTURA DELL'ATTIVITÀ INDUSTRIALE

Variaz. Y/Y	Feb	Mar	Apr	Mag	Giu	Lug	Ago	Set	Ott
PMI-Manuf (Indice)	52.3	52.0	50.7	49.1	49.2	47.4	47.6	45.0	41.1
Produzione Industriale	3.3	1.6	4.0	-0.3	-0.4	-1.1	-0.7	na	na
Beni intermedi	2.0	0.6	2.6	-0.7	-1.5	-1.7	0.0	-3.5	na
Beni capitali	6.9	3.3	7.6	2.6	1.4	-0.2	0.8	-0.9	na
Consumi Durevoli	-0.8	-3.4	1.1	-5.3	-4.6	-5.4	-6.0	-6.7	na
Bilancia comm. (EUR bn.)	2.4	-1.0	1.4	-1.0	-3.9	-6.4	-5.7	-5.7	na

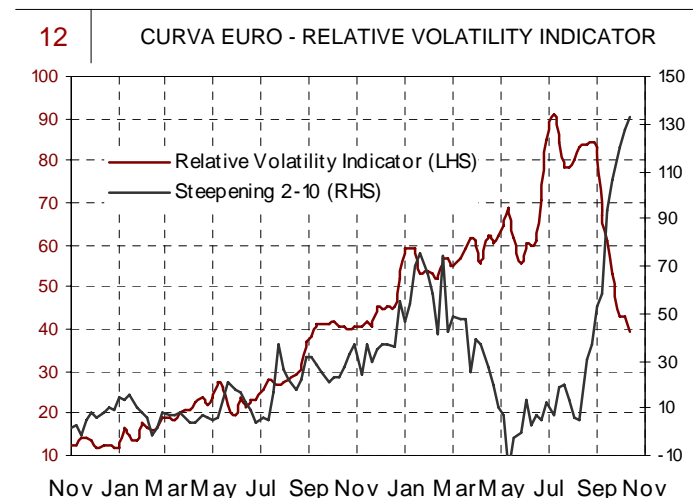
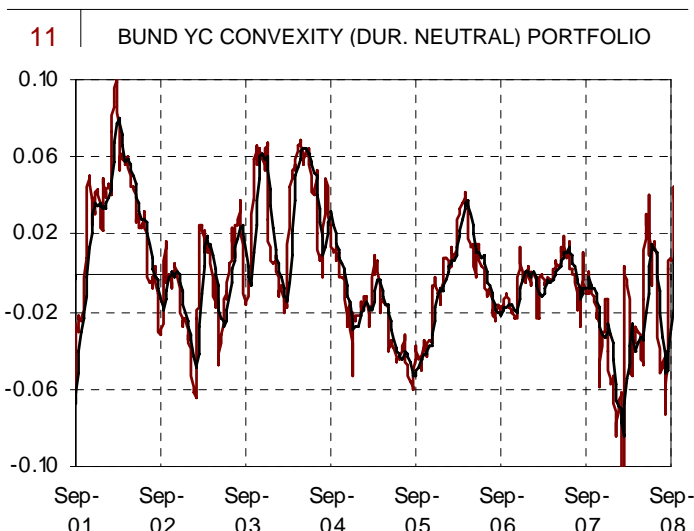


disponibili e stimolare pertanto la spesa delle famiglie. Ciò potrebbe, seppur parzialmente, controbilanciare gli effetti negativi delle turbolenze finanziarie sulla fiducia delle famiglie. L'unico indicatore finora disponibile per il quarto trimestre è rappresentato dalla fiducia dei consumatori che in ottobre ha registrato la seconda maggiore flessione mensile per entità dall'avvio dell'indagine nel 1985, scendendo sui livelli più bassi mai registrati dal 1994, a riflesso di accresciuti timori circa la situazione economica generale e le prospettive per il mercato del lavoro.

uno stallo in tele vistoso rally, con mercati dei bond che dovrebbero tutto sommato rimanere in range. In particolare tre sono gli aspetti degni di nota a riguardo: innanzitutto come il contesto di dinamica macroeconomica rimanga molto favorevole a titoli a reddito fisso e ad alta qualità di rating creditizio. L'attività economica infatti è in continuo calo e l'inflazione è in chiaro trend negativo. In secondo luogo le anche le aspettative di crescita continuano a subire revisioni a ribasso. Di conseguenza le politiche economiche sia monetarie che fiscali si sono volte verso orizzonti meno ortodossi e stimolativi, sia all'interno del mondo G7 che per ciò che concerne il mondo in sviluppo (bric in modo particolare). Sebbene una ampia emissione di bond governativi può in questo contesto essere facilmente assorbita dal mercato, future politiche espansive coordinate possono consentire la fissazione di un floor nella dinamica dei tassi di politica monetaria. Infine, il deleveraging proseguirà almeno fin tutta la prima parte del prossimo anno, facendosi sentire a tutti i livelli del

GOVIES IN TRADING-RANGE, PER IL MOMENTO

Dalla scorsa pubblicazione il segmento 5-10Y dei bond governativi dell'area euro ha messo a segno apprezzamenti in conto capitale tra il 2 e il 3%, decisamente il mercato govies che ha meglio preformato a livello globale. Da qui alla fine dell'anno ci attendiamo



13

MERCATO DEL DEBITO SOVRANO – PERFORMANCE** –

Segmento	Performance % complessiva da		
	1 Mese	1 Trim.	2 Trim.
Euro Short Term (1-3)	0.44	2.06	0.94
Euro Medium Term (3-5)	0.35	2.97	-0.27
Euro Medium Term (5-7)	0.49	3.84	-0.77
Euro Long Term (7-10)	0.62	4.11	-0.99
Euro Long Term (>10)	-0.33	3.30	-1.43
US Short Term (1-3)	0.48	1.82	0.49
US Medium Term (3-5)	1.19	3.82	0.06
US Medium Term (5-7)	1.22	4.41	-0.15
US Long Term (7-10)	1.55	5.04	0.40
US Long Term (>10)	2.83	6.63	1.94

* Thomson Financial Emu e US Government Bond Tracker Index

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

mercato dei capitali, limitando l'*upside* di tutti gli *assets* rischiosi.

Tatticamente le nostre indicazioni si possono riassumere nel modo seguente. Mantenimento di una *view* positiva per il mercato dei bond governativi (euro in particolar modo), con ancora tendenze ad uno *steepening* delle curve (UK in modo particolare).

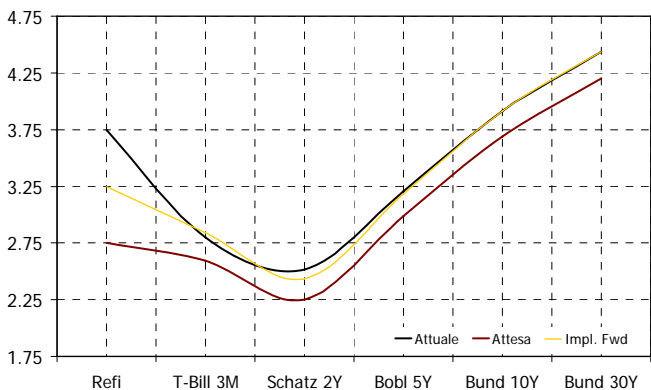
Per ciò che concerne il rischio di credito, fatte salve le considerazioni di carattere generale sugli *assets* rischio si attuali, in termini relativi ci pare fortemente cresciuta l'attrattività relativa dei segmenti governativi emergenti, rispetto soprattutto agli *high yield* US e Euro.

14

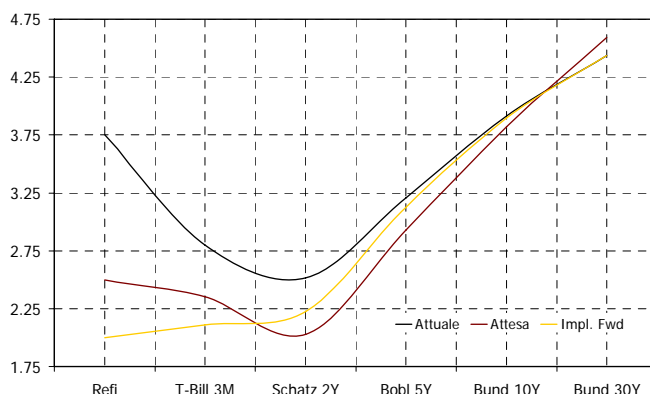
PREVISIONI TASSI D'INTERESSE

Segmento	Attuale	Previsioni ad	
		1 Mese	1 Trimestre
Refi	3.75	2.75	2.50
T-Bill 3M	2.80	2.59	2.35
Benchmark Schatz 2Y	2.52	2.25	2.03
Benchmark Bobl 5Y	3.20	2.99	2.93
Benchmark Bund 10Y	3.91	3.69	3.82
Benchmark Bund 30Y	4.44	4.20	4.59
Fed Funds	1.00	1.00	1.00
T-bill 3M	0.44	0.57	0.54
Treasury 2Y	1.61	1.65	1.86
Treasury 5Y	2.79	2.77	3.02
Treasury 10Y	4.02	4.03	4.21
Treasury 30Y	4.40	4.49	4.68

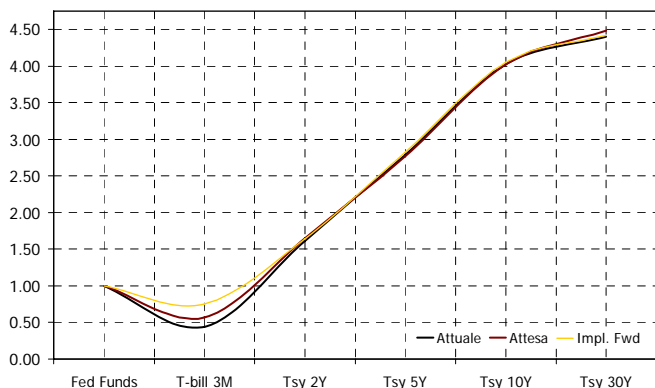
15 CURVA EURO: PREVISIONE AD UN MESE



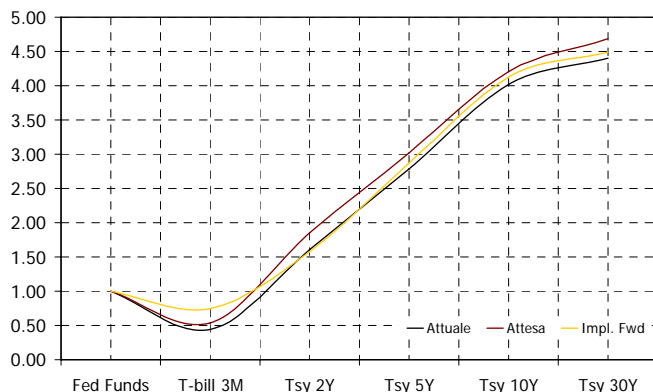
16 CURVA EURO: PREVISIONE AD UN TRIMESTRE



17 CURVA TSY: PREVISIONE AD UN MESE



18 CURVA TSY: PREVISIONE AD UN TRIMESTRE

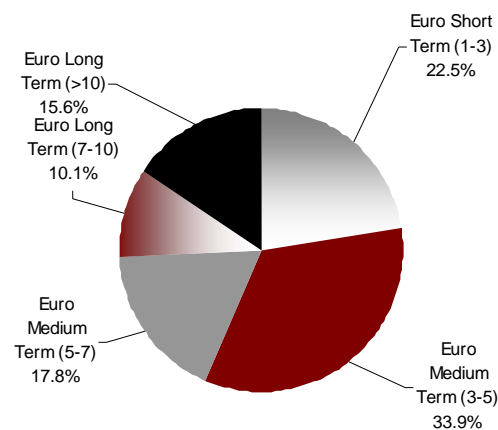


EURO

Segmento	Duration	Benchmark**	Portafoglio	Portafoglio
			indicativo a 1 Mese	indicativo a 1 Trimestre
Euro Short Term (1-3)	1.88	25.2%	22.5%	27.4%
Euro Medium Term (3-5)	3.42	20.2%	33.9%	40.5%
Euro Medium Term (5-7)	5.10	14.3%	17.8%	5.9%
Euro Long Term (7-10)	7.06	16.6%	10.1%	10.4%
Euro Long Term (>10)	12.72	23.7%	15.6%	15.9%
		100.0%	100%	100%
<i>Tracking error mensile</i>			0.13%	0.17%
<i>Tracking error annuale</i>			0.46%	0.58%
<i>Scost. max mensile dal BMK **</i>			0.26%	0.33%
<i>Scost. max annuale dal BMK</i>			0.91%	1.14%
<i>Portfolio Duration</i>	6.08		5.19	4.95

* Thomson Financial Emu Government Bond Tracker Index

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

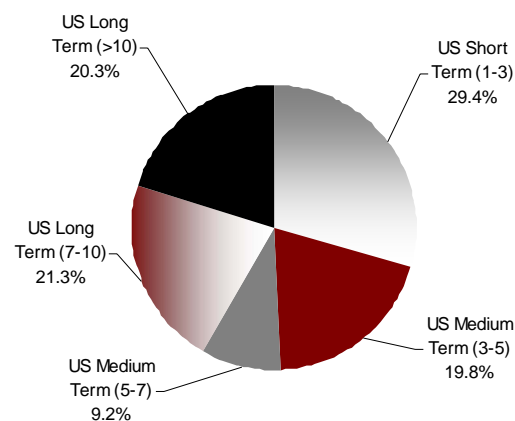


TREASURY

Segmento	Duration	Benchmark**	Portafoglio	Portafoglio
			indicativo a 1 Mese	indicativo a 1 Trimestre
US Short Term (1-3)	1.48	30.6%	29.4%	35.3%
US Medium Term (3-5)	3.42	16.8%	19.8%	21.9%
US Medium Term (5-7)	5.34	13.6%	9.2%	10.5%
US Long Term (7-10)	6.97	21.0%	21.3%	15.7%
US Long Term (>10)	11.26	18.1%	20.2%	16.6%
		100.0%	100%	100%
<i>Tracking error mensile</i>			0.03%	0.10%
<i>Tracking error annuale</i>			0.10%	0.35%
<i>Scost. max mensile dal BMK **</i>			0.06%	0.20%
<i>Scost. max annuale dal BMK</i>			0.21%	0.69%
<i>Portfolio Duration</i>	5.25		5.37	4.80

* Thomson Financial US Government Bond Tracker Index

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



Nota

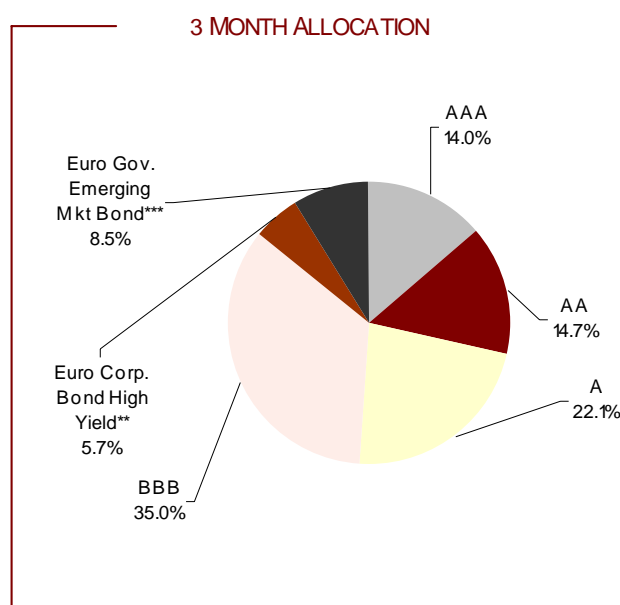
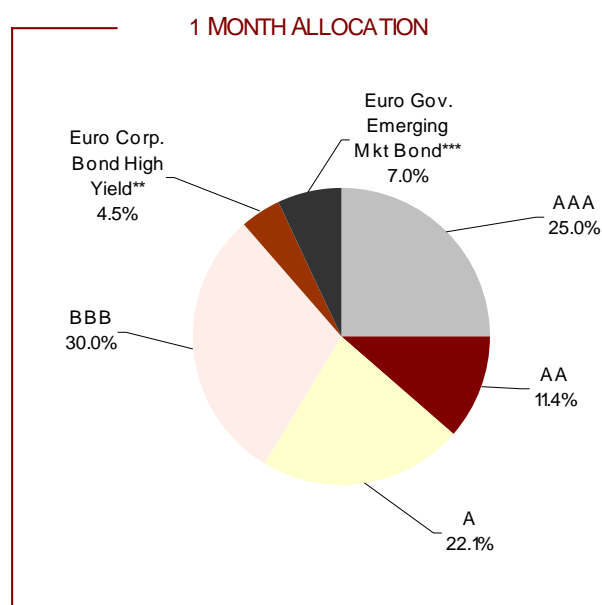
Al fine di non inficiare le indicazioni del modello Abax IRTS con stime di varianze e covarianze fra i vari segmenti di curva, i portafogli proposti sono ottenuti massimizzando il rendimento atteso sotto il vincolo di un turnover del 5.0% da una posizione neutrale a benchmark. Pertanto i tracking error 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.

20

ALLOCAZIONE DELL'ESPOSIZIONE AL RISCHIO DI CREDITO

Euro Corp. Bond Inv. Grade*	Actual(bp)	PREVISIONI	
		1Mth (bp)	3 Mth (bp)
AAA	39	48	32
AA	86	91	72
A	149	157	116
BBB	256	257	181
Euro Corp. Bond High Yield	1065	1018	1006
Euro Gov. Emerging Mkt Bond	613	592	579

*Spread over swap curve



PORTAFOGLI RACCOMANDATI

	Benchmark wght	1 Mese wght	scost. bmk	3 Mesi wght	scost. bmk
Euro Corp. Bond Inv. Grade *	80.8	88.5	7.7	85.8	5.0
AAA	4.3	25.0	20.7	14.0	9.7
AA	9.1	11.4	2.3	14.7	5.6
A	26.4	22.1	-4.3	22.1	-4.3
BBB	41.1	30.0	-11.1	35.0	-6.1
Euro Corp. Bond High Yield **	10.4	4.5	-5.9	5.7	-4.7
Euro Gov. Emerging Mkt Bond ***	8.8	7.0	-1.8	8.5	-0.3
Tot.	100	100		100	
Expected Benchmark Tracking Error (scost. %/y, max al 95% prob)		194		223	
Actual Expected Monthly Premium (b.p. spread)		220		253	
Forecast Monthly/Quarterly Premium (b.p. Monthly/Quarterly tot. Ret. on cred. exp)		209		-46	

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.

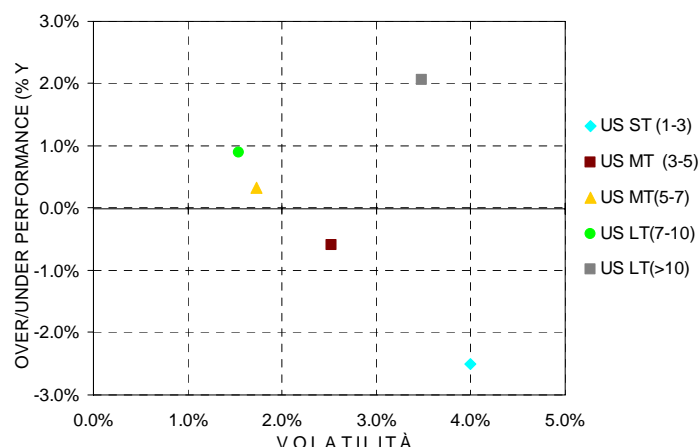
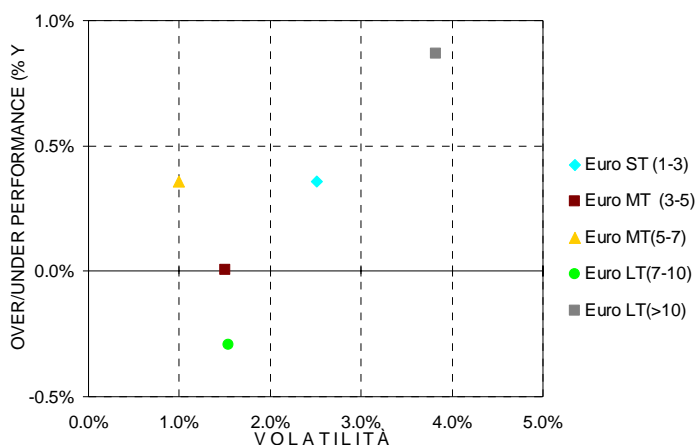
21 | SOVRA/SOTTO PERFORMANCE STORICHE NELL'ATTUALE SCENARIO DI CURVA

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)	0.36%	2.51%	1.00				
Euro Medium Term (3-5)	0.01%	1.50%	0.88	1.00			
Euro Medium Term (5-7)	0.36%	1.00%	0.37	0.57	1.00		
Euro Long Term (7-10)	-0.30%	1.54%	-0.82	-0.76	-0.21	1.00	
Euro Long Term (>10)	0.87%	3.82%	-0.55	-0.56	-0.32	0.40	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)	-2.50%	4.00%	1.00				
US Medium Term (3-5)	-0.59%	2.52%	0.90	1.00			
US Medium Term (5-7)	0.34%	1.73%	0.58	0.86	1.00		
US Long Term (7-10)	0.89%	1.54%	-0.12	0.25	0.67	1.00	
US Long Term (>10)	2.07%	3.48%	-0.88	-0.75	-0.41	0.32	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

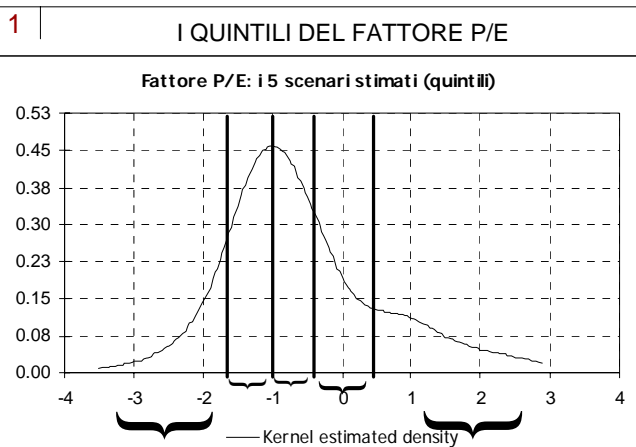
fattore in ogni suo scenario, che l'eccesso di rendimento sia positivo) derivanti da più regressioni logistiche (una per ogni scenario di ogni fattore) è da considerarsi esso stesso come una misura di probabilità. Da ciò ne seguirebbe come un valore di 50 essere quello neutrale, ossia di equivalenza 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