

Quadro macroeconomico e titoli di stato

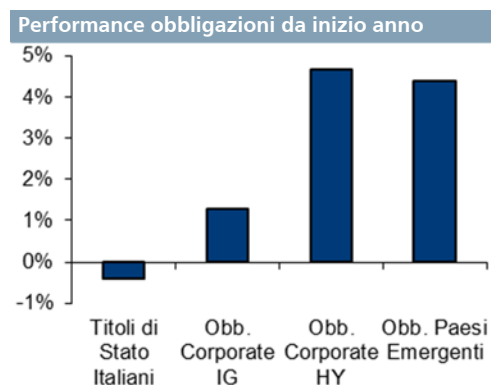
L'impatto degli uragani negli Stati Uniti condiziona la dinamica dei principali dati economici, creando volatilità nel breve ma non alterando i trend sottostanti per il ciclo, con crescita sopra il potenziale e inflazione core ancora sotto l'obiettivo. La riforma tributaria aggiunge incertezza allo scenario ma il FOMC rimane intenzionato a proseguire con la normalizzazione. Nell'area euro i dati migliori delle attese ci portano a rivedere al rialzo la stima sul PIL per il 2017 grazie al supporto dei consumi interni e alle attese di accelerazione degli investimenti. L'euro forte non deraglia la ripresa, sostenuta da forze endogene. L'inflazione debole suggerisce cautela ma non frena la BCE dal lavorare ad un graduale piano di riduzione del bilancio, atteso per il nuovo anno. A fronte di uno scenario macro poco variato i fattori che hanno dettato il ritmo sui governativi sono stati, da una parte, le riunioni d'autunno delle principali Banche centrali e, dall'altro, il ritorno in primo piano del rischio politico. Questo scenario potrebbe portare a un incremento della volatilità di breve periodo. Considerando le prospettive macro, confermiamo la view strategica Moderatamente Negativa sui core e Neutrale sui periferici, così come ribadiamo la view tattica Moderatamente Positiva sui core e Moderatamente Negativa sui periferici.

Obbligazioni Corporate

Sui corporate europei l'ultimo mese si è chiuso con un andamento divergente tra IG (-0,4%) e HY (+0,5%), riproponendo lo scenario di propensione al rischio che già aveva caratterizzato il 1° semestre del 2017. Le ultime settimane hanno portato poche novità sul fronte macro e limitate sorprese dal lato delle politiche monetarie, al netto di una Fed un po' più restrittiva delle attese. L'unico elemento nuovo rilevante è il riaffacciarsi del rischio politico. Lo scenario fondamentale si mantiene così supportivo, mentre il rischio di shock esogeni e le valutazioni tirate restano gli anelli deboli. In conclusione, in assenza di motivazioni importanti che possano guidare un'inversione del trend, ma considerando che sugli attuali livelli di spread gli spazi di performance sono oggettivamente modesti, riteniamo corretto confermare le view tattiche Neutrali sia sugli IG che sugli HY. In assenza di shock significativi il mercato della carta a spread potrebbe quindi mantenersi in *trading range* nell'ultima parte dell'anno.

Obbligazioni Paesi Emergenti

Nell'ultimo mese le performance dei titoli emessi dai Paesi emergenti sono state marginalmente negative sia per il debito emesso in valuta locale che per quello in *hard currency*. Dopo che i mesi estivi hanno visto supportato il debito emergente sulla scia della ricerca di extra-rendimento, in settembre diversi fattori –hanno innescato una correzione che in alcuni casi appare anche fisiologica. I prossimi mesi potrebbero continuare ad essere meno lineari, nonostante i fondamentali restino in ulteriore miglioramento. Confermiamo la view strategica e tattica Neutrale per il debito in *hard currency*, così come resta Moderatamente Negativa la view tattica sul debito emesso in valuta locale.



Nota: HY= High Yield; IG= Investment Grade, in euro. Fonte: Bloomberg

Tassi e Obbligazioni

	10.10.2017	Var. 1M
Tasso Refi BCE (%)	0,00	0,00
Tasso Fed funds (%)	1,25	0,00
Rendimento BTP 2 anni (%)	-0,23	-0,02
Rendimento BTP 10 anni (%)	2,18	0,21
Spread Corp IG (pb)*	49	-3
Crossover (pb)	244	15
Spread Emergenti (pb)	142	-10
Performance totali (Total return, %)		
Performance titoli di Stato		-0,76
Performance Corporate IG		-0,23
Performance Corporate HY		0,49
Performance Emergenti		0,03

Fonte: Nota: HY= High Yield; IG = Investment Grade, in euro; (*) dati alla chiusura dell'10.10.2017. Fonte: JP Morgan Euro EMBI, Global BofA-ML Euro Corporate Index, Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

11 ottobre 2017

12:24 CET

Data e ora di produzione

11 ottobre 2017

12:34 CET

Data e ora di prima diffusione

Nota mensile

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per investitori
privati e PMI

Paolo Guida
Responsabile

Serena Marchesi
Analista Finanziario

Fulvia Risso
Analista Finanziario

Cecilia Barazzetta
Analista Finanziario

Indice

Scenario Macro	2
Titoli di Stato	7
Obbligazioni Corporate	9
Obbligazioni Paesi Emergenti	13
Strategie	15

I prezzi del presente documento sono aggiornati alle ore 11:00 del 11.10.2017 (salvo diversa indicazione).

Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

Stati Uniti: il passaggio degli uragani crea volatilità sui dati

L'impatto degli uragani condiziona la dinamica dei principali dati economici, creando volatilità nel breve ma non alterando i trend sottostanti per il ciclo, con crescita sopra il potenziale e inflazione *core* ancora sotto l'obiettivo. La negoziazione della riforma tributaria aggiunge incertezza allo scenario ma il FOMC rimane intenzionato a proseguire con la normalizzazione.

I dati più recenti portano traccia degli effetti degli uragani, anche se in misure diverse. Le statistiche mensili su spesa e reddito personale in agosto mostrano variazioni modeste, con una forte correzione per la domanda di beni. In termini reali, i consumi correggono di -0,1% m/m, e precludono a un temporaneo rallentamento della spesa delle famiglie per il 3° e il 4° trimestre. Il commercio al dettaglio vede comunque tassi di crescita robusti in quanto sostenuti da una variazione record del comparto Auto. Gli effetti negativi degli uragani si avvertono invece sulla dinamica del reddito che avanza di 0,2% m/m, ma con variazioni nulle di salari e stipendi.

Effetti misti si ravvisano per l'evoluzione delle statistiche sul mercato del lavoro che in settembre vede una variazione negativa (-33 mila) per le buste paga e un'inattesa flessione per la disoccupazione. L'effetto degli uragani risulta particolarmente ampio se confrontato con episodi pregressi in termini di diminuzione dei posti di lavoro. La disoccupazione tocca invece il nuovo minimo dal 2001 al 4,2% probabilmente per effetto di una difficile rilevazione statistica del campione. Ci aspettiamo per i prossimi mesi un rimbalzo nel numero di assunzioni che riporti l'occupazione sul trend di crescita precedente gli effetti del maltempo.

Nel complesso il riferimento ai precedenti storici suggerisce che la minor crescita generata nel trimestre estivo, sarà poi più che compensata da una ri-accelerazione del PIL. Ci aspettiamo che la Fed si prepari a guardare oltre la volatilità di breve, rimanendo fedele al processo di normalizzazione già iniziato. Avviato il programma di riduzione del bilancio, il focus si sposta sul sentiero dei tassi di interesse e le prossime mosse riteniamo dipenderanno dall'evoluzione dell'inflazione (si veda focus). Rimane ancora piuttosto incerto il quadro di breve per il CPI data la volatilità introdotta dal forte aumento dei prezzi dei carburanti dopo il passaggio degli uragani.

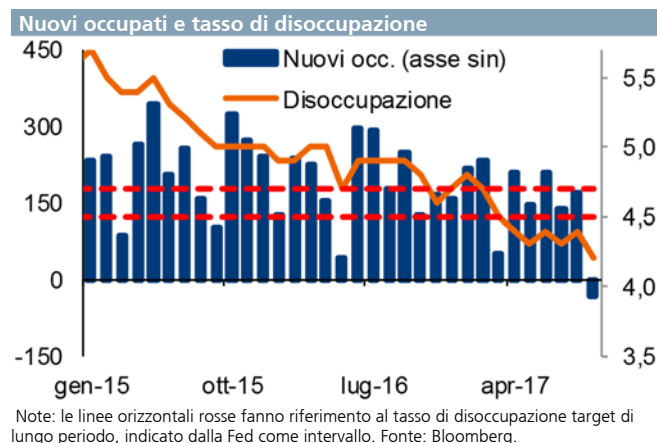
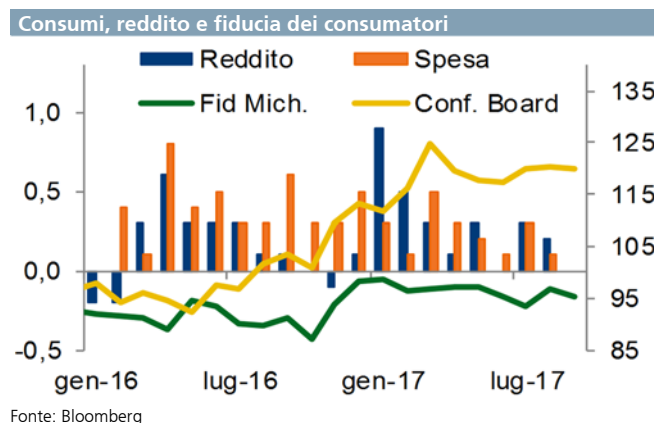
Un ulteriore elemento di incertezza riguarda le prospettive di politica fiscale dopo la presentazione di una proposta di riforma tributaria in Congresso. Il testo presenta una formulazione simile all'impianto di riforme precedenti lasciando però spazio alla negoziazione *bi-partisan*. Stimiamo che una versione, anche con variazioni minime, possa essere approvata tra fine 2017 e inizio 2018 ma difficilmente garantirà l'elevato livello di supporto promesso in campagna elettorale.

Il maltempo frena consumi e reddito

Segnali misti dal mercato del lavoro

La Fed tiene monitorata l'inflazione ma non esclude un rialzo in dicembre

Alta l'incertezza sulla riforma fiscale



La Fed e il mistero dell'inflazione perduta

Gli Stati Uniti presentano un contesto macroeconomico ottimale, caratterizzato da tassi di crescita di poco superiori al potenziale e mercato del lavoro vicino alla piena occupazione. Le condizioni appaiono dunque coerenti con una progressiva restrizione della linea di politica monetaria: se da un lato con ottobre ha preso il via la già preannunciata normalizzazione del bilancio, più incerto appare il sentiero dei tassi sui fed funds, ossia verso il tasso target per la Fed. A spiegare le esitazioni del FOMC sono i dati di inflazione che segnalano una dinamica dei prezzi ancora debole e lontana dall'obiettivo del 2% per il medio termine. Appare difficile individuare con certezza le ragioni delle recenti evoluzioni del CPI, tanto che la stessa presidente della Fed Yellen ha fatto riferimento al "mistero" della bassa inflazione in un intervento di stampo accademico dal titolo "Inflazione, incertezza e politica monetaria"¹ che ha tenuto a Cleveland per il meeting annuale della National Association for Business Economics.

Al centro dell'intervento c'è la considerazione che esiste un elevato grado di incertezza riguardo la valutazione dell'attuale scenario di inflazione: se infatti nell'analisi del FOMC la bassa inflazione è influenzata in particolar modo da alcuni fattori temporanei, le pressioni verso il basso potrebbero dimostrarsi più persistenti e durature rispetto a quanto inizialmente previsto. È importante per questo che, alla base della formulazione della strategia di politica monetaria, vi sia una attenta analisi dello scenario dei prezzi nel tentativo di valutare coerentemente le condizioni del mercato del lavoro, le aspettative di inflazione e le forze fondamentali che guidano l'evoluzione dei prezzi. La lezione di Yellen in particolare si apre con un'analisi delle dinamiche più recenti per il PCE, che ha visto un nuovo calo non solo dell'indice *headline* ma anche di quello *core* nei mesi estivi. Livelli così compressi dei prezzi sono indesiderabili per il FOMC dal momento che (1) mantengono i tassi di *policy* sui minimi in tempi di crescita economica lasciando così meno spazio di intervento per la politica monetaria in caso di ritorno in recessione e (2) possono minare la credibilità della Fed rispetto al raggiungimento dell'obiettivo di inflazione, aumentando così la volatilità nelle aspettative d'inflazione e nell'andamento del ciclo.

Per poter meglio comprendere le recenti evoluzioni dei prezzi, Yellen si sofferma su una analisi delle forze che guidano le dinamiche dell'inflazione, quanto meno secondo il modello di riferimento adottato dalla Fed. Questo prende in considerazione tre fattori: il livello di sotto-utilizzazione delle risorse sul mercato del lavoro, la variazione dei prezzi di alimentari, energia e importazioni (considerati fattori esogeni rispetto all'economia domestica) e, da ultima, una componente residuale difficile da quantificare che fa riferimento a variabili idiosincratice, ossia tutte quelle voci che creano volatilità legata a specifici eventi, come è stato nell'anno in corso per i costi delle telecomunicazioni o delle spese sanitarie, protagoniste di ampie flessioni. Questi ultimi sono fattori tipicamente temporanei che possono produrre effetti marcati ma che non vanno a condizionare il corso della politica monetaria fintanto che non modificano le aspettative di inflazione. A tal proposito l'interpretazione del Comitato ai dati più recenti è quella di un rallentamento dell'inflazione per il 2017 dalla natura transitoria, tanto da confermare le previsioni di una convergenza del PCE al target 2% nei prossimi due anni.

Non potendo intervenire sull'incidenza dei fattori idiosincratice, Yellen si concentra sull'analisi di alcune delle ipotesi alla base del modello di stima dell'inflazione, ed in particolare su tre aspetti:

A Grado di utilizzo delle risorse sul mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione di equilibrio può mutare col tempo ed è una grandezza molto difficile da stimare; per questo il valore effettivo potrebbe essere più basso di quello attualmente preso a riferimento. L'economia USA potrebbe essere in grado di sostenere l'attuale livello di disoccupazione (inferiore al target) senza per questo

¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/yellen20170926a.pdf>

generare pressioni rilevanti sui salari. Inoltre il riferimento al solo tasso di disoccupazione come variabile chiave per le decisioni di politica monetaria potrebbe risultare piuttosto semplicistico e limitato. Significativo il fatto che negli ultimi anni sia le misure relative ai salari che quelle di produttività siano rimaste su valori piuttosto depressi, a suggerire che vi sia ancora margine per un maggiore utilizzo delle risorse disponibili. Non vi sono però elementi inconfutabili che avvalorino con certezza l'una o l'altra tesi.

B Aspettative di inflazione. Le aspettative di inflazione sono un elemento fondamentale in quanto guidano l'entità degli aggiustamenti per salari e prezzi di beni e servizi in futuro. Nonostante le aspettative siano in parte condizionate dalla credibilità della politica monetaria, la stima e misurazione delle aspettative rimane piuttosto incerta, estrapolata principalmente tramite sondaggi (condotti sia presso gli operatori di mercato che presso le famiglie) e prezzi degli strumenti scambiati sul mercato. L'evidenza empirica in tal senso mostra come le aspettative di inflazione siano scivolte negli ultimi due e tre anni, tanto da rendere più difficile una loro stabilizzazione intorno al 2%. Nel caso delle misure di mercato il differenziale che cattura le aspettative sulla dinamica dei prezzi è calato di circa 1 punto percentuale negli ultimi tre anni, dato che, pur al margine di alcune considerazioni relative alla liquidità degli strumenti presi in esame, può essere inteso come un segnale che le previsioni di inflazione a lungo termine siano scivolte verso il basso.

C Modello di stima dell'inflazione erroneamente specificato. Yellen considera poi la possibilità che il modello preso a riferimento per la stima e l'analisi dell'inflazione sia strutturalmente errato, in quanto incapace di tenere conto di alcuni fattori che frenano l'inflazione negli anni a venire. Potrebbe essere questo il caso dei costi sanitari, che rappresentano una percentuale elevata delle spese totali e sono rimasti su livelli estremamente compressi negli ultimi anni. Se shock di questo tipo dal lato dell'offerta dovessero persistere, difficilmente si osserverebbe a breve una convergenza dell'inflazione al target secondo modelli che non ne considerano l'impatto adeguatamente. Un secondo ordine di fattori è quello relativo alla globalizzazione crescente che ha determinato un aumento dei volumi di scambio tra paesi e una maggiore integrazione delle catene produttive; la competizione crescente a livello globale potrebbe infatti aver contribuito a erodere i margini di prezzo e la compensazione del lavoro negli USA su base strutturale. Inoltre è opportuno considerare il fatto che i cambiamenti alla struttura dell'economia statunitense possono avere alterato le dinamiche di inflazione secondo modalità che i modelli tradizionali non sono in grado di catturare; questo potrebbe essere il caso delle crescenti quote di vendite online che determinano un aumento della concorrenza e una conseguente compressione di margini e prezzi. Da ultimo evidenze empiriche mostrano come l'influenza del grado di utilizzo del fattore lavoro sull'inflazione sia diminuita negli ultimi 20 anni, determinando un minor grado di correzione tra tasso di disoccupazione di equilibrio e inflazione.

A fronte di questa analisi particolarmente critica, ciò che più interessa sono le implicazioni di politica monetaria che derivano dalla consapevolezza di possibili imperfezioni di stima dei modelli adottati. Data la comprensione imperfetta delle forze che guidano i prezzi, il FOMC non esclude che ci possano essere fattori strutturali che spieghino i livelli depressi d'inflazione non tanto come deviazione temporanea ma come tendenza di lungo periodo a mantenersi al di sotto del target. Rimane una probabilità non trascurabile (circa il 30%) che l'inflazione si attesti al di sotto delle attese ancora per un lungo periodo di tempo. In tal senso la Fed si trova di fronte a due possibili scenari alternativi. Da una parte, in linea teorica, il pieno impiego delle risorse (sia di produzione sia di lavoro) richiederebbe una graduale rimozione dello stimolo monetario per evitare surriscaldamento dell'economia e una conseguente necessità di restrizione aggressiva seguita da una possibile recessione. D'altra parte, la possibilità che l'inflazione sia strutturalmente più bassa potrebbe richiedere di mantenere i tassi più bassi rispetto al sentiero delineato nelle proiezioni. Come spesso accade, dopo aver rivisto al ribasso sia la stima della disoccupazione di equilibrio che il valore neutrale per i tassi di interessi, il FOMC si trova a dover scegliere la strategia che presenta

il minor grado di rischiosità. Il rischio da evitare assolutamente è quello di riavvicinarsi a una recessione, per questo Yellen ribadisce che la chiusura degli output *gap per crescita* e occupazione dovrebbe portare a una ripresa dell'inflazione e per ora sembra rischioso aspettare di vedere un'inflazione visibilmente più sostenuta prima di rimuovere parte dello stimolo. Meno preoccupante è la prospettiva di alzare troppo presto e dover poi correre ai ripari con nuove limature verso il basso.

La conclusione di Yellen richiama dunque ancora una volta alla cautela e ad optare per aggiustamenti solo gradualmente della strategia di politica monetaria. I prossimi interventi corrono dunque su un duplice binario: nel breve termine lo scenario centrale è quello di un rialzo in dicembre, giustificato dall'aspettativa di riaccelerazione dell'inflazione. Nel medio termine (1-2 anni) la Fed avrà a disposizione un maggior numero di informazioni sul sentiero sottostante dell'inflazione e, qualora dovesse verificare che i freni ai prezzi sono effettivamente di natura strutturale, allora potrà modificare il sentiero dei tassi in modo che risulti "essere un po' più lento rispetto a quanto atteso". Questo approccio spiega anche il fatto che, per lo scenario 2018-19, il grafico a punti della Fed presenti un grado di dispersione piuttosto ampio delle opinioni dei partecipanti al FOMC data l'incertezza legata al "puzzle dell'inflazione che non c'è". L'inflazione resta dunque il focus e la guida della politica monetaria, con uno scenario che per il 2018 vede rischi sbilanciati verso il basso per il sentiero dei tassi di policy.

Zona euro: crescita rivista al rialzo; l'euro non frena la domanda interna

I dati migliori delle attese ci portano a rivedere al rialzo la stima sul PIL per il 2017 grazie al continuo supporto dei consumi interni e alle attese di accelerazione degli investimenti. L'euro forte non deraglia la ripresa, sostenuta da forze endogene. L'inflazione debole suggerisce cautela ma non frena la BCE dal lavorare ad un graduale piano di riduzione del bilancio, atteso per il nuovo anno.

La fase di espansione per la zona euro prosegue a ritmi più robusti di quanto inizialmente stimato, tanto da spingerci a maggiore la previsione sul 2017 da 2,1% a 2,2% a/a. Confermata invece la stima sul 2018 a 1,7% dal momento che riteniamo che l'apprezzamento del cambio, guidato in larga parte da forze endogene, non sarà tale da far deragliare la ripresa. In termini geografici la crescita si conferma diffusa a tutti i principali paesi, sia *core* che periferici, e risulta più sostenibile rispetto a cicli precedenti dato l'ampio contributo della domanda interna. Se da un lato le indicazioni dai consumi mostrano una dinamica robusta che però dovrebbe essersi lasciata il picco alle spalle, nuovo supporto dovrebbe venire dagli investimenti che, con una certa dose di ritardo, dovrebbe accelerare nei prossimi trimestri. Difficilmente nuovo stimolo verrà dalla politica fiscale.

Gli indicatori congiunturali consegnano indicazioni incoraggianti con gli indici di fiducia ancora in territorio espansivo sia a livello nazionale che aggregato. Tra le statistiche reali, i numeri di produzione industriale mostrano diffusi recuperi in agosto dopo le correzioni di inizio estate e le prospettive di una tenuta della domanda interna, supportate anche dalla dinamica del reddito e dagli sviluppi sul mercato del lavoro, che continua sul trend di graduale miglioramento. La disoccupazione è ferma al 9,1% in agosto ma si mantiene al di sotto della media di lungo periodo e in calo di otto decimi da agosto 2016; con prospettive di un continuo calo nel 4° trimestre.

Più complesso appare lo scenario d'inflazione, dopo che i dati di settembre hanno deluso lasciando il CPI *headline* in crescita stabile a 1,5% e quello *core* in rallentamento da 1,2% a 1,1%. Le spinte al rialzo per i prezzi vengono da alimentari, tabacchi e alcool mentre sono risultate deboli le voci relative a servizi ed energia, addirittura con variazioni negative. Tra i fattori idiosincratici è utile considerare che il forte aumento dei carburanti ha probabilmente penalizzato i prezzi dei trasporti. Le statistiche nazionali hanno espresso dinamiche omogenee, confermando che le pressioni dall'inflazione sottostante rimangono limitate. Questo scenario rafforza le nostre previsioni di un progressivo rallentamento del CPI tra fine 2017 e inizio 2018 anche a causa degli effetti base.

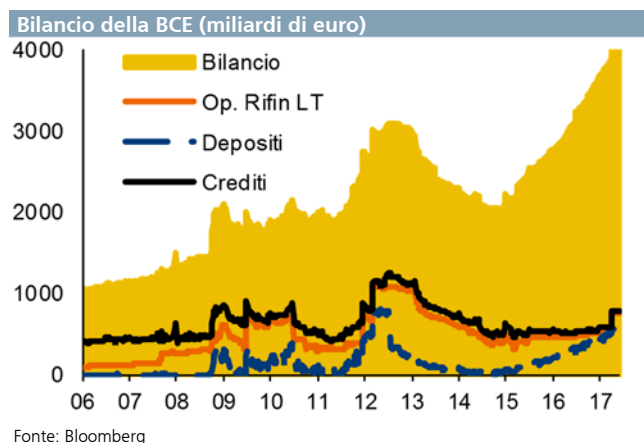
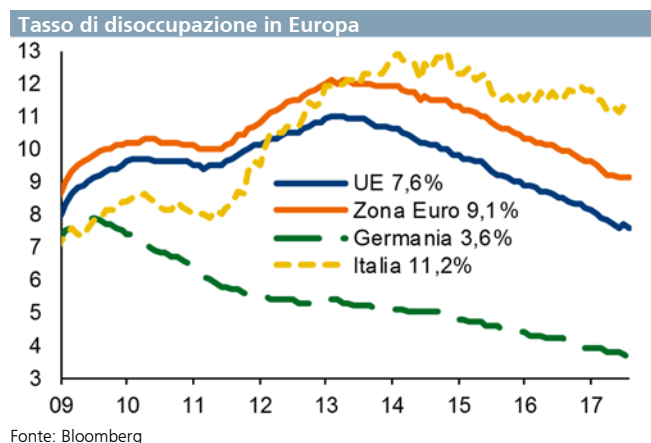
La BCE predilige dunque un approccio cauto data l'inflazione contenuta, anche se le minute della riunione di settembre riconoscono l'opportunità di un graduale adattamento dello stimolo monetario. Il Consiglio sta discutendo come calibrare il programma di acquisto titoli da fine 2017 ed è probabile che una decisione venga presa già alla riunione di ottobre.

Rivista al rialzo la crescita sulla spinta della domanda interna

Indicazioni stabili da fiducia e occupazione; recupera la produzione

Debole l'inflazione a cavallo tra 2017 e 2018

La BCE studia il futuro del QE



Titoli di stato: le scelte di tono delle Banche centrali e il rischio politico

A fronte di poche novità in termini di flusso di dati, che confermano una crescita robusta e omogenea, sono due i fattori che hanno dettato il ritmo sul mercato governativo: da una parte le riunioni d'autunno delle principali Banche centrali e dall'altra il ritorno in primo piano del rischio politico. Una Fed più aggressiva delle previsioni ha indotto un aumento dei rendimenti sui Treasury, che hanno in parte portato con sé anche i Bund tedeschi. D'altra parte in Europa la BCE potrebbe adottare una linea più cauta delle attese, tenendo ancora compressi i tassi. Su questo quadro d'insieme torna inoltre a pesare il rischio politico, con l'esito delle elezioni tedesche, la crisi politica in Spagna e l'avvicinarsi della campagna elettorale in Italia che potrebbero indurre un aumento degli spread. Questo scenario potrebbe portare a un incremento della volatilità di breve periodo. Per questi motivi confermiamo – considerando le prospettive macro d'insieme – la view strategica Moderatamente Negativa sui *core* e Neutrale sui periferici, così come ribadiamo la view tattica Moderatamente Positiva sui *core* e Moderatamente Negativa sui periferici.

La performance dell'ultimo mese è stata moderatamente negativa per la maggior parte del debito sovrano emesso dai paesi dell'area euro, con l'eccezione del Portogallo (grazie anche alla promozione a Investment Grade da parte di S&P il 15 settembre). In termini di inclinazione della curva, il movimento ha visto incrementi molto contenuti sui bond con le scadenze brevi, mentre aumenti di tasso più elevati si sono registrati sulle scadenze più lunghe. In termini di prezzo, considerando che a parità di movimento del tasso la variazione del prezzo (in senso opposto) è tanto più alta quanto maggiore è la durata del titolo, la performance sul tratto lungo è stata piuttosto negativa. In termini di inclinazione le curve europee, in linea con le nostre previsioni, si stanno facendo progressivamente più ripide, in linea con l'evoluzione del quadro sottostante.

Infatti, a fronte di poche novità in termini di flusso di dati, che confermano una crescita robusta e omogenea nella maggior parte delle economie avanzate, le riunioni d'autunno delle principali Banche centrali hanno dettato il ritmo sul mercato, con dei toni divergenti tra loro e in parte inattesi.

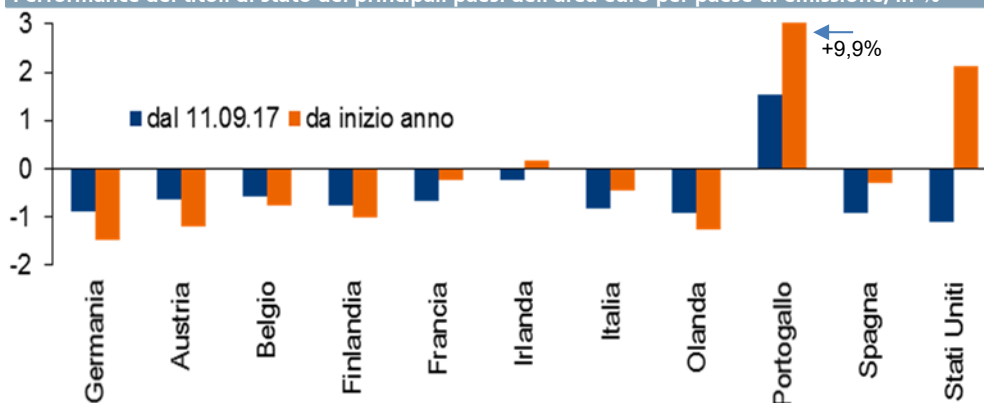
La Fed si è dimostrata più aggressiva delle previsioni, con la conferma di fatto del rialzo del target rate a dicembre, e ha indotto un incremento dei rendimenti sui Treasury, pari a quasi 40pb nell'ultimo mese sul tratto decennale. Il mercato ribassista negli USA ha in parte portato con sé anche il settore europeo, con i Bund tedeschi che hanno messo a segno un rialzo di una quindicina di punti base sulla scadenza decennale. Sul settore statunitense riteniamo che continueranno a pesare da una parte le attese circa le mosse future della Fed, con l'aggiunta del fatto che la stagione degli uragani rende molto difficile interpretare i dati e quindi lo scenario, e dall'altra anche l'evoluzione al Congresso della riforma tributaria proposta da Trump, che potrebbe dare un ulteriore impulso al rialzo sui tassi per via di attese di maggior crescita e anche di maggior deficit.

Ultimo mese: performance negativa e curve più ripide. Portogallo ancora in controtendenza

Qualche sorpresa per i mercati dalle riunioni d'autunno delle principali Banche centrali

Oltreoceano i Treasury riprezzano al rialzo la probabilità di un aumento del target rate a dicembre

Performance dei titoli di stato dei principali paesi dell'area euro per paese di emissione, in %



Note: indici Total Return Barclays Bloomberg. Fonte: Bloomberg

D'altra parte i bond europei restano ancora compressi in termini di rendimento (quindi supportati in termini di prezzo) dai toni della BCE, che secondo quanto emerso dall'ultima riunione potrebbe adottare una linea più cauta delle attese nell'avvio della riduzione del QE, soprattutto sulla scia delle considerazioni relative agli effetti della forza della valuta sull'inflazione. I verbali stessi della riunione della BCE di settembre mettono il punto su due nodi critici per il settore secondario dei bond nei prossimi mesi: la forza dell'euro e le diverse ipotesi per concretizzare la riduzione del programma di acquisto titoli. Sul fronte del cambio, nonostante il livello dell'euro non sia tra gli obiettivi dell'Istituto centrale, come più volte sottolineato da Draghi, emerge una certa preoccupazione circa il rally della moneta unica che, secondo alcuni membri del Consiglio Direttivo, potrebbe essere stato sottovalutato, creando così rischi al ribasso sulle proiezioni del futuro sentiero dell'inflazione. Questo potrebbe, a parità di altre condizioni, indurre un atteggiamento più cauto sul fronte del *tapering* e quindi minori pressioni al rialzo sui tassi di secondario. Oltre a questi effetti "di seconda battuta", nei prossimi mesi diventeranno di rilievo anche considerazioni strettamente di domanda e offerta di titoli. Sul fronte della riduzione degli acquisti di titoli, dai verbali emerge infatti che i membri hanno discusso in maniera generale alcune scelte (*trade-off*) intrinseche ai vari scenari per la prossima ricalibratura del programma di acquisto asset e, in particolare, la scelta tra il ritmo e la durata prevista. I consiglieri hanno anche sottolineato come il cambiamento dovrebbe applicarsi all'intero pacchetto di misure e non dovrebbe essere limitato ad una singola componente.

Inoltre, sempre in Europa, su questo quadro d'insieme torna in primo piano il rischio politico: l'esito delle elezioni tedesche, inatteso, vede indebolita la Merkel (comunque confermata ancora Cancelliere) e con lei le prospettive di un'intensificazione del processo di aggregazione tra i paesi dell'area euro; la crisi politica in Spagna dopo il referendum catalano, inattesa nella sua asprezza, sta mettendo sotto pressione gli asset del Paese seppur senza un eccessivo incremento della volatilità; l'avvicinarsi della campagna elettorale in Italia potrebbe indurre un aumento degli spread anche sul mercato domestico, soprattutto in assenza di passi in avanti in termini di legge elettorale.

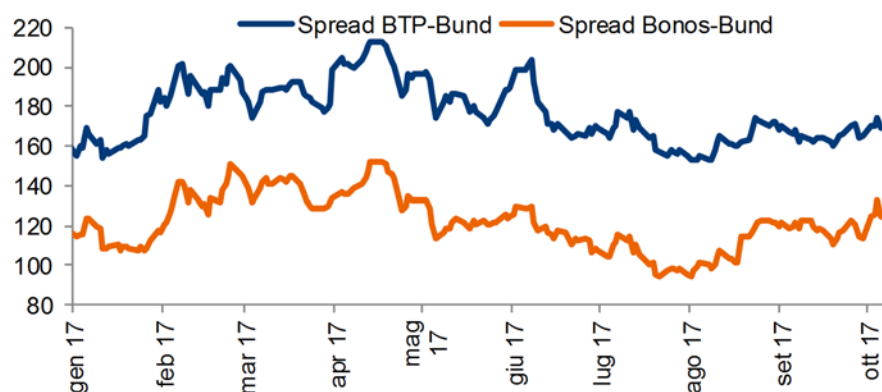
La scarsa visibilità sulle mosse dell'istituto centrale, con lo stesso Draghi che ha affermato come la forza dell'euro ponga incertezza sullo scenario (e di conseguenza sulle decisioni di policy), potrebbe portare a un incremento della volatilità, soprattutto sul segmento lungo e sui titoli emessi dai periferici, almeno fino al prossimo appuntamento della BCE di fine ottobre. A ciò si aggiunge il rischio politico, con gli occhi puntati prevalentemente sulla Catalogna. Per questi motivi confermiamo la view strategica Moderatamente Negativa sui *core* e Neutrale sui periferici così come, sulla base di fasi di avversione al rischio che potrebbero caratterizzare i prossimi mesi, ribadiamo la view tattica Moderatamente Positiva sui *core* e Moderatamente Negativa sui periferici.

Bond europei: volatilità tra incertezza su tempi e modalità del tapering ...

... e rischio politico

View strategica Moderatamente Negativa sui *core* e Neutrale sui periferici, posizionamento improntato a un possibile aumento dell'avversione al rischio in chiave tattica

Differenziale di rendimento come riflesso del rischio politico (in pb)



Fonte: Bloomberg

Obbligazioni Corporate: il rischio politico torna a fare capolino, ma per ora il *risk-on* prosegue

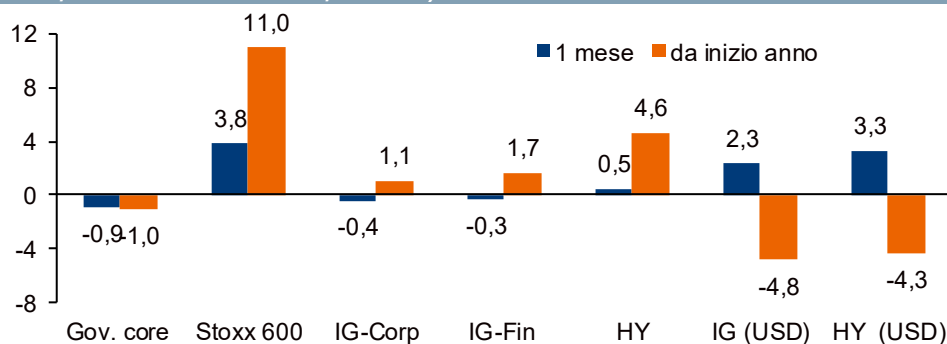
Sui corporate europei l'ultimo mese si è chiuso con un andamento divergente tra IG (-0,4%) e HY (+0,5%), riproponendo lo scenario di propensione al rischio che già aveva caratterizzato il 1° semestre del 2017, come emerge anche dalla dinamica dei listini azionari. Le ultime settimane hanno portato poche novità sul fronte macro e limitate sorprese dal lato delle politiche monetarie, al netto di una Fed un po' più restrittiva delle attese. L'unico elemento nuovo rilevante è il riaffacciarsi del rischio politico (elezioni in Germania e crisi in Catalogna). Lo scenario di natura fondamentale si mantiene così supportivo, mentre il rischio di shock esogeni e le valutazioni tirate restano gli anelli deboli. In conclusione, in assenza di motivazioni importanti che possano guidare un'inversione del trend, ma considerando che sugli attuali livelli di spread gli spazi di performance sono oggettivamente modesti, riteniamo corretto confermare le view tattiche Neutrali sia sugli IG che sugli HY. In assenza di shock significativi il mercato della carta a spread potrebbe quindi mantenersi in *trading range* nell'ultima parte dell'anno.

La ricerca di extra-rendimento continua a rappresentare un fattore chiave nello spiegare l'andamento delle obbligazioni corporate europee. Dopo che il 1° semestre si era chiuso con una netta sovra-performance dei titoli HY (High Yield), anche nell'ultimo mese si è riproposta tale dinamica. Come si può vedere dal grafico in calce che riporta il ritorno totale, sia su base mensile che year-to-date, tra la prima decade di settembre e quella di ottobre i titoli IG (Investment Grade) denominati in euro hanno segnato una performance negativa (-0,4%) dal momento che la discesa del premio al rischio (-7% circa) è stata controbilanciata dal rialzo dei tassi *core*, soprattutto sulle scadenze medie e lunghe. Gli HY europei (+0,5%) hanno invece beneficiato del clima favorevole prevalente sui mercati, come emerge anche dall'andamento dei listini azionari, un asset class con cui i bond speculativi mantengono un'elevata correlazione. Dopo il ritracciamento dei mesi estivi, le borse hanno recuperato forza confermando il trend di lungo periodo favorevole. Da inizio 2017, a fronte di mercati azionari in forte rialzo, i premi al rischio hanno segnato un *tightening* medio superiore al 30% portandosi su livelli minimi pluriennali. Si sono mossi in maniera sostanzialmente coerente anche gli indici derivati di CDS, che forniscono indicazioni sul costo medio della protezione dal rischio di insolvenza su diversi basket di emittenti e che sono preziosi perché riflettono il sentiment degli investitori istituzionali. Il Crossover, che è l'indice più monitorato, si trova in prossimità dei minimi degli ultimi dieci anni.

Rispetto alla data di pubblicazione dell'ultimo mensile (13 settembre), i segnali provenienti dal fronte macroeconomico non hanno riservato particolari sorprese: la crescita resta solida e sincrona,

Poche novità dal fronte macro e limitate sorprese dalle Banche centrali

Le performance sui governativi *core*, sui listini europei e sulla carta a spread in EUR e USD (ritorno totale, a 1 mese e da inizio anno, dati in %)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su fonte Bloomberg, dati mensili aggiornati al 9 ottobre 2017

con un'inflazione sotto controllo. Anche negli USA, malgrado l'inevitabile impatto degli uragani sui dati, il trend di fondo positivo non pare in discussione. Sul fronte delle politiche monetarie è arrivato qualche elemento nuovo: la Fed ha evidenziato un orientamento un po' più aggressivo delle attese confermando il rialzo dei tassi a dicembre, mentre la BCE è attesa comunicare nel prossimo meeting del 26 ottobre la ricalibrazione del QE ma, alla luce dell'evoluzione del cambio e della dinamica dei prezzi, il percorso potrebbe rivelarsi più cauto delle attese.

Il vero elemento di novità, in senso negativo, è arrivato dal fronte politico: nelle elezioni tedesche la cancelliera Merkel ha conquistato il quarto mandato consecutivo, ma ha perso moltissimi consensi a vantaggio dell'estrema destra, mentre l'inasprirsi della crisi catalana e l'avvicinarsi nel 2018 delle elezioni politiche italiane, in assenza di una nuova legge elettorale (dopo il tentativo di riforma, naufragato lo scorso giugno), aggiungono elementi di preoccupazione a uno scenario geopolitico già di per sé non esente da criticità (Corea del Nord, in primis).

In sostanza lo scenario che avevamo prospettato il mese scorso resta a grandi linee invariato; il quadro di breve/medio termine continua ad essere supportivo: crescita economica sincrona fra le diverse aree, inflazione modesta, normalizzazione cauta delle politiche monetarie e qualità del credito soddisfacente con tassi di insolvenza contenuti e inferiori alla media storica di lungo periodo. Le criticità sono costituite dai possibili shock di natura esogena e, soprattutto, dalle criticità valutative. In merito ai fattori di disturbo esogeni il rischio politico è al momento quello che con maggiore probabilità potrebbe influenzare in chiusura d'anno le scelte di asset allocation degli investitori.

Per quanto riguarda le valutazioni, per i titoli IG l'elemento da monitorare è rappresentato dall'evoluzione dei tassi *core* guidati, da un lato, dall'eventuale ripresa di fasi di *risk-off* e dall'altro dalla retorica e dalle scelte delle Banche centrali che, come più volte ripetuto, si trovano ad un punto di svolta delicato, rappresentato dall'uscita dalle politiche ultra espansive dell'ultimo decennio. Sul fronte dei titoli HY, oltre alla compressione degli spread, segnali di surriscaldamento arrivano anche dal comparto dei *leveraged loan*, che è l'altro canale di finanziamento delle imprese più indebitate. La differenza tra i bond HY e i *leveraged loan* è piuttosto sottile: il principale distinguo può essere rintracciato nelle dimensioni del mercato (più ampio sui titoli HY sui quali sono presenti sia investitori istituzionali che privati) e nella struttura delle operazioni. Negli anni passati i *leveraged loan* erano infatti strumenti meno rischiosi dei bond dal momento che contenevano clausole di protezione a favore dei creditori, indicate tecnicamente come *covenant*. Più in dettaglio i *covenant* riconoscono ai creditori il diritto di modificare talune condizioni del finanziamento, sino a revocare lo stesso, al verificarsi di specifici accadimenti contemplati dalle clausole stesse. I *covenant* più comuni riguardano il mantenimento di determinati valori di leva finanziaria (soglie di Debito Netto/EBITDA) o il divieto di cessione di asset per fare cassa. La Bank of International Settlement (BIS) ha recentemente evidenziato come negli ultimi anni, siano progressivamente cresciuti i prestiti con limitate garanzie (*covenant-lite*). Lo sviluppo di tali prestiti è foriero di problemi, oltre che per chi detiene tali strumenti (tipicamente le banche), anche per i detentori di bond high yield poiché in caso di default di una società il tasso di recupero (*recovery rate*) è destinato ad essere più sfavorevole. La crescita dei *covenant-lite* è un fenomeno che mette in luce l'accondiscendenza probabilmente eccessiva degli operatori nei confronti del rischio di credito.

In conclusione, considerando che non vi sono dal lato dei fondamentali motivazioni importanti che possano guidare una correzione, ma che, nel contempo, sugli attuali livelli di spread gli spazi di performance appaiono modesti riteniamo ragionevole confermare le view tattiche Neutrali sia sugli IG che sugli HY. In assenza di shock significativi il mercato della carta a spread potrebbe quindi traghettarsi verso la chiusura d'anno mantenendosi in *trading range*.

Si riaffaccia il rischio politico

Il quadro fondamentale resta supportivo, il principale rischio arriva dalle valutazioni molto care

Sugli HY i segnali di surriscaldamento del comparto arrivano anche dal comparto dei *leveraged loan* con il diffondersi di prestiti senza garanzie (*covenant-lite*)

View Tattiche Neutrali, possibile mercato in *trading range*

Crediti deteriorati: la BCE preme sull'acceleratore

La BCE ha pubblicato nella prima decade di ottobre un progetto di Addendum indirizzato alle banche europee che contiene le nuove linee guida sui crediti deteriorati (*non-performing loans* o NPL) al fine di promuovere, in futuro, politiche di accantonamento e cancellazione più tempestive. Tali linee guida si dovrebbero applicare, a partire dal 2018, a tutte le nuove esposizioni classificabili come deteriorate, mentre sugli stock di NPL già in essere la vigilanza BCE sta da tempo sollecitando le banche a definire ed implementare strategie concrete di riduzione di tali poste.

Le linee guida pubblicate non saranno vincolanti, ma i singoli istituti saranno tenuti a giustificare eventuali scostamenti e la BCE potrà valutare, in base alle spiegazioni delle singole banche, la necessità di introdurre misure di vigilanza aggiuntive.

Più in dettaglio, è previsto che sulle sofferenze *unsecured* (non garantite) saranno richiesti accantonamenti integrali pari al 100% dell'esposizione dopo soli due anni, mentre per quelle assistite da garanzie (*secured*) l'azzeramento dovrà avvenire dopo sette anni. In caso il credito deteriorato sia in parte garantito e in parte non assistito da garanzie, la Banca Centrale ha precisato che verrà applicata una tempistica diversa sulle singole porzioni del medesimo NPL.

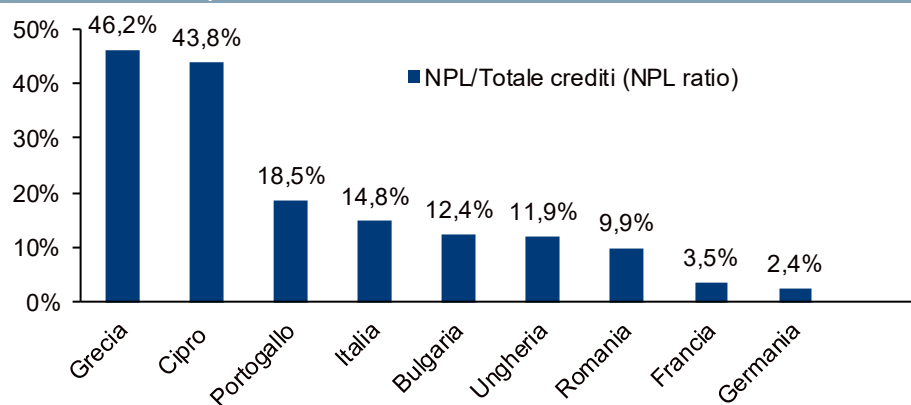
Appare importante ribadire che le nuove regole sulla copertura dei NPL sono state poste in consultazione da parte della Banca Centrale Europea. Il calendario prevede che il 30 novembre si tenga a Francoforte un'audizione pubblica della BCE proprio dedicata alle nuove linee guida, mentre la data finale della consultazione è fissata al prossimo 8 dicembre. Le disposizioni potrebbero entrare in vigore già a gennaio del 2018.

La BCE pubblica un Addendum relativo alle possibili linee guida che le banche dovranno adottare nella gestione delle nuove esposizioni deteriorate (NPL)

Distinzione tra le posizioni non garantite e quelle assistite da collaterale

Le guidance sono in fase consultiva e verranno discusse a dicembre

Il peso dei crediti deteriorati nei bilanci di alcuni paesi europei (NPL ratio, dati in percentuale aggiornati a marzo 2017)

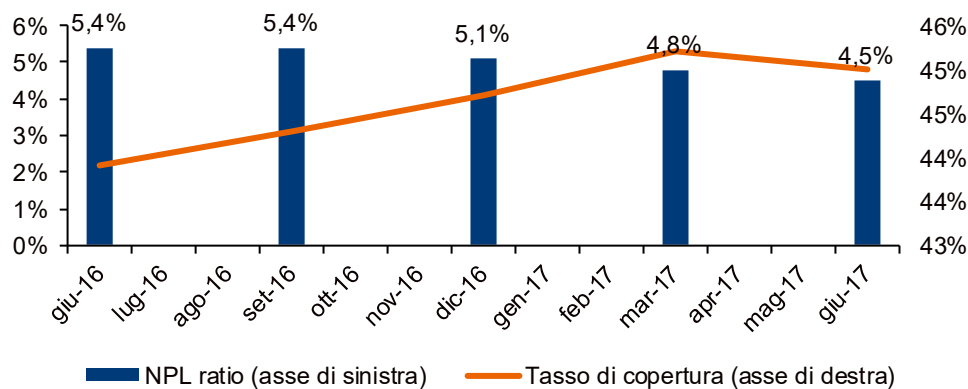


Fonte: Autorità bancaria europea, *Risk Dashboard*, data as of Q1 2017

Il tema dei crediti deteriorati è da lungo tempo una criticità per il sistema bancario dell'Eurozona, soprattutto in considerazione dell'elevata dispersione dei dati dei singoli paesi. A fronte di una media UE che si attesta al 4,5%, in progressivo calo dal 5,4% del giugno 2016, i sistemi bancari di parecchi paesi, tra cui l'Italia, presentano valori molto più elevati.

Gli NPL pesano in misura molto differenziata sul sistema bancario dei diversi paesi europei

Il peso dei crediti deteriorati e il tasso di copertura dei NPL: evoluzione della media europea nell'ultimo anno (giugno 2016-giugno 2017)



Fonte: Autorità bancaria europea, *Risk Dashboard*, data as of Q1 2017

L'impatto delle nuove misure dipenderà da molti fattori, tra cui anche l'effettivo intervento dell'istituto centrale in caso di scostamento; al di là del rigore applicativo, ad essere più sensibili all'evoluzione della normativa sono indubbiamente le banche di quei paesi, tra cui rientra a tutti gli effetti anche l'Italia, caratterizzate da livelli molto elevati di crediti deteriorati.

In Italia la reazione alla pubblicazione dell'Addendum è stata esplicitamente critica, con interventi verbali da parte del Governo, dell'Associazione Bancaria Italiana e di Confindustria.

Secondo i critici la nuova impostazione potrebbe rivelarsi molto penalizzante non solo per il sistema bancario domestico, ma anche per l'universo delle piccole e medie imprese. Le guidance porterebbero presumibilmente le banche ad irrigidire la politica del credito con inevitabili ripercussioni sull'economia reale, proprio in un momento in cui i segnali di ripresa stanno riportando fiducia tra le aziende che ricominciano ad investire e hanno bisogno di istituti bancari che le sostengano.

Inoltre, al di là delle specificità del caso italiano, è stato sollevato anche il tema più generale dei continui cambiamenti normativi che stanno interessando il sistema bancario e che rischiano di entrare in contrasto tra di loro e di impedire alle banche quella certezza e stabilità del diritto che costituisce presupposto essenziale per mantenere una politica efficace di erogazione del credito volta a sostenere e favorire l'economia reale.

I nodi critici delle nuove linee guida

Obbligazioni Paesi emergenti: correzione fisiologica, ancora cautela andando verso la fine dell'anno

Nell'ultimo mese le performance dei titoli emessi dai Paesi Emergenti sono state marginalmente negative sia per il debito emesso in valuta locale che per quello in *hard currency*. I mesi estivi, caratterizzati da una netta compressione della volatilità sulla maggior parte delle asset class, hanno supportato il debito emergente sulla scia della ricerca di extra-rendimento. In settembre diversi fattori – una Fed più aggressiva delle previsioni, i passi in avanti della riforma fiscale, il ritorno in primo piano del rischio politico in Europa - hanno innescato una correzione che in alcuni casi appare anche fisiologica. I prossimi mesi potrebbero continuare ad essere meno lineari, anche se i fondamentali interni dell'area appaiono in ulteriore miglioramento. Confermiamo la view strategica e tattica Neutrale per il debito in *hard currency*, così come resta Moderatamente Negativa la view tattica sul debito emesso in valuta locale.

I mesi estivi hanno visto una netta compressione della volatilità sulla maggior parte delle asset class che ha indotto, su mercati non particolarmente liquidi dato il periodo, una ricerca di extra-rendimento, la quale a sua volta si è tradotta in robusti flussi in acquisto sul settore degli Emergenti. L'ultimo mese ha visto una battuta d'arresto in questo trend, sostanzialmente fisiologica e legata più che altro a fattori esogeni all'area.

Partendo dalla performance dell'ultimo mese, gli indici dei titoli di stato emessi dai Paesi Emergenti hanno messo a segno una performance marginalmente negativa (-0,3%) per i bond emessi in dollari, con il ritorno totale che diviene decisamente positivo (+1,4%) una volta convertito in euro grazie al buon recupero del biglietto verde. Performance nulla per le emissioni in euro così come per quelle in valuta locale, al netto del rischio di cambio (-0,2%). In quest'ultimo caso, si registra un ritorno totale negativo pari a circa l'1,2% una volta convertito in euro. Questo risultato è la conseguenza del fatto che le principali valute hanno subito un deprezzamento nei confronti del dollaro, che in alcuni casi può essere considerato fisiologico dopo il *rally* della maggior parte delle divise emergenti nel corso degli ultimi sei mesi.

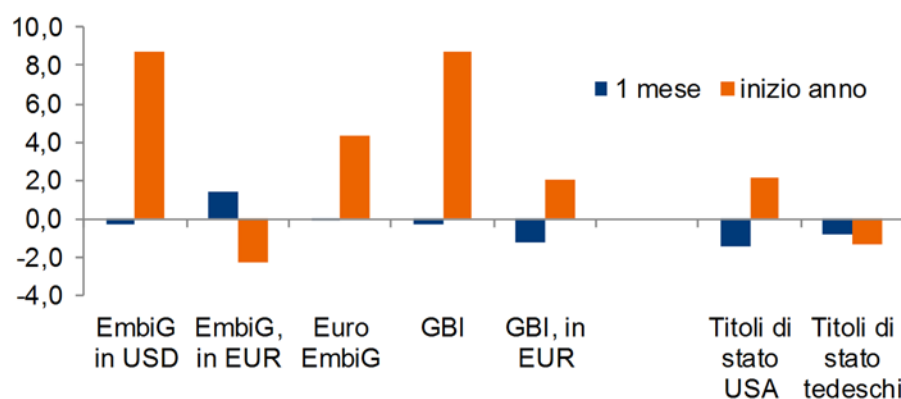
Per citare alcune delle principali valute emergenti, la lira turca ha perso da metà settembre quasi l'8% contro dollaro e poco più del 6% contro euro mantenendo comunque una performance relativa positiva a 6 mesi pari a circa l'1%. Il deprezzamento contro dollaro è di circa il 5% anche per rand sudafricano e peso messicano (poco meno del 4% contro euro) a fronte di una performance comunque superiore allo 0 a sei mesi. Decisamente più contenuti i ribassi di real

Dopo un'estate positiva..

...arrivano modeste correzioni, in parte fisiologiche

Il movimento più importante è stato sui cambi...

Performance dei principali indici relativi ai Paesi Emergenti



Fonte: Bloomberg

brasiliano, fiorino ungherese e zloty polacco che pertanto contro euro hanno mantenuto le posizioni di un mese fa.

Se il debito locale convertito in euro ha subito l'andamento delle valute, una tenuta decisamente migliore l'hanno registrata i tassi dei bond emessi in valuta locale, che secondo le stime di JPMorgan hanno messo a segno in media un incremento di poco superiore ai 10pb nel corso dell'ultimo mese, e soprattutto in debito in *hard currency*. Infatti lo *spread*, ossia il premio per il rischio richiesto per detenere titoli emessi in dollari (o in euro) da paesi emergenti rispetto ai Treasury (o Bund), si è ulteriormente ristretto di circa 10pb, sia per i principali titoli emessi in dollari che per quelli emessi in euro, e si trova ai minimi storici da oltre tre anni.

I movimenti sopra descritti appaiono coerenti con le considerazioni circa i fattori che hanno guidato la correzione di settembre e che appaiono prevalentemente di carattere esogeno. In prima battuta, il mondo emergente, in particolare quello valutario, ha dovuto rimodulare le aspettative circa il ritmo dei rialzi dei tassi da parte delle Federal Reserve dopo che la Banca centrale statunitense ha di fatto confermato il rialzo dei *target rate* a settembre, in quanto non era più nei prezzi di mercato dopo i dati d'inflazione più bassi delle attese dei mesi estivi. Alla Banca centrale si è unita la politica fiscale, con un deciso passo in avanti nell'iter della riforma tributaria voluta da Trump che in caso fosse approvata con una struttura non lontana dalle linee guida presentate dal Presidente implicherebbe per gli USA, a parità di altre condizioni, maggior crescita e maggior deficit. A loro volta, tutte queste variabili potrebbero avere un impatto negativo sul debito emergente per via dei tassi domestici USA più alti e del rafforzamento del dollaro. Attraversando l'Atlantico anche l'evoluzione dello scenario europeo potrebbe essere stato ed essere anche nei prossimi mesi, un fattore che appesantisce le valutazioni sul debito emergente. In particolare, il riemergere del rischio politico, con il risultato elettorale tedesco, la situazione in Catalogna e l'avvicinarsi delle elezioni italiane, a nostro avviso ha sia un impatto più diretto su economie e asset finanziari dell'Europa emergente - la cui fiducia potrebbe essere intaccata dall'incremento dell'avversione al rischio percepita oltre le frontiere - sia un impatto in seconda battuta per un prevedibile indebolimento dell'euro nei confronti del biglietto verde. Infatti, la forza del dollaro tipicamente (come risulta anche dal paragrafo precedente) si caratterizza come un fattore negativo per gli asset emergenti.

D'altra parte, ampliando lo sguardo in termini temporali, lo scenario domestico per le economie emergenti resta positivo. La crescita continua ad essere robusta, supportata da una fiducia interna, sia di consumatori che di imprese, decisamente elevata e anche da un incremento degli indicatori relativi al commercio mondiale. Sul fronte dei prezzi, inoltre, l'inflazione resta in molte economie contenuta o in discesa, elemento che dovrebbe permettere alle principali Banche centrali dei Paesi Emergenti di mantenere un orientamento di politica monetaria decisamente più espansivo rispetto a quello dei paesi avanzati. Queste considerazioni, unite al fatto che comunque il debito emergente garantisce in media rendimenti più elevati rispetto a quello delle economie avanzate (cd. *carry trade*), dovrebbe ancora supportare flussi in entrata nell'asset class.

Alla luce di queste considerazioni, confermiamo la view strategica Neutrale sia per le emissioni in dollari che per quelle in euro, senza una predilezione specifica in termini di aree geografiche. Passando a un orizzonte di più breve periodo, riteniamo che entro la fine dell'anno la fase di transizione delle politiche monetarie delle economie avanzate, i passi in avanti in termini di riforma tributaria in USA e l'evoluzione dell'andamento politico in Europa possano ancora portare un po' di volatilità sui mercati. Per questo motivo confermiamo la view Neutrale anche in chiave tattica sul debito emesso in *hard currency* e la view tattica Moderatamente Negativa per il debito in *local currency*. Nel complesso continuiamo a ritenere che sia sempre più cruciale la selettività tra i diversi paesi.

... mentre i bond in *local currency*, soprattutto, gli spread delle emissioni in *hard currency* hanno registrato una tenuta migliore

Fattori esogeni alla base della volatilità d'autunno: Fed, riforma tributaria in US, rischio politico in Europa

La view strategica sul settore nel suo complesso resta Neutrale, sulla scia soprattutto di valutazioni che appaiono storicamente molto elevate

Strategie

Le argomentazioni riguardanti i giudizi sotto riportati sono disponibili sulle pubblicazioni: Scenario 2017, Mensile Azioni, Mensile Obbligazioni, Mensile Valute e Mensile Materie Prime, disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo o sull'app La Tua Banca.

Lo scenario sulle principali aree di investimento			
Mercati	Scenario precedente	Scenario attuale	Rendimento netto % medio periodo (base annua)
Monetario euro	Negativo	Negativo	0,2-0,6
Obbligazionario euro	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	0,2-1,1
Obbligazionario Germania	Negativo	Negativo	ND
Obbligazionario Italia	Neutrale	Neutrale	ND
Obbligazionario dollaro	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	-0,2/-1,3 (-0,6/0,5 in euro)
Obbligazionario Corporate	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	0,4-1,5
Obbligazionario Emergenti	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	0,6-1,5
Azionario Europa	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,2-5,5
Azionario Italia	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,3-6,1
Azionario Stati Uniti	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,8-5,5 (2,1-4,8 in euro)
Azionario Giappone	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,8-6,5 (0,8-5,4 in euro)
Azionario Emergenti	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,4-4,3 (0,7-3,6 in euro)

Nota: si veda il documento Scenario 2017 per approfondire la metodologia utilizzata. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo ed Eurizon Capital su dati Bloomberg. Giudizi aggiornati al 12.07.2017

Riepilogo delle strategie di mercato					
	3m	12m		3m	12m
Azionario					
Auto	M. POSITIVO	M. POSITIVO	Stoxx 600	M. POSITIVO	M. POSITIVO
Banche	M. POSITIVO	M. POSITIVO	Eurostoxx 300	M. POSITIVO	M. POSITIVO
Risorse di base	NEUTRALE	NEUTRALE	FTSE-MIB	M. POSITIVO	M. POSITIVO
Chimici	NEUTRALE	NEUTRALE	CAC 40	M. POSITIVO	M. POSITIVO
Costruzioni e Materiali	M. POSITIVO	M. POSITIVO	DAX	M. POSITIVO	M. POSITIVO
Servizi finanziari	M. POSITIVO	M. POSITIVO	FTSE 100	M. POSITIVO	M. POSITIVO
Alimentari	NEUTRALE	NEUTRALE	S&P 500	NEUTRALE	NEUTRALE
Farmaceutici	M. POSITIVO	M. POSITIVO	IBEX	NEUTRALE	NEUTRALE
Beni e servizi Industriali	M. POSITIVO	M. POSITIVO		M. POSITIVO	M. POSITIVO
Assicurazioni	M. POSITIVO	M. POSITIVO			
Media	M. POSITIVO	M. POSITIVO			
Energia	M. POSITIVO	M. POSITIVO			
Beni personali e per la casa	M. POSITIVO	M. POSITIVO			
Real Estate	M. POSITIVO	M. POSITIVO			
Retail	NEUTRALE	NEUTRALE			
Tecnologici	M. POSITIVO	M. POSITIVO			
Telecom	M. POSITIVO	M. POSITIVO			
Turismo e Tempo libero	NEUTRALE	NEUTRALE			
Utility	M. POSITIVO	M. POSITIVO			
Obbligazionario					
Governativi area euro	NEUTRALE	NEUTRALE			
Governativi area euro breve termine	NEUTRALE	NEUTRALE	Obbligazioni Corporate Investment Grade	NEUTRALE	M. NEGATIVO
Governativi area euro medio termine	NEUTRALE	NEUTRALE	Obbligazioni Corporate High Yield	NEUTRALE	NEUTRALE
Governativi area euro lungo termine	NEUTRALE	NEUTRALE			
Governativi area euro - core	M. POSITIVO	M. NEGATIVO			
Governativi area euro - periferici	M. NEGATIVO	NEUTRALE	Obbligazioni Paesi Emergenti USD	NEUTRALE	NEUTRALE
Governativi Italia	M. NEGATIVO	NEUTRALE	Obbligazioni Paesi Emergenti EUR	NEUTRALE	NEUTRALE
Governativi Italia breve termine	M. NEGATIVO	NEUTRALE	Obbligazioni Paesi Emerg. EUR - Am. Latina	NEUTRALE	NEUTRALE
Governativi Italia medio termine	M. NEGATIVO	NEUTRALE	Obbligazioni Paesi Emerg. EUR - Est Europa	NEUTRALE	NEUTRALE
Governativi Italia lungo termine	M. NEGATIVO	NEUTRALE	Obbl. Paesi Emerg. in valuta domestica convertiti EUR, non coperti dal cambio	M. NEGATIVO	NEUTRALE
Valute					
EUR/USD	M. NEGATIVO	NEUTRALE	Commodity		
EUR/JPY	NEUTRALE	POSITIVO	WTI	M. POSITIVO	M. POSITIVO
EUR/GBP	NEUTRALE	M. NEGATIVO	Brent	M. POSITIVO	M. POSITIVO
EUR/ZAR	NEUTRALE	M. POSITIVO	Gas naturale	M. POSITIVO	NEUTRALE
EUR/AUD	M. POSITIVO	NEGATIVO	Oro	M. NEGATIVO	NEGATIVO
EUR/NZD	M. NEGATIVO	NEGATIVO	Argento	M. NEGATIVO	NEGATIVO
EUR/TRY	M. POSITIVO	POSITIVO	Rame	NEUTRALE	NEUTRALE
			Alluminio	M. NEGATIVO	M. NEGATIVO
			Zinco	NEUTRALE	M. NEGATIVO
			Nikel	M. POSITIVO	M. POSITIVO
			Mais	M. POSITIVO	M. POSITIVO
			Fruento	M. POSITIVO	M. POSITIVO
			Soia	NEUTRALE	NEUTRALE
			Cotone	M. POSITIVO	POSITIVO

Nota: M. POSITIVO = moderatamente positivo, M. NEGATIVO = moderatamente negativo; per maggiori dettagli si vedano le definizioni contenute nelle note metodologiche. I settori si riferiscono alla composizione dell'Eurostoxx 300. I benchmark degli indici obbligazionari sono gli indici JPMorgan EMU, gli Indici Iboxx e gli indici JPMorgan EMBI.

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Nota: per le valute i giudizi indicano il rialzo (POSITIVO o M. POSITIVO) o il ribasso (NEGATIVO o M. NEGATIVO) dell'intero cambio in oggetto. La previsione di un cambio che resta sui valori registrati, al momento della rilevazione, si esprime col NEUTRALE

Glossario

ABS	Acronimo per Asset Backed Securities. Si tratta di titoli obbligazionari derivati in cui il pagamento delle cedole e il rimborso del capitale sono garantiti da un flusso di cassa generato da un portafoglio di attività finanziarie.
Asset Swap Spread (ASW)	Si ottiene dalla differenza tra il rendimento effettivo a scadenza di un titolo corporate/emergente e il tasso fisso di un contratto swap di pari durata. In caso di allargamento degli ASW gli investitori, percependo una situazione di maggiore rischiosità (a livello di singolo emittente/paese), richiedono un rendimento (o premio al rischio) più elevato sui titoli corporate/emergenti.
Bail-in	"Salvataggio interno", modalità di risoluzione di una crisi bancaria tramite il diretto coinvolgimento dei suoi azionisti, obbligazionisti, correntisti, secondo un preciso ordine gerarchico (<i>pecking order</i>)
Bail-out	"Salvataggio esterno", modalità di risoluzione di una crisi bancaria tramite finanziamento/supporto esterno
Bias	Orientamento di politica monetaria (espansivo o restrittivo) da parte di una Banca Centrale
Common equity Tier 1 (CET 1)	Capitale primario di classe 1, che include il capitale azionario, gli utili non distribuiti, le riserve e il fondo rischi bancari generali
CET1 ratio= Common equity Tier 1 ratio	Rappresenta il rapporto, espresso in percentuale, tra il Capitale primario di classe 1 (CET1) e il totale delle attività ponderate per il rischio (RWA, si veda sotto)
Covered Bond	Obbligazioni bancarie in cui il capitale ed gli interessi sono garantiti da una porzione dell'attivo patrimoniale della banca segregato, la cui entità e i cui flussi di cassa sono destinati esclusivamente al soddisfacimento di tale obbligazione
Credit Default Swap (CDS)	I CDS sono contratti che consentono di "assicurarsi" contro il rischio di insolvenza di un emittente (corporate o sovrano) attraverso il pagamento di un premio periodico.
Credit Watch	Indica una prossima revisione del rating in senso positivo (Positive Credit Watch) o negativo (Negative Credit Watch) da parte di un'agenzia di rating.
Downgrade	Peggioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito
EBIT	Earnings Before Interest and Tax: utile operativo
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, Amortisation: margine operativo lordo
Frequent Issuer	Emittente regolare sul mercato dei capitali.
Funding	Con il termine funding si fa riferimento al processo di approvigionamento dei capitali da parte di una banca o di un'azienda industriale
Indice EMBIG	Indice JPMorgan che raggruppa i titoli emergenti denominati in dollari che soddisfano determinati criteri di liquidità
Indice Euro EMBIG	Indice JPMorgan che raggruppa i titoli emergenti denominati in euro che soddisfano determinati criteri di liquidità
Indici Itraxx	Gli indici Itraxx sono indici europei di CDS e rappresentano il prezzo medio delle coperture da un possibile default su diversi basket di emittenti obbligazionari.
Margine di interesse	Nel bilancio di un istituto bancario il margine di interesse è dato dalla differenza tra gli interessi attivi e passivi
Market cap	Capitalizzazione: prezzo per numero di azioni
Non-performing loans (NPL)	Prestiti in sofferenza. In linea generale si tratta di finanziamenti erogati a debitori che non sono più in grado di rimborsarli o per i quali la riscossione è incerta
NPL ratio	Rapporto tra crediti deteriorati (NPL) e totale dei prestiti (espresso in percentuale)
Outlook	Giudizio sulle prospettive future di un emittente (Positivo, Stabile, Negativo).
Rating	Valutazione sintetica attribuita ad emittenti di obbligazioni da parte di agenzie specializzate che determinano il grado di solidità finanziaria ed affidabilità della società/paese emittente. In funzione della capacità di ripagare il debito, le agenzie di rating classificano le società/paesi in investment grade e in speculative grade (società/paesi che presentano un rischio di insolvenza da medio ad elevato).
Relazione prezzo-rendimento	Il prezzo di un'obbligazione è in relazione inversa al rendimento a scadenza della stessa.
ROE	Return On Equity: utile netto/mezzi propri
RWA (Risk-weighted Assets)	Attività ponderate per il loro rischio (creditizio). Le principali componenti di rischio da includere nel calcolo degli RWA sono il rischio di credito, il rischio di mercato e il rischio operativo. L'aggregazione di queste componenti determina l'entità degli RWA della banca, i quali rappresentano una sorta di attivo di bilancio corretto per il rischio.
Spread Titoli Governativi (Benchmark Spread)	Differenza di rendimento di un titolo corporate/emergente rispetto ad un titolo governativo di pari durata
Tassi reali	Tassi di interesse al netto del tasso d'inflazione
Total Return	Risultato di un investimento sotto forma di percentuale rispetto all'importo investito. Il rendimento viene calcolato considerando i flussi di cassa prodotti dall'investimento, come dividendi e cedole, nonché gli eventuali guadagni e/o perdite in conto capitale
Upgrade	Miglioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito

I rating delle agenzie a confronto		
	S&P e Fitch	Moody's
Investment grade	AAA	Aaa
	AA+	Aa1
	AA	Aa2
	AA-	Aa3
	A+	A1
	A	A2
	A-	A3
	BBB+	Baa1
	BBB	Baa2
	BBB-	Baa3
	Speculative grade (o high yield)	BB+
BB		Ba2
BB-		Ba3
B+		B1
B		B2
B-		B3
CCC+		Caa1
CCC		Caa2
CCC-		Caa3
CC		Ca
C		C
D		D

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo da siti agenzie

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Il presente documento è anche distribuito da Banca IMI, banca autorizzata in Italia e soggetta al controllo di Banca d'Italia e Consob per lo svolgimento dell'attività di investimento, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, Thomson Reuters-Datastream).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Thomson Reuters-Datastream, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 13.09.2017.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia mediante la messa a disposizione dello stesso attraverso il sito internet di Intesa Sanpaolo (www.intesasnpaolo.com), sezione Risparmio-Mercati, e, per i clienti di Banca IMI, nella sezione Market Hub del sito internet di Banca IMI (https://markethub.bancaimi.com/home_public.html).

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesasnpaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp

Note Metodologiche

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

Strategie di mercato

I giudizi a 3-6 mesi si riferiscono a una performance attesa pari (Neutrale), superiore (Positivo) o inferiore (Negativo) all'investimento monetario espresso dal tasso Euribor a 3 mesi.

I giudizi a 12-18 mesi si riferiscono a una performance attesa pari (Neutrale), superiore (Positivo) o inferiore (Negativo) alla redditività di lungo periodo della classe di attività finanziaria.

Titoli di Stato

I commenti sui titoli di stato si basano sulle notizie e i dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream. Le previsioni macroeconomiche e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. I titoli di stato si riferiscono ai Paesi più industrializzati (G7) e la loro evoluzione è valutata sulla base delle prospettive prevedibili di finanza pubblica degli emittenti. La scelta della scadenza tiene conto della conformazione e delle prospettive di conformazione della curva dei rendimenti, nonché del rapporto rischio-rendimento delle obbligazioni.

Obbligazioni Corporate

I commenti sulle obbligazioni Corporate si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream. Le previsioni sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. L'evoluzione di prezzi e rendimenti delle obbligazioni Corporate è valutata sulla base delle prospettive prevedibili del merito di credito degli emittenti delle obbligazioni. La scelta della scadenza tiene conto della conformazione e delle prospettive di conformazione della curva dei rendimenti, nonché del rapporto rischio-rendimento delle obbligazioni.

Obbligazioni di Paesi Emergenti

I commenti sulle obbligazioni dei Paesi Emergenti si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream. Le previsioni sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. L'evoluzione di prezzi e rendimenti delle obbligazioni dei Paesi Emergenti è valutata sulla base delle prospettive prevedibili di finanza pubblica degli emittenti, nonché sulla base di previsioni sull'economia e di valutazioni sulla stabilità politica dei singoli Paesi o sul merito di credito degli emittenti. La scelta della scadenza tiene conto della conformazione e delle prospettive di conformazione della curva dei rendimenti, nonché del rapporto rischio-rendimento delle obbligazioni.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti e alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto agli articoli 69-quater e 69-quinquies del Regolamento Emittenti emanato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14.05.1999 e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 della "Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 - tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Certificazione degli analisti

Gli analisti che hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo sono riportati nella prima pagina del documento, dichiarano che:

- (a) le opinioni espresse sulle Società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Altre indicazioni

1. Né gli analisti né qualsiasi altra persona strettamente legata agli analisti hanno interessi finanziari nei titoli delle Società citate nel documento.
2. Né gli analisti né qualsiasi altra persona strettamente legata agli analisti operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nelle Società citate nel documento.
3. Tre degli analisti citati nel documento (Paolo Guida, Fulvia Riso e Serena Marchesi) sono soci AIAF.
4. Gli analisti citati nel documento non ricevono bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla

presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi

Fulvia Risso

Cecilia Barazzetta

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Monica Bosi, Cristina Baiardi