

### Quadro macroeconomico e titoli di stato

Negli USA lo scenario di crescita consegna segnali incoraggianti, pur rimanendo gravato dall'incertezza per la politica fiscale. Continuo supporto viene dal fronte occupazionale, nonostante inflazione e salari registrino tassi di crescita contenuti. La Fed appare pronta ad annunciare la normalizzazione del bilancio, mentre il rialzo dei tassi potrebbe slittare a dicembre. Nella zona euro i minori rischi politici, uniti a segnali migliori delle attese dai dati macro, portano una revisione al rialzo per le stime di crescita sul 2017. L'inflazione ancora contenuta impone però cautela alla BCE, in attesa di verificare l'esistenza di pressioni al rialzo sui prezzi dalla dinamica salariale. La direzione delle Banche centrali è quella di un abbandono delle politiche monetarie ultra-espansive in essere da quasi un decennio. La tempistica della svolta, unita alle modalità di comunicazione da una parte e all'evoluzione delle aspettative d'inflazione dall'altra, sarà alla base del ritmo e dell'intensità del rialzo dei rendimenti di mercato. Confermiamo la view strategica Moderatamente Negativa sui *core* e Neutrale sui periferici mentre, sulla base della volatilità e di fasi di avversione al rischio che potrebbero caratterizzare questo punto di svolta, modifichiamo la view tattica a Moderatamente Positiva sui *core* e Moderatamente Negativa sui periferici.

### Obbligazioni Corporate

Nel 1° semestre del 2017 gli IG hanno messo a segno un ritorno totale nullo, con un'ampia sottoperformance rispetto agli HY, che hanno registrato un total return del 3%. In avvio del nuovo semestre, il clima sui mercati ha visto un discreto incremento di volatilità, principalmente innescato dalle incertezze sul futuro sentiero della politica monetaria nel Vecchio Continente. Nei prossimi mesi le prospettive del comparto dipenderanno proprio dalle scelte delle Banche centrali. Sui titoli IG l'orientamento tattico si mantiene Neutrale perché un possibile effetto tassi positivo – dal momento che il comparto dei governativi sta probabilmente incorporando un'impostazione forse eccessivamente restrittiva da parte della BCE – potrebbe essere compensato da un aumento degli spread. Sui titoli HY la view tattica passa da Moderatamente Positiva a Moderatamente Negativa, mentre quella strategica si conferma Neutrale. A motivare tale modifica è l'ipotesi che il prossimo trimestre possa vedere un incremento dell'avversione al rischio sui mercati, considerati i fattori di rischio geopolitico, le valutazioni azionarie piuttosto "tirate" e la lunga fase di bassa volatilità registrata finora. Inoltre, dopo le performance molto soddisfacenti segnate dai titoli HY nel 1° semestre dell'anno le criticità valutative si sono acuite.

### Obbligazioni Paesi Emergenti

Nell'ultimo mese le performance dei titoli emessi dai Paesi emergenti sono state negative. L'avvio della normalizzazione delle politiche monetarie potrebbe avere come impatto nel lungo periodo un freno alle valutazioni del debito emergente in valuta estera, già piuttosto elevate. Nel breve periodo, inoltre, non si esclude anche in questo settore un incremento dell'avversione al rischio e della volatilità. Modifichiamo la view strategica da Moderatamente Positiva a Neutrale, eliminando la preferenza geografica per l'area latino-americana. Anche in chiave tattica portiamo a Neutrali le due aree geografiche (LatAm ed Est Europa), mentre portiamo a 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**

	12.07.2017	Var. 1M
Tasso Refi BCE (%)	0,00	0,00
Tasso Fed funds (%)	1,25	0,25
Rendimento BTP 2 anni (%)	-0,13	0,12
Rendimento BTP 10 anni (%)	2,29	0,27
Spread Corp IG (pb)*	56	-4
Crossover (pb)	253	13
Spread Emergenti (pb)	158	-13
<b>Performance totali (Total return, %)</b>		
Performance titoli di Stato		-1,68
Performance Corporate IG		-0,78
Performance Corporate HY		-0,17
Performance Emergenti		-0,78

Fonte: Nota: HY= High Yield; IG = Investment Grade, in euro; (\*) dati alla chiusura dell'11.07.2017. Fonte: JP Morgan Euro EMBI, Global BofA-ML Euro Corporate Index, Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

12 luglio 2017  
14:36 CET  
Data e ora di produzione

12 luglio 2017  
14:42 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 Rizzo  
Analista Finanziario

Cecilia Barazzetta  
Analista Finanziario

Indice	
Scenario Macro	2
Titoli di Stato	6
Obbligazioni Corporate	8
Obbligazioni Paesi Emergenti	12
Strategie	14

I prezzi del presente documento sono aggiornati alle ore 11:00 del 12.07.2017 (salvo diversa indicazione).

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

## USA: attese di accelerazione del PIL, i rebus rimangono inflazione e salari

Lo scenario di crescita consegna segnali incoraggianti, pur rimanendo gravato da un certo grado di incertezza per via della politica fiscale. Continuo supporto viene dal fronte occupazionale, nonostante inflazione e salari registrino tassi di crescita inferiori alle attese. La Fed appare pronta ad annunciare la normalizzazione del bilancio mentre il rialzo dei tassi potrebbe slittare a dicembre.

Dopo che la stima finale del PIL per il 1° trimestre è stata rivista al rialzo a 1,4% t/t ann., ci aspettiamo un'accelerazione nel 2° trimestre sopra al 2% anche alla luce dei segnali provenienti dalle indagini di fiducia e dalle statistiche su spesa e reddito personale che dovrebbero sostenere una "rotazione" dei contributi delle componenti della domanda. Nuovo supporto dovrebbe venire da consumi interni e scorte (deboli nel 1° trim.) e da un aumento degli investimenti non residenziali. Il recupero della spesa capitale delle imprese potrebbe però rivelarsi graduale, visto che gli ordini di beni durevoli sono risultati in contrazione in maggio per il secondo mese consecutivo. Più ottimista appare il quadro delineato dalle indagini di fiducia con l'ISM manifatturiero che in giugno è tornato sui massimi dal 2014, supportato anche da una robusta accelerazione dell'ISM per i servizi, di nuovo ai massimi da inizio anno.

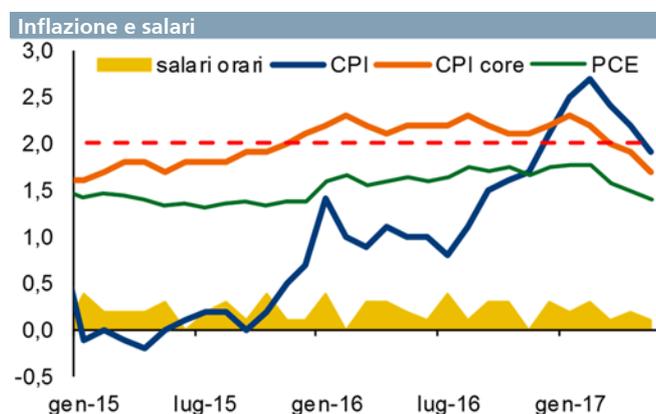
Supporto alla ripresa viene dal mercato del lavoro che in giugno ha registrato un'accelerazione superiore alle attese per i nuovi occupati e ha visto anche una revisione al rialzo di quasi 50 mila sui due mesi precedenti. Indicazioni positive emergono dall'indagine presso le famiglie con il lieve aumento della disoccupazione che è spiegato dalla ripresa della partecipazione alla forza lavoro. L'unico neo rimane quello relativo a salari e inflazione: se infatti le retribuzioni ancora in giugno vedono un avanzamento modesto con revisioni al ribasso per i precedenti, anche i dati sui prezzi rimangono al di sotto delle proiezioni di consenso. Il PCE *core*, misura presa a riferimento dalla Fed, rallenta all'1,4% a/a in maggio segnando una moderazione di un paio di decimi rispetto ai tassi prevalenti tra fine 2016 e inizio 2017. La lettura data dalla Fed ai dati d'inflazione riporta fattori temporanei, destinati a riassorbirsi in tempi brevi. Dato però che il bilancio dei rischi sullo scenario rimane verso il basso a causa dell'elevata incertezza sul fronte della politica fiscale, stimiamo che il FOMC prediliga un approccio cauto sui tassi, rinviando il nuovo rialzo a dicembre.

Il possibile slittamento della mossa sui fed funds da settembre a dicembre non implica però una pausa nel processo di normalizzazione della politica monetaria ormai avviato. Le minute della riunione di giugno riferiscono di un ampio consenso sull'opportunità di iniziare il *tapering* (riduzione dei reinvestimenti) in tempi brevi, lo scenario più probabile appare quello dell'annuncio della normalizzazione del bilancio in settembre. I tassi dovrebbero invece essere modificati in dicembre con un aumento di 25pb, confermando poi 3 rialzi per anno nel 2018 e nel 2019.

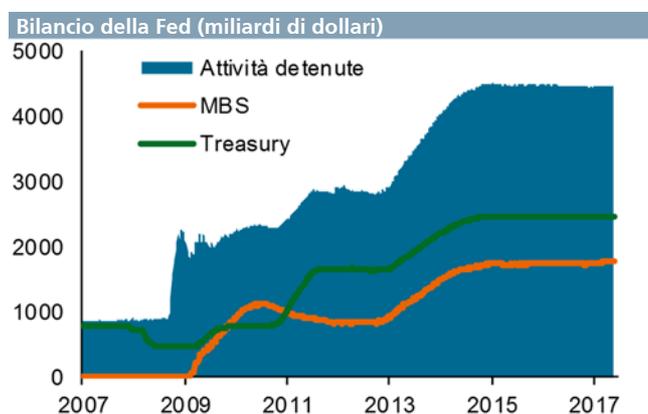
Sono positive le attese per lo scenario di crescita

Occupati ancora in crescita ma sono deboli salari e inflazione

Fed pronta al *tapering*, slitta a dicembre il rialzo dei tassi



Note: la linea rossa fa riferimento al target per l'inflazione. Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

## Zona euro: migliora l'outlook di crescita ma non quello per l'inflazione

I minori rischi politici, uniti a segnali migliori delle attese da indici di fiducia e statistiche reali, portano una revisione al rialzo per le stime di crescita sul 2017. L'inflazione ancora contenuta impone però cautela alla BCE, in attesa di verificare l'esistenza di pressioni al rialzo sui prezzi dalla dinamica salariale. Attentamente monitorata la strategia di comunicazione di Francoforte.

I dati macro del 2° trimestre consegnano segnali di rafforzamento del ciclo: alle indagini di fiducia vicine ai massimi, si sommano numeri migliori delle attese per consumi e produzione. Su base aggregata, nella zona euro le vendite al dettaglio tornano a registrare aumenti robusti in maggio, supportate anche da valori elevati per la fiducia delle famiglie. Anche dal lato delle imprese, i numeri di produzione industriale battono il consenso segnando ampi recuperi, diffusi sia a livello geografico che settoriale. Tra i sondaggi, il marginale rallentamento dei PMI in giugno lascia comunque gli indici in territorio ampiamente espansivo e su livelli compatibili con un'espansione del PIL intorno allo 0,7%. Pur scontando il fatto che i livelli delle indagini potrebbero essere troppo ottimisti, le prospettive per il ciclo appaiono solide, complice anche un calo dei rischi politici.

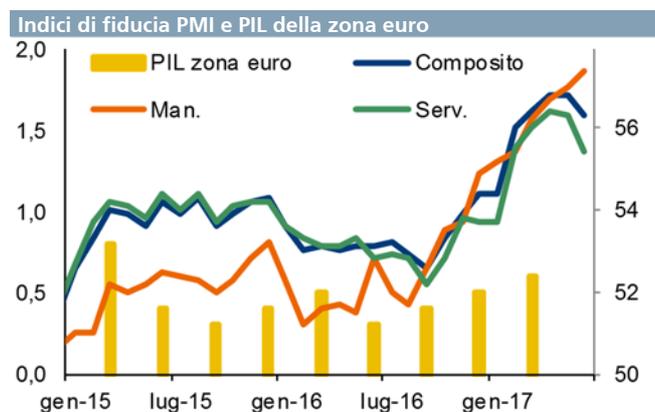
Più incerto appare invece il profilo d'inflazione: nonostante il CPI *headline* in giugno abbia corretto meno delle attese e abbia accelerato l'indice *core* (al netto di alimentari ed energia), rimane ancora debole la dinamica dei prezzi. Come spiegato nel Focus, gran parte della debolezza dell'inflazione è spiegata da fattori transitori e rimangono modeste le pressioni dal mercato del lavoro. Se infatti il tasso di disoccupazione aggregato rimane fermo al 9,3% in maggio, la misura allargata U-6<sup>1</sup> si attesta su valori doppi e spiega, almeno in parte, l'inerzia dei salari. Appare ancora lontana la piena occupazione e, anche in stati come la Germania, le retribuzioni stentano ad aumentare.

Lo scenario di crescita superiore al potenziale e in rafforzamento sembrerebbe giustificare una retorica meno accomodante da parte della BCE che, nelle ultime settimane, ha visto reazioni piuttosto forti del mercato alle recenti comunicazioni. Gli operatori hanno infatti letto nel discorso di Draghi a Sintra (si veda Focus) e nei verbali della riunione di inizio giugno riferimenti a possibili modifiche restrittive del programma di acquisto titoli in tempi più rapidi rispetto a quanto inizialmente stimato. In linea con i chiarimenti poi fatti da diversi consiglieri, riteniamo che la politica monetaria accomodante conservi un ruolo centrale di sostegno al ciclo e che la BCE voglia prediligere un approccio cauto e paziente rispetto al sentiero di normalizzazione di bilancio e tassi.

Indicazioni positive per il 2° trimestre

Ancora deboli inflazione e salari

BCE: prove di comunicazione



<sup>1</sup> Il tasso di disoccupazione U-6 prende in considerazione oltre ai disoccupati in cerca di lavoro e disponibili a iniziare entro due settimane, anche gli scoraggiati, i marginalmente attaccati alla forza lavoro e i sottoccupati (lavoratori part-time per ragioni economiche).

## Focus: difficile comunicazione tra BCE e mercati

Nel discorso inaugurale del Simposio organizzato dalla BCE a Sintra, il Presidente Draghi ha avuto modo di esporre un'analisi dell'attuale quadro di politica monetaria, con particolare riferimento alla dinamica dell'inflazione che negli ultimi mesi ha conosciuto un marcato rallentamento, quantomeno con riferimento all'indice *headline*. Il discorso è stato poi oggetto di successive riprese e commenti, data la forte reazione del mercato che ha letto l'intervento di Draghi come una possibile svolta verso una politica monetaria meno espansiva. Il vero tema del discorso però è il livello particolarmente basso dell'inflazione che, con riferimento alla misura *core* calcolata al netto delle componenti alimentare ed energetica, si mantiene in un range piuttosto ristretto da fine 2013 e non mostra segni significativi di convergenza al target del 2%. Dato che invece, in termini di PIL, la crescita nella media europea si attese al di sopra del potenziale con una buona diffusione su base geografica, la teoria economica prevedrebbe un maggior grado di pressioni sui prezzi che si fatica a riscontrare. Draghi ha fatto una debita premessa volta a sottolineare il ruolo centrale giocato dalla BCE nel sostenere il recupero di crescita e inflazione: la politica monetaria estremamente accomodante messa in atto dalla Banca centrale ha rafforzato le spinte reflazioniste, andando a sostenere la domanda aggregata. Secondo la teoria economica, il meccanismo di trasmissione dell'impulso di politica monetaria si gioca su un duplice canale: il primo è quello che lega l'impulso deciso dalla Banca centrale agli effetti sulla domanda aggregata, che si è rivelato efficace in questa fase. Il secondo riguarda la fase successiva, ossia che l'aumento della produzione si traduca in maggiore inflazione ed in questo caso gli effetti tardano a materializzarsi. La BCE adduce alla mancata trasmissione tre diversi fattori: gli shock esterni sui prezzi, l'ampiezza dell'output gap (differenziale tra crescita potenziale ed effettiva) e il grado di trasmissione delle pressioni dall'inflazione corrente ai salari. Alla luce di questi tre elementi, che avremo modo di approfondire in maggiore dettaglio, la tesi finale dell'intervento di Draghi è quella di mostrare come la debolezza dell'inflazione sia temporanea e dipenda da fattori in gran parte esogeni. Le prospettive per i prezzi rimangono quelle di una lenta e graduale convergenza al target (2%) e la BCE si dichiara fiduciosa del fatto che la politica monetaria stia funzionando e che i suoi effetti sull'inflazione si materializzeranno gradualmente. L'impulso di politica monetaria deve quindi essere persistente e il consiglio deve agire con prudenza nel definire i parametri che controlla.

L'analisi dei tre fattori che rallentano la trasmissione dell'impulso di politica monetaria alla dinamica effettiva dei prezzi diventa dunque decisiva per verificare la credibilità di una lenta ma continua convergenza al target. Volendo considerare il primo punto, appare evidente come l'economia mondiale si trovi ancora a subire gli effetti del forte calo dei prezzi dell'energia e delle commodity, con impatti deflattivi sui prezzi. Alle pressioni generate sul CPI *headline* dall'energia, si somma anche il calo dei prezzi alle importazioni che pesa sulle voci *core* della spesa, deprimendo le prospettive di inflazione. Tutti questi rappresentano elementi di freno a livello globale che agiscono dal lato dell'offerta e non della domanda, incidendo quindi in modo esogeno sulle dinamiche dei prezzi. Per questo la BCE si aspetta che tali fenomeni producano un impatto in larga misura temporaneo e non arrivino ad alterare il trend dell'inflazione nel più lungo periodo. La Banca centrale sostiene inoltre che queste non siano dinamiche di competenza per l'intervento di un'autorità di politica monetaria in quanto esulano dal controllo di una entità nazionale, tanto più che appaiono come forze destinate a riassorbirsi autonomamente in breve tempo.

Il secondo fattore è collegato alla misura dell'output gap, ossia di quel valore che calcola la differenza tra crescita potenziale e crescita effettiva. Secondo le stime più recenti le due voci dovrebbero essere quasi allineate, contribuendo così al raggiungimento del pieno impiego dei fattori produttivi nell'economia che dovrebbe a sua volta generare maggiori pressioni su prezzi e salari. Tale dinamica però, ad oggi, non sembra essersi ancora verificata pienamente. Le possibili spiegazioni a questa "anomalia" sono diverse, a partire dal fatto che l'economia sta sperimentando nuovi sviluppi positivi sul fronte dell'offerta di lavoro con aumenti sostenuti della

partecipazione, spiegati in parte dai forti flussi migratori e in parte dall'approvazione di riforme strutturali in alcuni paesi europei che hanno introdotto un maggior grado di elasticità e forza nell'offerta di lavoro. Al mutamento strutturale del mercato del lavoro, si aggiunge poi la scarsa affidabilità delle misure impiegate per valutare l'effettivo livello di risorse inutilizzate presenti sul mercato del lavoro. La definizione attualmente presa a riferimento per la disoccupazione non sembra infatti la più adeguata a catturare l'effettivo livello di salute del mercato (al riguardo si veda il Focus del Mensile obbligazioni di maggio 2017). Da ultimo è importante non dimenticare gli effetti della globalizzazione sul ciclo: l'intensificarsi dei commerci ha infatti reso più uniformi le caratteristiche dell'offerta di lavoro tra le varie nazioni, contribuendo così ad aumentare le pressioni sul mercato del lavoro. L'effetto finale di questa serie di fattori è stato quello di alterare il tradizionale equilibrio tra tasso di disoccupazione e livello di inflazione, relazione tradizionalmente descritta dalla Curva di Phillips. Secondo quanto dichiarato da Draghi tale relazione ancora può ritenersi valida anche se la curva nella fase attuale mostra una inclinazione ben diversa dai valori passati. Nel complesso il messaggio che emerge dai dati e da queste considerazioni è che sussista ancora un nesso di causalità tra le condizioni sul mercato del lavoro e la dinamica dei prezzi ma le numerose inefficienze ed anomalie che si sono manifestate negli anni recenti hanno contribuito a rallentare la trasmissione dell'impulso di politica monetaria.

Da ultimo, come possibile spiegazione del mancato nesso tra crescita e inflazione, Draghi cita l'ipotesi che il lungo periodo di bassa crescita dei prezzi abbia generato pressioni al ribasso di natura persistente nei processi che regolano la negoziazione e formazione dei salari. In altre parole le aspettative d'inflazione si sono ancorate su livelli bassi. Il supporto garantito da una politica monetaria estremamente accomodante ha permesso di evitare l'instaurarsi di spirali deflazionistiche e ha garantito che le aspettative rimanessero ancorate per la dinamica dei prezzi su livelli positivi. Questa situazione non ha però evitato che prevalesse una certa inerzia nella definizione dei salari, anche per fattori di indicizzazione automatici. In ultima istanza però anche questo fattore, pur producendo un certo grado di ritardo nella sensibilità dell'inflazione alle dinamiche economiche sottostanti, non dovrebbe alterare in modo strutturale la ripresa dei prezzi. Gli effetti temporanei non dovrebbero compromettere le prospettive di medio periodo e le condizioni attuali ancora scontano uno scenario in cui le scelte di politica monetaria devono ancora scontare la loro piena efficacia.

L'analisi compiuta consegna dunque un buon grado di fiducia alla Banca centrale nel ritenere che le misure di politica adottate siano state efficaci e che i rischi di deflazione siano stati definitivamente allontanati. Forze reflazionistiche sono in atto e, in questo momento, la BCE può essere sicura nell'affermare che il ritorno dell'inflazione agli obiettivi di medio termine appare più vicino di quanto non fosse qualche anno fa. Peraltro le dinamiche dell'inflazione non sono ancora completamente stabili e autosufficienti; per questo la politica monetaria deve essere persistente nel garantire un certo grado di supporto. Nel contesto attuale, dove il grado di incertezza a livello globale rimane elevato, è necessario mantenere una opportuna dose di prudenza nel modificare i parametri di politica monetaria.

Alla luce delle considerazioni finali dell'intervento di Draghi, sembra più giustificata una interpretazione ancora una volta accomodante dei toni della BCE, a dispetto della reazione dei mercati. Riteniamo eccessiva la forte correzione che ha caratterizzato il periodo tra la fine di giugno e l'inizio di luglio; se negli interventi successivi, ed in particolare nella pubblicazione delle minute della riunione di giugno, si sono letti spiragli di una riduzione del QE (programma di acquisto titoli) più rapida di quanto inizialmente stimato, non ci pare che il discorso di Sintra offra supporto in tal senso. Al contrario il discorso ha voluto ribadire l'efficacia delle scelte della BCE e la loro utilità, in un contesto in cui gran parte delle forze che frenano la ripresa dei prezzi sono di natura esogena e temporanea, esulando al controllo dell'autorità di politica monetaria.

## Titoli di stato: i tempi della politica monetaria

La direzione delle Banche centrali è quella di un abbandono delle politiche monetarie ultra-espansive in essere da quasi un decennio. Nell'ultimo mese è risultato chiaro come la tempistica della svolta, unita alle modalità di comunicazione da una parte e all'evoluzione delle aspettative d'inflazione dall'altra, sarà alla base del ritmo e dell'intensità del rialzo dei rendimenti di mercato. Confermiamo la view strategica Moderatamente Negativa sui *core* e Neutrale sui periferici mentre, sulla base della volatilità e di fasi di avversione al rischio che potrebbero caratterizzare questo punto di svolta, modifichiamo la view tattica a Moderatamente Positiva sui *core* e Moderatamente Negativa sui periferici.

La direzione che si sta profilando per la maggior parte dei paesi avanzati è quella della fine del trend ventennale di flessione dei rendimenti di mercato, movimento legato prima a diversi fattori di lungo periodo e poi, sulla scia della grande crisi, alimentato da tassi di policy a zero e da politiche monetarie quantitative ultra-espansive in essere da quasi un decennio. Lo scenario strategico pertanto è quello di una risalita dei tassi, legata a una ripresa economica più stabile e autosufficiente, a un aumento dell'inflazione di lungo periodo e al graduale assorbimento dello stimolo offerto dalle Banche centrali.

La Banca Centrale Europea ha iniziato a comprare titoli di stato nell'ambito del programma di *quantitative easing* nel marzo del 2015 e attualmente ha in portafoglio, secondo gli ultimi dati, circa 1.300 miliardi di euro di titoli sovrani in circolazione<sup>2</sup>, pari a circa il 20% del totale. Per quanto riguarda il debito italiano, i BTP in portafoglio alla Banca Centrale ammontano a circa 280 miliardi nominali, pari al 16% del debito italiano in circolazione<sup>3</sup>. La presenza massiccia della BCE sul mercato dei titoli di stato per oltre due anni ha avuto ovviamente un effetto sulle dinamiche di domanda e di offerta e quindi di prezzo / rendimento dei titoli stessi. Secondo nostre semplici stime, risulta che il "premio" per il *quantitative easing* (QE), derivante dall'incremento della domanda di titolo a "parità" di offerta, è attualmente pari a circa 80pb sul rendimento del Bund a 10 anni e qualche punto base in più sul rendimento del BTP di pari scadenza. Ossia, detto in altri termini, senza il QE a parità di altre condizioni il Bund decennale dovrebbe mostrare un rendimento in area 1,30% anziché l'attuale 0,5%, mentre il BTP di pari scadenza quoterebbe sopra il 3% anziché al 2,2% circa.

Quantitative easing e dinamiche di domanda e offerta					
	2015	2016	2017	2018 Tapering lento *	2018 Tapering veloce**
Acquisti BCE	320	520	450	220	100
Emissioni nette	250	220	200	190	190
Emissioni nette, «nette BCE»	-70	-300	-250	-30	90

Note: (\*) Scenario di tapering fino a dicembre 2018 con acquisti mensili su tutte le tipologie di titoli pari a 50 mld in T1, 40 mld in T2, 25 mld in T3 e 10 mld in T4. (\*\*) Scenario di tapering fino a giugno 2018 con acquisti mensili pari a 40 mld in T1 e 20 mld in T2.  
Fonte: BCE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche guardando il QE dalla prospettiva dell'assorbimento dei titoli offerti sul primario si intuisce come il programma abbia avuto un impatto decisivo sulle dinamiche di mercato. Nel 2017 l'offerta

<sup>2</sup> Con scadenza superiore all'anno.

<sup>3</sup> Con scadenza superiore all'anno.

La fine dell'era della discesa dei tassi

BCE e dinamiche di mercato: un premio che potrebbe valere 80pb sulla scadenza decennale

Cambiano le dinamiche di domanda e offerta

netta di primario per tutti i paesi dell'area euro è stata pari a 200 miliardi di euro, ma la BCE ha acquistato nello stesso arco temporale titoli per 450 miliardi di euro, portando così l'offerta netta a -250 miliardi di euro. Il QE ha ufficialmente termine a dicembre 2017, pertanto entro fine anno la BCE dovrà necessariamente comunicare ai mercati come intende gestire la fase di transizione, prima presumibilmente con una graduale diminuzione degli acquisti mensili (cosiddetto *tapering*) e poi, in un futuro ancora non identificabile, con una riduzione del proprio bilancio.

Se la direzione di lungo periodo è pertanto quella di tassi più alti (a cui corrispondono prezzi più bassi) per i bond, risulta sempre più chiaro che tempistica, ritmo e strategia di comunicazione nel momento del punto di svolta si stanno rivelando i fattori determinanti per le prospettive del mercato nel breve e nel medio periodo.

I mercati finanziari hanno attraversato la prima metà del 2017 con i nervi saldi. A fronte di eventi potenzialmente molto destabilizzanti, la volatilità è stata incredibilmente bassa. Oltreoceano, l'annuncio della Fed circa l'intenzione di iniziare a ridurre il proprio bilancio con una strategia di comunicazione molto trasparente è stato accolto senza importanti movimenti per i Treasury, che dovrebbero mantenersi in range anche nei prossimi mesi. In Europa, invece, gli operatori si sono dimostrati molto più nervosi circa la tempistica di uscita della BCE dallo stimolo monetario. Se le parole di Draghi alla riunione di inizio giugno erano state giudicate molto accomodanti e avevano permesso un rally del settore governativo europeo, un intervento dello stesso Draghi a Sintra a fine giugno (si veda Focus nella sezione Macro), in cui il Governatore apriva all'ipotesi di una riduzione degli acquisti di titoli da parte della BCE senza dare indicazioni sulla tempistica, ha innescato un forte flusso di vendite. Le vendite, concentrate in termini di durata sul segmento lungo ed extra-lungo della curva delle scadenze e in termini geografici sui paesi *core*, sono poi proseguite sulla scia di un'interpretazione restrittiva dei verbali della riunione della BCE di inizio giugno. L'incertezza circa la tempistica della svolta appare inoltre legata a filo doppio alle aspettative di mercato circa il sentiero d'inflazione che, nonostante il recupero delle ultime sedute, restano ancora piuttosto compresse e molto dipendenti dall'andamento dei corsi delle materie prime.

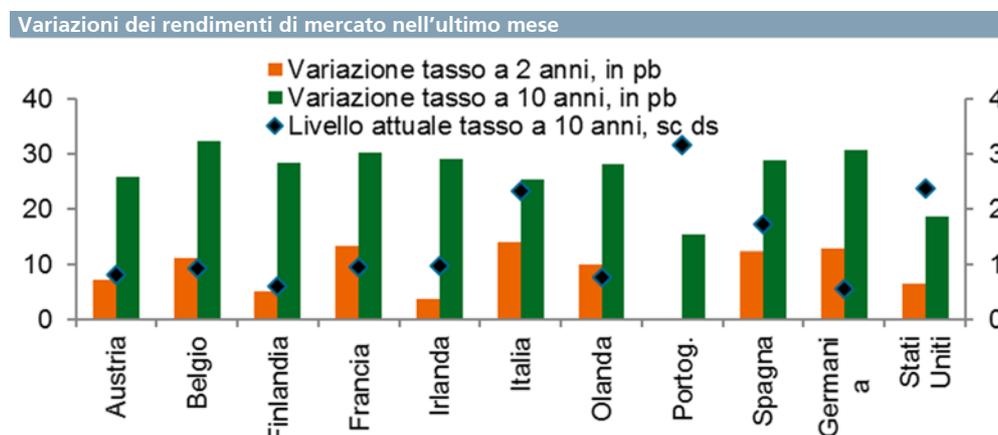
Se la strada appare segnata, le incognite intorno alla partenza di questa nuova fase di mercato sono ancora diverse e potrebbero tradursi in un aumento della volatilità di breve periodo dopo mesi di movimenti molto compressi. Inoltre, sul settore domestico potrebbe anche pesare l'avvicinarsi della tornata elettorale.

Per questi motivi confermiamo la view strategica Moderatamente Negativa sui *core* e Neutrale sui periferici mentre, sulla base della volatilità e di fasi di aversione al rischio che potrebbero caratterizzare questo punto di svolta, **modifichiamo la view tattica a Moderatamente Positiva sui *core* e Moderatamente Negativa sui periferici.**

**Incertezze nel momento del punto di svolta, molto dipende dalla strategia di comunicazione**

**Possibile volatilità e aversione al rischio nel breve periodo...**

**... ci inducono a una view più cauta**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Obbligazioni Corporate: tassi e valutazioni i driver dei prossimi mesi

Nel 1° semestre del 2017 gli IG in euro hanno messo a segno un ritorno totale nullo, con un'ampia sottoperformance rispetto agli HY, che hanno registrato un total return del 3%. In avvio del nuovo semestre, il clima sui mercati ha visto un discreto incremento di volatilità, principalmente innescato dalle incertezze sul futuro sentiero della politica monetaria nel Vecchio Continente. Nei prossimi mesi le prospettive del comparto dipenderanno proprio dalle scelte delle Banche centrali. Sui titoli IG l'orientamento tattico si mantiene Neutrale perché un possibile effetto tassi positivo – dal momento che il comparto dei governativi europei sta probabilmente incorporando un'impostazione forse eccessivamente restrittiva da parte della BCE – potrebbe essere compensato da un aumento degli spread. Sui titoli HY la view tattica passa da Moderatamente Positiva a Moderatamente Negativa, mentre quella strategica si conferma Neutrale. A motivare tale modifica è l'ipotesi che il prossimo trimestre possa vedere un incremento dell'avversione al rischio sui mercati, considerati i fattori di rischio geopolitico, le valutazioni azionarie piuttosto "tirate" e la lunga fase di bassa volatilità registrata finora. Inoltre, dopo le performance molto soddisfacenti segnate dai titoli HY nel 1° semestre dell'anno le criticità valutative si sono acuite.

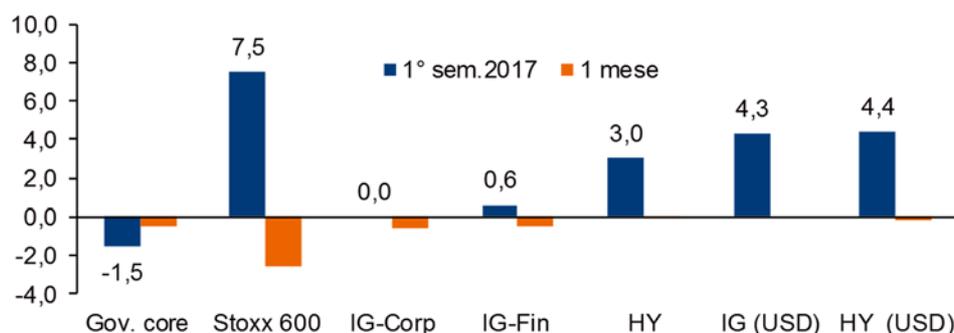
Nel 1° semestre del 2017 le obbligazioni in euro con rating Investment Grade (IG) hanno messo a segno un ritorno totale (cedole più guadagni in conto capitale) nullo, con un'ampia sottoperformance rispetto ai titoli High Yield (HY), che hanno registrato un total return del 3%. Malgrado il restringimento degli spread (-14% circa, in area 60pb; fonte: indici BofA-ML) e l'impatto positivo del programma di acquisti della BCE ancora in corso, la carta in euro con rating pari o superiore a BBB- è stata penalizzata dal rialzo e dalla volatilità dei tassi *core*. I titoli HY, strutturalmente meno vulnerabili alla componente tassi, hanno beneficiato di un buon andamento della qualità del credito e della ricerca di rendimento da parte degli investitori, come emerge anche dall'analisi per scadenza (con i titoli extra-lunghi che hanno incontrato particolare favore da parte degli investitori). Sui corporate denominati in dollari il bilancio del 1° semestre è decisamente positivo sia sugli IG che sugli HY, con guadagni superiori al 4%. La carta in dollari IG ha tratto beneficio dalla capacità della Fed di gestire la delicata fase di normalizzazione della politica monetaria, con una comunicazione efficace in grado di minimizzare l'impatto sui tassi.

Sempre nel corso del 1° semestre l'attività sul mercato primario è risultata vivace: i volumi di obbligazioni in euro IG emesse da società non finanziarie sono stati pari a 158 mld (+3% circa rispetto al 1° semestre 2016; fonte Bond Radar). Le emissioni sono state supportate da una molteplicità di fattori: solida domanda da parte degli investitori, condizioni di *funding* molto attraenti, segnali di rafforzamento del ciclo europeo, flessione del rischio politico e, non da ultimo,

**Il bilancio del 1° semestre: netta sovraperformance degli HY in euro, IG penalizzati dall'effetto tassi**

**Mercato primario vivace, guidato da condizioni favorevoli tanto dal lato della domanda che da quello dell'offerta**

Le performance sui governativi, sui listini europei e sulla carta a spread in EUR e USD (ritorno totale, %)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su fonte Bloomberg, dati mensili aggiornati all' 11.07.2017

presenza sul mercato della BCE attraverso gli acquisti effettuati nell'ambito del CSPP, sia sul primario che sul secondario. Da inizio 2017 vi è stato anche un forte incremento nell'emissione di corporate denominati in sterline: l'analisi rispetto al 2016 evidenzia una crescita molto significativa, probabilmente anche imputabile a un effetto confronto favorevole, dal momento che l'esito del referendum Brexit (giugno 2016) aveva determinato una fase di incertezza, con conseguente rallentamento delle operazioni. L'indebolimento della sterlina ha favorito l'ingresso sul comparto di investitori esteri, mentre gli acquisti della BoE hanno dato ulteriore sostegno tecnico al mercato della carta a spread in sterline.

Nel corso dell'ultimo mese, includendo quindi anche l'avvio del nuovo semestre, il clima sui mercati ha visto un discreto incremento di volatilità dopo parecchi mesi in cui la stessa volatilità era risultata particolarmente compressa grazie al ridimensionamento del rischio politico in Europa e all'ottima tenuta di fondo dei mercati di fronte ad eventi – ad esempio le elezioni francesi – potenzialmente piuttosto pericolosi. Il principale fattore che ha innescato tale movimento è legato alle incertezze sul futuro sentiero della politica monetaria nel Vecchio Continente. Negli Stati Uniti la rimozione dello stimolo è avviata e il quadro appare relativamente chiaro, mentre in area euro, malgrado le rassicurazioni da parte della BCE, la minor visibilità sul *tapering*, sia in termini di tempistica che di intensità, rappresenta un fattore di criticità.

Per quanto riguarda le prospettive del comparto della carta a spread, riteniamo che nel 2° semestre dell'anno il tema centrale sarà proprio rappresentato dalle scelte delle Banche centrali. La recente reazione dei tassi *core*, e a cascata dei titoli IG, alle dichiarazioni di Draghi a Sintra e alla pubblicazione dei verbali dell'ultimo meeting della BCE hanno esemplificato con chiarezza come tale tema sia in grado di produrre significative escursioni nei rendimenti dei titoli governativi. Nel corso dell'ultimo mese, i tassi *core* sono infatti significativamente saliti incorporando un orientamento della Banca Centrale forse eccessivamente restrittivo, considerata anche la dinamica dell'inflazione. Dopo tale movimento le nostre attese di breve sui tassi *core* passano a Moderatamente Positive, ma sui titoli IG l'orientamento tattico resta Neutrale perché un possibile effetto tassi positivo potrebbe essere compensato da un eventuale movimento sugli spread – considerati i livelli oggettivamente molto compressi del premio al rischio – e dalla flessione degli acquisti BCE, che hanno sicuramente rappresentato un importante fattore tecnico di supporto.

Sui titoli HY la view tattica passa da Moderatamente Positiva a Moderatamente Negativa, mentre quella strategica si conferma Neutrale. A motivare tale modifica è l'ipotesi che il prossimo trimestre possa vedere un incremento dell'avversione al rischio sui mercati, considerati i fattori di rischio geopolitico, le valutazioni azionarie piuttosto "tirate" e la lunga fase di bassa volatilità registrata finora. Inoltre, dopo le performance molto soddisfacenti segnate dai titoli HY nel 1° semestre dell'anno le criticità valutative si sono acuite. Riteniamo pertanto probabile che, malgrado il contesto macro positivo e l'andamento soddisfacente della *credit quality*, gli investitori possano adottare un approccio più selettivo, mentre la dinamica degli spread difficilmente potrà essere unidirezionale.

**Nelle ultime settimane volatilità in aumento, centrale il tema della politica monetaria in Europa**

**Sui titoli IG possibile effetto tassi positivo, ma vi è l'incognita spread. Orientamento tattico Neutrale**

**Titoli HY: la view di breve passa a Moderatamente Negativa**

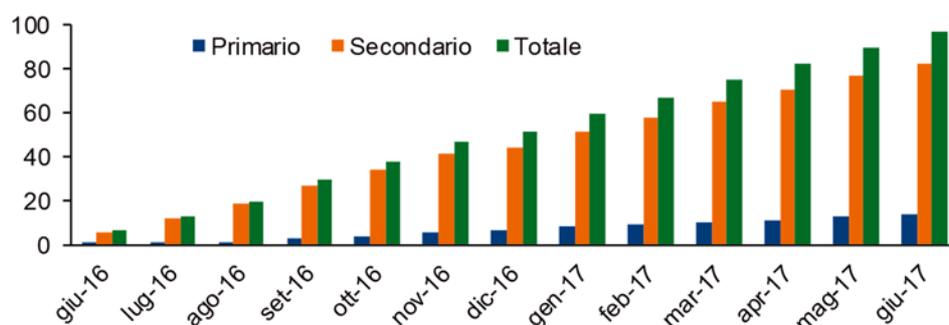
## Focus: il programma CSPP, attuazione ed effetti

L'ultimo bollettino economico della BCE (4/2017) ha dedicato un intero capitolo all'analisi della valutazione e degli effetti del programma di acquisto di titoli societari (CSPP), partito l'8 giugno 2016. In un anno la BCE ha comprato 950 titoli di 200 emittenti per un controvalore di 92 mld di euro (11% dell'universo dei bond idonei per il programma).

I dati più recenti aggiornati a inizio mese segnalano che al 7 luglio la BCE detiene corporate bond per un controvalore di 98,9 miliardi di euro. L'analisi più dettagliata sugli acquisti evidenzia che lo stock di titoli detenuti a fine giugno ammonta a 96,6 miliardi, di cui il 14,3% proviene dal primario e l'85,7% dal secondario (si cfr. grafico).

L'evoluzione annuale degli acquisti BCE

L'evoluzione degli acquisti della BCE sul primario e sul secondario (dati in mld di euro)

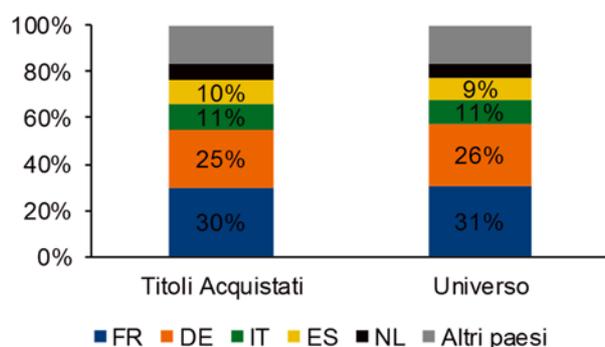


Fonte: BCE

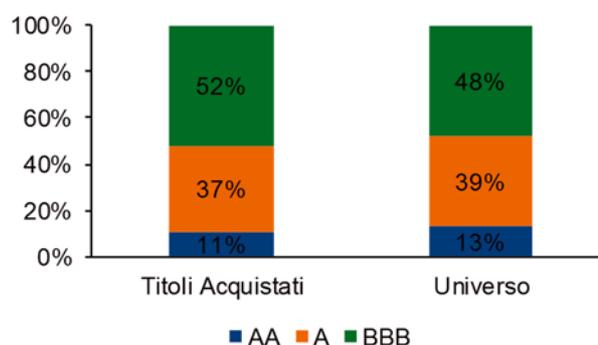
È importante segnalare come la composizione degli acquisti abbia rispecchiato molto fedelmente l'articolazione dell'universo dei titoli acquistabili, sia in termini geografici (con i corporate bond domestici che hanno rappresentato l'11% degli acquisti totali, rispetto al 30% dei bond di società francesi e al 25% di carta tedesca) che di settori. Scostamenti marginalmente più ampi hanno riguardato il confronto in termini di rating. Nel complesso, gli acquisti sono stati infatti guidati dalla volontà della BCE di ridurre al minimo eventuali distorsioni di mercato. Oltre all'impatto positivo in termini di compressione degli spread, il bollettino segnala un miglioramento, sia pure modesto, dei premi legati alla liquidità.

I titoli acquistati rispetto all'universo dei titoli "eligibile"

CSPP: analisi per paese dei titoli acquistati e dell'universo dei titoli acquistabili



CSPP: analisi per classe di rating dei titoli acquistati e dell'universo dei titoli acquistabili



Note FR= Francia; DE= Germania; IT= Italia; ES= Spagna; NL= Olanda. Fonte: BCE, Bollettino Economico 4/2017

Fonte: BCE, Bollettino Economico 4/2017

Il programma non sembra aver invece generato un aumento diretto nei volumi delle nuove emissioni, che comunque sono state vivaci, supportate da una solida domanda da parte degli investitori, da condizioni di funding molto attraenti, dai segnali di rafforzamento del ciclo europeo e dalla flessione del rischio politico. Nel corso del 1° semestre, secondo i dati riportati da Bond Radar, i volumi di obbligazioni in euro IG emesse da società non finanziarie sono stati pari a 158 mld (+3% circa rispetto al 1° semestre 2016; fonte Bond Radar).

Un'osservazione interessante è che il CSPP ha avuto un effetto positivo di propagazione per le piccole e medie imprese (PMI) che non ricorrono al mercato dei capitali per finanziarsi. Le favorevoli condizioni di funding sul mercato per le aziende di maggiori dimensioni hanno infatti consentito di "liberare" spazio sui bilanci bancari, facendo emergere capacità potenziali di prestito alle PMI.

#### **Gli impatti del programma CSPP**

## Obbligazioni Paesi emergenti: dopo l'ottima performance del 1° semestre cambia la view per la restante parte dell'anno

Nell'ultimo mese le performance dei titoli emessi dai Paesi emergenti sono state negative sia per il debito emesso in valuta locale che per quello in *hard currency*. L'incertezza sulla politica economica e commerciale USA e soprattutto l'avvio della normalizzazione delle politiche monetarie potrebbero avere come impatto nel lungo periodo un freno alle valutazioni del debito emergente in valuta estera, già piuttosto elevate. Nel breve periodo, inoltre, non si esclude anche in questo settore un incremento dell'avversione al rischio e della volatilità. Pertanto, dopo l'ottima performance messa a segno nei primi sei mesi dell'anno, modifichiamo la view strategica da Moderatamente Positiva a Neutrale, eliminando la preferenza geografica per l'area latino-americana. Anche in chiave tattica portiamo a Neutrali le due aree geografiche (LatAm ed Est Europa), mentre portiamo a Moderatamente Negativa la view tattica sul debito emesso in valuta locale.

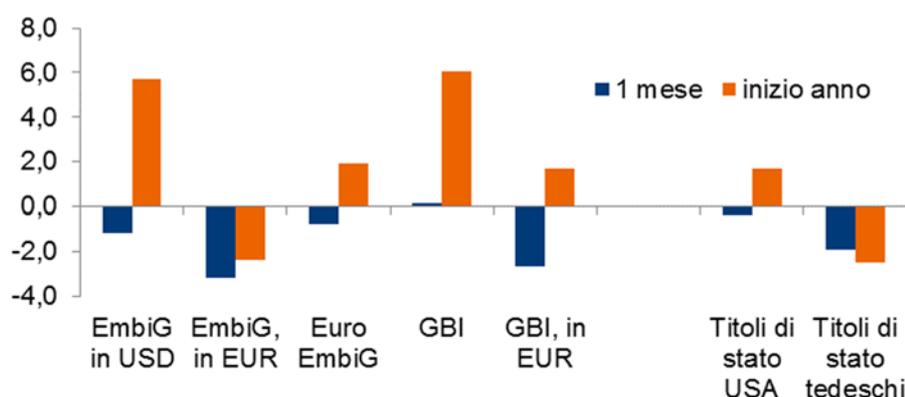
Nell'ultimo mese la performance dei principali indici dei titoli di stato emessi dai Paesi emergenti è stata negativa di circa l'1,2% per i bond emessi in dollari, con il ritorno totale che diviene ancora più pesante una volta convertito in euro a causa della persistente debolezza del biglietto verde. Performance negativa anche per le emissioni in euro e anche per quelle in valuta locale, al netto del rischio di cambio. Anche in questo caso la forza dell'euro nell'ultimo mese ha peggiorato la performance dei bond in *local currency* una volta convertita nella valuta unica. Per i due indici in *hard currency* (dollari ed euro) il risultato deriva in realtà da una combinazione differente di premio per il rischio e andamento dei titoli sottostanti. Infatti, per i titoli in dollari si registra un aumento del premio per il rischio (circa 13pb nell'ultimo mese), a cui va a sommarsi una performance solo marginalmente negativa dei Treasury nello stesso arco temporale, mentre continua la sovraperformance delle emissioni in euro, che anche questo mese registrano un restringimento dello spread a livello complessivo, che tuttavia smorza solo in parte l'andamento pesante dei titoli di riferimento, i Bund tedeschi.

Gli spunti dal quadro economico locale per gli emergenti continuano ad essere pochi. La crescita, seppur variegata nelle diverse aree, è nel complesso in accelerazione o consolidamento, mentre, così come nelle economie avanzate, stentano a risalire le prospettive di crescita dei prezzi. Infatti, se da una parte la recente debolezza di alcune valute potrebbe far importare un po' di inflazione, dall'altra il calo dei corsi delle materie prime, in particolare del greggio, va decisamente nella direzione opposta oltre a redistribuire ricchezza dai paesi esportatori a quelli importatori. Le Banche centrali si confermano accomodanti. Il punto di svolta descritto nella sezione Titoli di Stato, con la Fed e la BCE che, seppur con tempistiche diverse, stanno abbandonando le politiche

Performance negative, la conversione in euro continua ad appesantire i risultati

Il quadro economico di riferimento resta supportivo...

Performance dei principali indici relativi ai Paesi emergenti



Fonte: Bloomberg

monetarie ultra-espansive, sembra ancora lontano in molti Paesi emergenti. Nel complesso, pertanto, il quadro interno resta supportivo per i relativi titoli di stato.

D'altra parte, proprio il ruolo di investimento alternativo in uno scenario globale di tassi a zero ha indotto, nel corso del 1° semestre dell'anno, una performance decisamente robusta per i principali indici del debito sovrano di queste aree. Per quanto riguarda le emissioni in dollari, a fronte di un ritorno totale del -3,4% sui Treasury l'indice Embi Global ha messo a segno un +3,4%, grazie a un restringimento dello spread di quasi 70pb. Considerazioni analoghe valgono anche per il debito in euro, con una riduzione del premio per il rischio di circa 50pb, che ha permesso all'indice EuroEmbiG un ritorno superiore al 2%, da comparare a una performance dei Bund pari a -5%. Ancora più robusta, grazie anche al quadro descritto sopra di crescita, inflazione bassa e politiche monetarie accomodanti, la performance del debito emesso in valuta locale, che supera il 7% da inizio anno.

A fronte di queste considerazioni di carattere valutativo, delle riflessioni sul settore dei governativi delle economie avanzate e della possibilità che l'estate possa portare a un incremento della volatilità e dell'avversione al rischio, modifichiamo le view sia di breve che di lungo periodo sul settore.

Su un orizzonte temporale di un anno, alla luce da una parte della performance ottenuta e dall'altra dell'aumento atteso, seppur graduale, dei rendimenti di mercato dei Bund e Treasury e del livello attuale del premio per il rischio sul debito emesso dai Paesi emergenti, modifichiamo la view strategica da Moderatamente Positiva a Neutrale sia per le emissioni in dollari che per quelle in euro. Inoltre, dal punto di vista geografico, annulliamo la preferenza per l'area latino-americana rispetto a quella dell'Est Europa, portando entrambi i comparti a Neutrali.

Passando a un orizzonte di più breve periodo, riteniamo che durante l'estate la fase di transizione delle politiche monetarie delle economie avanzate possa portare un po' di volatilità sui mercati, dopo un 1° semestre di movimenti molto compressi. L'incremento dell'avversione al rischio potrebbe avere un impatto anche sul settore relativo ai Paesi emergenti, penalizzando in primo luogo le valute e il debito in *local currency*, il comparto più sensibile alle oscillazioni dell'avversione al rischio a livello globale. Per questo motivo portiamo la view sul comparto a Moderatamente Negativa da Neutrale. Inoltre, anche su questo orizzonte temporale riportiamo la valutazione relativa in termini di aree geografiche a Neutrale, considerando che sia sempre più cruciale la selettività tra i diversi paesi.

**... ma le valutazioni sono già elevate, soprattutto considerando le performance da inizio anno**

**La view strategica sul settore nel suo complesso passa da Moderatamente Positiva a Neutrale**

## 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	Neutrale	Moderatamente Negativo	0,1/1,0
Obbligazionario Germania	Negativo	Negativo	ND
Obbligazionario Italia	Moderatamente Positivo	Neutrale	ND
Obbligazionario dollaro	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	0,1/1,3 (-1,3/-0,2 in euro)
Obbligazionario Corporate	Neutrale	Moderatamente Negativo	0,3/0,8
Obbligazionario Emergenti	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	0,6/1,5
Azionario Europa	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,8/6,2
Azionario Italia	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,4/5,7
Azionario Stati Uniti	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,5/4,2 (0,1/2,8 in euro)
Azionario Giappone	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,1/6,9 (-0,5/4,3 in euro)
Azionario Emergenti	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,4/4,4 (0,0/3,0 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 27.03.2017

Riepilogo delle strategie di mercato					
	3m	12m		3m	12m
<b>Azionario</b>					
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	IBEX	M. POSITIVO	M. POSITIVO
Alimentari	NEUTRALE	NEUTRALE	SMI	NEUTRALE	NEUTRALE
Farmaceutici	M. POSITIVO	M. POSITIVO	FTSE 100	NEUTRALE	NEUTRALE
Beni e servizi Industriali	M. POSITIVO	M. POSITIVO	S&P 500	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			
<b>Obbligazionario</b>					
Governativi area euro	NEUTRALE	NEUTRALE	Obbligazioni Corporate Investment Grade	NEUTRALE	M. NEGATIVO
Governativi area euro breve termine	NEUTRALE	NEUTRALE	Obbligazioni Corporate High Yield	M. NEGATIVO	NEUTRALE
Governativi area euro medio termine	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
<b>Valute</b>					
<b>Commodity</b>					
EUR/USD	M. NEGATIVO	M. POSITIVO	WTI	M. POSITIVO	M. POSITIVO
EUR/JPY	M. POSITIVO	POSITIVO	Brent	M. POSITIVO	M. POSITIVO
EUR/GBP	M. POSITIVO	M. NEGATIVO	Gas naturale	M. POSITIVO	NEUTRALE
EUR/ZAR	M. POSITIVO	M. POSITIVO	Oro	NEUTRALE	NEUTRALE
EUR/AUD	M. POSITIVO	NEGATIVO	Argento	NEUTRALE	NEUTRALE
EUR/NZD	M. POSITIVO	M. NEGATIVO	Rame	M. POSITIVO	M. POSITIVO
EUR/TRY	M. POSITIVO	M. POSITIVO	Alluminio	M. POSITIVO	M. POSITIVO
			Zinco	M. POSITIVO	M. POSITIVO
			Nikel	M. POSITIVO	M. POSITIVO
			Mais	M. POSITIVO	M. POSITIVO
			Fruento	M. POSITIVO	M. POSITIVO
			Soia	M. POSITIVO	M. POSITIVO
			Cotone	M. POSITIVO	M. 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+	Ba1
	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 19.06.2017.

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](http://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](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](http://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.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.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:** Cristina Baiardi, Monica Bosi