

Quadro macroeconomico e titoli di stato

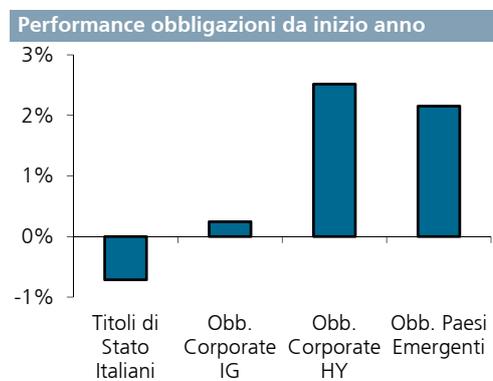
Negli Stati Uniti i dati su consumi, produzione e mercato del lavoro in ingresso al 2° trimestre sembrano archiviare come temporanea la debolezza dei primi mesi dell'anno, dando agio al FOMC di proseguire nel ciclo di rialzo dei tassi. Più complessi appaiono il profilo di salari e inflazione ma soprattutto l'incertezza sulle prospettive di politica fiscale mentre la Fed si prepara a discutere del bilancio. Nella zona euro continua un ciclo di crescita robusto per il PIL che nel 1° trimestre conferma il ritmo di espansione di fine 2016 nonostante la correzione della produzione industriale. Le indagini di fiducia su massimi pluriannuali giustificano un miglioramento del bilancio dei rischi sullo scenario economico da parte della BCE mentre rimane "deludente" il profilo d'inflazione. In attesa che le Banche centrali offrano maggiore visibilità sulle prospettive di politica monetaria, con la Fed che dovrebbe alzare i tassi e iniziare a parlare di bilancio, il *driver* del mercato torna ad essere il ribilanciamento del rischio politico che si unisce a un flusso di dati macroeconomici positivi. In questo quadro, il nuovo BTP Italia a scadenza ridotta ha incontrato una buona domanda sia dai privati che dagli istituzionali. Confermiamo la view strategica Neutrale sul settore nel suo complesso e sui periferici e Moderatamente Negativa sui Paesi *core*.

Obbligazioni Corporate

L'ultimo mese è stato denso di sviluppi politici: nell'area euro la vittoria di Macron al ballottaggio delle elezioni presidenziali francesi ha eliminato, nel breve, un fattore di incertezza, mentre negli USA nuove nubi si sono addensate sulla presidenza Trump. Nel complesso, il mercato ha mantenuto una buona propensione al rischio e il mese si chiude con una sovraperformance dei titoli HY in euro, sui quali confermiamo una view tattica Moderatamente Positiva. A fronte di fondamentali ancora supportivi e di valutazioni piuttosto "tirate" suggeriamo però scelte selettive. Sugli IG la view tattica resta Neutrale e quella strategica Moderatamente Negativa, considerando che il tenore dei dati macro appare coerente con l'avvio di una normalizzazione, sia pure graduale e molto cauta, della politica monetaria (*exit strategy* a partire dal 2018, a meno di sviluppi politici avversi).

Obbligazioni Paesi Emergenti

Nell'ultimo mese le performance dei titoli emessi dai Paesi emergenti sono state sostanzialmente piatte nella valuta di emissione ma appesantite una volta convertite in euro, più che altro sulla scia della forza della valuta unica. A pesare è l'incertezza sulla politica USA ma, a meno di un ulteriore inasprimento di questi fattori esogeni, riteniamo che i mercati emergenti restino comunque supportati dallo scenario interno.



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

Tassi e Obbligazioni

	24.05.2017	Var. 1M
Tasso Refi BCE (%)	0,00	0,00
Tasso Fed funds (%)	1,00	0,00
Rendimento BTP 2 anni (%)	-0,24	-0,19
Rendimento BTP 10 anni (%)	2,11	-0,07
Spread Corp IG (pb)*	61	-5
Crossover (pb)	253	-19
Spread Emergenti (pb)	167	-21
Performance totali (Total return, %)		
Performance titoli di Stato		1,10
Performance Corporate IG		0,28
Performance Corporate HY		0,80
Performance Emergenti		0,38

Fonte: Nota: HY= High Yield; IG = Investment Grade, in euro; (*) dati alla chiusura del 19.04.2017. Fonte: JP Morgan Euro EMBI, Global BofA-ML Euro Corporate Index, Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

24 maggio 2017

14:09 CET

Data e ora di produzione

24 maggio 2017

14:19 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 Riso
Analista Finanziario

Cecilia Barazzetta
Analista Finanziario

Indice

Scenario Macro	2
Titoli di Stato	7
Obbligazioni Corporate	10
Obbligazioni Paesi Emergenti	15
Strategie	17

I prezzi del presente documento sono aggiornati alle ore 11:00 del 24.05.2017 (salvo diversa indicazione).

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

Stati Uniti: Fed pronta a proseguire nei rialzi nonostante l'incertezza politica

I dati su consumi, produzione e mercato del lavoro in ingresso al 2° trimestre sembrano archiviare come temporanea la debolezza dei primi mesi dell'anno, dando agio al FOMC di proseguire nel ciclo di rialzo dei tassi. Più complessi appaiono il profilo di salari e inflazione ma soprattutto l'incertezza sulle prospettive di politica fiscale mentre la Fed si prepara a discutere del bilancio.

In un contesto in cui torna ad intensificarsi il rischio politico, con possibili ripercussioni sull'evoluzione della politica economica e fiscale, i dati macro mantengono una certa forza e supportano l'ipotesi di una riaccelerazione della crescita nel 2° trimestre. Dal lato dei consumi le statistiche sulle vendite al dettaglio in aprile confermano la debolezza di inizio anno come transitoria. Sono solide le voci *core*, calcolate al netto di auto e carburanti, che vedono aumenti diffusi a tutte le 13 principali categorie di spesa. Nei prossimi mesi sarà importante valutare il contributo dei consumi di servizi, che dovrebbe essere robusto viste le temperature più miti. I dati mensili su reddito e consumi continuano a mostrare un trend di costante aumento per la ricchezza che però in marzo non si traduce in maggiori consumi. Rimangono sui massimi i livelli delle indagini di fiducia che supportano le attese di una ripresa dei consumi al 3% t/t ann. nel 2° trimestre.

Segnali complessivamente positivi giungono anche dalle imprese con la produzione industriale che accelera all'1% m/m in aprile, ai massimi da febbraio 2014. Anche in questo caso il 1° trimestre ha conosciuto un andamento piuttosto volatile per via dell'influenza del clima sulle utility, ma i dati sono incoraggianti per l'entrata nel 2° trimestre. Le indagini di fiducia, pur avendo corretto rispetto ai massimi, rimangono su livelli robusti. Più complesse appaiono le prospettive per gli investimenti con gli ordini di beni durevoli che hanno conosciuto una dinamica piuttosto volatile.

Indicazioni certamente robuste si raccolgono per il mercato del lavoro che in aprile ha sorpreso ampiamente al rialzo sia in termini di nuovi occupati che per il nuovo calo della disoccupazione, ai minimi dal maggio 2007. Anche se parte del calo è dovuto ad una nuova diminuzione del tasso di partecipazione alla forza lavoro, i progressi rimangono evidenti dopo la frenata di marzo, che si conferma come temporanea. Unica nota poco brillante in un quadro particolarmente positivo è quella relativa ai salari che, pur continuando a crescere, rimangono su ritmi di espansione modesti. Questo spiega la dinamica ancora piuttosto debole dell'inflazione che, potendo contare su limitate pressioni dal lato del mercato del lavoro, continua su un trend di graduale accelerazione.

Il quadro macro conferma come transitorio il rallentamento del 1° trimestre e giustifica le aspettative di una prosecuzione nel ciclo di rialzi per la Fed. Il mercato sconta un nuovo ritocco del costo del denaro in giugno, seguito da un ulteriore intervento entro fine anno. Più complesso appare lo scenario riguardo l'evoluzione del bilancio: la discussione sulle prossime mosse di uscita dallo stimolo monetario straordinario presenta profili tecnici complessi e si dovrà necessariamente confrontare con l'incertezza della politica fiscale ed economica della nuova amministrazione.

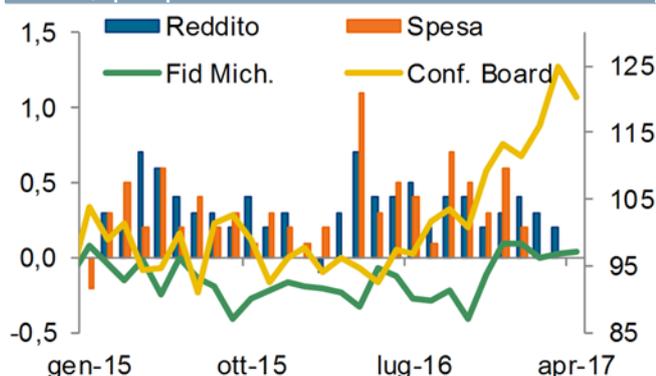
Attese di una ripresa dei consumi nel 2° trimestre

Accelera la produzione industriale e sono positive le indagini di fiducia

Disoccupazione ai minimi dal 2007 ma la crescita dei salari rimane modesta

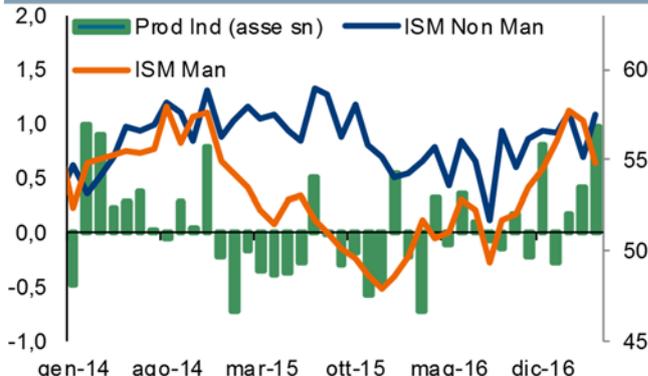
Fed: pronta a proseguire coi rialzi

Reddito, spesa personale e fiducia dei consumatori



Fonte: Bloomberg

Produzione industriale e indici di fiducia ISM



Fonte: Bloomberg

Zona euro: migliora lo scenario macro ma non quello d'inflazione

Continua un ciclo di crescita robusto per il PIL europeo che nel 1° trimestre conferma il ritmo di espansione di fine 2016 nonostante la correzione della produzione industriale. Le indagini di fiducia su massimi pluriannuali giustificano un miglioramento del bilancio dei rischi sullo scenario economico da parte della BCE mentre rimane "deludente" il profilo d'inflazione.

La stima preliminare del PIL nel 1° trimestre conferma le attese ed indica un'espansione dello 0,5% t/t, in linea con il ritmo di fine 2016. La crescita è in ripresa e appare più omogenea tra i Paesi: a guidarla sono i consumi interni, mentre investimenti e attività produttive dovrebbero aver dato un contributo nullo, condizionati da fattori transitori. I forti progressi registrati dai sondaggi, saliti su nuovi massimi pluriannuali, non sembrano riflettersi pienamente nei dati di crescita. Questo è il caso dei settori produttivi che, con i PMI in territorio ampiamente espansivo e sui massimi nel 1° trimestre, hanno visto per la produzione industriale in marzo una correzione imprevista e piuttosto ampia. Se un freno particolarmente forte è stato posto dalla componente energetica, d'altra parte ancora modesti rimangono gli incrementi nella produzione di beni durevoli, intermedi e di capitale.

Tra le voci di crescita per il PIL si conta il canale estero, con l'avanzo di bilancia commerciale per la zona euro in forte miglioramento a marzo (da 18,8 a 23,1 mld) e sui massimi dal maggio 2016. I progressi dipendono in parte da un aumento dell'export (0,8% m/m) e in misura maggiore da una contrazione delle importazioni di 1,2% m/m. La spinta principale alla domanda è venuta dai Paesi emergenti, anche se per i prossimi mesi le indicazioni sono positive a livello globale.

Torna ad accelerare all'1,9% in aprile l'inflazione che vede una risalita anche del CPI *core* a 1,2%, sui massimi dal giugno 2013. La dinamica dei prezzi al consumo in questa fase è sostenuta da effetti base favorevoli e dal confronto con l'anno precedente, quando la Pasqua cadde in marzo. Questo implica aumenti eccezionali per prezzi di vacanze, intrattenimento e turismo che gonfiano, temporaneamente, la dinamica dell'inflazione sottostante. Ci aspettiamo che il CPI *core* ritorni all'1,1% a maggio e che gli effetti base sostengano il dato fino ad agosto, salvo poi far scivolare l'indice all'1,0% a fine 2017. Rimangono per il momento piuttosto limitate le pressioni endogene e in particolare quelle dal mercato del lavoro (si veda l'approfondimento per maggiori dettagli).

A fronte del miglioramento dello scenario macro, la BCE conferma una linea cauta. Se le minute della riunione di aprile riconoscono come il bilancio dei rischi sia diventato meno negativo, il giudizio ufficiale rimane invariato e i rischi sono ancora verso il basso. I progressi riguardano infatti il solo scenario economico mentre è "deludente" lo scenario d'inflazione. Stimiamo probabile una revisione della *guidance* nella riunione di giugno, anche se i tempi paiono prematuri per preparare l'uscita dalle misure di stimolo straordinarie. Il Consiglio vuole evitare restrizioni improvvise delle condizioni finanziarie, possibile conseguenza di variazioni, anche minime, della comunicazione.

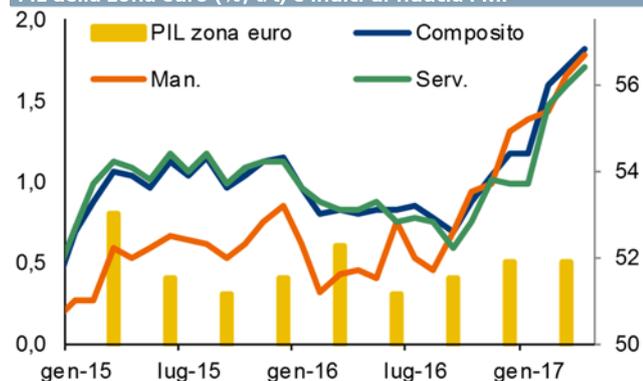
Prosegue la crescita nel 1° trimestre, sostenuta dai consumi

Positive le attese per il canale estero

Sono fattori temporanei a sostenere il recupero dell'inflazione

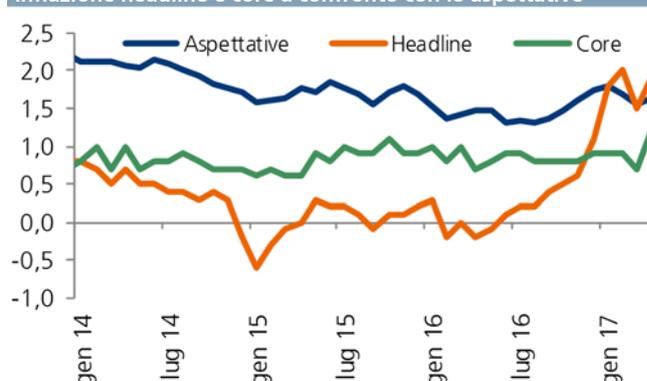
Rimane cauto l'atteggiamento della BCE

PIL della zona euro (% t/t) e indici di fiducia PMI



Fonte: Bloomberg

Inflazione headline e core a confronto con le aspettative

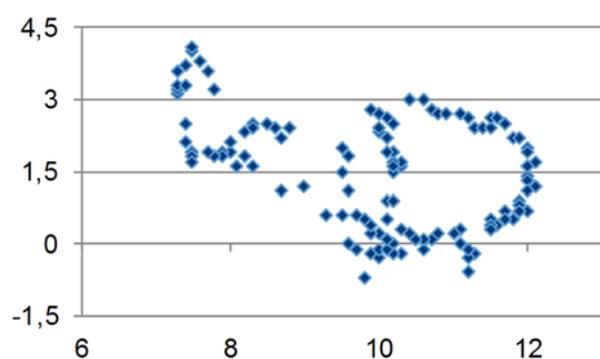


Fonte: Bloomberg

Mercato del lavoro europeo: qual è il vero livello di disoccupazione?

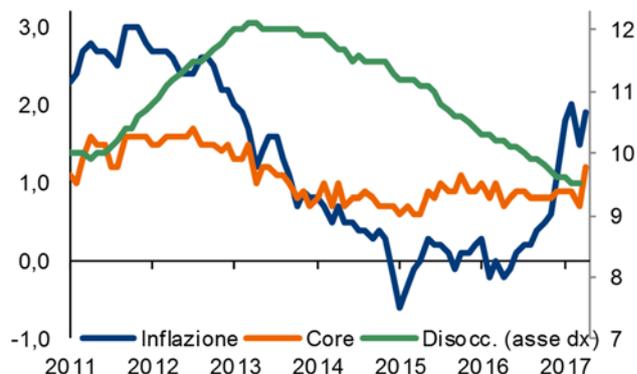
Uno dei temi di maggiore attualità sembra quello relativo alla dinamica dei salari e, più nello specifico, alle ancora scarse pressioni sui prezzi derivanti dal mercato del lavoro sia negli Stati Uniti che in Europa. Volendo focalizzarsi sulla zona euro, quello che si osserva è che, rispetto alle fasi più acute della crisi, il ciclo economico ha sperimentato una chiara ripresa e il tasso di disoccupazione è sceso fino al 9,5% in febbraio, ben 2,6 punti percentuali al di sotto del massimo raggiunto nel 2013. Nonostante i forti progressi compiuti, scarsi appaiono i riflessi sullo scenario di inflazione, tanto da indurre gli economisti a ipotizzare che la relazione nota come Curva di Phillips non conservi più la propria validità. La Curva di Phillips ipotizza infatti l'esistenza di un *trade-off*, ossia un rapporto di scambio, tra il tasso di crescita dei prezzi (inflazione) e il tasso di disoccupazione. Tale assunto sembra solo parzialmente verificato nella situazione attuale (si veda grafico a seguire) dato che, ad un chiaro riassorbimento della disoccupazione, non corrisponde una analoga accelerazione dell'inflazione, almeno non secondo una relazione diretta.

Curva di Phillips: dati per la zona euro tra gennaio 2006 e marzo 2017



Note: disoccupazione sull'asse delle ascisse e inflazione su quello delle ordinate. La nuvola di punti dovrebbe seguire l'inclinazione di una iperbole che rispetta solo parzialmente. Fonte: Bloomberg

Tassi di disoccupazione e inflazione nella zona euro



Fonte: Bloomberg

La chiave di questo nesso di causalità mancante sta nella dinamica dei salari che, tanto in Europa quanto negli Stati Uniti, vedono ancora un trend positivo ma estremamente modesto, soprattutto se confrontato alle variazioni di cicli precedenti. Al riguardo, nel Bollettino Economico mensile pubblicato in maggio, la BCE prova a spiegare la dinamica strisciante delle retribuzioni a partire da un'analisi più dettagliata e completa del mercato del lavoro europeo e, in particolare, del grado di risorse ancora inutilizzate. Lo studio parte dalla definizione del tasso di disoccupazione e mette in dubbio che quello sia il parametro di riferimento più adeguato per misurare efficacemente il livello di risorse ancora inutilizzate nel sistema economico. Secondo l'Organizzazione Internazionale del Lavoro (ILO) gli individui sono classificati come disoccupati se sono (1) senza una occupazione, (2) sono disponibili a iniziare a lavorare entro due settimane e (3) sono attivi nella ricerca di un lavoro. Questa classificazione esclude dunque diverse categorie apparentemente residuali ma che meritano grande attenzione. Vi sono infatti almeno due gruppi particolarmente rilevanti: inattivi e sotto-occupati. I dati ufficiali dell'ILO, stimano che circa il 3,5% della popolazione mondiale in età da lavoro sia classificabile come "potenziale forza lavoro aggiuntiva" e si componga per la gran parte di (a) scoraggiati, ossia persone che non stanno più cercando attivamente lavoro anche se sarebbero disponibili a lavorare e (b) individui che stanno attivamente cercando una occupazione ma non sono ancora disponibili a iniziare. Quest'ultimo gruppo pesa per circa l'1% della popolazione mondiale e presenta un'evoluzione tipicamente anticiclica; con riferimento al quadro attuale vede una sostanziale stagnazione da quando è iniziata la ripresa. Più dinamica appare invece l'evoluzione della categoria degli scoraggiati, circa il 2,6% della popolazione mondiale dei potenziali lavoratori, che, nel momento in cui le condizioni sul mercato

del lavoro dovessero migliorare sensibilmente, potrebbero tornare a nutrire le fila della forza lavoro causando così un rialzo del tasso di disoccupazione a parità di altri valori. Diverso ma non meno rilevante il caso delle persone sotto-occupate, ossia che attualmente lavorano per un numero di ore inferiori a quello desiderato. Secondo i dati ufficiali la quota dei sotto-occupati è pari al 3% della popolazione mondiale in età da lavoro e ha registrato un sensibile aumento a seguito della crisi. Anche in questo caso si tratta di una forma di utilizzo non completo né efficiente delle risorse disponibili sul mercato del lavoro e, con riferimento a uno scenario di prosecuzione della crescita economica, potrebbe lasciare spazio a un aumento delle ore per i lavoratori già assunti frenando così il riassorbimento della disoccupazione in senso stretto. Con particolare riferimento alla zona euro, l'incidenza dei lavori part-time sul totale degli occupati ha visto un trend di crescita positivo nell'ultimo decennio, in parte spiegato da fattori strutturali (crescita degli impieghi nel settore dei servizi e aumento occupazione femminile) e, nelle fasi più recenti, legato anche al difficile scenario economico.

Volendo quindi provare a stimare gli effetti di queste precisazioni, se si combinano le previsioni di sotto-occupati e disoccupati in senso più ampio, si scopre che il grado di sotto-utilizzo delle risorse produttive sul mercato è doppio rispetto a quello stimato dagli indicatori tradizionalmente presi a riferimento dalla BCE. Prese tutte le debite approssimazioni, la Banca centrale stima che ancora nel 4° trimestre del 2016 il grado di risorse inutilizzate disponibili sul mercato del lavoro implicino un tasso di disoccupazione non pari al 9,5% visto in febbraio ma piuttosto nell'ordine del 15%. Questa interpretazione aiuta a spiegare i livelli ancora depressi dei salari che, pertanto, difficilmente trasferiranno forti pressioni al rialzo sui prezzi nei prossimi trimestri. La strada raccomandata dalla BCE quindi è quella di riforme strutturali e interventi che vadano ad incidere sulle inefficienze del mercato del lavoro e che prendano a riferimento non solo le misure tradizionali ma anche indicatori più inclusivi e complementari.

Una precisazione peraltro appare necessaria dal momento che, in questo quadro di riferimento, rimangono estremamente differenziate le condizioni su base nazionale, sia in termini di valori assoluti che con riferimento al grado di risorse inutilizzate. Se infatti da un lato in Germania al calo del tasso di disoccupazione post-crisi si sono accompagnati anche progressi per le voci complementari relative a sotto-occupati e inattivi, rimangono invece parziali i progressi per molti altri paesi. In Francia e Italia infatti, pur a fronte di un calo del tasso di disoccupazione, le misure allargate hanno conosciuto solo timidi miglioramenti se non peggioramenti.

A completare gli studi sul mercato del lavoro la BCE ha diffuso anche un nuovo paper¹ che, prendendo a riferimento un bacino di dati piuttosto ampio e per la prima volta integrato a livello sovranazionale, dimostra come i diversi sistemi di negoziazione dei salari (centralizzati o liberi) abbiano inciso sulle risposte delle grandi aziende alle sfide poste dalla crisi economica. Il campione di dati preso in analisi, in linea con quanto atteso dagli economisti, dimostra con un buon margine di sicurezza che i sistemi di negoziazione dei contratti di lavoro centralizzati a livello nazionale hanno portato a una maggior rigidità dei salari e a un conseguente calo dell'occupazione e dei profitti delle imprese a seguito di shock economici negativi. Al contrario i sistemi di contrattazione gestiti dalle singole imprese (tipicamente aziende multinazionali e di grandi dimensioni) hanno garantito maggior flessibilità a lavoratori e imprenditori. Non è casuale dunque il fatto che in Europa, in paesi con sistemi di contrattazione salariale centralizzati, come Francia e Italia, il tasso di disoccupazione sia rimasto su livelli strutturalmente più elevati rispetto a quello di altre nazioni, come la Germania, che prevedono strutture di organizzazione meno accentrate e ingessate. Il paper dimostra che il grado di flessibilità dei salari, implicito nei diversi sistemi di contrattazione, gioca un ruolo centrale nel definire la reazione delle imprese a shock negativi. I meccanismi di

¹ Working Paper Series: Ronchi, Di Mauro – Wage bargaining regimes and firm's adjustment to the Great Recession

definizione delle retribuzioni possono dunque contribuire ad amplificare gli effetti degli eventi negativi.

In sintesi, gli studi condotti mostrano come il grado di risorse inutilizzate sul mercato del lavoro europeo sia molto superiore a quanto rilevato dalle misure tradizionali. Per questo, affinché i salari tornino a crescere in modo significativo guidando un conseguente recupero dell'inflazione, è necessario portare avanti una serie di riforme strutturali volte ad aumentare efficienza e flessibilità sul mercato del lavoro. Questa istanza è tanto più urgente in quei paesi in cui la contrattazione dei salari avviene in forma centralizzata garantendo una minor flessibilità alle imprese nella risposta agli shock negativi. Molti progressi si sono già osservati ma, a nostro avviso, è necessario che l'impegno continui e che la convergenza verso un modello uniforme a livello europeo sia favorita da nuove misure a livello nazionale.

Titoli di stato: redistribuzione del rischio politico

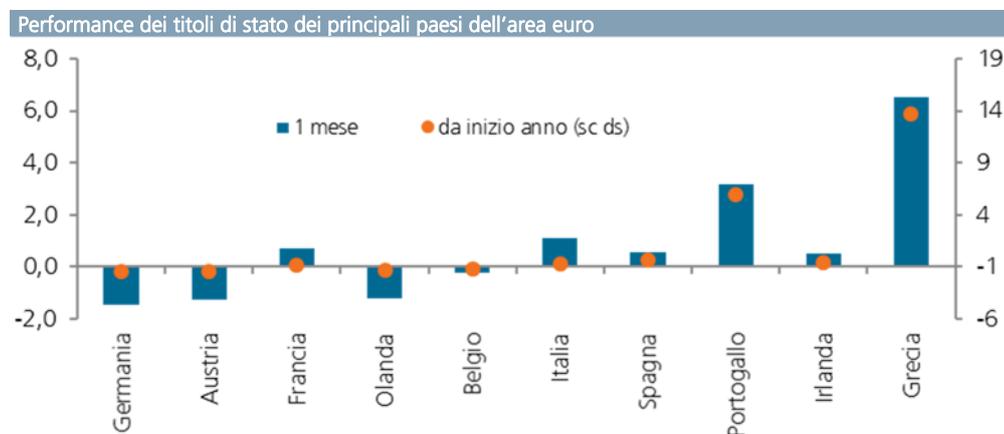
In attesa che le Banche centrali offrano maggiore visibilità sulle prospettive di politica monetaria, con la Fed che dovrebbe alzare i tassi e iniziare a parlare di bilancio, il *driver* del mercato torna ad essere il ribilanciamento del rischio politico che si unisce a un flusso di dati macroeconomici positivi. In questo quadro, il nuovo BTP Italia a scadenza ridotta ha incontrato una buona domanda sia dai privati che dagli istituzionali. Confermiamo la view strategica Neutrale sul settore nel suo complesso e sui periferici e Moderatamente Negativa sui Paesi *core*.

La performance dell'ultimo mese per i titoli di stato emessi dai principali paesi dell'area euro indica chiaramente un movimento di flussi alla ricerca di extrarendimento con i bond *core* che mettono quindi a segno un ritorno totale negativo mentre i governativi periferici chiudono le ultime quattro settimane in territorio positivo. Spicca, con una performance che supera il 6%, la Grecia con Atene che beneficia dello sblocco della nuova *tranche* di aiuti necessari al paese per le esigenze di cassa, soprattutto in previsione della restituzione di circa 7,3 miliardi di euro di prestiti a scadenza in estate. Il comparto nel suo complesso beneficia probabilmente della percezione di un rischio politico nettamente ridotto dopo la vittoria di Macron alle Presidenziali francesi e con le elezioni tedesche, ed eventualmente italiane, ancora lontane.

In considerazione del risultato delle elezioni francesi e dei possibili risvolti legati al Russiagate, si sta osservando un effetto di redistribuzione del rischio politico. Con uno sguardo più ampio sul passato, da inizio novembre, il movimento prima verso l'alto e poi di parziale discesa dei rendimenti dei governativi USA si può spiegare anche considerando la rimodulazione delle aspettative circa la politica fiscale di Trump: se il programma del Presidente lasciava prospettare un mix di crescita nominale in accelerazione e deficit in aumento, negativo per i bond, i primi cento giorni del Presidente hanno evidenziato come l'ampiezza e la velocità d'implementazione di tale programma siano minori di quanto i mercati si attendessero. Alle difficoltà politiche nelle ultime sedute si è aggiunto il cosiddetto Russiagate, ossia le ipotesi di contatti molto stretti e non autorizzati tra la nuova amministrazione statunitense e uomini della finanza e dalla politica russi. In una visione prospettica, questa nuova variabile, anche escludendo scenari di coda circa la tenuta della Presidenza Trump, potrebbe ulteriormente rallentare il percorso del programma economico statunitense. In Europa è invece evidente come nelle ultime settimane si stia verificando il processo opposto: dopo l'Olanda e il primo turno delle elezioni francesi, la vittoria di Macron al ballottaggio ha allontanato il rischio di un indebolimento politico molto preoccupante dell'area euro nel suo complesso. Ora si prospetta, da questo punto di vista, una lunga pausa estiva in termini di tornate elettorali con la Germania in autunno che non dovrebbe portare risultati preoccupanti. L'incognita

Performance positiva per i periferici, negativa per i *core*

Si ripositiona geograficamente il rischio politico



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

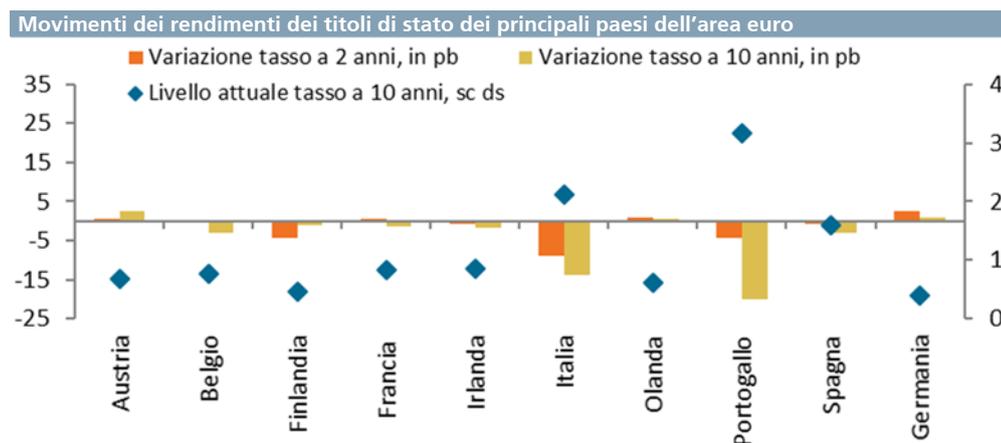
maggiore resta sull'evoluzione del quadro politico italiano che potrebbe portare nuova volatilità sui bond sia domestiche che della periferia nel loro complesso ma probabilmente solo dopo l'estate.

Se nelle ultime settimane la percezione del rischio politico è tornato ad essere un *driver* importante anche per il settore dei titoli di stato, ma ancora più influente sul mercato dei cambi, nel futuro prossimo il tema principale per il mercato dei titoli di stato dovrebbe tornare ad essere la rimodulazione circa le attese delle Banche centrali, con l'avvicinarsi delle riunioni della BCE, in agenda per l'8 giugno, e della Federal Reserve, che terminerà il 14 giugno. Al momento in Europa il dibattito sull'avvio del *tapering* del QE (riduzione progressiva degli acquisti dei titoli) non pare avere un impatto importante sui mercati, così come negli Stati Uniti la stretta attesa dalla Federal Reserve per ora non ha indotto importanti rialzi dei rendimenti sul secondario. La curva Treasury da inizio anno ha infatti visto un aumento dei tassi sulle scadenze più brevi, coerentemente con l'attesa di altri due rialzi dei tassi sui fed funds nel 2017 (presumibilmente uno a giugno e l'altro a settembre) ma una modesta flessione delle scadenze intermedie e lunghe. L'impostazione di mercato appare coerente con lo scenario macroeconomico e di politica monetaria sottostante, con gli operatori che non sembrano temere che la Fed sia "dietro la curva", ossia che si lasci scappare verso l'alto le variabili nominali. Da oltreoceano l'impatto maggiore sul secondario potrebbe arrivare dalle decisioni che la Fed prenderà in tema di riduzione di bilancio, che potrebbe avere un ulteriore impatto restrittivo e modificare progressivamente le dinamiche di domanda e offerta sul mercato dei Bond USA.

Il tema di fondo restano gli orientamenti delle Banche centrali

Riteniamo che, a meno del verificarsi di scenari di coda che potrebbero innescare una corsa agli asset privi di rischio a livello globale, ma che al momento appaiono estremamente improbabili, circa l'evoluzione della politica in USA, il mix di quadro politico – che riduce l'avversione al rischio – ed economico – di ripresa diffusa dell'area – dovrebbe essere favorevole ai periferici a discapito dei *core*. La palla sembra passare nuovamente ora alla Banca centrale europea e alle decisioni in termini di tempistica di uscita dalla politica monetaria ultraespansiva. Confermiamo la view Neutrale sul settore nel suo complesso e sui periferici, e la view Moderatamente Negativa sui Paesi *core*.

Confermiamo la view Neutrale sul settore nel suo complesso e sui periferici, e la view Moderatamente Negativa sui Paesi *core*



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

BTP Italia: nuova emissione, si accorcia la durata, domanda buona sia da retail che da istituzionali

A oltre sei mesi dall'ultima emissione (ottobre 2016), è tornato in collocamento il BTP Italia, titolo del Tesoro indicizzato al tasso di inflazione nazionale. I primi tre giorni, da lunedì 15 a mercoledì 17 maggio, sono stati riservati ai risparmiatori individuali, mentre agli investitori istituzionali è stata riservata la mattinata del 18 maggio. La novità principale del titolo è la durata: dopo le ultime due emissioni che avevano scadenza a 8 anni, il Tesoro ha deciso di accorciare la scadenza del titolo, tornando ai 6 anni, probabilmente anche per venire più incontro alla clientela retail. Le principali caratteristiche di questi titoli restano invariate (si rimanda a pubblicazione ad hoc per i dettagli). La cedola reale garantita è stata fissata allo 0,45%. Il rendimento nominale lordo, che si trova in prima approssimazione sommando il rendimento reale garantito all'inflazione di periodo attesa (1,7% secondo le nostre previsioni), potrebbe essere quindi in area 2,1%. Pertanto, la valutazione relativa al BTP Italia è apparsa attraente: infatti, rispetto a un ipotetico rendimento nominale del BTP Italia in area 2,1% (cedolare reale + inflazione attesa), il BTP nominale di riferimento scambiava al momento del collocamento intorno all'1,3%. Inoltre, questa emissione ha anche probabilmente beneficiato dell'"effetto reinvestimento" data la recente scadenza della maxi emissione da 17 miliardi di euro dell'aprile 2013, scaduta a fine aprile scorso. Queste considerazioni portano a ritenere interessante l'investimento in tale strumento soprattutto in termini relativi rispetto al corrispondente nominale, ma anche in termini assoluti, in particolare in un'ottica di detenzione in portafoglio fino alla scadenza (conseguendo così, se investitore retail, anche il premio fedeltà). Difatti, il collocamento ha riscosso un buon successo e si è chiuso a 8,6 miliardi di euro. Nel dettaglio, nel corso della prima fase del periodo di collocamento, dedicata agli investitori retail, sono stati conclusi 55.945 contratti per un controvalore pari a quasi 3,2 miliardi di euro. Invece, nella seconda fase del collocamento, dedicata agli investitori istituzionali, il numero delle proposte di adesione pervenute ed eseguite è stato pari a un controvalore emesso pari a 5,4 miliardi di euro a fronte di un totale richiesto per oltre 7 miliardi di euro con un coefficiente di riparto di circa il 76,7%. Dal primo BTP Italia, nel 2012, a oggi il Tesoro ha così complessivamente raccolto tramite questo strumento quasi 126 miliardi. I primi quattro BTP Italia, per un totale di oltre 44 miliardi sono già giunti a scadenza; il prossimo novembre dovrà essere rimborsato il quinto, da 22,3 miliardi, l'importo più consistente di tutta la serie.

Riepilogo emissioni BTP Italia

	V em - nov 2013	VI em - apr 2014	VII em - ott 2015	VIII em - apr 2015	IX em - apr 2016	X em - ott 2016	XI em mag 17
Ammontare collocato (euro)	22 mld	21 mld	7,5 mld	9,4 mld	8,01 mld	5,2 mld	8,6
Durata del titolo	4 anni	6 anni	6 anni	8 anni	8 anni	8 anni	6 anni
Rendimento reale garantito (%)	2,15	1,65	1,25	0,5	0,4	0,35	0,45***
Rendimento nominale a 4 (*6) (**8) anni (%)	2,5	2,44 (*)	0,77 (*)	1,03 (**)	0,80 (**)	1,14 (**)	1,3 (*)
Rendimento nominale a 2 anni (%)	1,39	0,91	0,34	0,16	-0,14	-0,08	-0,17
Rendimento nominale a 10 anni (%)	4,15	3,43	2,34	1,26	1,21	1,43	2,27
Spread BTP-Bund (pb)	244	178	131	111	106	134	186
CDS Italia (pb)	203	137	89	109	129	142	166

Nota: em=emissione. (***) rendimento reale minimo garantito. Fonte: Bloomberg

Obbligazioni Corporate: tra buoni fondamentali e valutazioni “tirate”

L'ultimo mese è stato denso di sviluppi politici: nell'area euro la vittoria di Macron al ballottaggio delle elezioni presidenziali francesi ha eliminato, nel breve, un fattore di incertezza, mentre negli USA nuove nubi si sono addensate sulla presidenza Trump. Nel complesso, il mercato ha mantenuto una buona propensione al rischio e il mese si chiude con una sovraperformance dei titoli HY in euro, sui quali confermiamo una view tattica Moderatamente Positiva. A fronte di fondamentali ancora supportivi e di valutazioni piuttosto “tirate” suggeriamo però scelte selettive. Sugli IG la view tattica resta Neutrale e quella strategica Moderatamente Negativa, considerando che il tenore dei dati macro appare coerente con l'avvio di una normalizzazione, sia pure graduale e molto cauta, della politica monetaria (*exit strategy* a partire dal 2018, a meno di sviluppi politici avversi).

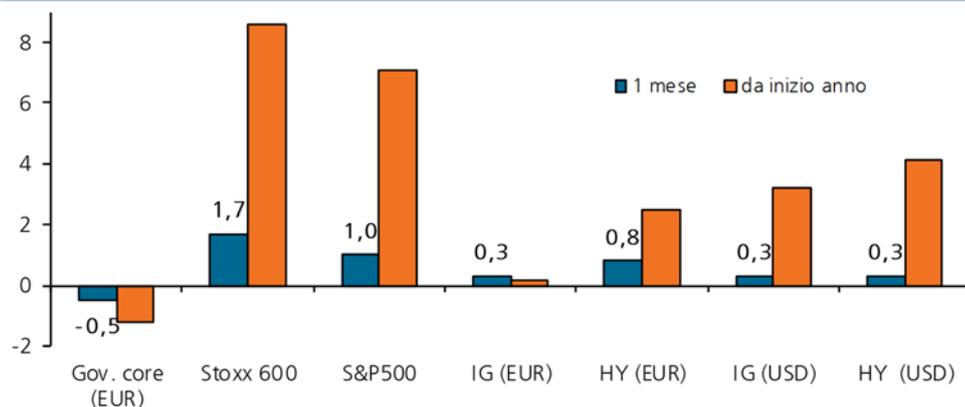
L'ultimo mese è stato denso di sviluppi politici importanti sia in Europa che negli Stati Uniti. Nell'area euro la vittoria del candidato centrista indipendente Macron al ballottaggio delle elezioni presidenziali francesi ha eliminato, nel breve, un fattore di incertezza che gravava sui mercati. Negli Stati Uniti i più recenti sviluppi del Russiagate hanno fatto riaffiorare i timori di un possibile *impeachment* del Presidente. In realtà tale procedura, che si colloca a metà strada tra un processo giudiziario e uno politico, è complessa da attivare e richiede tempi lunghi. Di fatto tale ulteriore incidente di percorso della nuova Amministrazione indebolisce il Presidente e rischia di ostacolare/rallentare l'implementazione delle riforme previste dall'agenda di Trump, a cominciare da quella tributaria. Sul fronte macro, il quadro dell'area euro è andato migliorando ulteriormente, mentre i dati USA più recenti sono stati meno omogenei anche se la situazione economica resta solida.

In tale contesto i mercati finanziari hanno attraversato fasi diverse. Sul comparto del credito europeo nella prima metà di aprile gli spread hanno seguito un andamento prevalentemente laterale, mentre tra fine aprile e la prima decade di maggio l'effetto positivo del primo turno delle elezioni francesi ha innescato una decisa ripresa della propensione al rischio, di cui hanno beneficiato, in particolare, i titoli HY. Negli ultimi giorni, infine, il premio al rischio ha segnato una temporanea fase di allargamento, in scia all'acutizzarsi delle tensioni politiche negli USA e all'aumento della volatilità sui listini azionari. Come si può vedere dal grafico riportato in calce, l'ultimo mese si chiude con un ritorno totale modesto sugli IG (+0,3%), appesantiti dalla dinamica sfavorevole dei tassi *core*, e vicino all'1% sugli HY. Year-to-date il comparto speculativo guadagna il 2,5% mantenendo un ampio margine di sovraperformance rispetto agli IG (+0,2%).

Europa ed USA: gli sviluppi politici dell'ultimo mese e l'evoluzione del quadro macro

Il comparto del credito: si conferma la sovraperformance degli HY

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, aggiornati al 24.05.2017

Sul mercato primario maggio è stata caratterizzato da una forte ripresa delle operazioni, sia in euro che in sterline. Oltre alla dinamica aggregata dei volumi appare interessante il livello degli ordini sistematicamente superiore agli importi offerti, con le maggiori richieste che tendono a concentrarsi sulle scadenze più lunghe.

Per quanto riguarda le prospettive del comparto del credito, riteniamo che, oltre all'acutizzarsi delle difficoltà della nuova amministrazione USA, il tema del rischio politico sia destinato a restare, anche dopo la vittoria di Macron, un elemento di possibile criticità. Il ciclo elettorale continuerà infatti con le elezioni anticipate inglesi dell'8 giugno, cui seguiranno a ruota le legislative francesi dell'11 e 18 giugno, nelle quali il candidato indipendente cercherà di tradurre la vittoria del movimento En Marche! in una forza parlamentare. Restano poi sul tavolo gli sviluppi dei negoziati su Brexit, che inizieranno a metà giugno, le elezioni tedesche e austriache in autunno, nonché quelle italiane da posizionare con tutta probabilità nel 2018.

Sul fronte dei fondamentali, oltre a un contesto macroeconomico globale complessivamente favorevole, gli ultimi numeri sull'andamento della qualità del credito sono stati incoraggianti. Secondo il campione di Moody's, ad aprile il tasso globale di default per gli emittenti speculativi è stato pari al 3,6% (3,9% a marzo, 4,3% ad aprile 2016), sui minimi dall'inizio del 2016; le stime prospettiche dell'agenzia vedono un tasso globale in ulteriore discesa nella seconda parte dell'anno (2,6% atteso a dicembre 2017). In Europa i dati più recenti segnalano un tasso di insolvenza al 2,5% con variazioni che nell'ultimo anno sono risultate minime (2,2-2,7%), mentre la dinamica dei *rating drift* risulta molto positiva, con una netta prevalenza degli upgrade (si confronti grafico).

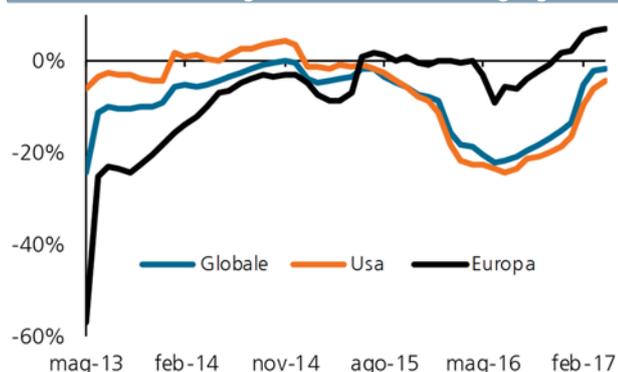
Nel complesso, quindi, a favore dei titoli speculativi vi sono parecchi "tasselli" di natura fondamentale legati al quadro macro, alla dinamica della *credit quality* e all'andamento degli utili trimestrali. Sempre a supporto dell'investimento in titoli HY vi è poi la ricerca di rendimento che, con tassi sui governativi molto bassi, resta pur sempre un driver importante nel guidare le scelte di portafoglio degli investitori. D'altra parte, come evidente dal grafico qui riportato, i rendimenti dei bond speculativi hanno continuato a comprimersi rendendone meno *appealing* il profilo rischio-rendimento. Pur mantenendo inalterata la nostra view tattica Moderatamente Positiva sugli HY ribadiamo la necessità di scelte selettive. Sui titoli IG, la cui performance dipende in maniera preponderante dalla dinamica dei tassi *core*, la nostra view si conferma Neutrale perché a meno di sorprese negative tali da determinare eventuali movimenti di *fly-to-quality* riteniamo che sul comparto dei governativi peserà l'avvio della fase di normalizzazione della politica monetaria da parte della BCE, sia pure molto cauta e graduale, che appare ad oggi coerente con il tenore dei dati macro.

Il rischio politico resta un fattore di criticità per le prospettive dei corporate bond

I fattori di supporto: contesto macro, qualità del credito e ricerca di rendimento

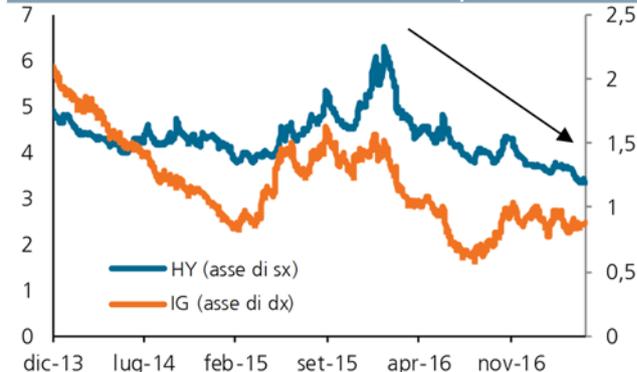
Credit view tattica Moderatamente Positiva sugli HY e Neutrale sugli IG

L'andamento dei Rating Drift nelle diverse aree geografiche*



Nota: (*) i Rating Drift sono definiti da Moody's come Upgrade-Downgrade/Totale emittenti con rating assegnato. Fonte: Moody's, maggio 2017

Il rendimento all-in sui titoli IG e HY (dati in pb)



Fonte: Thomson Reuters

Aggiornamento emittenti

Portugal Telecom/Oi (S&P: D; Moody's: Rating Ritirato; Fitch: D)

Oi S.A. è un gruppo telefonico brasiliano, con posizioni importanti sia sul comparto fisso che mobile. Nel corso del 2013, Oi aveva acquisito Portugal Telecom, poi ceduta ad Altice nel 2015, ma le obbligazioni di PTIF restano in capo ad Oi. Dal punto di vista patrimoniale il Gruppo Oi si confronta da tempo con rilevanti criticità, costituite da un elevato grado di indebitamento e da un'insoddisfacente generazione di cassa. Nel giugno 2016, fallito il tentativo di giungere a una ristrutturazione volontaria del debito, Oi e le principali controllate hanno ottenuto di accedere al regime di *recuperação judicial*, con l'obiettivo di trovare un accordo con i creditori. L'iter della ristrutturazione si sta rivelando complesso e ad oggi manca un accordo con i creditori. Gli ultimi sviluppi hanno visto la proroga, fino al 1° giugno, della proposta formulata da Orascom TMT che prevede uno swap tra debito ed equity e un'iniezione di capitale pari a 1,25 miliardi di dollari.

Oi S.A. è un gruppo telefonico brasiliano con sede legale a Rio de Janeiro che offre servizi di telecomunicazione per rete fissa e mobile, servizi di trasmissione dati e accesso a Internet e altri servizi (Pay TV) per clienti residenziali e business. Malgrado il progressivo deterioramento della posizione competitiva e della base clienti, Oi resta uno dei principali operatori del Paese. Nel segmento della telefonia fissa, Oi conta 16,3 milioni di unità generatrici di fatturato (cosiddette RGU, acronimo per Revenue Generating Unit), cioè sottoscrittori di servizi. Sul comparto mobile, Oi è il quarto operatore presente in Brasile – alle spalle di TIM Brazil, Telefónica Brazil e Claro (America Movil) – con una market share del 18%, in un mercato che ha già raggiunto elevati tassi di saturazione. Nella telefonia mobile Oi ha circa 40 milioni di RGU (fonte Oi, Relazione 1° trimestre 2017).

Le azioni di Oi sono quotate sul mercato brasiliano e il flottante risulta frammentato: il principale socio di riferimento è rappresentato da Banco Safra con il 14,95%, seguito da Marathon Asset Management (9,19%) e da Goldman Sachs (5,07%; fonte Bloomberg, dati aggiornati al 9 maggio 2017).

Nel corso del 2013 Oi ha acquisito Portugal Telecom (PT) con l'obiettivo di creare un gruppo globale delle telecomunicazioni per il mercato di lingua portoghese, ma già nel giugno del 2015 la partecipazione in Portugal Telecom è stata venduta al gruppo lussemburghese Altice. La cessione ad Altice di Portugal Telecom non ha interessato il veicolo finanziario Portugal Telecom International Finance B.V. (PTIF), che è stato trasferito ad Oi che lo controlla direttamente al 100%.

Le obbligazioni Portugal Telecom International Finance (PTIF) non sono quindi collegate alle attività e ai flussi di cassa di Portugal Telecom, ma riflettono il rischio di credito di Oi, facendo parte a tutti gli effetti del debito della società telecom brasiliana.

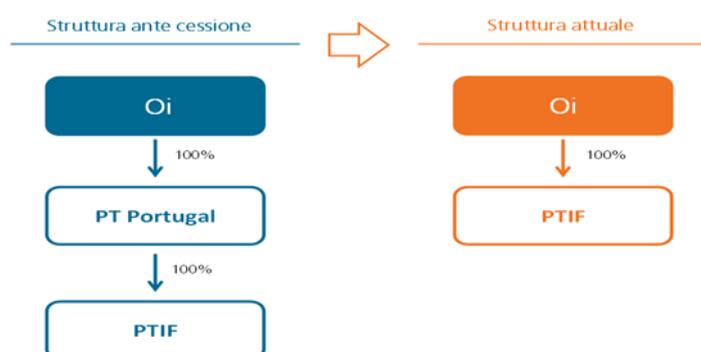
Oi: overview del Gruppo

Azionariato

2013: acquisizione di PT, poi ceduta nel 2015 ad Altice, ma...

...le obbligazioni PTIF restano in capo ad Oi

La struttura societaria di Oi prima e dopo la cessione di Portugal Telecom



Fonte: documenti ufficiali Oi

Al di là delle specificità del contesto operativo, che offre anche alcuni importanti fattori di supporto (ad esempio l'ampiezza del mercato di riferimento e del network), dal punto di vista patrimoniale il Gruppo Oi si confronta da tempo con rilevanti criticità, costituite da un elevato grado di indebitamento e da un'insoddisfacente generazione di cassa. Tali problematiche si sono acutizzate nel corso dell'ultimo biennio, anche in considerazione della pesante recessione che ha coinvolto nel biennio 2015-16 l'economia brasiliana.

Il 20 giugno del 2016, Oi ha quindi chiesto al Tribunale dello Stato di Rio de Janeiro di essere assoggettata alla *recuperação judicial* (riorganizzazione giudiziale), prevista dal diritto fallimentare brasiliano. La procedura ha una funzione di risanamento analoga a quella della procedura di amministrazione controllata prevista dal diritto fallimentare italiano e a quella prevista dal Chapter 11 dell'U.S. Code. La richiesta di procedura concorsuale è arrivata dopo che i colloqui con i creditori – alcuni rappresentati anche dalla banca d'investimento Moelis and Company – non avevano consentito di raggiungere un accordo per una ristrutturazione volontaria del debito. La procedura concorsuale ha coinvolto e coinvolge tuttora la capogruppo Oi SA e tutte le sue controllate più importanti, sia finanziarie che operative (Oi Movel S.A., Telemar Norte Leste SA, Copart 4 Participacoes SA, Copart 5 Participacoes SA, Portugal Telecom International Finance BV e Oi Brasil Holdings Cooperatief U.A).

Oi ha esplicitamente chiarito che le motivazioni che hanno portato la società a richiedere l'avvio della procedura di riorganizzazione giudiziale sono la volontà di preservare la continuità dei servizi ai propri clienti e di salvaguardare il valore della società e delle sue controllate nonché di proteggere le disponibilità liquide ancora in portafoglio. Il debito assoggettato alla procedura concorsuale ammonta, secondo quanto stimato ufficialmente, a 64 miliardi di real brasiliani e i creditori coinvolti sarebbero circa 55 mila (dati aggiornati al 20 maggio 2017). I creditori sono divisi in quattro classi: dipendenti e fornitori, creditori con garanzia (*secured*), creditori senza garanzia (*debito unsecured*) e piccole imprese. La struttura del capitale è complessa, con diverse tipologie di debito finanziario: debito bancario (in alcuni casi gravato da *covenant* finanziari), bond emessi da Telemar, obbligazioni Oi e bond emessi da PTIF con garanzia Oi.

I risultati comunicati il 10 maggio, relativi alla situazione economica e finanziaria del Gruppo nel 1° trimestre del 2017, sono stati, come atteso, complessivamente deboli. I ricavi evidenziano un calo abbastanza consistente (-9% circa a/a), ma il taglio dei costi e gli sforzi di efficientamento hanno consentito un miglioramento dei margini, anche valutati al netto delle componenti di natura non ricorrente (Routine EBITDA margin). Anche se il debito netto è marginalmente diminuito, il *leverage* resta molto elevato con un rapporto Net Debt/EBITDA vicino a 6x. **Appare comunque importante sottolineare che, in questa fase, la valenza dei risultati economici è limitata dal momento che il nodo centrale è rappresentato dagli sviluppi del piano di ristrutturazione del debito.**

Indebitamento elevato e flussi di cassa deboli le debolezze "storiche" del Gruppo

Giugno 2016: Oi e le principali controllate chiedono il regime di *recuperação judicial*

La ratio della riorganizzazione giudiziale e il debito coinvolto

I risultati del 1° trimestre del 2017

Oi: i numeri chiave del 1° trimestre 2017

Mln real brasiliani (BRL)	1° trim. 2017	1° trim. 2016	Var. %
Ricavi netti consolidati	6.160	6.755	-8,8
EBITDA	1.723	1.766	-2,4
EBITDA Margin (%)	28,0	26,1	+1,9
Routine EBITDA (1)	1.723	1.776	-3,0
Routine EBITDA Margin (%)	28,0	26,3	+1,7
Utile/perdita netto da attività continuative	-200	-1815	-89,0
Debito Totale	48.308	49.371	-2,2
Debito netto	40.608	40.844	-0,6
Cassa	7.699	8.527	-9,7
CAPEX	1.267	1.252	1,2
Cash Flow Operativo (Routine EBITDA-capex)	456	523	-12,8
Leva finanziaria (Debito Netto /EBITDA), x	5,9	5,8	

Nota: (1) Routine EBITDA: esclude le componenti di natura non ricorrente, sia positive che negative, che non possono essere previste.
Fonte: Oi SA

A tale proposito, al momento di chiusura di questo documento, non è stato ancora raggiunto un accordo con i creditori. Le diverse proposte che si sono susseguite nei mesi scorsi prevedono una struttura comune con una quota obbligazionaria e una quota in azioni. Dalla componente *equity* dipenderà il valore di recupero (*recovery rate*) per gli obbligazionisti. Più in dettaglio il 28 marzo Oi ha presentato alla Corte dello Stato di Rio de Janeiro, competente per la procedura concorsuale, le nuove condizioni finanziarie del piano di ristrutturazione.

A inizio maggio Oi ha inoltre informato il mercato di aver ricevuto una lettera in cui Orascom TMT Investments, la società telecom controllata dal magnate egiziano Sawiris, estende volontariamente fino al 1° giugno la validità della proposta per un piano di riorganizzazione alternativo. Si tratta della 4° estensione dei termini di una proposta per evitare il fallimento di Oi presentata a dicembre che prevede uno swap tra debito ed equity e un'iniezione di capitale pari a 1,25 miliardi di dollari. E' di inizio maggio anche la notizia che il Governo brasiliano guidato da Temer starebbe valutando l'ipotesi di consentire alle aziende in accertata difficoltà finanziaria di convertire eventuali debiti verso il Governo (ad esempio multe e imposte arretrate) in investimenti.

Per quanto riguarda la valutazione del merito di credito, l'avvio della procedura concorsuale ha determinato un immediato downgrade da parte di tutte le principali agenzie, con S&P e Fitch a singola D e Moody's a singola C, che nelle rispettive scale indicano una situazione di default effettivo o annunciato con probabilità di recupero da determinare sulla base di una pluralità di fattori. A inizio luglio Moody's ha poi revocato il rating di Oi (WR nella tabella, acronimo per Withdrawn Rating). La revoca del rating è esplicitamente prevista dalle linee guida procedurali di Moody's in caso un emittente entri in stato di insolvenza o provveda alla ristrutturazione del proprio debito. S&P, che è l'ultima agenzia che si è pronunciata, a febbraio del 2017 ha riconfermato il rating a D, ma contestualmente ha ritirato la valutazione sul *recovery rate* atteso. In precedenza S&P aveva valutato il *recovery rate* a livello 4, nella parte bassa della forchetta 30-50%. Una volta finalizzato il processo di riorganizzazione S&P valuterà nuovamente il Gruppo tenendo conto della nuova struttura del capitale e del piano strategico.

Oi SA: i rating del Gruppo	Moody's	S&P	Fitch
Rating a lungo termine	C (WR)	D	D
Data ultima revisione	08-lug-16	22-feb-17	21-giu-16

Fonte: Agenzie di rating

In conclusione, la visibilità sulle prospettive di recupero del debito, anche per i detentori di obbligazioni denominate in valuta estera, è bassa. Benché la procedura concorsuale assicuri ad Oi un certo margine di manovra nella gestione di breve termine, la situazione resta molto incerta, anche alla luce di una struttura del capitale complessa. Negli ultimi giorni la nuova crisi politica che ha investito il governo Temer pone un'ulteriore incognita sulle prospettive economiche e finanziarie del Paese e ciò aggiunge un ulteriore fattore di incertezza.

In considerazione di tutti questi fattori riteniamo opportuno non assegnare una view di credito a questo emittente.

L'iter della ristrutturazione:
manca ancora un accordo con i creditori

Gli ultimi sviluppi: la proroga della proposta formulata da Orascom TMT

Rating: la valutazione delle agenzie incorpora da giugno il processo in atto di riorganizzazione giudiziale

Conclusioni

Credit view non assegnata

Obbligazioni Paesi emergenti: settore alternativo alla ricerca di rendimento

Nell'ultimo mese le performance dei titoli emessi dai Paesi emergenti sono state sostanzialmente piatte nella valuta di emissione ma appesantite una volta convertite in euro, più che altro sulla scia della forza della valuta unica. A pesare è l'incertezza sulla politica USA ma, a meno di un ulteriore inasprimento di questi fattori esogeni, riteniamo che i mercati emergenti restino comunque supportati dallo scenario interno.

Nell'ultimo mese la performance dei principali indici dei titoli di stato emessi dai Paesi emergenti è stata sostanzialmente nulla per i bond in dollari, per le emissioni in euro e anche per quelle in valuta locale, al netto del rischio cambio. Per i due indici in *hard currency* (dollari e euro) il risultato deriva da un restringimento del premio per il rischio che ha compensato la salita dei tassi (e quindi la discesa dei prezzi) dei titoli di riferimento, ossia i Treasury per le emissioni in dollari e i Bund per le emissioni in euro. Il ritorno totale è poi decisamente appesantito sia per le emissioni in dollari che per quelle in *local currency* una volta che viene convertito in euro, sulla scia del recente apprezzamento della valuta unica.

Anche nel corso delle ultime settimane i fattori più rilevanti nei movimenti di mercato per l'asset class restano di natura esterna al quadro macroeconomico degli emergenti mentre le dinamiche più strutturali sembrano restare solide. A pesare sulla performance è stato infatti il flusso di notizie sull'amministrazione Trump: l'incertezza politica creatasi e, di conseguenza, la diminuzione di visibilità in termini di politica economica stanno pesando a livello globale sulla propensione al rischio. L'impatto del flusso di notizie è infatti negativo su tutti gli asset, come i Paesi emergenti che offrono un premio per il rischio. L'incremento del grado di incertezza circa la situazione statunitense potrebbe perdurare, tuttavia, dopo una prima reazione negativa, gli emergenti potrebbero rappresentare una strategia alternativa proprio a investimenti in dollari per diversificare il rischio.

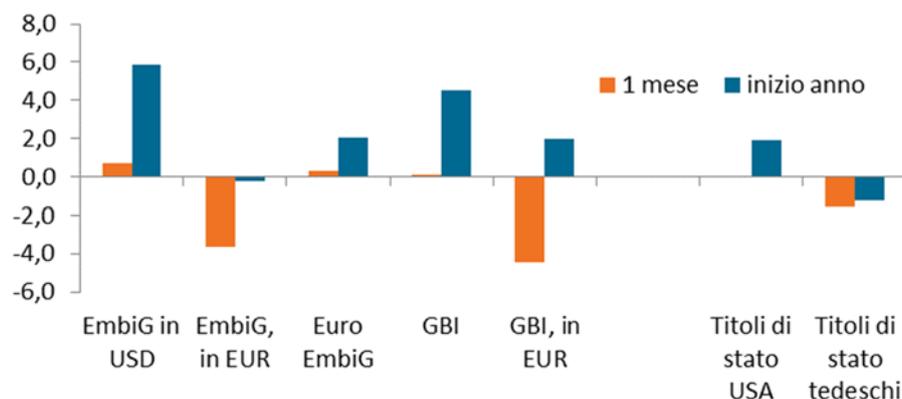
In Brasile, oltre all'evoluzione della situazione politica negli USA che sta mettendo sotto pressione gli asset relativi ai paesi emergenti nel loro complesso, lo scenario è divenuto più critico a causa anche dell'evoluzione del quadro politico interno. Secondo indiscrezioni di stampa riportate dal quotidiano O Globo il 18 maggio, il presidente Temer sarebbe implicato in un tentativo di corruzione nei confronti dell'ex presidente della Camera, Eduardo Cunha a sua volta accusato per motivi analoghi e in carcere dall'ottobre scorso. L'obiettivo sarebbe stato quello di ottenere il silenzio di Cunha circa il coinvolgimento dello stesso Temer nell'inchiesta "Lava Jato" (procedimento che da anni scava nei rapporti illeciti tra la politica, il mondo industriale e finanziario brasiliano). Nonostante la smentita dell'ufficio stampa del Presidente e la non divulgazione, al momento in cui scriviamo, dell'audio che inchioderebbe Temer, la reazione dei mercati è stata

Performance prossime allo zero, ma in relativa tenuta migliore rispetto al debito delle economie avanzate. La conversione in euro appesantisce i risultati

La politica, interna all'area ma anche internazionale, resta il driver principale

Brasile: la nuova crisi politica pesa sulle prospettive economiche e finanziarie del Paese

Performance dei principali indici relative ai paesi emergenti



Fonte: Bloomberg

ampia. In particolare, il costo della protezione dal rischio di insolvenza (CDS a 5 anni) è salito dal minimo di periodo a 200pb del 16 maggio a 270pb del 19 maggio per poi ritracciare parzialmente, mentre il real brasiliano ha perso nelle ultime cinque sedute fino al 22 maggio il 4% contro dollaro e il 6,5 % contro euro. Nello stesso arco temporale, il rendimento sulla scadenza decennale in titoli di stato emessi in real è salito dal 10% all'11,5%. Al momento gli scenari politici possibili, assumendo che le accuse siano vere e ne esistano effettivamente le prove, appaiono tre. Quello forse meno pesante per prospettive economiche e finanziarie del paese sarebbero le dimissioni di Temer in tempi stretti, che avrebbero il vantaggio di contenere l'arco temporale di incertezza e quindi di volatilità sui mercati. Nella stessa direzione sarebbe una decisione della Corte Elettorale di dichiarare nulla l'elezione di Temer a Presidente della Repubblica; la corte si riunirà il prossimo 6 giugno e pertanto anche in questo caso il periodo di incertezza sarebbe breve. Il terzo scenario, ossia l'avvio di una procedura di *impeachment* nei confronti di Temer, potrebbe essere il più pesante per l'economia brasiliana e il più avverso ai mercati, in quanto l'intero processo potrebbe durare quasi un anno. In ogni caso, se Temer dovesse allontanarsi dalla Presidenza, alla guida del Brasile andrebbe il Presidente della Corte Suprema a cui poi toccherebbe indire nuove elezioni. Il fatto che né il Presidente della Camera né quello del Senato, a cui, in teoria, spetterebbe prendere il posto di Temer, possano farlo in quanto entrambi indagati, segna il polso della critica situazione politica nel Paese. Questa evoluzione della situazione politica potrebbe imporre una revisione delle prospettive anche in termini economici e finanziari. Su un orizzonte temporale ampio si allontana la possibilità che vadano a buon fine le riforme elaborate da Temer per rendere più solida la struttura economica del paese, come la riforma delle pensioni, mentre nel breve periodo, proprio la turbolenza innescata sugli asset del paese dalla crisi politica potrebbe minare anche le prospettive di un ritorno alla crescita in termini congiunturali. D'altra parte a supporto dello scenario il Brasile, dopo anni di recessione, presenta ora alcuni fattori strutturalmente positivi, come robusti conti con l'estero, elevate riserve internazionali e una politica monetaria ancora restrittiva, variabili che dovrebbero offrire al Brasile una maggiore resilienza rispetto al passato rispetto alle vicende politiche, soprattutto se la crisi si riuscisse a risolvere in tempi non troppo lunghi.

Nel complesso, riteniamo che siano ancora in essere fattori positivi, di carattere prevalentemente macroeconomico, alla base dei movimenti sui titoli di stato dei Paesi emergenti anche per i prossimi mesi. Lo scenario globale resta condizionato da un elevato grado d'incertezza legata alla conduzione della politica economica negli Stati Uniti, mentre in Europa il rischio politico sta progressivamente diminuendo dopo il risultato elettorale francese. In più, i Paesi emergenti continuano a mostrare un soddisfacente grado di resilienza, che potrebbe direzionare verso l'asset class ulteriori flussi d'investimento proprio come risposta all'incertezza sullo scenario USA. Pertanto, confermiamo la view strategica Moderatamente Positiva. Riteniamo che possano anche esserci alcune opportunità interessanti, soprattutto su emittenti selezionati con un'economia solida e non eccessivamente aperta, considerando comunque uno scenario che potrebbe vedere ulteriormente amplificarsi la dispersione delle performance tra i singoli Paesi.

La view resta Moderatamente Positiva

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	
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	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		
Obbligazionario				
Governativi area euro	NEUTRALE	NEUTRALE	Obbligazioni Corporate Investment Grade	NEUTRALE M. NEGATIVO
Governativi area euro breve termine	NEUTRALE	NEUTRALE	Obbligazioni Corporate High Yield	M. POSITIVO NEUTRALE
Governativi area euro medio termine	NEUTRALE	NEUTRALE		
Governativi area euro lungo termine	NEUTRALE	NEUTRALE		
Governativi area euro - core	NEUTRALE	M. NEGATIVO		
Governativi area euro - periferici	NEUTRALE	NEUTRALE	Obbligazioni Paesi Emergenti USD	NEUTRALE M. POSITIVO
Governativi Italia	NEUTRALE	NEUTRALE	Obbligazioni Paesi Emergenti EUR	NEUTRALE M. POSITIVO
Governativi Italia breve termine	NEUTRALE	NEUTRALE	Obbligazioni Paesi Emergenti EUR - Am. Latina	M. POSITIVO M. POSITIVO
Governativi Italia medio termine	NEUTRALE	NEUTRALE	Obbligazioni Paesi Emergenti EUR - Est Europa	M. NEGATIVO M. NEGATIVO
Governativi Italia lungo termine	NEUTRALE	NEUTRALE	Obbl. Paesi Emerg. in valuta domestica convertiti EUR, non coperti dal cambio	NEUTRALE NEUTRALE
Valute			Commodity	
EUR/USD	M. NEGATIVO	M. POSITIVO	WTI	M. POSITIVO M. POSITIVO
EUR/JPY	M. POSITIVO	POSITIVO	Brent	M. POSITIVO M. POSITIVO
EUR/GBP	NEUTRALE	M. NEGATIVO	Gas naturale	M. POSITIVO NEUTRALE
EUR/ZAR	NEUTRALE	M. POSITIVO	Oro	NEUTRALE NEUTRALE
EUR/AUD	M. NEGATIVO	NEGATIVO	Argento	NEUTRALE NEUTRALE
EUR/NZD	M. POSITIVO	M. NEGATIVO	Rame	NEUTRALE M. POSITIVO
EUR/TRY	NEUTRALE	NEUTRALE	Alluminio	M. POSITIVO NEUTRALE
			Zinco	M. POSITIVO M. POSITIVO
			Nichel	M. POSITIVO M. POSITIVO
			Mais	M. POSITIVO M. POSITIVO
			Friso	M. POSITIVO M. POSITIVO
			Soia	M. POSITIVO M. POSITIVO
			Cotone	NEUTRALE NEUTRALE

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) del 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).

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, FactSet (JCF) 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 21.04.2017.

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 ad 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 ad 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. 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. 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. 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, 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 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