

Quadro macroeconomico e titoli di stato

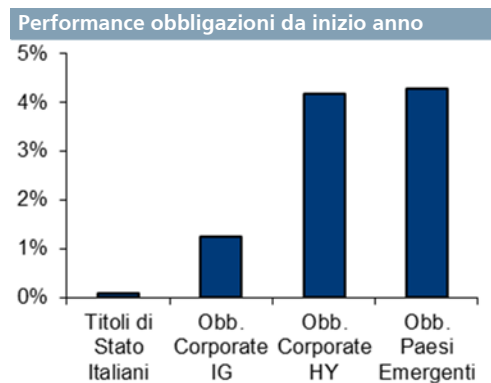
È positivo lo scenario negli USA, che può contare su una revisione al rialzo del PIL e indicazioni incoraggianti per la domanda interna. Il mercato del lavoro rimane compatibile con una graduale riduzione dello stimolo monetario, anche se i bassi livelli d'inflazione suggeriscono cautela al FOMC. Il principale fattore di rischio rimane l'evoluzione della politica fiscale. La crescita più robusta delle attese nella prima metà del 2017 guida una revisione al rialzo per il PIL della zona euro. La forza dell'euro condiziona le previsioni d'inflazione, imponendo ancora una volta un approccio cauto alla BCE, che risulta paziente nella gestione del *tapering*. Dati di attività migliori delle attese, bassa inflazione e fase di sostanziale silenzio delle Banche centrali si sono tradotti sul settore dei governativi in bassa volatilità e una prevalenza di tassi in discesa, con un movimento di appiattimento delle curve. Con la "riapertura" di settembre delle Banche centrali risulta evidente che sarà la tempistica della rimozione dello stimolo a dettare la direzione del mercato nei prossimi mesi. Ciò potrebbe portare un incremento della volatilità, soprattutto sul segmento lungo e sui titoli periferici, almeno fino al prossimo appuntamento della BCE a ottobre. Per questi motivi confermiamo la view strategica Mod. Negativa sui *core* e Neutrale sui periferici; ribadiamo la view tattica Mod. Positiva sui *core* e Mod. Negativa sui periferici.

Obbligazioni Corporate

Tra inizio luglio e la prima decade di settembre la carta a spread europea ha registrato un ritorno totale più robusto sugli IG (+1,6%) rispetto agli HY (+1,1%), con questi ultimi che da inizio anno mantengono però la migliore performance relativa. Il tema delle politiche monetarie e del *tapering* costituirà ancora il nodo centrale di questi ultimi mesi del 2017. Il quadro di breve/medio termine offre parecchi punti di forza – crescita economica sincrona, inflazione modesta, normalizzazione cauta delle politiche monetarie, qualità del credito soddisfacente – mentre gli anelli "deboli" sono costituiti dai possibili shock di natura esogena e dalle criticità valutative. Considerando l'ottima tenuta di fondo del mercato dei titoli HY (anche nelle fasi di maggiore debolezza dei listini) ma nel contempo tenendo conto che l'ulteriore compressione degli spread ha reso ancora più critico il profilo rischio-rendimento dei titoli speculativi, esprimiamo una view Neutrale, allineando il giudizio tattico a quello strategico. Sui titoli IG manteniamo invariate le view già espresse, Neutrale sul breve e Moderatamente Negativa sul lungo.

Obbligazioni Paesi Emergenti

Nell'ultimo mese le performance dei titoli emessi dai Paesi emergenti sono state moderatamente positive sia per il debito emesso in valuta locale che per quello in *hard currency*. I mesi estivi, caratterizzati da una netta compressione della volatilità sulla maggior parte delle asset class, hanno visto supportato il debito emergente sulla scia della ricerca di extra-rendimento. I prossimi mesi potrebbero essere meno lineari, data l'incertezza circa la tempistica della rimozione dello stimolo monetario globale, anche se i fondamentali interni dell'area appaiono in ulteriore miglioramento. Confermiamo la view strategica e tattica a Neutrale.



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

Tassi e Obbligazioni		
	12.09.2017	Var. 1M
Tasso Refi BCE (%)	0,00	0,00
Tasso Fed funds (%)	1,25	0,00
Rendimento BTP 2 anni (%)	-0,19	0,00
Rendimento BTP 10 anni (%)	2,04	0,01
Spread Corp IG (pb)*	52	2
Crossover (pb)	227	-23
Spread Emergenti (pb)	148	-10
Performance totali (Total return, %)		
Performance titoli di Stato	0,14	
Performance Corporate IG	-0,15	
Performance Corporate HY	0,47	
Performance Emergenti	0,96	

Fonte: Nota: HY= High Yield; IG = Investment Grade, in euro; (*) dati alla chiusura dell'12.09.2017. Fonte: JP Morgan Euro EMBI, Global BofA-ML Euro Corporate Index, Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

13 settembre 2017

15:13 CET

Data e ora di produzione

13 settembre 2017

15:19 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 Rizzo
Analista Finanziario

Cecilia Barazzetta
Analista Finanziario

Indice

Scenario Macro	2
Titoli di Stato	4
Obbligazioni Corporate	6
Obbligazioni Paesi Emergenti	8
Strategie	10

Stati Uniti: revisione al rialzo del PIL; rimane qualche fattore di incertezza

È positivo lo scenario, che può contare su una revisione al rialzo del PIL e indicazioni incoraggianti per la domanda interna. Il mercato del lavoro rimane compatibile con una graduale riduzione dello stimolo monetario, anche se i bassi livelli d'inflazione suggeriscono cautela al FOMC nel definire il sentiero dei Fed funds. Il principale fattore di rischio rimane l'evoluzione della politica fiscale.

I mesi estivi consegnano segnali positivi, a partire dalla revisione al rialzo del PIL del 2° trimestre, che passa dal 2,6% inizialmente stimato a 3,0% t/t ann., grazie a un maggior contributo dei consumi privati e a un'accelerazione degli investimenti. Anche le statistiche mensili confermano la forza della domanda interna, con le vendite al dettaglio che beneficiano di una revisione al rialzo in giugno e mettono a segno una significativa accelerazione in luglio. Le statistiche su spesa e reddito personale in avvio del 3° trimestre restituiscono indicazioni positive, con ritmi di crescita tra 0,3% e 0,4% m/m, supportate da valori elevati per le indagini di fiducia presso le famiglie.

Dal lato delle imprese sono robuste le indicazioni dei sondaggi, con l'ISM manifatturiero sui massimi dal 2010 in agosto e la correzione degli ordini di beni durevoli in luglio che appare viziata da fattori straordinari e transitori. Positivi sono anche i dati di agosto per il mercato del lavoro che, pur avendo deluso le aspettative su diversi fronti, restano coerenti con il pieno impiego e con una dinamica occupazionale forte. La disoccupazione rimane infatti stabilmente al di sotto del target della Fed e le condizioni appaiono in linea con una graduale riduzione dello stimolo monetario.

In un orizzonte di medio termine il ciclo continua ad essere sostenuto dalla domanda interna, anche se rimangono alcuni fattori di rischio. Da un lato, è difficile stimare l'impatto degli uragani, che al freno iniziale sulla crescita dovrebbe lasciar seguire una fase di rimbalzo. Dall'altro lato, più significativo appare il nodo della politica fiscale che, anche dopo l'approvazione della legge di estensione della spesa e del limite del debito, rimane di direzione incerta data l'incapacità del Congresso di trovare un accordo sui principali temi in discussione.

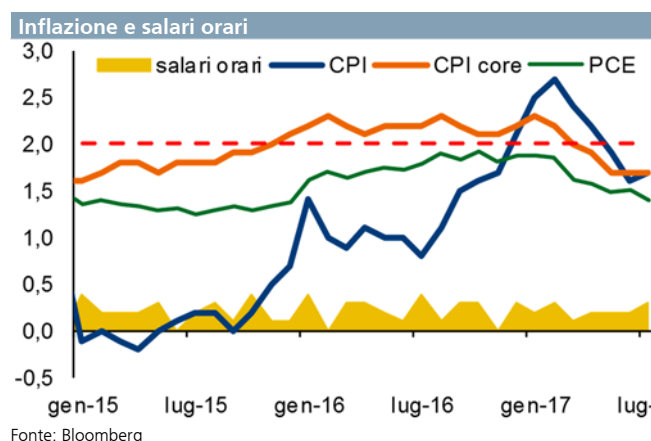
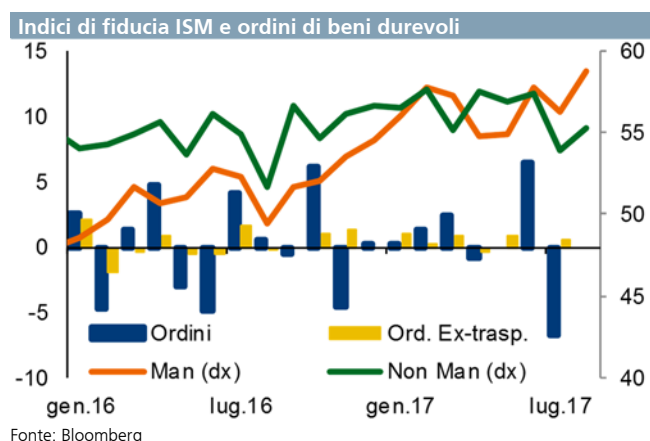
Sebbene lo scenario economico giustifichi una normalizzazione della politica monetaria, le incertezze e soprattutto i dati d'inflazione ancora deboli suggeriscono un approccio cauto. Dopo che il CPI in luglio ha deluso le attese ed è rimasto sotto il 2%, complice anche la dinamica salariale debole, il FOMC potrebbe rivalutare lo scenario per i Fed funds, che attualmente prevede un rialzo nel 2017 e tre nel 2018. Le opinioni emerse nelle ultime settimane e le proiezioni implicite nei tassi di mercato lasciano intendere un sentiero più graduale. Rimane peraltro avviata la normalizzazione del bilancio della Fed che, come anticipato a luglio, dovrebbe vedere in settembre l'avvio della riduzione nel valore dei reinvestimenti secondo il meccanismo già specificato.

Rivista al rialzo la crescita, solido il contributo dei consumi

Buoni i segnali dalle imprese, ma rallenta l'occupazione

Incertezza su impatto uragani e futuro della politica fiscale

Fed divisa tra riduzione del bilancio e decisioni sui tassi



Zona euro: crescita più robusta nel 2017 ma la forza dell'euro frena i prezzi

La crescita più robusta delle attese nella prima metà del 2017 guida una revisione al rialzo per il PIL. La forza dell'euro condiziona le previsioni d'inflazione, imponendo ancora una volta un approccio cauto alla BCE, che risulta paziente nella gestione del *tapering*.

I dati più recenti hanno sorpreso al rialzo, guidando una revisione delle stime di crescita, ma non di inflazione. Dopo che la lettura finale del PIL del 2° trimestre ha confermato un'accelerazione di un decimo dal 1° trimestre a 0,6% t/t, aumentiamo la nostra stima per il 2017 a 2,1% a/a. Il dettaglio delle componenti mostra un modesto miglioramento dei consumi (0,5% t/t) e un deciso rimbalzo degli investimenti (da -0,3% a 0,9% t/t), mentre è positiva ma contenuta la variazione del canale estero (0,1% da 0,4% t/t). La ripresa è guidata dalla domanda interna e, pur avendo il picco alle spalle, ci aspettiamo una crescita sopra il potenziale per 2018 (1,7%) e 2019 (1,5%).

Con un'ottica di più breve periodo stimiamo che il PIL cresca di 0,5% t/t nel 3° trimestre, date le indicazioni positive dalle indagini di fiducia. I sondaggi PMI, pur lasciando spazio a fisiologiche correzioni dai recenti massimi, rimangono in territorio espansivo e trovano riscontro nei primi dati di produzione industriale di luglio che, pur escludendo un boom come nel 2° trimestre, indicano un trend positivo. Sussistono anche prospettive di un'accelerazione degli investimenti e di un lento ma continuo assorbimento della disoccupazione, scesa in giugno ai nuovi minimi dal 2009.

Complesso appare invece lo scenario di inflazione che, complice il recente apprezzamento dell'euro, è stato rivisto al ribasso dalla BCE, con le previsioni sul CPI *headline* tagliate di un decimo sia per il 2018 (1,2%) che per il 2019 (1,5%). Più ampi gli aggiustamenti sulla misura *core*, che scende da 1,4% a 1,3% per l'anno prossimo e da 1,7% a 1,5% per il 2019. Secondo la BCE, nel breve periodo, l'impatto negativo degli effetti base per i prezzi energetici dovrebbe causare un rallentamento nella dinamica dei prezzi sottostanti, per poi lasciare spazio a un successivo recupero. La media del CPI dovrebbe attestarsi a 1,5% a/a nel 2017, considerate le scarse pressioni salariali.

Lo scenario giustifica un approccio ancora cauto per la BCE, che si trova in una fase di stallo del *tapering* (riduzione del programma di acquisti) e ha consegnato un messaggio vago sulle prossime mosse. A settembre Draghi ha lasciato intendere che maggiori dettagli potrebbero emergere nel corso della riunione di ottobre ma al contempo ha usato toni estremamente accomodanti data la recente forza dell'euro. Il Presidente ha di fatto suggerito uno scenario di riduzione degli acquisti con ritmi molto gradualisti e vincolato a un attento monitoraggio dell'inflazione, chiarendo che sarà necessaria pazienza per vedere una convergenza del CPI al target.

Riviste al rialzo le stime di crescita

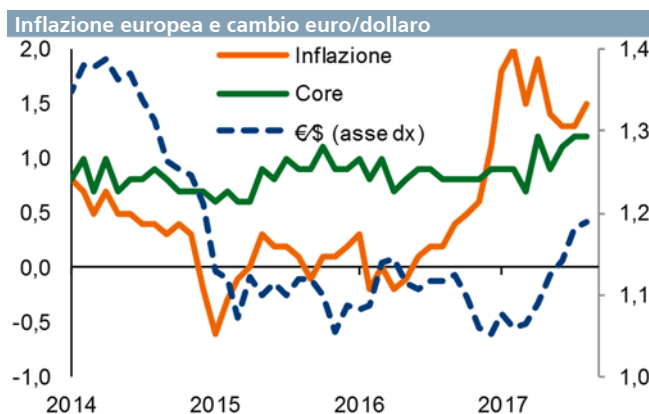
Indicazioni positive per il 3° trimestre

La forza dell'euro frena l'inflazione

Pazienza e cautela rimangono le parole chiave per la BCE

Scenario macro BCE, settembre 2017						
%	2017	Var.	2018	Var.	2019	Var.
PIL	2,2	0,3	1,8		1,7	
Consumi	1,7	0,2	1,8	0,2	1,5	0,1
Spesa Pubbl	1,2		1,2		1,1	
Investimenti	4,0	0,3	3,9	0,5	3,1	0,1
Esportazioni	4,7	-0,1	3,7	-0,6	3,8	-0,3
Inflazione	1,5		1,2	-0,1	1,5	-0,1
Inflazione Core	1,1		1,3	-0,1	1,5	-0,2
Disoccupazione	9,1	-0,3	8,6	-0,2	8,1	-0,2

Fonte: BCE



Fonte: Bloomberg

Titoli di stato: ancora le Banche centrali al centro dei movimenti di mercato

Luglio e agosto sono stati caratterizzati da un flusso di dati macroeconomici migliori delle previsioni ma anche da indicazioni di inflazione ancora molto basse e da una fase di sostanziale silenzio delle Banche centrali. Questi fattori si sono tradotti sul settore dei governativi in bassa volatilità e una prevalenza di tassi in discesa, con un movimento di appiattimento delle curve. Già con il simposio di Jackson Hole e la riunione della BCE di inizio settembre risulta evidente che sarà la tempistica della rimozione dello stimolo a dettare direzione e volatilità nei mesi che vanno a chiudere il 2017. La scarsa visibilità sulle mosse dell'istituto centrale potrebbe portare un incremento della volatilità, soprattutto sul segmento lungo e sui titoli emessi dai periferici, almeno fino al prossimo appuntamento della BCE a fine ottobre. Per questi motivi confermiamo la view strategica Moderatamente Negativa sui *core* e Neutrale sui periferici, così come ribadiamo la view tattica Moderatamente Positiva sui *core* e Moderatamente Negativa sui periferici.

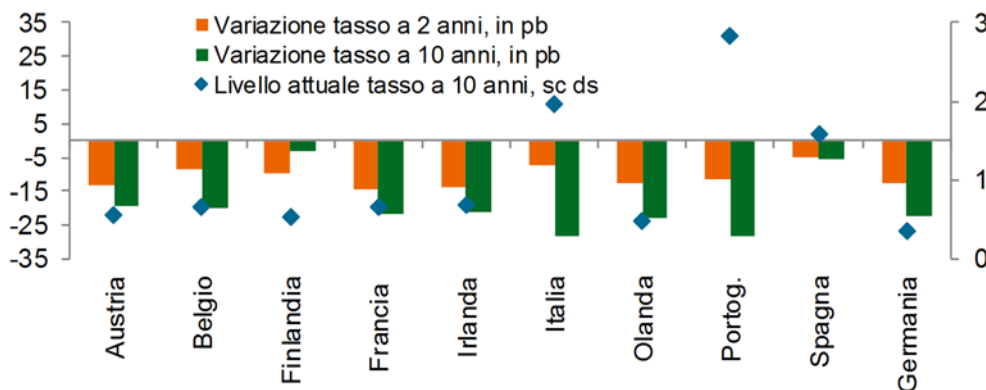
I mesi di luglio e agosto sono stati caratterizzati sul fronte dello scenario macroeconomico da un flusso di dati in termini di attività migliori delle previsioni, a cui però non si sono accompagnate pressioni sui prezzi. L'inflazione resta ancora molto contenuta sia negli Stati Uniti che, soprattutto, in Europa, dove sia la variazione annuale dei prezzi al consumo secondo i dati più recenti sia le previsioni di medio periodo restano lontane dal target della BCE (si veda sezione Macro). Contestualmente, dopo le riunioni di luglio, decisamente interlocutorie sia per l'istituto centrale europeo che per la Fed, anche le dichiarazioni dei banchieri centrali sono state piuttosto rarefatte fino alla fine di agosto.

Questi fattori si sono tradotti sul settore dei governativi in bassissima volatilità e una prevalenza di tassi in discesa, con un movimento di appiattimento delle curve. Se il calo medio da metà luglio sui rendimenti a due anni è stato di circa 10pb, i titoli a scadenza più lunga hanno messo a segno una discesa dei rendimenti di circa 20pb. Questa dinamica, in termini di performance, considerando l'effetto *duration* (secondo il quale una variazione del rendimento di un titolo si traduce in una variazione di prezzo di segno opposto e via via più ampia con il crescere della durata del titolo) ha visto un ritorno totale ampiamente positivo per i bond con le scadenze più lunghe. In termini geografici, invece, non emergono differenze rilevanti tra *core* e periferici, con una dinamica temporale che in parte ha visto movimenti omogenei su tutto il settore e in parte ha visto fasi alterne di preferenza per i *core* o i periferici quando le tensioni internazionali tra USA e Corea del Nord hanno riportato l'andamento dell'avversione al rischio ad essere una delle variabili guida anche sul settore dei governativi europei.

L'evoluzione dello scenario sottostante alle dinamiche dei tassi: crescita più robusta delle previsioni ma ancora senza inflazione

Curve più basse e più piatte, movimenti omogenei in termini geografici

Variazioni dei rendimenti di mercato nell'ultimo mese



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Fanalino di coda di un'estate nel complesso positiva per il debito europeo è stato il comparto spagnolo che, dopo un lungo periodo di sovraperformance rispetto al debito italiano, negli ultimi due mesi ha decisamente ceduto il passo. Questa dinamica si può spiegare in parte con una rimodulazione delle aspettative di scenario a favore dell'Italia, che in termini di sorprese positive circa la crescita rispetto alle attese è stata uno dei paesi più dinamici dell'area nel corso degli ultimi due mesi, e in parte con il quadro politico interno alla Spagna. Il Governo della Catalogna ha infatti indetto per il primo ottobre un referendum popolare per l'indipendenza dalla Spagna e la tensione tra Madrid e Barcellona si sta inasprendo con l'avvicinarsi del voto, giudicato comunque non legittimo e pertanto inefficace dal Governo centrale. In un quadro economico che resta di ripresa robusta, la tensione politica pone qualche incertezza sulle prospettive per i prossimi mesi, anche se non pare in grado di modificare lo scenario complessivo di lungo periodo, e di conseguenza crea qualche tensione sui mercati, che si riflette in un ribilanciamento delle posizioni sui periferici che hanno vista favorita l'Italia nelle ultime settimane. Probabilmente la volatilità sul comparto spagnolo permarrà anche nelle prossime settimane, almeno finché non saranno più chiare le sorti del referendum stesso.

Tornando a una visione d'insieme del debito governativo e alle prospettive per i prossimi mesi, la "stagione autunnale" è stata riaperta al simposio di Jackson Hole alla fine dello scorso mese e ha reso evidente come in ogni caso il driver principale per il settore restino le scelte che le Banche centrali prenderanno nel processo di uscita dalle politiche monetarie ultra-espansive in essere da un decennio negli USA e da poco meno nell'area euro. L'incontro a cui hanno partecipato tutti i principali banchieri centrali ha riportato in primo piano il tema della tempistica della *exit strategy* facendo emergere come le opinioni all'interno dei Consigli direttivi di politica monetaria non siano così omogenee. Oltreoceano, se l'avvio della riduzione del bilancio della Fed è ampiamente nelle attese di mercato, gli operatori, soprattutto dopo alcune dichiarazioni, non scontano più il terzo rialzo dei tassi dell'anno che la Fed aveva di fatto anticipato per il prossimo settembre. Dati più forti sui prezzi o dichiarazioni più aggressive in questo senso potrebbero portare qualche vendita sul settore dei Treasury, che d'altra parte ha nell'ultimo periodo reagito in maniera molto composta all'avvio delle mosse di restrizione della politica monetaria USA. In Europa, la visibilità appare inferiore e il mercato appare estremamente sensibile alle decisioni che la BCE prenderà in termini di tempistica e ritmo per la riduzione degli acquisti di titoli. Se i toni decisamente più espansivi delle attese utilizzati da Draghi al termine della riunione della BCE dello scorso 8 settembre hanno innescato un ampio rally sul settore, sono bastate indiscrezioni (fonte Reuters) circa la discussione sull'avvio del *tapering* del QE (riduzione degli acquisti) per dare il via a un'inversione di marcia altrettanto rapida.

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

Fanalino di coda il comparto dei governativi spagnoli, su cui pesa la questione catalana

Il quadro d'insieme: saranno ancora le Banche centrali a dettare il ritmo

Confermiamo la view strategica Moderatamente Negativa sui *core* e Neutrale sui periferici; cautela nel breve periodo

Obbligazioni Corporate: fondamentali supportivi, posizionamento Neutrale

Tra inizio luglio e la prima decade di settembre la carta a spread europea ha registrato un ritorno totale più robusto sugli IG (+1,6%) rispetto agli HY (+1,1%), con questi ultimi che da inizio anno mantengono però la migliore performance relativa: salvo qualche temporanea fase di *fly-to-quality*, le obbligazioni con rating inferiore a BBB- hanno infatti beneficiato di un clima di propensione al rischio e di ricerca di rendimento, come evidente anche dall'andamento positivo dei mercati azionari. Il messaggio consegnato ai mercati dalla BCE nell'ultima riunione di settembre è stato più accomodante delle attese, ma il tema delle politiche monetarie e del *tapering* costituirà ancora il nodo centrale di questi ultimi mesi del 2017. Il quadro di breve/medio termine offre parecchi punti di forza: crescita economica sincrona fra le diverse aree e destinata a proseguire su ritmi moderati, inflazione modesta, normalizzazione cauta delle politiche monetarie, qualità del credito soddisfacente. Gli anelli "deboli" di tale scenario supportivo sono rappresentati dai possibili shock di natura esogena e, soprattutto, dalle criticità valutative. Allo stato attuale, considerando l'ottima tenuta di fondo del mercato dei titoli HY (anche nelle fasi di maggiore debolezza dei listini) ma nel contempo tenendo conto che l'ulteriore compressione degli spread ha reso ancora più critico il profilo rischio-rendimento dei titoli HY, esprimiamo una view Neutrale, allineando il giudizio tattico a quello strategico. Sui titoli IG manteniamo invariate le view già espresse, Neutrale sul breve e Moderatamente Negativa sul lungo.

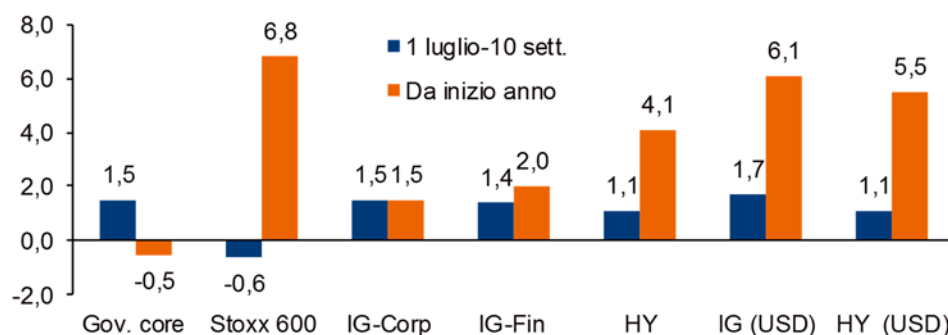
I mesi estivi – luglio ed agosto – sono stati caratterizzati da dati macroeconomici migliori delle previsioni, da indicazioni di inflazione ancora basse e da una fase interlocutoria da parte delle Banche centrali: tali fattori si sono tradotti sul settore dei governativi in bassa volatilità, con una prevalenza di tassi in discesa. Sul comparto del credito europeo, dopo un 1° semestre dell'anno caratterizzato da una decisa sovraperformance dei titoli High Yield (HY) rispetto agli Investment Grade (IG), tra inizio luglio e la prima decade di settembre la carta a spread europea ha invece registrato un ritorno totale più robusto sugli IG (+1,6%) rispetto agli HY (+1,1%). Come si può verificare dal grafico sotto riportato, il bilancio da inizio anno continua a confermare una migliore performance relativa dei titoli speculativi, con gli spread che hanno segnato, su base annuale, una significativa compressione, di poco inferiore al 30% (fonte indici BofA-ML).

Nel corso del 2017, salvo qualche temporanea fase di *fly-to-quality*, le obbligazioni con rating inferiore a BBB- hanno beneficiato di un clima complessivo di propensione al rischio e di ricerca di rendimento, come evidente anche dall'andamento positivo dei mercati azionari, che si muovono su un trend favorevole da quasi due anni. Sui titoli IG, strutturalmente più sensibili alla componente "tasso", hanno pesato in alcuni momenti la dinamica e la volatilità dei rendimenti

L'evoluzione dello scenario macro e le performance dei corporate europei: da inizio anno gli HY restano i best performer

Da gennaio hanno prevalso il *risk-on* e la ricerca di rendimento, al netto di qualche fase di *fly-to-quality*

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 settembre 2017

dei governativi *core*, a sua volta legata ai segnali positivi provenienti dal ciclo e ai dubbi sull'uscita da politiche monetarie ultra-espansive. Proprio con riferimento a questo tema il messaggio consegnato ai mercati dalla BCE nella riunione di settembre è stato più accomodante delle attese, con Draghi che ha confermato la necessità di mantenere un elevato grado di stimolo monetario. A breve distanza dalla riunione del Consiglio direttivo Coeuré ha ribadito come il nodo chiave della BCE resti quello di far salire in modo durevole e auto-sostenibile l'inflazione *core*, che resta ancora distante dal target del 2%.

Il tema delle politiche monetarie costituirà ancora il nodo centrale di questi ultimi mesi del 2017, con la BCE che, pur alle prese con una dinamica ancora insoddisfacente dei prezzi e con l'effetto restrittivo indotto dal rafforzamento del cambio, dovrà gestire un'uscita per quanto "morbida" e graduale dal QE. Il nostro scenario centrale è che il programma di acquisti possa terminare nella seconda metà del 2018, con modalità che verranno comunicate tra ottobre e dicembre, mentre il primo rialzo dei tassi ufficiali si vedrà presumibilmente solo a inizio 2019. Per quanto riguarda gli USA, il prossimo appuntamento rilevante è la riunione del FOMC in calendario il 20 settembre, da cui potrebbero forse emergere alcune indicazioni sulle tempistiche, ad oggi incerte, in merito al rialzo dei tassi. Un'inflazione ancora sotto target, unita all'impatto degli uragani e all'incertezza sulla politica fiscale, riduce i margini di manovra della Fed.

Inoltre, dopo alcuni mesi di calma piatta il tema politico ritornerà parzialmente alla ribalta con le elezioni tedesche del prossimo 24 settembre. Anche se l'appuntamento non sembra portare con sé particolari elementi di rischio, dato il netto vantaggio della CDU di Angela Merkel sugli altri partiti, per l'Europa non è del tutto trascurabile con quale alleato la CDU si troverà a governare in questo quarto mandato.

Lo scenario di breve e medio termine presenta quindi parecchi punti di forza: crescita economica non particolarmente robusta, ma caratterizzata da una sincronia fra le diverse aree e destinata a proseguire su ritmi moderati, inflazione modesta e normalizzazione molto cauta delle politiche monetarie, con tassi reali bassi. La qualità del credito resta sempre soddisfacente, con tassi di insolvenza per gli emittenti speculativi inferiori alle medie storiche (2,9% ad agosto, dal 3,1% di luglio) e previsti in ulteriore calo nei prossimi mesi (fonte: Moody's).

La ricerca di rendimento che ha costituito un driver essenziale nell'indirizzare gli investitori verso il comparto della carta a spread non sembra essersi esaurita, come si evince, da un lato, dalle performance complessive dei titoli corporate (sia denominati in euro che in dollari o in sterline) e, dall'altro, dall'andamento delle operazioni sul mercato primario. I mesi estivi hanno segnato un fisiologico rallentamento, ma a partire da inizio settembre i volumi sono tornati vivaci. In questo senso, l'ultimo scorcio del 3° trimestre costituirà un test importante, dal momento che consentirà di verificare la tenuta degli spread e il comportamento degli investitori a fronte di nuovi titoli da inserire in portafoglio. Infine, sotto il profilo tecnico il supporto della BCE attraverso il programma CSPP (acronimo per Corporate Sector Purchase Programme) permane robusto. Al 1° settembre 2017 l'ammontare dei titoli acquistati dalla BCE è pari a 107,3 mld di euro.

Gli anelli "deboli" di tale scenario complessivamente supportivo sono rappresentati dai possibili shock di natura esogena (ad esempio tensioni di natura geopolitica) e, soprattutto, dalle valutazioni. Nel precedente mensile pubblicato a luglio, considerando proprio i fattori di rischio geopolitico, le criticità valutative e la lunga fase di bassa volatilità, avevamo passato a Moderatamente Negativa la view tattica (3 mesi) sugli HY, mentre avevamo mantenuto Neutrale quella sui titoli IG.

Allo stato attuale, considerando l'ottima tenuta di fondo del mercato dei titoli HY (anche nelle fasi di maggiore debolezza dei listini) ma nel contempo tenendo conto che l'ulteriore compressione degli spread ha reso ancora più critico il profilo rischio-rendimento dei titoli HY, esprimiamo una view Neutrale, allineando il giudizio tattico a quello strategico. Sui titoli IG manteniamo invariate le view già espresse, Neutrale sul breve e Moderatamente Negativa sul lungo.

La direzione e il sentiment dei mercati resteranno in gran parte guidati dalle scelte delle Banche centrali, mentre...

...la variabile politica dovrebbe risultare meno importante

Lo scenario complessivo resta supportivo per il credito, anche se la ripresa del primario sarà un test importante per la tenuta degli spread

Le criticità: valutazioni tirate e fattori esogeni geopolitici

Le view su IG e HY

Obbligazioni Paesi emergenti: premio per il rischio sui minimi da tre anni

Nell'ultimo mese le performance dei titoli emessi dai Paesi emergenti sono state moderatamente positive sia per il debito emesso in valuta locale che per quello in *hard currency*. Il mercato sembra aver rimodulato le aspettative circa la politica economica e commerciale USA e metabolizzato l'avvio della normalizzazione delle politiche monetarie delle economie emergenti. I mesi estivi, caratterizzati da una netta compressione della volatilità sulla maggior parte delle asset class, hanno visto supportato il debito emergente sulla scia della ricerca di extra-rendimento. I prossimi mesi potrebbero essere meno lineari, data l'incertezza circa la tempistica della rimozione dello stimolo monetario globale, anche se i fondamentali interni dell'area appaiono in ulteriore miglioramento. Confermiamo la view strategica a Neutrale, e confermiamo in chiave tattica a Neutrali le due aree geografiche LatAm ed Est Europa, così come resta Moderatamente Negativa la view tattica sul debito emesso in valuta locale.

I mesi estivi hanno visto una netta compressione della volatilità su sostanzialmente tutte le asset class che ha indotto, su mercati non particolarmente liquidi dato il periodo, una ricerca di extra-rendimento, la quale a sua volta si è tradotta in robusti flussi in acquisto sul settore degli emergenti.

Concentrandosi sull'ultimo mese la performance dei principali indici dei titoli di stato emessi dai Paesi emergenti è stata positiva di quasi il 2% per i bond emessi in dollari, con il ritorno totale che tuttavia viene sostanzialmente annullato una volta convertito in euro a causa della persistente debolezza del biglietto verde. Performance positiva anche per le emissioni in euro e per quelle in valuta locale, al netto del rischio di cambio. In quest'ultimo caso, soprattutto grazie al movimento delle ultime settimane, la buona tenuta delle valute emergenti nei confronti dell'euro ha ulteriormente irrobustito la performance, portandola vicina al 2%. In particolare, si registra un rafforzamento di oltre il 2% del rublo e di circa l'1% della lira turca e del real brasiliano, paesi il cui peso negli indici obbligazionari che sintetizzano l'andamento del debito emergente in circolazione (indici JPMorgan, si veda grafico sottostante) è decisamente rilevante.

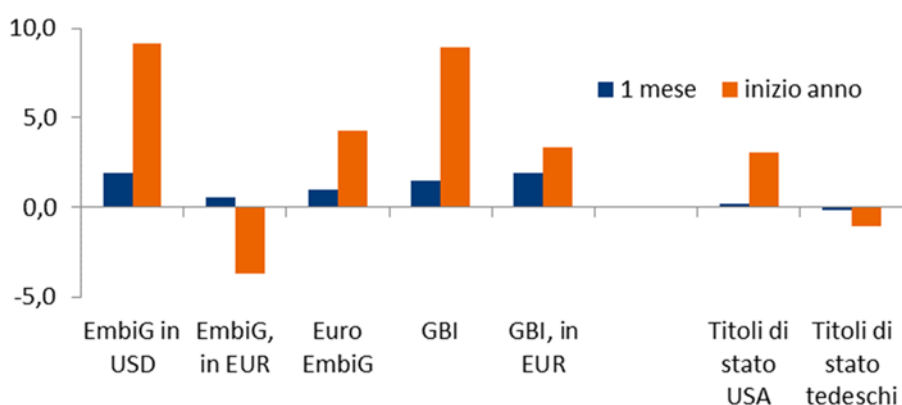
Per i due indici in *hard currency* (dollari ed euro) il risultato deriva in entrambi i casi da una riduzione del premio per il rischio, più ampia per le emissioni in dollari, -21pb, che per quelle in euro (-10pb), a cui si accompagna una performance sostanzialmente nulla sia dei Treasury che dei Bund nello stesso arco temporale.

Un'estate a bassissima volatilità: la ricerca di extra-rendimento ha supportato gli asset emergenti

Performance positiva per tutti gli indici obbligazionari di riferimento, la differenza arriva dall'andamento delle valute

Sulle emissioni in *hard currency* il premio per il rischio si porta ai minimi da tre anni

Performance dei principali indici relativi ai Paesi emergenti



Fonte: Bloomberg

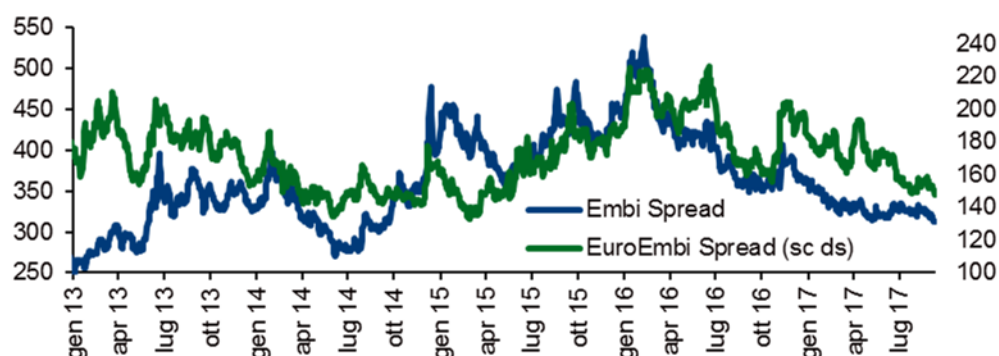
Ampliando l'orizzonte temporale si nota come il premio per il rischio richiesto per detenere obbligazioni emesse dai Paesi emergenti sia in costante discesa da ottobre dello scorso anno e sia molto lontano dai picchi di gennaio 2016. In particolare, se per le emissioni in euro lo spread è ai minimi dalla primavera del 2015, per quelle in dollari lo spread vicino ai 300pb non si vedeva da settembre del 2014. Riteniamo che la compressione del premio per il rischio abbia due determinanti principali, una globale e l'altra più specifica di alcuni singoli paesi. Il continuo seppur lento riassorbimento della crisi del debito delle economie avanzate ha permesso una sostanziale riduzione dell'avversione al rischio a livello globale e, contestualmente, da molti anni la presenza massiccia delle Banche centrali con politiche monetarie ultra-espansive ha immesso sui mercati finanziari un ammontare enorme di liquidità. Questo si è riversato, seppur a fasi alterne e con movimenti di correzione, in buona parte anche verso le classi d'investimento dei Paesi emergenti. Inoltre, passando a valutazioni specifiche di alcuni paesi molto importanti per l'area, il miglioramento dello scenario globale, l'evoluzione del quadro politico interno (in Brasile) e la stabilizzazione del prezzo del greggio (per la Russia) hanno permesso un ampio recupero sia in termini di attività economica, che oltretutto dovrebbe accelerare nel corso del prossimo anno, sia in termini di prezzi degli asset finanziari.

Proprio l'ultimo rally, unito alle considerazioni che lo stimolo monetario verrà, seppur molto lentamente, ridotto a livello globale e alle riflessioni sul settore dei governativi delle economie avanzate (si vedano sezioni precedenti), ci induce a confermare le view caute 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, confermiamo la view strategica a Neutrale sia per le emissioni in dollari che per quelle in euro, senza una predilezione specifica in termini di aree geografiche. Passando a un orizzonte di più breve periodo, riteniamo che entro la fine dell'anno la fase di transizione delle politiche monetarie delle economie avanzate possa portare un po' di volatilità sui mercati. L'incremento dell'avversione al rischio potrebbe avere un impatto anche sul settore relativo ai Paesi emergenti. Per questo motivo confermiamo la view Neutrale anche in chiave tattica sul debito emesso in *hard currency* e la view tattica Moderatamente Negativa per il debito in *local currency*. Nel complesso continuiamo a ritenere che sia sempre più cruciale la selettività tra i diversi paesi.

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

Andamento dello spread rispetto ai titoli di riferimento per gli indici che sintetizzano i principali titoli emessi in dollari (Embi) e in euro (EuroEmbi) dai Paesi Emergenti



Fonte: Bloomberg

Strategie

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

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

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

Riepilogo delle strategie di mercato					
	3m	12m		3m	12m
Azionario					
Auto	M. POSITIVO	M. POSITIVO	Stoxx 600	M. POSITIVO	M. POSITIVO
Banche	M. POSITIVO	M. POSITIVO	Eurostoxx 300	M. POSITIVO	M. POSITIVO
Risorse di base	NEUTRALE	NEUTRALE	FTSE-MIB	M. POSITIVO	M. POSITIVO
Chimici	NEUTRALE	NEUTRALE	CAC 40	M. POSITIVO	M. POSITIVO
Costruzioni e Materiali	M. POSITIVO	M. POSITIVO	DAX	M. POSITIVO	M. POSITIVO
Servizi finanziari	M. POSITIVO	M. POSITIVO	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	NEUTRALE	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
Valute					
EUR/USD	M. NEGATIVO	M. POSITIVO	Commodity		
EUR/JPY	M. POSITIVO	POSITIVO	WTI	M. POSITIVO	M. POSITIVO
EUR/GBP	M. POSITIVO	M. NEGATIVO	Brent	M. POSITIVO	M. POSITIVO
EUR/ZAR	M. POSITIVO	M. POSITIVO	Gas naturale	M. POSITIVO	NEUTRALE
EUR/AUD	M. POSITIVO	NEGATIVO	Oro	NEUTRALE	NEUTRALE
EUR/NZD	M. POSITIVO	M. NEGATIVO	Argento	NEUTRALE	NEUTRALE
EUR/TRY	M. POSITIVO	M. POSITIVO	Rame	M. POSITIVO	M. POSITIVO
			Alluminio	M. POSITIVO	M. POSITIVO
			Zinco	M. POSITIVO	M. POSITIVO
			Nikel	M. POSITIVO	M. POSITIVO
			Mais	M. POSITIVO	M. POSITIVO
			Fumento	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 rischio (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 approvvigionamento 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 (credizio). 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 12.07.2017.

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

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

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

Note Metodologiche

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

Strategie di mercato

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

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

Titoli di Stato

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

Obbligazioni Corporate

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

Obbligazioni di Paesi Emergenti

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.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 Risso 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