

Quadro macroeconomico e titoli di stato

Negli USA si conferma un quadro di crescita robusta, anche grazie alla tenuta della domanda interna e al recupero del mercato del lavoro. Il modesto rialzo dell'inflazione *core* consolida le attese di un rialzo dei Fed funds in dicembre, mentre le incertezze relative a politica fiscale e nuove nomine per il FOMC lasciano aperto il bilancio dei rischi. Nella zona euro è robusta la crescita che nel 3° trimestre può contare ancora sulla forza dei consumi privati, alla quale si aggiungono accelerazioni di investimenti ed esportazioni. La produzione industriale in calo a settembre non frena il contributo al PIL, mentre l'inflazione bassa rimane una preoccupazione per la BCE che prolunga il QE con una fine "aperta". A fronte di poche novità in termini di flusso di dati, le Banche centrali restano il fattore principale per il settore dei governativi. La scelta della BCE di ridurre il QE ma prolungarlo oltre le previsioni e soprattutto di lasciarlo aperto, con toni più accomodanti delle attese, sostiene i mercati nel breve periodo. Sulla base di queste considerazioni modificiamo la view tattica a Neutrale sia per i *core* (da Moderatamente Positiva) sia per i periferici (da Moderatamente Negativa). Sul lungo periodo, considerando le prospettive macro d'insieme; confermiamo la view strategica Moderatamente Negativa sui *core* e Neutrale sui periferici.

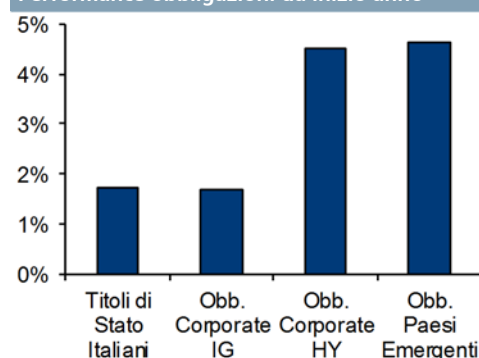
Obbligazioni Corporate

In un contesto congiunturale che ha visto indicazioni complessivamente robuste per il ciclo di crescita europeo, la riunione della BCE del 26 ottobre ha rappresentato l'evento chiave dell'ultimo mese. Dopo un ottobre positivo, da inizio novembre la carta a spread europea sta sperimentando una fase di correzione con un allargamento degli spread, particolarmente accentuato sugli HY. I recenti movimenti evidenziano che le criticità valutative rendono l'asset class vulnerabile a repentine correzioni, anche se, sia dal lato fondamentale (contesto macro favorevole, credit quality soddisfacente) che da quello tecnico (volume di acquisti BCE consistente), i fattori di supporto restano inalterati. In conclusione, manteniamo per ora stabili le view tattiche Neutrali sia sugli IG che sugli HY. Nello stesso tempo suggeriamo di approcciare il comparto in maniera prudente, scaglionando opportunamente eventuali ingressi e selezionando in maniera attenta gli emittenti.

Obbligazioni Paesi Emergenti

Dopo il rally registrato nella prima parte dell'anno continua la fase laterale per i titoli di stato emessi dai paesi Emergenti. Questo andamento potrebbe proseguire anche prossimi mesi, con i fondamentali interni dell'area che appaiono in ulteriore miglioramento. I rischi restano prevalentemente di carattere esogeno, legati all'andamento delle prospettive di politica monetaria delle principali economie avanzate e, per quanto riguarda l'area più influenzata dal dollaro, anche dall'andamento della riforma tributaria in USA e dai suoi riflessi in termini di scenario e di effetti sui tassi dei bond statunitensi. Confermiamo la view strategica e tattica Neutrale per il debito in *hard currency*, così come resta Moderatamente Negativa la view tattica sul debito emesso in valuta locale.

Performance obbligazioni da inizio anno



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

Tassi e Obbligazioni

	16/11/2017	Var. 1M
Tasso Refi BCE (%)	0,00	0,00
Tasso Fed funds (%)	1,25	0,00
Rendimento BTP 2 anni (%)	-0,31	-0,09
Rendimento BTP 10 anni (%)	1,84	-0,19
Spread Corp IG (pb)*	44	-1
Crossover (pb)	242	8
Spread Emergenti (pb)	148	4
Performance totali (Total return, %)		
Performance titoli di Stato		1,26
Performance Corporate IG		-0,02
Performance Corporate HY		-0,37
Performance Emergenti		0,19

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

16 novembre 2017

14:42 CET

Data e ora di produzione

16 novembre 2017

14:52 CET

Data e ora di prima diffusione

Nota mensile

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per investitori
privati e PMI

Paolo Guida
Responsabile

Serena Marchesi
Analista Finanziario

Fulvia Rizzo
Analista Finanziario

Cecilia Barazzetta
Analista Finanziario

Indice

Scenario Macro	2
Titoli di Stato	6
Obbligazioni Corporate	8
Obbligazioni Paesi Emergenti	14
Strategie	18

I prezzi del presente documento sono aggiornati alle ore 12:30 del 16.11.2017 (salvo diversa indicazione).

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

Stati Uniti: tiene la crescita, timida accelerazione per l'inflazione *core*

Si conferma un quadro di crescita robusta, anche grazie alla tenuta della domanda interna e al recupero del mercato del lavoro. Il modesto rialzo dell'inflazione *core* consolida le attese di un rialzo dei Fed funds in dicembre, mentre le incertezze relative a politica fiscale (si veda Focus) e nuove nomine per il FOMC lasciano aperto il bilancio dei rischi sul prossimo biennio.

Il PIL si conferma in espansione su ritmi robusti nel 3° trimestre a +3,0% t/t, sopra il potenziale e in linea con il trimestre precedente nonostante gli uragani. Il driver principale, pur indebolito, rimane la domanda interna, con i consumi privati che cumulano un rallentamento da 3,3% a 2,4% t/t ma garantiscono un contributo strutturale al PIL (1,6pp). Gli investimenti si confermano su un trend robusto anche se più debole che in primavera, mentre sono maggiorate le voci di scorte ed esportazioni nette. È probabile che il contributo positivo di queste due ultime componenti non si ripeta in misura sostenuta nel 4° trimestre ma venga compensato da un rimbalzo di consumi e investimenti. Sono solidi infatti i recuperi segnati da spesa e reddito personale in settembre, così come dagli ordini di beni durevoli dal lato delle imprese. Tra i dati prospettici le indagini di fiducia presso le famiglie, al pari delle indagini ISM per i settori produttivi, lasciano spazio a correzioni non trascurabili tra ottobre e novembre ma rimangono su livelli elevati.

Conferme della forza dell'economia vengono anche dal rapporto sul mercato del lavoro, che non solo vede un recupero degli occupati in ottobre, ma registra ampie revisioni al rialzo per i precedenti. Indicazioni positive emergono anche dall'indagine presso le famiglie, con un nuovo calo della disoccupazione al 4,1%, minimo dal 2001. La correzione di settembre si conferma transitoria anche se rimane aperto il puzzle relativo ai salari, stagnanti in ottobre (0,0% m/m).

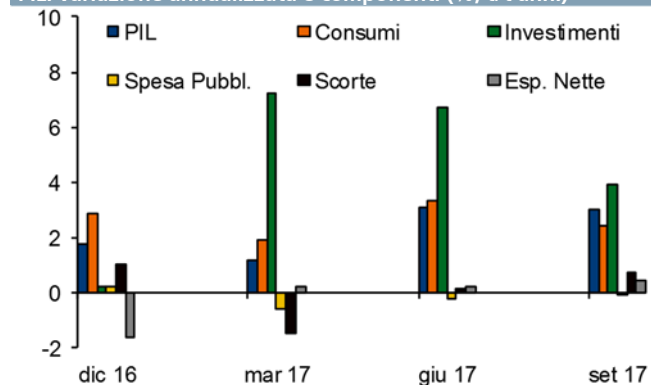
Come riflesso della dinamica strisciante delle retribuzioni, sono deboli le prospettive per l'inflazione, anche se gli ultimi dati sembrano consegnare qualche segnale positivo. Il CPI in ottobre vede aumenti su base mensile sia per la componente *headline* che per quella *core*, mentre delle misure d'inflazione l'indice aggregato corregge al 2,0% a/a, zavorrato da fattori temporanei (il crollo dell'energia), e la voce *core* accelera inaspettatamente di un decimo a 1,8% a/a per la prima volta da inizio anno. Sono gli aumenti dei prezzi di affitti, spese mediche e veicoli usati a sostenere l'indice che, al di là della volatilità di breve, sembra mostrare un trend in ripresa. Alla luce di queste indicazioni confermiamo la nostra previsione di un rialzo dei tassi Fed in dicembre in una delle ultime riunioni che vedrà la composizione attuale del Consiglio. Se infatti la nomina di Powell ha segnato l'avvicendamento al vertice della Banca centrale senza implicare un significativo cambio di impostazione rispetto alla gestione di Yellen, più complessa sarà la nomina dei 5 consiglieri dimissionari o in scadenza. Vi sono i margini perché l'inclinazione dei membri votanti del FOMC possa spostarsi a favore di un'impostazione meno espansiva anche se, in ultima analisi, il ritmo dei prossimi rialzi per 2018-19 dipenderà dal tenore dei dati macro e dagli sviluppi di politica fiscale.

Rimane solido il trend per la domanda interna

Recupera la dinamica occupazionale

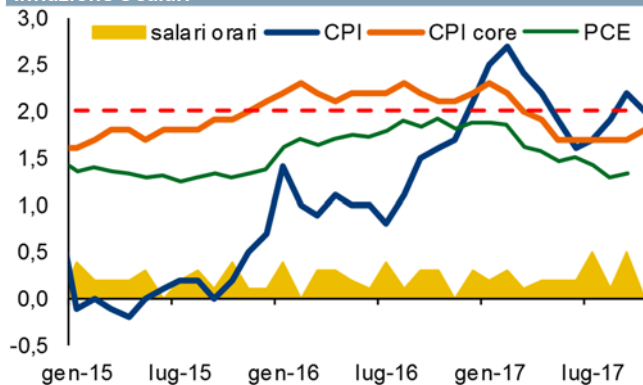
Timidi segnali dall'inflazione, Fed pronta ad alzare i tassi in dicembre

PIL: variazione annualizzata e componenti (% t/t ann.)



Fonte: Bloomberg

Inflazione e salari



Fonte: Bloomberg

Zona euro: la crescita rimane robusta, ma non spinge l'inflazione

Sono robusti i dati di crescita che nel 3° trimestre possono contare ancora sulla forza dei consumi privati, alla quale si aggiungono accelerazioni di investimenti ed esportazioni. La produzione industriale in calo a settembre non frena il contributo al PIL dei settori produttivi, mentre l'inflazione bassa rimane una preoccupazione per la BCE che prolunga il QE con una fine "aperta".

Le indicazioni dai dati macro sono omogeneamente positive per la crescita europea che nel 3° trimestre vede ritmi robusti, in linea con quelli del periodo primaverile. Le stime preliminari per i PIL nazionali confermano l'espansione solida per Germania e Italia e avvalorano le previsioni della Commissione Europea che indica per il 2017 il tasso di crescita più robusto degli ultimi 10 anni. Il contributo principale viene, ancora una volta, dalla domanda interna, mentre scorte ed esportazioni nette conoscono variazioni marginali. A conferma della solidità della domanda interna vi sono anche i numeri relativi alle vendite al dettaglio, che tornano a crescere in autunno.

Più incerti i segnali dalle imprese, con la produzione industriale che vede una fisiologica correzione in settembre dopo la crescita record dell'estate. Il 3° trimestre si chiude comunque con un bilancio positivo per l'attività produttiva e con un contributo al PIL. Al di là della volatilità mensile, le prospettive rimangono incoraggianti e dovrebbero confermare la produzione su un trend espansivo a fine anno, con indicazioni in miglioramento anche per gli investimenti. Rimangono su livelli ampiamente espansivi gli indici di fiducia, con i sondaggi della Commissione Europea in miglioramento e i PMI che, pur rallentando, si confermano a ridosso dei massimi da inizio anno.

A sostenere i progressi sul mercato interno sono anche i continui, seppur lenti, miglioramenti del mercato del lavoro, con la disoccupazione che in settembre scende sui minimi da inizio 2009 nella zona euro. A livello nazionale sono diffusi i progressi anche se i livelli assoluti rimangono lontani, con il dato tedesco ai minimi storici e quello italiano sui valori di 5 anni fa.

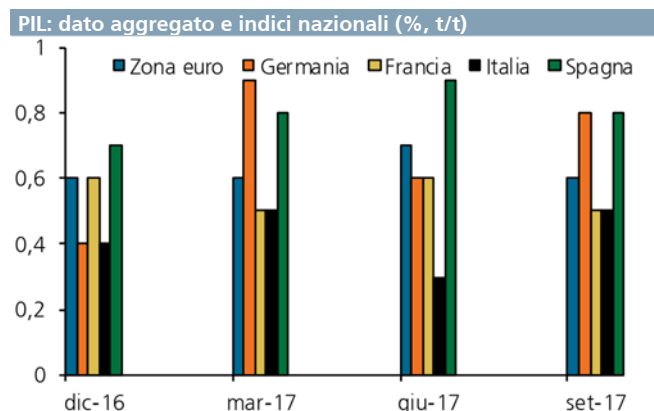
Deboli sono i segnali dal lato dei prezzi: l'inflazione *headline* rallenta di un decimo a 1,4% a/a e il CPI *core*, dopo 4 mesi sopra l'1%, scivola allo 0,9% a/a. Anche se il movimento appare condizionato da fattori transitori, le prospettive sono ancora critiche, tanto da suggerire prudenza alla BCE. Draghi in ottobre ha annunciato l'estensione del QE nel 2018, con una riduzione nel volume degli acquisti da 60 a 30 miliardi da gennaio per 9 mesi. Rispetto alle ipotesi iniziali le modifiche incorporano una riduzione più ampia e una durata più lunga per il programma con la possibilità di nuovi interventi in caso di necessità. La decisione più discussa in Consiglio è stata quella relativa alle prospettive del QE che, in questa fase, rimane *open end*, ossia suscettibile di potenziamenti o allungamenti qualora il sentiero d'inflazione non puntasse ancora all'obiettivo.

Solidi i dati di crescita grazie alla domanda interna

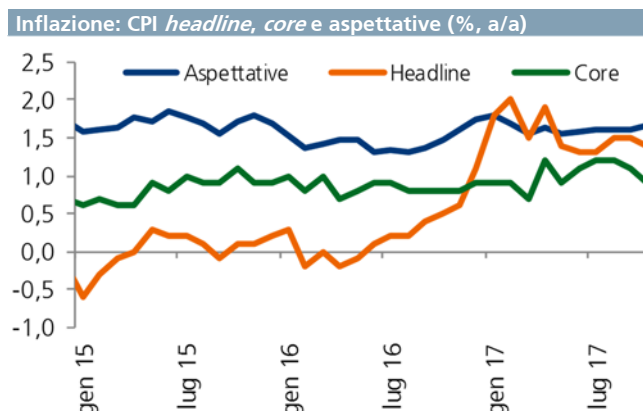
Corregge la produzione industriale ma il trend è positivo

Nuovo calo della disoccupazione

L'inflazione debole lascia aperta la fine del QE



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

USA: riforma fiscale tra benefici e limiti

Uno dei temi più caldi con riferimento all'economia statunitense rimane quello relativo alla riforma tributaria, che attualmente vede due proposte di medesimo stampo presentate da Camera e Senato sotto il nome di "Tax Cuts and Jobs Act" (TCJA). I due disegni di legge differiscono per alcuni punti pur avendo un impianto analogo ma, per poter diventare legge, dovranno trovare una conciliazione di sorta in un contesto in cui i margini piuttosto risicati della maggioranza repubblicana potrebbero costringere a diversi compromessi. Del resto i costi di una mancata approvazione sono talmente alti da farci ritenere probabile il raggiungimento di un accordo. Nelle tempistiche indicate dall'amministrazione Trump le prime votazioni potrebbero aversi già entro fine mese con l'obiettivo ultimo di chiudere il processo di approvazione prima dell'inizio del 2018.

La proposta finale, ora in discussione alla Camera, ricalca le linee guida del documento già presentato in settembre e si propone di raggiungere una serie di obiettivi piuttosto ambiziosi, tra cui la semplificazione del sistema tributario, la riduzione delle aliquote per imprese e privati, l'ampliamento della base imponibile e una maggior neutralità impositiva fra i diversi settori produttivi. Questi obiettivi appaiono ambiziosi se si considera il poco tempo a disposizione e le tante pressioni interne o esterne al Partito repubblicano. Certamente la versione attuale della TCJA presenta novità e un impianto di riforme meno ambizioso di quanto prospettato in campagna elettorale dal presidente Trump.

Il disegno di legge presenta anche numerosi limiti; tra questi uno dei principali è quello relativo alla decisione di finanziare tagli e nuove misure di stimolo tramite aumenti del deficit e, di conseguenza, del debito, il tutto in uno scenario economico in cui il sistema si trova in pieno impiego, con tassi di crescita robusti. Secondo le stime pubblicate dal Congressional Budget Office (CBO) in collaborazione con il Joint Committee on Taxation, il costo diretto delle misure della prima versione della riforma è stimato a 1.400 miliardi di dollari, a cui si devono aggiungere 260 miliardi di interessi aggiuntivi, per un totale di 1.660 miliardi complessivi.

Senza entrare nel dettaglio di tutte le modifiche proposte, i principali effetti positivi della riforma riguardano il sistema di tassazione delle imprese, che dovrebbe essere modificato in modo da aumentare la competitività sia domestica sia internazionale e favorire gli investimenti. Non solo sono previste riduzioni per le aliquote applicate alle imprese, ma si introducono anche omologazioni tra settori e incentivi agli investimenti. La modifica del sistema di tassazione delle imprese dovrebbe rivelarsi la principale causa di calo delle entrate nel bilancio dell'intera manovra, con benefici diffusi anche se non neutrali tra i diversi settori.

Sul fronte delle famiglie, il TCJA prevede una semplificazione del sistema di tassazione, pur lasciando una certa dose di arbitrarietà e aumentando la regressività dei prelievi. Lo stimolo è concentrato sulle fasce più alte di reddito e distribuito in modo non omogeneo anche se, complessivamente, la tassazione delle famiglie viene semplificata e il carico fiscale ridotto per tutti nell'orizzonte 2018-27. Gli interventi si articolano sia in una riduzione del numero di aliquote di tassazione sia nell'eliminazione di gran parte delle detrazioni, con un ampliamento della base imponibile che compensa, almeno in parte, il minor gettito a livello individuale. In termini assoluti la riforma, nella sua versione attuale, beneficerebbe le classi più alte di reddito, come conferma anche l'eliminazione dell'imposta di successione dal 2024.

Quanto agli effetti complessivi sull'economia, il bilancio per l'impatto della riforma è espansivo, con maggiore concentrazione sul 2018, soprattutto grazie alla spinta dal lato degli investimenti. La nostra previsione di crescita 2018 a 2,4% presenta dunque rischi verso l'alto.

Volendo dunque riassumere, la riforma presenta alcuni indiscutibili pregi ma anche aspetti negativi o dubbi che verranno probabilmente discussi e negoziati in Congresso nei lavori delle prossime settimane. Tra i vantaggi, riteniamo sia opportuno includere:

- Il raggiungimento di una buona parte degli obiettivi prefissi, quali la semplificazione, l'adeguamento della tassazione delle imprese al contesto internazionale, la riduzione delle distorsioni settoriali;
- Dal lato delle imprese, oltre alla riduzione del carico complessivo, sono positivi le misure di semplificazione della tassazione per le piccole imprese e gli incentivi riconosciuti agli investimenti;
- Dal lato delle famiglie il principale, e quasi esclusivo, vantaggio è la semplificazione della dichiarazione dei redditi.

Passando invece all'analisi degli aspetti più deboli della proposta, emerge come:

- Il finanziamento di una manovra tramite aumento di deficit e debito in una fase ciclica di crescita sopra il potenziale risulta inefficiente. Il costo della riforma ricade infatti in buona parte sulle generazioni future e lascia meno spazio per interventi di stimolo fiscale nel corso della prossima recessione;
- La riforma non incentiva lavoro e/o risparmio;
- Dal lato delle famiglie, la manovra sia complessivamente regressiva e i benefici siano maggiori per le classi di reddito più elevate;
- Gran parte delle misure utilizzate abbia natura temporanea, con possibilità di estensione alla scadenza. Questo fattore implica una minor certezza degli effetti positivi sulla crescita, ma lascia inalterati gli impatti negativi su deficit e debito.

Titoli di stato: le scelte della BCE danno slancio al settore

A fronte di poche novità in termini di flusso di dati, che confermano una crescita robusta e omogenea, le Banche centrali restano il fattore principale per il settore dei governativi. Nessuna sorpresa dalle decisioni della Fed, con la politica di riduzione del bilancio avviata e il probabile rialzo a dicembre; il cambio di rotta che potrebbe arrivare dal nuovo presidente Powell e dalla nuova composizione del Comitato della Fed sarà più evidente l'anno prossimo. La BCE invece sceglie la strada di ridurre il QE ma prolungarlo oltre le previsioni e soprattutto di lasciarlo aperto, con toni più accomodanti di quanto non si aspettassero i mercati. La presenza della Banca Centrale sul mercato ancora a lungo, sia per l'effetto diretto di una maggiore domanda di titoli sia per gli effetti indiretti legati alla fiducia che i mercati ripongono nell'istituto, dovrebbe essere di supporto anche nel breve periodo, seppur il rally delle ultime settimane lasci le valutazioni dei titoli piuttosto compresse. Sulla base di queste considerazioni modifichiamo la view tattica a Neutrale sia per i *core* (da Moderatamente Positiva) sia per i periferici (da Moderatamente Negativa). Sul lungo periodo, considerando le prospettive macro d'insieme, confermiamo la view strategica Moderatamente Negativa sui *core* e Neutrale sui periferici.

La performance dell'ultimo mese per i titoli di stato dell'area euro è stata nel complesso positiva ma con una distinzione piuttosto netta tra il comparto *core*, che ha fatto registrare un ritorno totale sostanzialmente nullo, e quello periferico, decisamente migliore. La Spagna ha messo a segno una performance dello 0,5% mensile, nonostante la crisi catalana, ora rientrata almeno nelle sue conseguenze più immediate, abbia creato un po' di volatilità di breve periodo. Meglio hanno fatto l'Italia e soprattutto il Portogallo, che continua nel rally che ha visto coinvolti i titoli lusitani per buona parte del 2017 e che sta portando il comparto ad essere il miglior performer tra i paesi dell'area per l'anno in corso.

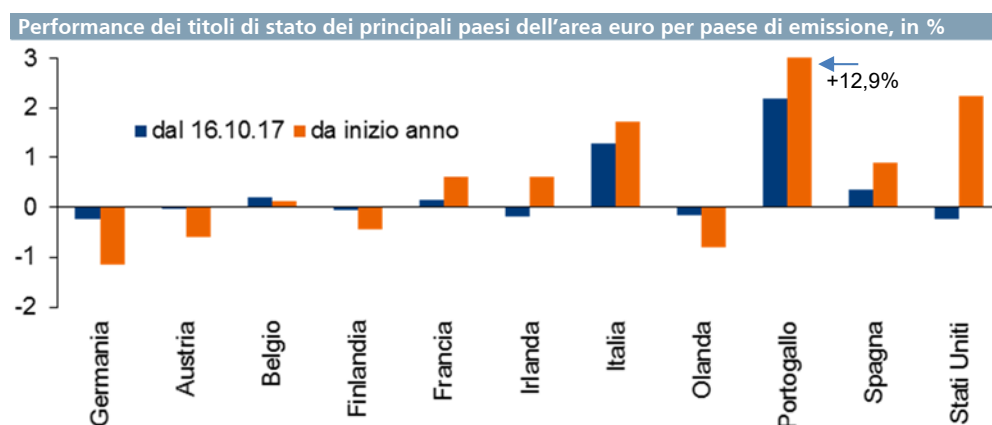
Il fattore determinante per questa nuova ondata di fiducia e ricerca di extra-rendimento che ha coinvolto anche il settore dei governativi europei sono state le decisioni prese dalla BCE nella riunione del 26 ottobre. La scelta di ridurre il programma di acquisto titoli (QE) ma prolungarlo oltre le previsioni, almeno fino a settembre 2018, e l'uso di toni più accomodanti delle attese hanno dato, soprattutto nell'immediato, un forte impulso verso l'alto ai bond europei, in particolare ai periferici.

I canali attraverso cui le scelte dell'istituto centrale avranno nei prossimi mesi un impatto sui mercati appaiono sostanzialmente due. In primo luogo, le dinamiche reali di domanda e offerta di titoli di stato per il prossimo anno. Con la riunione di fine ottobre, e la scelta della BCE di mettere il "pilota automatico" al QE fino a settembre, si possono infatti avere idee più chiare sul ruolo che l'istituto avrà come compratore ancora molto importante.

Ultimo mese: il ritorno alla propensione al rischio vede favoriti i periferici

Fattori a supporto del settore

Effetto quantitativo delle scelte della BCE: domanda da parte della BCE e flussi di offerta nel 2018



Nota: indici Total Return Barclays Bloomberg. Fonte: Bloomberg

L'importo complessivo del QE sale da 2.280 stimato per fine dicembre 2017 a 2.550 miliardi di euro. Ad ottobre 2017, la BCE ha acquistato 2.130 miliardi di euro di obbligazioni e pertanto l'importo residuale da acquistare entro settembre 2018 risulta pari a 420 miliardi di euro, o a 450 miliardi se si ipotizza un ulteriore allungamento del QE a un ritmo mensile ancora inferiore, ad esempio acquisti pari a 10 miliardi al mese anche nel 4° trimestre 2017, in modo da arrivare alla fine definitiva del QE in maniera molto graduale. Da gennaio prossimo, la quota di titoli governativi dovrebbe passare dal 76% al 65% del totale del programma di acquisto di titoli: gli acquisti mensili della BCE saranno pari a 17 miliardi di euro (ai prezzi di mercato), corrispondenti a circa 15 miliardi di euro nominali rispetto a 35 miliardi in media nel periodo aprile-ottobre 2017. A fronte di queste dinamiche di domanda stimiamo che per l'area euro le emissioni nette al netto degli acquisti della BCE, incluso il reinvestimento dei titoli in scadenza, saranno negative per 45 miliardi di euro rispetto a -202 miliardi nel 2017 e -273 miliardi nel 2016, mentre in termini lordi le emissioni al netto degli acquisti ufficiali saliranno da 484 mld nel 2017 a 623 miliardi di euro nel 2018. Senza entrare nel dettaglio e circoscrivendo l'analisi ai 12 maggiori emittenti, si nota che le emissioni nette al netto degli acquisti resteranno negative per i paesi *core* mentre diventeranno positive per i periferici (Italia, Spagna, Portogallo e Irlanda).

Oltre a questo canale diretto in termini di influenza sul prezzo che si viene a determinare per le dinamiche di domanda e offerta, un supporto ulteriore al settore arriva anche dalla decisione di lasciare il programma "open end" ossia con un termine ancora non determinato, offrendo ai mercati un ulteriore impulso in termini di fiducia.

Se nel complesso le decisioni prese dalla Banca Centrale, unite al riassorbimento del rischio politico dopo la risoluzione, almeno nel breve periodo, della crisi catalana, appaiono variabili a supporto del settore, restano valide ancora alcune considerazioni che potrebbero spingere i tassi verso l'alto. In primo luogo, l'evoluzione dello scenario di crescita interno all'area, con i dati che ancora superano le previsioni verso l'alto e, in secondo luogo, la possibile influenza delle dinamiche sui tassi USA, a loro volta condizionati dalle scelte di politica monetaria e fiscale. Con la designazione del nuovo presidente Powell, che prenderà il comando della Banca centrale statunitense nella prossima primavera, e un Consiglio direttivo che nei prossimi mesi vedrà una netta svolta in termini di composizione del direttivo per vari motivi con l'avvicendamento di cinque membri, la Fed potrebbe assumere un'impostazione di politica monetaria più restrittiva di quella attuale. Inoltre, sta prendendo forma la legge di riforma tributaria (si veda Focus nella sezione macro per dettagli), che come effetto ultimo sul debito sovrano potrebbe avere quello di una spinta verso l'alto sui tassi date le attese di maggiore crescita ma anche di maggior debito e deficit.

La presenza della Banca Centrale sul mercato ancora a lungo, sia per l'effetto diretto di una maggiore domanda di titoli sia per gli effetti indiretti legati alla fiducia che i mercati ripongono nell'istituto, dovrebbe essere di supporto anche nel breve periodo, seppur il rally delle ultime settimane lasci le valutazioni dei titoli piuttosto compresse. D'altra parte, sia lo scenario di crescita interna che la correlazione con il settore dei governativi USA potrebbero spingere i rendimenti verso l'alto. Sulla base di queste considerazioni modifichiamo la view tattica a Neutrale sia per i *core* (da Moderatamente Positiva) sia per i periferici (da Moderatamente Negativa). Sul lungo periodo, considerando le prospettive macro d'insieme; confermiamo la view strategica Moderatamente Negativa sui *core* e Neutrale sui periferici.

Spinte al rialzo sui tassi da scenario di crescita e correlazione con bond USA

View strategica Moderatamente Negativa sui *core* e Neutrale sui periferici, la view tattica diviene Neutrale post BCE

Obbligazioni Corporate: le criticità valutative guidano la correzione

In un contesto congiunturale che ha visto indicazioni complessivamente robuste per il ciclo di crescita europeo, la riunione della BCE del 26 ottobre ha rappresentato l'evento chiave dell'ultimo mese. Dopo un ottobre positivo, da inizio novembre la carta a spread europea sta sperimentando una fase di correzione con un allargamento degli spread, particolarmente accentuato sugli HY. I recenti movimenti evidenziano che le criticità valutative rendono l'asset class vulnerabile a repentine correzioni, anche se sia dal lato fondamentale (contesto macro favorevole, *credit quality* soddisfacente) che da quello tecnico (volume di acquisti BCE consistente) i fattori di supporto restano inalterati. In conclusione manteniamo per ora stabili le view tattiche Neutrali sia sugli IG che sugli HY. Nello stesso tempo suggeriamo di approcciare il comparto in maniera prudente, scaglionando opportunamente eventuali ingressi e selezionando attentamente gli emittenti.

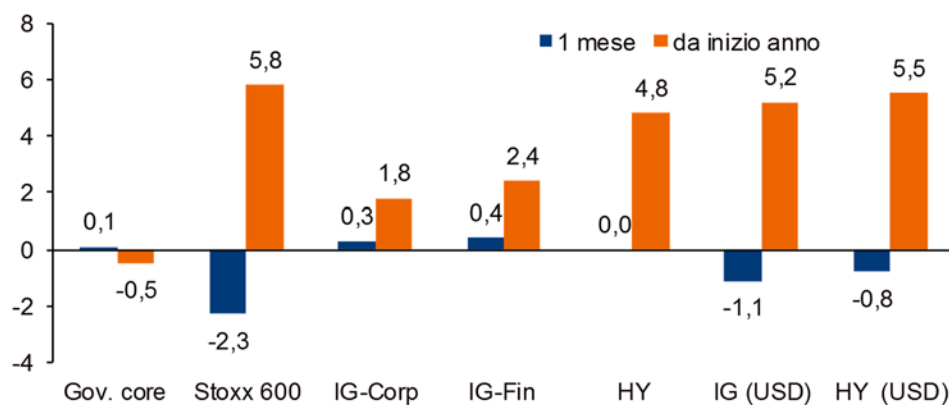
In un contesto congiunturale che ha visto indicazioni complessivamente robuste per il ciclo di crescita europeo, la riunione della BCE del 26 ottobre ha rappresentato l'evento chiave dell'ultimo mese. Francoforte ha annunciato, come atteso, la ricalibratura del QE ma, nello stesso tempo, ha confermato un orientamento molto accomodante, ribadendo che tutte le decisioni in merito alla durata e all'importo degli acquisti di titoli resteranno flessibili in modo da assicurare un notevole grado di accomodamento monetario. In termini di composizione degli acquisti tra le diverse asset class, il presidente Draghi ha chiarito che vi sarà un'ampia componente di obbligazioni societarie (*sizeable*) e, in questo senso, il meeting è stato nell'immediato accolto positivamente su tutti i mercati, credito compreso. Tra inizio ottobre e inizio novembre, a fronte di tassi sui governativi europei (sia *core* che periferici) in decisa flessione e di listini azionari che hanno rinnovato i massimi da oltre due anni, il mercato della carta spread europea ha infatti registrato una performance positiva (+1% circa), con gli spread che hanno toccato nuovi minimi da inizio anno.

Dalla prima settimana di novembre, le vendite hanno però coinvolto sia i listini azionari che i titoli governativi. Il clima di maggiore cautela ha trovato ampio riflesso sul comparto delle obbligazioni societarie europee ove si è assistito ad un ampio allargamento degli spread (si confronti il grafico nella pagina seguente). Per il credito europeo il bilancio mensile è misto mentre da inizio anno entrambi i comparti, IG e HY, sono in territorio positivo e gli HY confermano un'ampia sovraperformance rispetto ai titoli IG. La correzione, non innescata da segnali macro rilevanti o da significativi sviluppi sul fronte della politica monetaria, appare probabilmente da attribuire, sia sull'equity che sul credito, a considerazioni di natura prevalentemente valutativa. In questo senso, come risulta dal grafico che riporta la dinamica dei premi al rischio sui corporate europei, appare interessante segnalare che il recente allargamento degli spread ha interessato, in maniera molto

La riunione della BCE di fine ottobre, evento chiave dell'ultimo mese; dal fronte macro segnali ancora positivi

Da inizio novembre sale l'avversione al rischio e sui corporate, soprattutto HY, gli spread segnano un forte allargamento

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su fonte Bloomberg, dati mensili aggiornati al 15 novembre 2017

più accentuata i titoli HY; inoltre all'interno della macro-classe dei titoli speculativi i titoli con rating basso, B e CCC, sono stati particolarmente penalizzati, mentre l'area appena al di sotto dell'investment grade BB+/BB ha evidenziato una migliore tenuta relativa.

Se i recenti movimenti sembrano quindi confermare che le criticità valutative stanno rendendo l'asset class, in particolare i titoli HY, maggiormente vulnerabili a repentine correzioni, occorre d'altra parte segnalare come, sia dal lato fondamentale che da quello tecnico, i fattori di supporto restino ancora presenti. Dal giugno 2016, data di avvio del programma di acquisto di titoli corporate da parte della BCE (CSPP), gli spread sia sui titoli IG che sugli HY hanno segnato un ampio restringimento, (circa 50%) e, malgrado il recente ampliamento, i valori restano ancora compressi. A partire da aprile 2017, gli acquisti complessivi di titoli del QE sono passati da 80 a 60 miliardi mensili (-33% circa), ma nel medesimo periodo gli acquisti di obbligazioni societarie hanno invece evidenziato una riduzione del 20% circa. L'incidenza relativa degli acquisti di carta a spread è quindi cresciuta, forse anche in risposta al problema della scarsità di alcuni titoli governativi. Nell'ultima riunione la BCE ha poi chiaramente precisato che la componente di obbligazioni societarie è destinata a restare *sizeable*. In sostanza l'orientamento molto accomodante della BCE e il ruolo "importante" della carta a spread all'interno del QE costituisce una rete di sicurezza da non trascurare per l'andamento di questa asset class.

In aggiunta a ciò, la qualità del credito resta soddisfacente. Secondo il campione di Moody's, a ottobre il tasso globale di default per gli emittenti speculativi è stato pari al 2,7% (2,9% a settembre, 4,8% un anno fa). In Europa i dati più recenti segnalano un tasso di insolvenza al 2,5% (2,4% a settembre) all'interno del corridoio 2,2%-2,8% in cui tale indicatore si è mosso negli ultimi 12 mesi; le stime dell'agenzia, indicano, nello scenario centrale, un'ulteriore e ampia discesa del tasso di insolvenza, fino all'1,1% di qui a un anno. Come si può vedere dal grafico, la forbice tra lo scenario base e quello ottimistico è molto ridotta, mentre resta ampio lo scarto rispetto allo scenario pessimistico. Le previsioni favorevoli di Moody's sono basate sul fatto che nel prossimo biennio gli spread sui titoli HY restino abbastanza contenuti e che il ciclo a livello globale continui a muoversi su di un sentiero di crescita moderata.

In conclusione considerando che non vi sono dal lato dei fondamentali motivazioni importanti che possano guidare un riprezzamento, ma che nel contempo le criticità valutative rendono l'asset class vulnerabile a fasi di correzione (come sta avvenendo negli ultimi giorni), manteniamo per ora stabili le view tattiche Neutrali sia sugli IG che sugli HY. Sugeriamo di approcciare il comparto in maniera prudente, scaglionando opportunamente eventuali ingressi e selezionando attentamente gli emittenti.

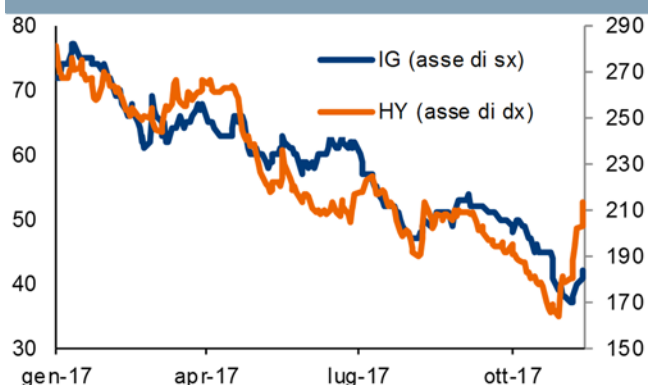
Le criticità valutative alla base della recente correzione

Gli acquisti della BCE e...

...la qualità del credito si confermano come fattori di supporto

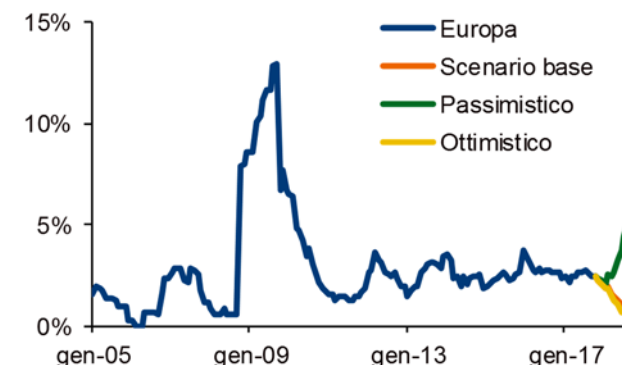
View Tattiche Neutrali su IG e HY

L'andamento degli spread sui titoli IG e HY (dati in pb)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Reuters, indici BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index, dati aggiornati al 14 novembre 2017

Il tasso di default per gli emittenti speculativi europei: valori storici e stime prospettiche nei diversi scenari



Fonte: Moody's

Aggiornamento emittenti

KPN (Moody's: Baa3/S; S&P: BBB-/P; Fitch: BBB/S)

KPN è una società di telecomunicazioni olandese con un modello di business integrato. L'Olanda rappresenta il mercato di riferimento del Gruppo (85% del fatturato consolidato, grazie ad una posizione competitiva molto forte, con *market share* rilevanti sia nel mobile che nel fisso). Gli ultimi risultati trimestrali hanno evidenziato una flessione del fatturato e dell'EBITDA, ma l'utile netto ha beneficiato di un netto calo degli oneri finanziari. Il rapporto Debito Netto/EBITDA è risultato pari al 2,6x (dal 2,8x di fine 2016). Dopo la diffusione dei dati del terzo trimestre, il management ha confermato il proprio outlook per il 2017. Alla luce del buon posizionamento competitivo, dei risultati raggiunti nella politica di controllo dei costi e della volontà di conservare un rating IG, controbilanciati da un leverage elevato e da politiche finanziarie attente agli azionisti, confermiamo per questo emittente la credit view Neutrale già assegnata.

- KPN è una società di telecomunicazioni olandese con un modello di business integrato di telefonia fissa/mobile/Internet/TV. Al 30 giugno 2017, KPN può contare su 7,9 milioni di clienti nel servizio mobile, 3 milioni nella banda larga e 2,3 nel segmento TV. L'Olanda rappresenta il mercato di riferimento del Gruppo: vi si genera oltre l'85% del fatturato consolidato, grazie ad una posizione competitiva molto forte con *market share* rilevanti sia nel mobile che nel fisso. Il titolo azionario è quotato alla borsa di Amsterdam. KPN ha una capitalizzazione di mercato di 12,5 miliardi di euro ed un peso sull'indice europeo Stoxx 600 Telecom del 3,3% (dati aggiornati al 7 novembre 2017; fonte Bloomberg). Si tratta di un operatore telefonico di media dimensione.
- A partire dal 1° gennaio 2016, KPN ha modificato la propria organizzazione che ora prevede due macro Business Unit (BU): The Netherlands e iBasis. The Netherlands è a sua volta divisa in quattro segmenti operativi: 1) Consumer (clientela privata); 2) Business (grandi aziende); 3) Wholesale (servizi all'ingrosso di rete fissa e mobile); 4) Network, Operations and IT (manutenzione del network in Olanda). iBasis è una società americana attiva nel settore della trasmissione dati e voce, acquisita da KPN alla fine del 2009. KPN ha una strategia multi-brand, che utilizza marchi diversi per ogni tipo di mercato. Per la comunicazione mobile i principali brand sono, oltre a KPN, Simyo e Telfort, mentre per Internet Telfort and XS4ALL.
- La strategia di KPN si basa su 3 pilastri essenziali: Rafforzamento, Semplificazione e Crescita. Lo scopo è permettere al Gruppo di affrontare al meglio il complesso mercato telecom europeo. Per quanto riguarda i costi, al primo progetto di un risparmio di 450 milioni di euro entro la fine del 2016 si è aggiunto nel marzo del 2016 un nuovo programma per il triennio 2017-2019: la leva del controllo dei costi resta essenziale per stabilizzare/migliorare la redditività del business.

Gruppo telefonico con un modello di business integrato; l'Olanda costituisce il mercato di riferimento (85% del fatturato)

Da inizio 2016 riorganizzazione del business

Il controllo dei costi è un punto fondamentale della strategia

Dati chiave di KPN: 3° trimestre 2017 vs 3° trimestre 2016				
Dati in milioni di euro	3° trim. 2017	3° trim. 2016	Variaz.	
Fatturato	1.605	1.718	-6,6%	
Fatturato adjusted	1.615	1.711	-5,6%	
Spese operative	1.002	1.053	-4,8%	
EBITDA	603	665	-9,3%	
EBITDA adjusted	636	662	-3,9%	
EBITDA margin adjusted (%)	39,4	38,7	+70pb	
EBIT	253	292	-13,4%	
Utile netto	132	45	193,3%	
Attivi totali	13.592	14.736	-7,8%	
Debito totale	7.290	8.040	-9,3%	
Debito netto	6.260	7.130	-12,2%	
Capex	241	265	-9,1%	
Free Cash Flow da attività continuative	261	146	78,8%	

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati KPN

- Gli ultimi risultati di KPN sono stati leggermente inferiori alle stime di consenso e hanno evidenziato che il contesto competitivo resta sfidante. Sui numeri del terzo trimestre ha pesato tra l'altro l'impatto della nuova regolamentazione sul roaming. I ricavi, al netto delle poste straordinarie (adjusted), sono risultati pari a 1,6 miliardi di euro circa, in calo del 5,6% rispetto allo stesso periodo del 2016. Le maggiori flessioni si sono registrate nei segmenti Wholesale e Business, mentre migliore tenuta ha evidenziato l'area Consumer, indirizzata alla clientela privata. In calo abbastanza marcato anche EBITDA ed EBIT, anche se escludendo l'impatto dei cambiamenti regolamentari la flessione risulta di molto inferiore. L'utile netto ha segnato un incremento di molto superiore al 100%, grazie ad un netto calo degli oneri di natura finanziaria. I flussi di cassa (Free cash Flow) sono significativamente aumentati beneficiando, in particolare, della diminuzione delle capex. Il rapporto Debito Netto/EBITDA si posiziona al 30 settembre 2017 al 2,6x, dal 2,5x del trimestre precedente e dal 2,8x di fine 2016.
- Dopo la diffusione dei dati del terzo trimestre, il management ha confermato il proprio outlook per il 2017 che prevede: 1) EBITDA adjusted in linea con il 2016 (1,8 miliardi nei primi 9 mesi del 2017, stabile rispetto allo stesso periodo del 2016); 2) Capex in area 1,15 miliardi di euro (1,19 mld nel 2016); Free Cash Flow, esclusi i dividendi di Telefonica, in crescita rispetto ai 683 mld del 2016. Nel complesso, i numeri *year-to-date* evidenziano che il Gruppo è assolutamente in linea con i target evidenziati.
- Le agenzie sono allineate nel valutare KPN in area tripla B, con Outlook Stabile, salvo S&P che assegna un Outlook Positivo. La forte posizione competitiva sul mercato olandese, sia nel comparto fisso che nel mobile, è considerata un fattore chiave nella valutazione del Gruppo, malgrado l'esistenza di forti pressioni competitive e la presenza di alcune criticità, soprattutto nel segmento Business. L'impegno più volte ribadito dal management al mantenimento di un rating IG è un altro elemento importante nell'assegnazione della valutazione creditizia e dell'outlook. D'altra parte, il Gruppo telefonico presenta una leva finanziaria non trascurabile, anche se le cessioni effettuate e l'emissione di strumenti ibridi ne hanno migliorato il quadro finanziario.
- Alla luce del buon posizionamento competitivo, dei risultati raggiunti nella politica di controllo dei costi e della volontà di conservare un rating IG, controbilanciati da un leverage elevato e da politiche finanziarie attente agli azionisti, confermiamo per questo emittente la credit view Neutrale già assegnata.

Risultati trimestrali: ricavi e margini in calo, anche per motivi regolamentari, utili in forte aumento

Outlook 2017 confermato dopo la diffusione della trimestrale, i target appaiono realistici

Rating: la valutazione delle diverse agenzie è allineata in area BBB

Credit view Neutrale confermata

Orange (Moody's: Baa1/S; S&P: BBB+/S; Fitch: BBB+/S)

Orange (nuova denominazione sociale di France Télécom dal luglio 2013) è un player di primaria importanza nel mercato globale delle telecomunicazioni. Il Gruppo, composto da un sistema articolato di società operative dipendenti dalla holding Orange SA, ha un modello di business integrato telefonia fissa/mobile/Internet/TV. Il piano aziendale "Essentiels2020" pone il controllo dei costi e gli investimenti infrastrutturali come punti chiave della strategia di medio termine. Dopo la diffusione degli ultimi risultati trimestrali, nel complesso discreti, il management ha confermato i propri target per l'esercizio 2017. Le principali agenzie di rating sono allineate nell'assegnare ad Orange una valutazione creditizia in area BBB+. In un contesto settoriale atteso stabile, Orange si inserisce come un operatore di primario standing, ben posizionato rispetto ai concorrenti sia in termini di leva che di flussi di cassa. Alla luce della situazione competitiva e dei punti di forza/debolezza di questo emittente, confermiamo la credit view Neutrale già assegnata.

- Con un fatturato consolidato 2016 di 40,9 miliardi di euro (+0,6% vs. l'esercizio 2015) ed una capitalizzazione di mercato di 38 miliardi di euro (fonte Bloomberg, dati aggiornati al 9 novembre 2017), Orange (nuova denominazione sociale di France Télécom dal luglio 2013) è un player di primaria importanza nel mercato globale delle telecomunicazioni. Il Gruppo, quotato alla Borsa di Parigi e sul listino di New York, è partecipato dallo Stato francese che detiene il 23% circa del capitale e dei diritti di voto, direttamente o indirettamente attraverso Bpifrance Participations.
- La struttura organizzativa prevede una holding, Orange SA, che controlla un sistema articolato di società operative. Orange ha un modello di business integrato: offre un'ampia gamma di servizi di telefonia fissa/mobile/Internet/TV sia alla clientela privata che alle imprese e può contare su 269 milioni di clienti (di cui 207 milioni sul comparto mobile; dati aggiornati al 3° trimestre 2017) distribuiti in tutto il mondo.
- Alla leadership sul mercato francese (*market share* del 36% nel comparto mobile e del 40% nella banda larga; stime Orange al 30.06.2017) Orange affianca quote di mercato rilevanti in altri Paesi, con il totale dei ricavi che anche nel 2016 e nei primi 9 mesi del 2017 si conferma quasi equamente diviso tra mercato domestico (44%) e altre aree geografiche (Spagna, Polonia, Belgio, Lussemburgo e altri Paesi dell'Europa Centrale, mercati emergenti dell'Africa e del Medio Oriente). Nel complesso Orange presenta un profilo di business equilibrato, una forte vocazione internazionale ed una presenza strategica in aree emergenti.
- Il piano aziendale "Essentiels2020", presentato nel marzo del 2015, prevede, da un lato, una riduzione dei costi pari a 3 miliardi di euro entro la fine del 2018 (di cui circa 1,7 miliardi già realizzati nel biennio 2015-2016) e, dall'altro, 15 miliardi di euro di investimenti tra il 2015 e il 2018 (di cui circa un terzo nella fibra ottica), distribuiti sia sul mercato domestico che nei principali Paesi di riferimento.
- Per quanto riguarda i risultati, Orange diffonde su base trimestrale solo alcuni dati chiave. Il Gruppo ha chiuso il terzo trimestre 2017 con una performance discreta. Malgrado l'impatto sfavorevole della nuova regolamentazione sul *roaming*, il fatturato consolidato ha infatti registrato un incremento dello 0,5% facendo riferimento ai dati comparabili depurati da tassi di cambio, variazioni nel perimetro di consolidamento e nei principi contabili. Sul mercato francese il trimestre ha visto ricavi *flat* (+0,2%), mentre maggiore dinamicità hanno evidenziato Spagna ed Europa Centrale. In crescita anche l'EBITDA adjusted, sia su base storica (+0,7%) che facendo riferimento ai dati su base comparabile (+2,1%, in linea con il +2,2% del primo semestre dell'anno). A livello di margini, il terzo trimestre evidenzia un leggero miglioramento rispetto ai dati del medesimo periodo del 2016.

Operatore di primario standing nel mercato delle telecomunicazioni

Modello di business integrato, con ampia base di clienti

Leadership sul mercato francese, forte diversificazione geografica

Taglio dei costi ed investimenti infrastrutturali i punti chiave del piano strategico "Essentiels2020"

Risultati trimestrali

- Dopo la diffusione dei risultati trimestrali il management ha confermato i propri target per l'esercizio 2017. L'EBITDA rettificato è atteso più elevato di quello del 2016, supportato dal proseguimento della politica commerciale, dal programma di investimenti e dal controllo dei costi. Nei primi 9 mesi dell'esercizio l'EBITDA è risultato in crescita del 2,2% rispetto al medesimo periodo del 2016. Il Gruppo ha inoltre ribadito che intende mantenere un target per il rapporto Debito netto/EBITDA in area 2x, al fine di assicurare ad Orange solidità finanziaria e capacità di investimento. Al 30 giugno il leverage era pari a 1,9x. Nel 2017 verrà distribuito un dividendo di 0,65 euro per azione (0,60 euro nel 2016).
- Le società di rating sono allineate nell'assegnare a Orange un rating a lungo termine di BBB+ (corrispondente al Baa1 di Moody's). Anche sulle prospettive la valutazione delle agenzie è uniforme, con Outlook Stabili da parte di Moody's, Standard & Poor's e Fitch.
- A livello settoriale le prospettive per il 2018, secondo Moody's, risultano stabili sia in Europa che nel Medio Oriente ed in Africa. In un recente rapporto, sempre Moody's ha chiarito che l'anno prossimo la crescita media dei ricavi nel comparto telecom europeo è attesa nella forchetta 1%-2%, leggermente al di sotto delle previsioni di qualche mese fa. Malgrado il miglioramento del contesto macroeconomico, le pressioni competitive restano infatti molto intense.
- In tale contesto settoriale, Orange si inserisce come un operatore di primario standing, sia dal lato delle economie di scala (fatturato superiore ai 40 miliardi di euro annui e *customer base* di quasi 270 milioni di clienti distribuiti in tutto il mondo) che del modello di business e degli investimenti infrastrutturali. Rispetto alle aziende europee dimensionalmente confrontabili e con il medesimo rating - Deutsche Telekom, British Telecommunications e Vodafone - Orange appare ben posizionata grazie ad un leverage contenuto e a buone prospettive in termini di stabilità dei flussi di cassa, dato che molte capex sono già state effettuate. La flessibilità finanziaria appare ampia grazie ad una politica finanziaria conservativa, a robuste disponibilità di liquidità e alla presenza di fonti esterne di finanziamento stabili (linee di credito *committed*). Alla luce della situazione competitiva e dei punti di forza/debolezza di questo emittente, confermiamo la credit view Neutrale già assegnata.

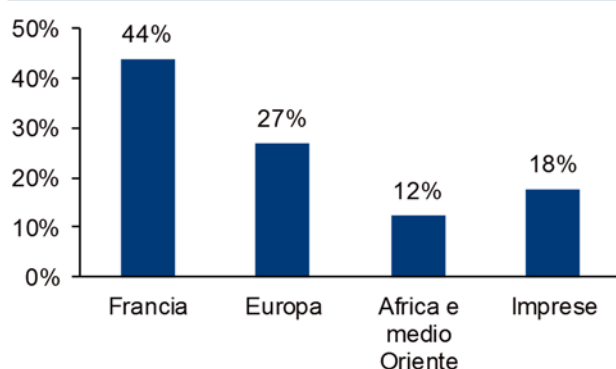
Confermato l'outlook 2017, con un EBITDA in crescita ed una leva finanziaria in area 2x.

Valutazioni allineate in area BBB+ da parte delle principali agenzie

Le prospettive settoriali

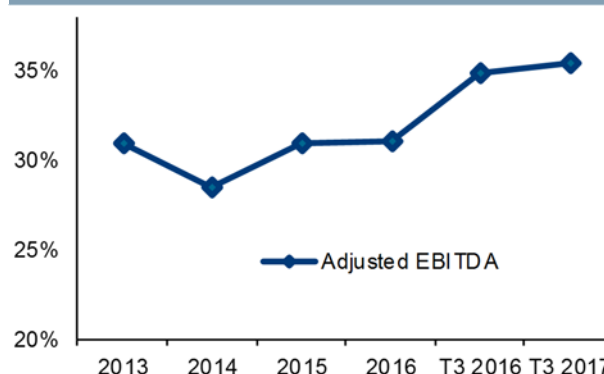
Credit view Neutrale confermata

Orange: fatturato per macroarea geografica nei primi 9 mesi del 2017



Fonte: Orange

L'andamento dell'EBITDA adjusted (dati in %)*



Nota: (*) L'EBITDA adjusted esclude poste di natura transitoria legate ad esempio a costi legali e spese di ristrutturazione. Fonte: Orange

Obbligazioni Paesi emergenti: probabile trading range fino a fine anno

Nell'ultimo mese le performance dei titoli emessi dai Paesi emergenti sono state marginalmente negative sia per il debito emesso in valuta locale che per quello in dollari, sostanzialmente nullo per quello emesso in euro. Nel complesso, dopo il rally registrato nella prima parte dell'anno, il periodo autunnale pare caratterizzato da prese di profitto e da una fase che può essere definita laterale sui principali indici dei titoli di stato emessi dai Paesi emergenti. Questo andamento potrebbe proseguire anche nei prossimi mesi, con i fondamentali interni dell'area che appaiono in ulteriore miglioramento. I rischi restano prevalentemente di carattere esogeno, legati all'andamento delle prospettive di politica monetaria delle principali economie avanzate e, per quanto riguarda l'area più influenzata dal dollaro, anche dall'andamento della riforma tributaria in USA e dai suoi riflessi in termini di scenario e di effetti sui tassi dei bond statunitensi. Confermiamo la view strategica e tattica Neutrale per il debito in *hard currency*, così come resta Moderatamente Negativa la view tattica sul debito emesso in valuta locale.

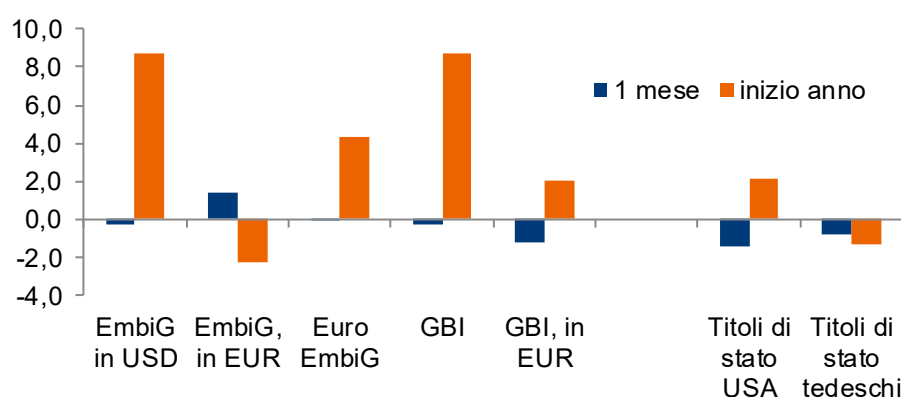
Dopo il rally che ha caratterizzato la prima parte dell'anno, i mesi autunnali hanno messo il freno alle performance del debito emesso dai Paesi emergenti, in un contesto caratterizzato da poche novità sul fronte dello scenario macroeconomico e dalle decisioni delle Banche centrali, con la Fed che ha avviato la nuova fase di restrizione monetaria riducendo il bilancio e la BCE che per converso ha allungato, seppur dimezzando l'ammontare, il programma di acquisto titoli di nove mesi, fino al settembre 2018 o oltre.

Partendo dalla performance dell'ultimo mese, gli indici dei titoli di stato emessi dai Paesi emergenti hanno messo a segno una performance negativa (-1,2%) per i bond emessi in dollari dovuta a un allargamento del premio per il rischio (+12pb) unita al ritorno negativo dei titoli di riferimento statunitensi (-0,5%). Il ritorno totale diviene marginalmente positivo una volta convertito in euro (+0,2%) sulla scia del rafforzamento del dollaro nei confronti della valuta unica nonostante il recupero dell'euro nelle ultime sedute. Performance sostanzialmente nulla per le emissioni in euro sulla scia di una variazione minima sia dello spread sia delle valutazioni dei bund, titoli di riferimento per le emissioni in euro. Andamento molto simile anche per le emissioni in valuta locale, al netto del rischio di cambio il ritorno totale risulta pari a -0,8% dovuto a un rialzo in media dei tassi in *local currency* che sembrerebbe condizionato più che altro alla correlazione con i Treasury che ha motivazioni endogene. La performance in questo caso si appesantisce ulteriormente (-2,1%) una volta convertita in euro. Questo risultato è la conseguenza dell'ampio deprezzamento nei confronti della valuta unica delle divise di alcuni paesi che hanno un peso rilevante nell'indice, come il rand sudafricano (-7,2% contro euro a un mese) e il real brasiliano (-3,4% a un mese contro euro).

I fondamentali del settore restano positivi...

...ma sulle performance pesano fattori esogeni e correzioni fisiologiche

Performance dei principali indici relativi ai Paesi emergenti

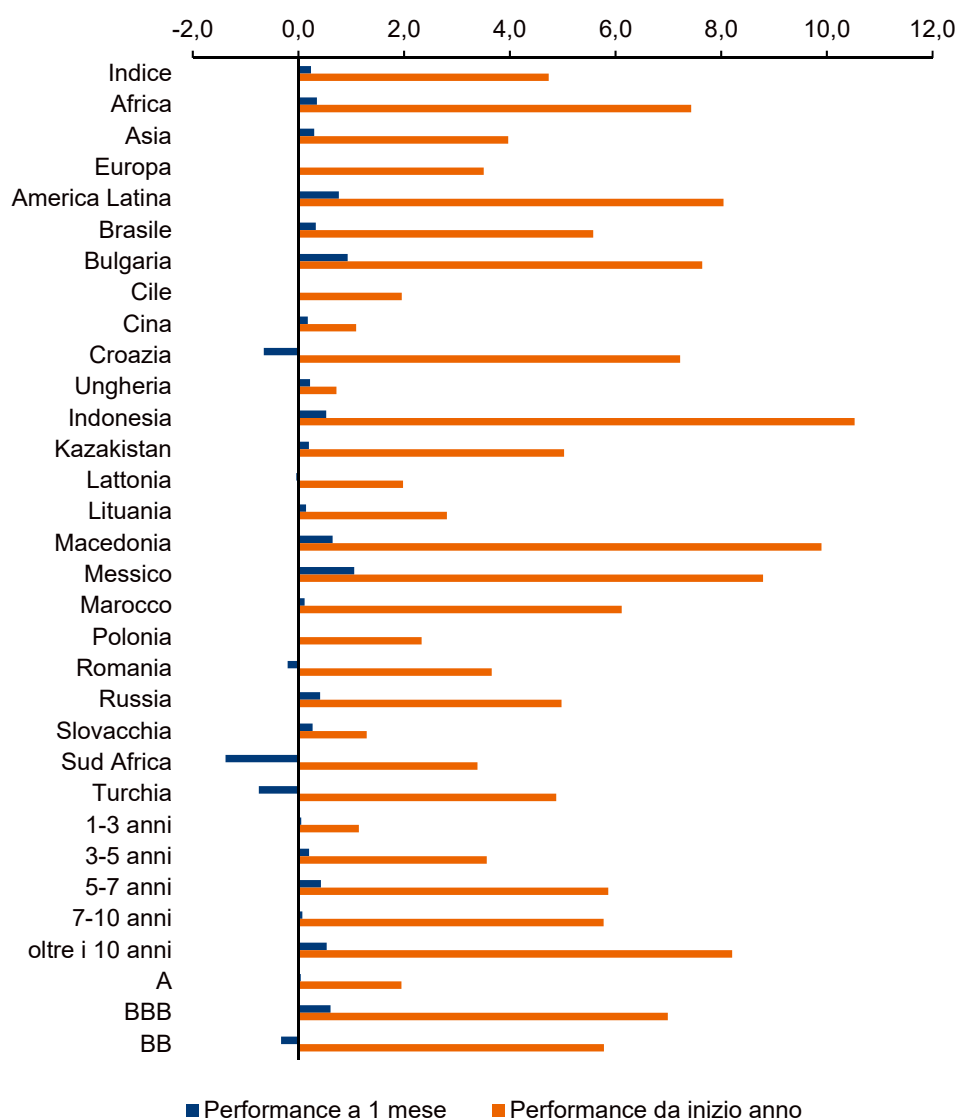


Fonte: Bloomberg

Confermiamo la view strategica Neutrale sia per le emissioni in dollari che per quelle in euro, senza una predilezione specifica in termini di aree geografiche. Passando a un orizzonte di più breve periodo, riteniamo che entro la fine dell'anno la fase di transizione delle politiche monetarie delle economie avanzate e i passi in avanti in termini di riforma tributaria in USA possano contribuire a una fase laterale sul settore. 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.

Si conferma la view strategica Neutrale

Performance dei titoli emessi in euro inclusi nell'indice Euro Embi Global, per aree geografiche, paesi, durata e rating.



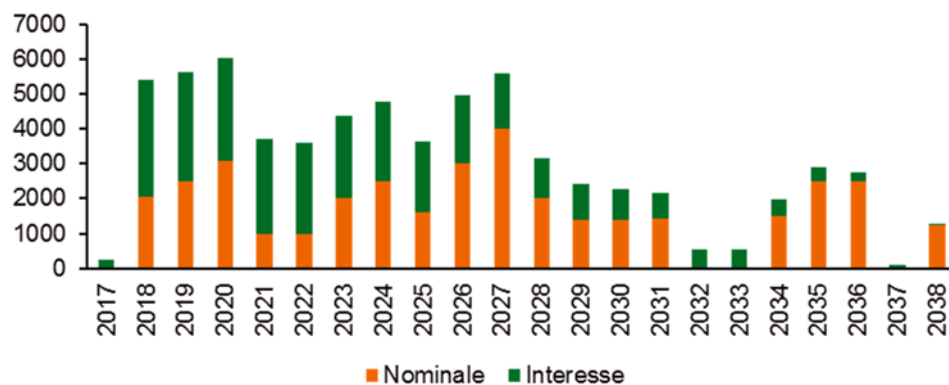
Fonte: Bloomberg

Venezuela: verso la ristrutturazione del debito

Giovedì 2 novembre, il presidente Nicolas Maduro ha dichiarato che il Venezuela tenterà di ristrutturare il suo debito complessivo dopo che la controllata statale PDVSA avrà effettuato un ultimo pagamento di 1,1 miliardi di dollari in scadenza a inizio novembre. Come avverrà la ristrutturazione del debito non è al momento per nulla chiaro. Le parole del Presidente sono state "Decreto un rifinanziamento e una ristrutturazione del debito estero e di tutti i pagamenti del Venezuela. Stiamo per affrontare una riforma totale per trovare un equilibrio e per coprire tutte le necessità e gli investimenti del Paese". Tali parole lascerebbero pensare a una sorta di ristrutturazione volontaria, ossia non di default in senso stretto (che implicherebbe un'immediata sospensione dei pagamenti e la dichiarazione di insolvenza). L'opzione più probabile potrebbe essere una ristrutturazione su base volontaria, simile a quella avvenuta per il debito greco e già sperimentata, su scala molto ridotta, anche nel paese latinoamericano tre anni fa per la ristrutturazione di alcuni bond della Compagnia Petrolifera Statale PDVSA. Presumibilmente la ristrutturazione potrebbe basarsi su due opzioni anche combinabili tra loro, ossia il taglio delle cedole e l'allungamento delle scadenze. Una volta formulata l'offerta, dovrebbe esserci un arco temporale per verificare le percentuali di adesioni volontarie, che potrebbero portare a sorti diverse per diverse tipologie di bond, in base alla formulazione delle clausole e della legislazione a cui sono sottoposti. Tecnicamente infatti i bond, sia quelli governativi che quelli di PDVSA soggetti alle CAC (Clausole di Azione Collettiva) hanno bisogno di una maggioranza (in alcuni casi decisamente ampia, che può raggiungere anche il 100%) per poter essere ristrutturati integralmente da parte dell'emittente. La reazione delle principali agenzie di rating è stata immediata. Fitch ha tagliato il rating a lungo termine del Venezuela da CC a C mentre S&P ha tagliato il giudizio sul Paese da CCC- a CC. Moody's invece ha rilasciato un comunicato in cui si legge che se ci sarà una ristrutturazione le perdite potrebbero essere "significative". Il mercato obbligazionario ha accolto la notizia con un'ampia discesa in termini di prezzi dei titoli. Il 13 novembre hanno preso il via, almeno ufficialmente, i negoziati tra Tareck El Aissami, vicepresidente del paese e incaricato della trattativa, e i creditori "per mettere in campo insieme meccanismi che garantiscano la tenuta degli impegni sovrani in un quadro di rinegoziazione del debito". Tuttavia al tavolo non siedono le banche USA: (la Casa Bianca ha vietato alle proprie istituzioni finanziarie di partecipare a negoziati di questo genere e accusa lo stesso El Aissami per questioni legate a ipotizzati legami con il narcotraffico). Il primo incontro si è chiuso con un nulla di fatto e il Venezuela non ha pagato cedole in scadenza per 200 milioni di dollari dopo il termine di 30 giorni di "periodo di grazia" su due obbligazioni 2019 e 2024. Le agenzie di rating S&P e Fitch hanno annunciato "default selettivo" per il mancato rimborso. La strategia del Venezuela con questo mancato pagamento, dalla cifra piuttosto esigua, potrebbe essere quella di portare di nuovo i creditori sul tavolo delle trattative paventando un default vero e proprio. La visibilità sui passi futuri è al momento scarsa data anche la critica situazione economica del paese.

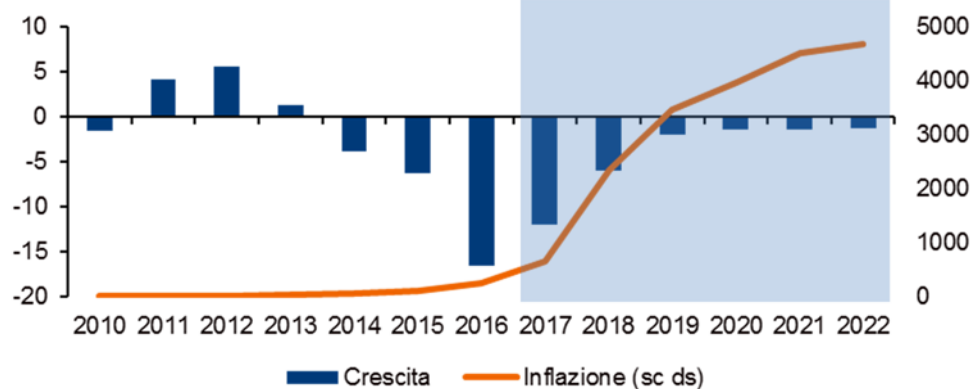
Le riserve in valuta estera sono ai minimi da 15 anni, intorno ai 10 miliardi di dollari e il paese è in recessione e soprattutto in uno stato di iperinflazione che rende difficile reperire anche i beni di primaria necessità. Il Venezuela ha in scadenza ancora cedole o titoli per 1,6 miliardi di dollari entro la fine del 2017 e circa 9 miliardi di dollari nel 2018.

Venezuela: distribuzione delle scadenze del debito in valuta estera



Note: ammontare di nominale e di cedole in scadenza, in milioni di dollari USA. Fonte: Bloomberg

Venezuela: crescita e inflazione



Note: World Economic Outlook ottobre 2017. Previsioni FMI nell'area ombreggiata. Fonte: FMI

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 2014 per approfondire la metodologia utilizzata. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo ed Eurizon Capital su dati Bloomberg. Giudizi aggiornati al 12.10.2017

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

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

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

Glossario

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

I rating delle agenzie a confronto		
	S&P e Fitch	Moody's
Investment grade	AAA	Aaa
	AA+	Aa1
	AA	Aa2
	AA-	Aa3
	A+	A1
	A	A2
	A-	A3
	BBB+	Baa1
	BBB	Baa2
	BBB-	Baa3
	Speculative grade (o high yield)	BB+
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 11.10.2017.

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 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.

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.

L'analisi degli emittenti della presente pubblicazione si basa sui rating delle principali agenzie (Fitch, Moody's e Standard&Poor's), sui dati ufficiali pubblicati dalla Società nelle proprie relazioni periodiche (trimestrali, semestrali e annuali), sulle notizie disponibili attraverso le fonti di stampa e gli strumenti informativi (Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream), sulle previsioni macroeconomiche realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e sulla valutazione delle prospettive del merito di credito degli emittenti, anche sulla base delle informazioni estrapolabili dalle quotazioni di mercato dei titoli (dinamica del rendimento e del premio al rischio misurato come Asset Swap Spread) e dal costo della protezione dal rischio di insolvenza (CDS sull'emittente).

Dati societari e stime di consenso

I commenti sui dati societari vengono elaborati sulla base dei report pubblicati periodicamente dalle agenzie sui singoli emittenti o sui settori, delle notizie e dati societari disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream. Le stime di consenso relative alle previsioni sulle crescite dei dati societari (utili, dividendi, prezzo di libro) vengono desunte dal provider FactSet e rielaborate e commentate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo.

Definizioni delle raccomandazioni sull'emittente

La ricerca *retail* credito presenta dei giudizi la cui interpretazione sintetica è riportata nella tabella seguente. L'attribuzione del giudizio si basa sull'analisi fondamentale elaborata a partire dai dati di bilancio e dai dati ufficiali (presentazioni, comunicati stampa) dell'emittente.

Raccomandazioni emittente	
Giudizio	Interpretazione
Positiva	Miglioramento dei fondamentali in un orizzonte temporale di 12 mesi.
Moderatamente Positiva	Moderato miglioramento dei fondamentali in un orizzonte temporale di 12 mesi.
Neutrale	Andamento sostanzialmente stabile dei fondamentali in un orizzonte temporale di 12 mesi.
Moderatamente Negativa	Moderato peggioramento dei fondamentali o scarsa visibilità in un orizzonte temporale di 12 mesi.
Negativa	Peggioramento dei fondamentali o scarsa visibilità in un orizzonte temporale di 12 mesi.
Sospesa	La credit view sull'emittente è stata sospesa poiché sulla base dei dati fondamentali non ci sono elementi sufficienti per determinare una view. La credit view precedente, se espressa, non è più valida.
Non assegnata	L'emittente è o potrebbe essere oggetto di copertura da parte della Direzione Studi e Ricerche ma non viene assegnata una credit view, o volontariamente o in applicazione delle normative e/o politiche aziendali previste (ad esempio, nel caso in cui il Gruppo Intesa Sanpaolo svolga il ruolo di Advisor in una fusione o transazione strategica o di Lead Manager o Bookrunner in un'operazione di cui l'emittente è oggetto).

Nel caso di eventi di rilievo, potenzialmente in grado di determinare una modifica della credit view, viene segnalato che la stessa è in revisione. Tale aggiornamento non implica necessariamente una modifica della credit view.

Storia delle raccomandazioni (12 mesi)		
Emittente	Raccomandazione	Data di assegnazione/conferma raccomandazione
KPN	Neutrale	16/11/2017
KPN	Neutrale	16/11/2016
Orange	Neutrale	16/11/2017
Orange	Neutrale	30/11/2016

Distribuzione dei rating/rapporti bancari (settembre 2017)

Numero di società coperte: 8	POSITIVO	MODERATAMENTE		NEGATIVO
		POSITIVO	NEUTRALE	
Distribuz. Copertura Desk Retail con riferimento all'ultima raccomandazione	0%	0%	100%	0%
Clienti Intesa Sanpaolo *	0%	0%	37,5%	0%

Nota: * Società alle quali Intesa Sanpaolo o altre società del Gruppo hanno fornito servizi di Corporate e Investment Banking negli ultimi 12 mesi; in questo caso la percentuale indica quante società (sulle quali il Desk Retail Research ha un giudizio) sono anche clienti del Gruppo.

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/chisiamo/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.

Inoltre, si riportano di seguito le seguenti informazioni sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- Una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo hanno erogato finanziamenti significativi a favore di KONINKLIJKE PHILIPS NV e del suo gruppo di appartenenza.
- Una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono emittenti di strumenti finanziari collegati a ORANGE.

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:

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

Altre indicazioni

- Né gli analisti né qualsiasi altra persona strettamente legata agli analisti hanno interessi finanziari nei titoli delle Società citate nel documento.
- 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.
- Tre degli analisti citati nel documento (Paolo Guida, Fulvia Rizzo e Serena Marchesi) sono soci AIAF.
- Gli analisti citati nel documento non ricevono bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

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

opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi

Fulvia Risso

Cecilia Barazzetta

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi, Monica Bosi, Maria Giovanna Cerini