

## Quadro macroeconomico e titoli di stato

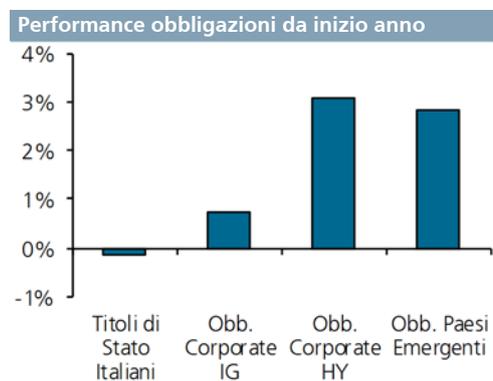
Negli Stati Uniti, in un contesto che vede ancora un elevato grado di incertezza sul fronte della politica fiscale, i dati confermano che la crescita è robusta, nonostante l'inflazione faticosi a riportarsi verso il target. La Fed prosegue nel suo processo di normalizzazione della politica monetaria, alzando ancora i tassi e dando indicazioni piuttosto chiare sulla politica di riduzione del bilancio. Nell'area euro, l'aggiornamento dello scenario da parte della BCE vede una crescita più robusta, supportata dai dati reali, e un'inflazione più debole. Anche se il profilo di rischio per l'economica migliora, rimangono deboli le prospettive per l'inflazione, soprattutto la misura *core*. La BCE assicura ancora un ampio grado di stimolo a supporto del ciclo e della dinamica dei prezzi. Con la prima fase delle tornate elettorali europee alle spalle senza che abbia portato sorprese il focus per i titoli di stato è tornato sulle Banche centrali, Fed e BCE hanno avuto in comune il tratto di optare per una strategia di comunicazione molto chiara che dovrebbe comprimere ulteriormente la volatilità. La view resta Neutrale per il settore nel suo complesso.

## Obbligazioni Corporate

L'ultimo mese si chiude con una performance moderatamente positiva (in area +0,4-0,5%), con premi al rischio pressoché stabili sugli IG e in ulteriore flessione (-5%) sugli HY. Da inizio 2017 i corporate bond hanno proseguito il trend di fine 2016 e la ricerca di rendimento ha indotto gli investitori a privilegiare i titoli HY. Nel complesso, rispetto al mese scorso riteniamo che il quadro d'insieme non abbia subito modifiche così rilevanti da giustificare una revisione delle view in essere. Sugli HY – supportati da un quadro macro positivo, da tassi di insolvenza contenuti e da una discreta propensione al rischio – la view tattica resta Moderatamente Positiva, mentre quella strategica Neutrale, a fronte di indubbe criticità valutative. Sugli IG la view tattica si conferma Neutrale e quella strategica Moderatamente Negativa: anche se l'ultima riunione della BCE potrebbe aver reso meno critico l'andamento prospettico dei tassi, resta vero che l'orientamento della Fed va verso una normalizzazione monetaria. Inoltre, in una logica di ricerca di extra-rendimento gli investitori continuano a preferire gli attivi più remunerativi.

## Obbligazioni Paesi Emergenti

Nell'ultimo mese le performance dei titoli emessi dai Paesi emergenti sono state sostanzialmente piatte sia per il debito emesso in valuta locale che per quello in *hard currency*. Se sullo sfondo restano l'incertezza sulla politica USA: le riforme promesse da Trump sembrano sempre più lontane, con un effetto combinato che appare neutrale per le economie emergenti, che restano supportate dallo scenario interno.



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

Tassi e Obbligazioni		
	19.06.2017	Var. 1M
Tasso Refi BCE (%)	0,00	0,00
Tasso Fed funds (%)	1,25	0,25
Rendimento BTP 2 anni (%)	-0,20	0,04
Rendimento BTP 10 anni (%)	1,95	-0,19
Spread Corp IG (pb)*	62	1
Crossover (pb)	238	-10
Spread Emergenti (pb)	168	5
Performance totali (Total return, %)		
Performance titoli di Stato		0,78
Performance Corporate IG		0,40
Performance Corporate HY		0,68
Performance Emergenti		0,64

Fonte: Nota: HY= High Yield; IG = Investment Grade, in euro; (\*) dati alla chiusura del 19.06.2017. Fonte: JP Morgan Euro EMBI, Global BofA-ML Euro Corporate Index, Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

19 giugno 2017  
16:08 CET

Data e ora di produzione

19 giugno 2017  
16:18 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: al via la normalizzazione del bilancio entro fine anno

In un contesto che vede ancora un elevato grado di incertezza riguardo i prossimi sviluppi sul fronte della politica fiscale, i dati confermano che il rallentamento del 1° trimestre è stato transitorio e che la crescita è robusta, nonostante l'inflazione faticosi a riportarsi verso il target. La Fed prosegue nel suo processo di normalizzazione della politica monetaria, alzando ancora i tassi e dando indicazioni piuttosto chiare sulla politica di riduzione del bilancio.

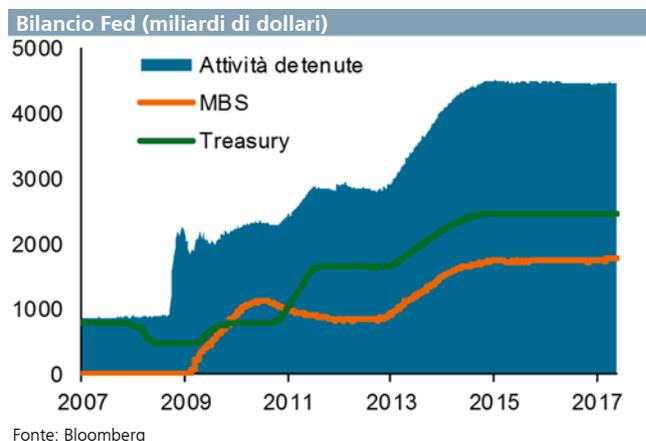
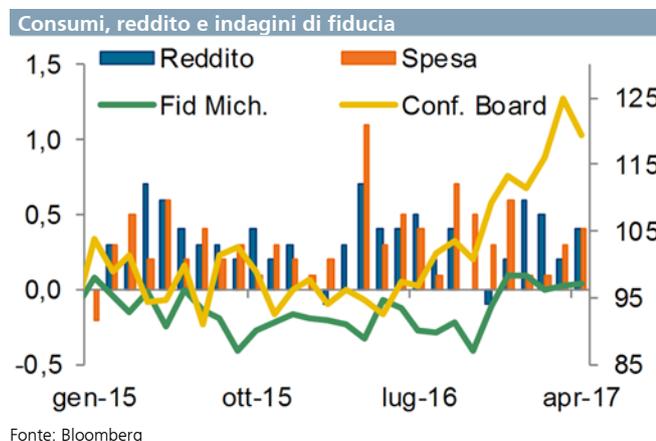
In un contesto che vede ancora un elevato grado di incertezza riguardo i prossimi sviluppi sul fronte della politica fiscale, i dati macro consegnano segnali positivi, a partire dalla revisione al rialzo per la stima finale del PIL nel 1° trimestre, salita da 0,9% a 1,2% trimestrale annualizzato. A sostenere il recupero sono principalmente le voci di domanda interna con una maggiorazione dei consumi e una forte accelerazione degli investimenti non residenziali. Negativo il contributo delle scorte, mentre è trascurabile l'apporto delle esportazioni nette. Nel complesso, il dato riscatta il valore particolarmente basso della stima preliminare ma lascia comunque il PIL in decelerazione.

Sono positive però le prospettive, con attese di una riaccelerazione della crescita anche alla luce degli elevati livelli raggiunti dalle indagini di fiducia. Pur al margine di qualche fisiologico aggiustamento, si confermano su livelli storicamente elevati i sondaggi ISM condotti presso le imprese in maggio, così come gli indici di fiducia per i consumatori. Particolarmente robusta la lettura delle statistiche mensili, che in aprile vedono accelerazioni significative per consumi e reddito personali. Segnali incoraggianti infine emergono anche dal mercato del lavoro: nonostante un fisiologico rallentamento rispetto ai record degli ultimi trimestri, il numero di nuovi occupati in maggio è elevato e si accompagna a un nuovo calo del tasso di disoccupazione, ormai sui minimi da maggio 2001. Unico neo in un quadro positivo rimane il dato sui salari, che esprimono ancora una dinamica debole, con tassi di crescita modesti, che spiega i progressi ancora lenti sul fronte dei prezzi. Rallentano infatti in maggio tutte le misure d'inflazione, con il CPI *headline* che passa dal 2,2% precedente all'1,9% a/a e quello *core* che passa dall'1,9% all'1,7% a/a in maggio.

In linea con queste indicazioni, la riunione della Fed di ieri si è conclusa con l'atteso rialzo dei tassi di 25pb – ora i Fed Fund rate sono tra l'1% e l'1,25% – un messaggio di fiducia sul fronte della crescita, seppur più cauto in relazione all'inflazione, e una minore dispersione di vedute all'interno del Comitato sul sentiero futuro dei tassi, che prevede un altro rialzo nel 2017. Inoltre, la Fed ha scelto di dare con ampio anticipo indicazioni piuttosto chiare circa la politica di riduzione del bilancio, con una data di avvio dipendente dai dati ma non lontana (entro fine anno) e una scaletta di riduzione predefinita. Manca solo il punto di arrivo del bilancio, che comunque sarà superiore ai livelli pre-crisi (ossia in area 800 miliardi di dollari).

**Segnali robusti dalla domanda interna**

**Correggono ma rimangono su livelli elevati le indagini di fiducia e gli occupati**



## Zona euro: la BCE rivede il bilancio dei rischi per il PIL ma non per l'inflazione

L'aggiornamento dello scenario da parte della BCE vede una crescita più robusta, supportata dai dati reali, e un'inflazione più debole. Anche se il profilo di rischi per l'economica migliora, rimangono deboli le prospettive per l'inflazione, soprattutto la misura *core*. La BCE assicura ancora un ampio grado di stimolo a supporto del ciclo e della dinamica dei prezzi.

I dati più recenti segnalano un rafforzamento della ripresa, a partire dalla stima finale per il PIL del 1° trimestre, che vede una revisione al rialzo da 0,5% a 0,6% t/t, sostenuta da consumi e investimenti. La forza della domanda interna trova riscontro anche nelle indagini di fiducia, e in particolare nei PMI, che in maggio sono saliti sui massimi da 6 mesi. Le prospettive appaiono quelle di una prosecuzione della ripresa, sostenuta anche da segnali positivi dalla produzione industriale, che torna a crescere per zona euro, Germania e Francia nel 2° trimestre. I progressi si traducono in una serie di aggiustamenti sullo scenario della BCE con revisioni al rialzo delle stime di crescita. Gli aggiustamenti riguardano sia il 2017 che il 2018 (si veda tabella) e si associano a una revisione del profilo di rischi sullo scenario, passati da "verso il basso" a "sostanzialmente bilanciati".

Di segno opposto sono le modifiche sul fronte dell'inflazione, come confermano anche i dati di maggio che registrano un'ampia correzione del CPI *headline*, tornato all'1,4% a/a dall'1,9% di aprile per effetto del calo nel prezzo del greggio. Particolarmente debole è la dinamica dell'indice *core*, che in maggio rallenta allo 0,9% a/a, tornando sulla media degli ultimi tre anni e mezzo. Ne consegue una revisione al ribasso nelle previsioni BCE (cfr. tabella), che si spiega alla luce dell'inerzia salariale e dell'eccesso di offerta sul mercato del lavoro. A tal riguardo, la disoccupazione nella zona euro ha segnato una nuova flessione in aprile al 9,3%, minimo dal 2009, e il numero di occupati nel 1° trimestre ha raggiunto il nuovo massimo storico da quando è nata l'Unione. I dati record sull'occupazione mascherano però un ancora elevato livello di risorse inutilizzate, nella forma di lavoratori sotto-occupati o scoraggiati, che spiegano la deludente dinamica dei salari.

Il quadro di riferimento per l'economia giustifica dunque un approccio ancora estremamente cauto per la BCE: la revisione della *forward guidance* ha riguardato la rimozione della formula di "tassi più bassi rispetto ai livelli attuali", che Draghi giustifica alla luce dei diminuiti rischi di deflazione. Rimane però ancora estremamente accomodante l'orientamento della Banca Centrale che, garantendo un forte grado di stimolo, si impegna a supportare la ripresa economica e lo scenario d'inflazione. Confermata anche la sequenza di uscita dallo stimolo, che prevede che i tassi rimangano fermi sugli attuali livelli ben oltre la conclusione del QE. Ancora premature pertanto appaiono le discussioni riguardo la normalizzazione del bilancio e la conclusione del programma di acquisti, che diverranno più impellenti nell'ultima parte dell'anno.

**Positive la revisione della crescita sul 1° trimestre e le prospettive per il 2° trimestre**

**Riviste al ribasso le stime d'inflazione**

**La BCE cambia la *forward guidance* ma la retorica è ancora molto accomodante**

Stime macroeconomiche della BCE, variazione tra marzo e giugno 2017								
%	2016	Var.	2017	Var.	2018	Var.	2019	Var.
<b>PIL</b>	1,7		1,9	0,1	1,8	0,1	1,7	
Consumi	1,9		1,5	0,1	1,6	0,2	1,4	
Spesa Pubbl.	1,8	-0,2	1,2	0,1	1,2	0,2	1,1	
Investimenti	3,6	0,9	3,7	0,9	3,4	0,2	3	0,2
Esportazioni	4,0	0,5	4,8	0,5	4,1	0,2	4,1	0,1
<b>Inflazione</b>	0,2		1,5	-0,2	1,3	-0,3	1,6	-0,1
<b>Inflazione Core</b>	0,9		1,1		1,4	-0,1	1,7	-0,1
Disoccupazione	10,0		9,4		8,8	-0,1	8,3	-0,1

Fonte: BCE



Fonte: Bloomberg

## Titoli di stato: mercati e Banche centrali

Nell'ultimo mese la performance per il settore dei governativi europei è stata complessivamente positiva, con flussi in acquisto in particolare sui periferici e sul segmento lungo ed extra-lungo della curva delle scadenze. Con la prima fase delle tornate elettorali europee alle spalle senza che abbia portato sorprese il focus è tornato sulle Banche centrali. Fed e BCE hanno avuto in comune il tratto di optare per una strategia di comunicazione molto chiara che dovrebbe contenere ulteriormente la volatilità. Se negli USA l'avvio entro fine anno della politica di normalizzazione del bilancio potrebbe pesare, seppur gradualmente, sui Treasury, in Europa le parole molto accomodanti di Draghi dovrebbero dare ancora supporto al settore, soprattutto per il comparto dei periferici.

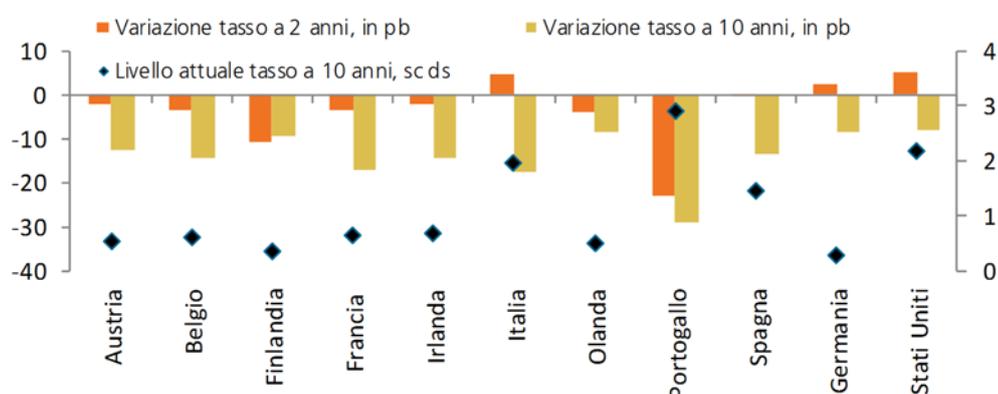
La performance dell'ultimo mese per i titoli di stato emessi dai principali paesi dell'area euro è stata decisamente positiva con la ricerca di extra-rendimento che si muove su due assi: da una parte favorendo i bond periferici rispetto ai *core* e dall'altra correndo lungo la curva delle scadenze per prediligere i titoli a lungo e lunghissimo termine. In termini geografici si passa così da un ritorno totale inferiore all'1% per la Germania a una performance di oltre il 3% messa a segno dai titoli portoghesi. Si registra una battuta d'arresto invece per la Grecia, con Atene che a inizio maggio aveva beneficiato dello sblocco della nuova *tranche* di aiuti necessari al paese per le esigenze di cassa, soprattutto in previsione della restituzione di circa 7,3 miliardi di euro di prestiti a scadenza in estate.

Il settore del debito pubblico sta beneficiando di una minore incertezza sul fronte dello scenario macroeconomico e politico con l'eliminazione di una serie di rischi di coda che preoccupavano parecchio i mercati. La tornata di elezioni europee in agenda prima dell'estate è passata senza sorprese negative, con i leader più populistici e anti euro che sono stati sostanzialmente sconfitti sia in Olanda che in Francia. Ora l'attesa si sposta sull'autunno, quando sono in agenda le elezioni legislative in Germania, da cui tuttavia dovrebbe emergere una compagine di Governo sostanzialmente uguale a quella attuale, mentre per l'Italia si dovrà attendere la prossima primavera molto probabilmente. Lo stretto legame tra spread e tensioni politiche è risultato evidente proprio nell'ultimo mese sul mercato domestico, quando l'apertura alla possibilità di definire una nuova legge elettorale e tornare al voto in autunno ha fatto registrare un significativo aumento dello spread tra BTP e Bund sulla scadenza decennale, superando i 200pb in un paio di sedute a inizio giugno, ai massimi dell'ultimo mese e mezzo.

Performance positive, la ricerca di extra-rendimento supporta i periferici e le scadenze lunghe

Diminuisce la percezione del rischio politico, appuntamento in autunno

Variazioni dei rendimenti dei principali Paesi dell'area euro e degli Stati Uniti nel corso dell'ultimo mese (dal 19.05.2017)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Con il tema del rischio politico passato almeno per il momento in secondo piano, il focus anche per il mercato dei governativi è tornato sulla stringa di dati macroeconomici e soprattutto sulle future mosse delle Banche centrali. In questo senso la tornata di riunioni di inizio giugno sembrerebbe aver offerto un miglioramento nel grado di visibilità circa le prossime mosse in tema di politica monetaria. Proprio la maggiore prevedibilità dovrebbe essere alla base di una compressione, anche su base più duratura, della volatilità sul mercato e quindi del premio per il rischio richiesto.

Dalla riunione della BCE non è emerso nessun cambiamento operativo ma un duplice segnale in termini di comunicazione che potrebbe condizionare lo scenario estivo per i governativi europei. Da una parte è cambiata parzialmente la *forward guidance* eliminando l'opzione di tassi target ancora più bassi, perché, come ha spiegato Draghi, al momento è considerato nullo il rischio di coda di uno scenario di deflazione per l'area euro. Questa valutazione, sia in termini di target, sia di giudizio sulle prospettive dei prezzi, dovrebbe porre un pavimento anche ai tassi di mercato sulle scadenze più brevi, come evidente dai rendimenti di riferimento sulla scadenza a due anni dei principali paesi dell'area euro, che di fatto si sono mossi ben poco dopo la conclusione della riunione della BCE. D'altra parte Draghi è riuscito a consegnare un messaggio estremamente accomodante in conferenza stampa, sottolineando come resta necessario che l'Istituto centrale mantenga le misure di sostegno attualmente in essere per ancora un lungo periodo di tempo. A beneficiare dei toni molto accomodanti del Presidente sono in particolare i periferici e il segmento lungo della curva delle scadenze, in un movimento che potrebbe protrarsi anche nelle prossime settimane. Oltreoceano i Treasury saranno invece condizionati dalla rimozione dello stimolo da parte della Fed, sia in termini di ritmo di rialzi dei tassi sia in relazione alla tempistica e alle modalità della riduzione del bilancio dell'Istituto centrale. Anche in questo caso la strategia di comunicazione che la Fed ha deciso di adottare nella riunione di metà giugno ha avuto efficacia. Infatti, la riunione della Fed, che si è conclusa con un messaggio di fiducia sul fronte dello scenario e una *forward guidance* invariata in relazione ai tassi, ha scelto di dare con ampio anticipo indicazioni piuttosto chiare circa la politica di riduzione del bilancio, con una data di avvio dipendente dai dati ma non lontana (entro fine anno) e una scaletta di riduzione predefinita. Nel complesso, le indicazioni offerte dalla Fed dovrebbero portare a un minore grado di incertezza e quindi di volatilità sul mercato dei Treasury con i rendimenti che tuttavia appaiono destinati a salire, seppur con gradualità, proprio anche per il modificarsi delle condizioni di domanda e offerta sul mercato con il ritiro graduale della Banca centrale.

Nel complesso l'evoluzione del quadro politico europeo, con l'eliminazione di scenari di coda in termini di eventuali governi populistici e anti euro, e la strategia delle Banche centrali, così come si è definita nell'ultimo mese, supportano la nostra visione che vede ancora favoriti i periferici a discapito dei *core*. Confermiamo la view Neutrale sul settore nel suo complesso e sui periferici, e la view Moderatamente Negativa sui paesi *core*.

**Banche centrali: la strategia di comunicazione chiara rassicura i mercati**

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

## Obbligazioni Corporate: le valutazioni restano il nodo critico

L'ultimo mese si chiude con una performance moderatamente positiva e abbastanza omogenea (in area +0,4-0,5%) sul comparto della carta a spread europea, con premi al rischio quasi stabili sugli IG e in ulteriore flessione (-5%) sugli HY. Da inizio 2017 i corporate bond hanno proseguito il trend di fine 2016 e la ricerca di rendimento ha indotto gli investitori a privilegiare i titoli HY. Nel complesso, rispetto al mese scorso riteniamo che il quadro d'insieme non abbia subito modifiche così rilevanti da giustificare, a livello di fondamentali, una revisione delle view in essere. Sugli HY – supportati da un quadro macro positivo, da tassi di insolvenza contenuti e da una discreta propensione al rischio – la view tattica resta Moderatamente Positiva, mentre quella strategica è Neutrale, a fronte di indubbie criticità valutative. Sui titoli IG la view tattica si conferma invariata a Neutrale e quella strategica Moderatamente Negativa: anche se l'ultima riunione della BCE potrebbe aver reso meno critico l'andamento prospettico dei tassi, resta vero che l'orientamento della Fed va verso una normalizzazione della politica monetaria. Inoltre, in una logica di ricerca di extra-rendimento gli investitori continuano a preferire gli attivi più remunerativi.

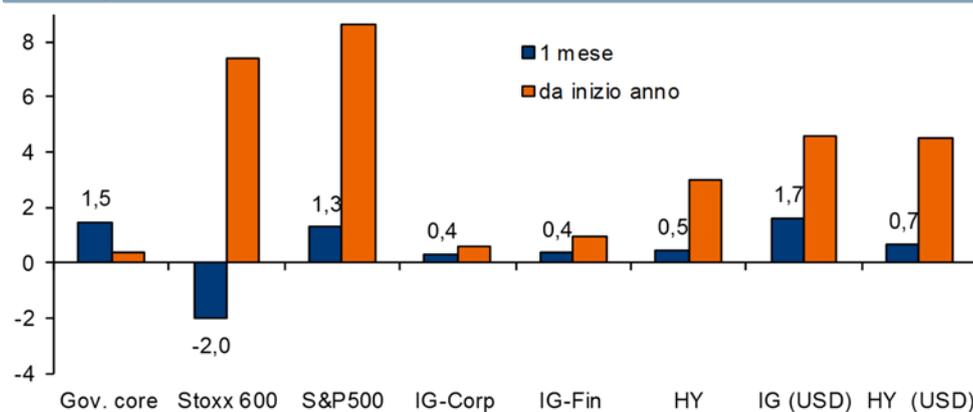
Nella prima metà di giugno si sono riunite tutte le principali Banche centrali: BCE, Fed e BoE. La BCE ha rimosso dalla propria *guidance* il riferimento a tassi più bassi di quelli attuali e ha rivisto in senso migliorativo il profilo di crescita e la valutazione dei rischi, portati a "circa bilanciati". Nello stesso tempo il Consiglio ha però rivisto al ribasso le stime d'inflazione per l'intero orizzonte di previsione 2017-2019. Il messaggio consegnato da Draghi è quello di un'inflazione che, al netto delle oscillazioni temporanee legate al prezzo del greggio, ancora fatica a salire in maniera robusta e autosostenibile e pertanto di una BCE che resterà accomodante ancora per un lungo periodo di tempo. Sia dalla Fed che dalla BoE, anche se su considerazioni differenti legate a uno scenario domestico radicalmente diverso, sono invece arrivate indicazioni di una politica monetaria che, in prospettiva, dovrà risultare più restrittiva. Sul fronte politico il quadro resta complesso e, come è emerso chiaramente dalla dinamica degli ultimi mesi, i mercati, dopo aver a lungo trascurato tale variabile, hanno ricominciato a prezzare il rischio politico. Il voto francese e le amministrative italiane hanno sancito la vittoria dei partiti che potremmo definire pro-sistema, mentre in Gran Bretagna la perdita della maggioranza parlamentare da parte della May va ad accrescere l'incertezza e la visibilità sull'esito dei negoziati di Brexit che dovrebbero partire a breve.

In tale contesto, l'ultimo mese si chiude con una performance moderatamente positiva e abbastanza omogenea sul comparto della carta a spread europea. I titoli Investment Grade (IG) hanno infatti guadagnato lo 0,4%, beneficiando della dinamica favorevole dei tassi *core*. Sugli High Yield (HY) il ritorno totale è stato marginalmente più elevato (+0,5%), e il comparto ha

Riunioni delle Banche centrali ed elezioni in Francia, Regno Unito e Italia gli appuntamenti chiave della prima metà di giugno

Performance mensili positive ma modeste sulla carta a spread europea

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, aggiornati al 16.06.2017

mostrato una buona tenuta di fondo rispetto alla performance negativa dei listini azionari, mentre gli spread hanno segnato un'ulteriore flessione (-5% a 210pb indici BofA Merrill Lynch area BB-B), portandosi su nuovi minimi pluriennali.

Da inizio 2017 la carta a spread in euro ha di fatto proseguito il trend di fine 2016 e la ricerca di rendimento, testimoniata dall'ottima accoglienza ricevuta in media dalle operazioni di primario, ha indotto gli investitori a privilegiare i titoli HY che, year-to-date, hanno guadagnato il 3% circa (vs. lo 0,6% degli IG). Anche sulle obbligazioni bancarie la propensione al rischio si è tradotta in una sottoperformance dei titoli più conservativi, senior e covered, a favore dei subordinati e soprattutto degli ibridi (AT1 o Coco), strumenti a metà strada tra debito ed equity. Da inizio anno i Coco bonds hanno segnato un ritorno totale prossimo al 9%, rispetto allo 0,7% dei titoli senior e al 3,2% dei titoli subordinati (dati aggiornati al 16 giugno 2016, fonte Bloomberg su indici Iboxx).

Con riferimento alla qualità del credito i dati più recenti sembrano confermare in maniera univoca un quadro favorevole. Secondo il campione di Moody's, a maggio il tasso globale di default per gli emittenti speculativi è stato infatti pari al 3,3% (in discesa dal 3,7% del mese precedente e dal 4,7% di maggio 2016), sui minimi dalla fine del 2015. Le stime prospettiche dell'agenzia vedono un tasso globale in progressiva discesa (2,25% atteso a maggio 2018 secondo lo scenario di base o *baseline*). In Europa, i dati più recenti segnalano un tasso di insolvenza stabile al 2,5%, con variazioni che nell'ultimo anno sono risultate piuttosto limitate nel corridoio 2,2-2,8%; sempre in Europa la dinamica dei *rating drift* (definito come il rapporto tra upgrade e downgrade ed utilizzato, di norma, come indicatore anticipatore della *credit quality*) vede una netta prevalenza degli upgrade e lo scenario centrale per fine 2017 è di un tasso del 2,05% (2,9% negli USA).

A sostenere la progressiva flessione del premio al rischio vista negli ultimi mesi hanno contribuito molteplici fattori sia di natura fondamentale che tecnica, tra cui anche il sostegno della BCE attraverso l'estensione del QE ai titoli IG non finanziari. Dall'avvio del programma la Banca Centrale ha acquistato complessivamente circa 92 miliardi di euro (1,9 miliardi la media settimanale). Da maggio il QE è stato ridotto da 80 a 60 mld mensili; a maggio gli acquisti di corporate sono rimasti elevati, mentre nelle prime settimane di giugno si è assistito all'atteso rallentamento (1,4-1,5 mld).

Nel complesso, rispetto al mese scorso riteniamo che il quadro d'insieme non abbia subito modifiche così rilevanti da giustificare, a livello di fondamentali, una revisione delle view in essere. Lo scenario di riferimento per l'economia europea appare coerente con il mantenimento da parte della BCE di un approccio monetario ancora accomodante: a favore dei titoli HY permangono quindi parecchi fattori di supporto legati al quadro macro, alla dinamica contenuta delle insolvenze e alla ricerca di rendimento. Proprio l'andamento del premio al rischio rappresenta però la maggiore criticità che in questo momento coinvolge tale asset class. I rendimenti dei bond speculativi continuano infatti a comprimersi rendendo sempre meno favorevole il profilo rischio-rendimento. Pur confermando la nostra view tattica Moderatamente Positiva sugli HY, ribadiamo, come già fatto a maggio, un orientamento strategico Neutrale mentre resta cruciale effettuare scelte selettive. Considerando che le valutazioni sono attualmente piuttosto tirate, riteniamo importante monitorare anche il fattore degli acquisti della BCE perché potrebbe contribuire a determinare una correzione.

Sui titoli IG la nostra view tattica si conferma invariata a Neutrale e quella strategica Moderatamente Negativa: anche se l'ultima riunione della BCE potrebbe aver reso meno critico l'andamento prospettico dei tassi, resta però vero che l'orientamento della Fed va in direzione di una normalizzazione della politica monetaria. Inoltre, in una logica di ricerca di extra-rendimento gli investitori continuano a privilegiare gli attivi più remunerativi, come emerge sia dalle performance segnate negli ultimi mesi sul mercato secondario sia dall'interesse sul primario anche per strumenti piuttosto aggressivi.

**Da inizio 2017 decisa sovraperformance degli HY e della carta bancaria subordinata**

**Qualità del credito soddisfacente**

**La BCE comincia a ridurre gli acquisti di corporate bond**

**HY: view tattica ancora Moderatamente Positiva, ma vi sono criticità valutative**

**IG: view tattica Neutrale, con gli investitori che cercano rendimento**

## Obbligazioni Paesi emergenti: settore alternativo alla ricerca di rendimento

Nell'ultimo mese le performance dei titoli emessi dai Paesi emergenti sono state sostanzialmente piatte sia per il debito emesso in valuta locale che per quello in *hard currency*. Se sullo sfondo restano l'incertezza sulla politica USA: le riforme promesse da Trump sembrano sempre più lontane, con un effetto combinato che appare neutrale per le economie emergenti, che restano supportate dallo scenario interno.

Nell'ultimo mese la performance dei principali indici dei titoli di stato emessi dai Paesi emergenti è stata positiva di quasi l'1% per i bond emessi in dollari, con il ritorno totale che tuttavia diviene nullo una volta convertito in euro, appesantito dalla debolezza del biglietto verde. Performance solo marginalmente positiva per le emissioni in euro e anche per quelle in valuta locale, al netto del rischio cambio. Anche in questo caso la forza dell'euro nell'ultimo mese ha peggiorato la performance dei bond in *local currency* una volta convertita nella valuta unica. Per i due indici in *hard currency* (dollari e euro) il risultato deriva da un modesto allargamento del premio per il rischio che in entrambe le aree è stato compensato da una moderata discesa dei tassi (e quindi salita dei prezzi) dei titoli di riferimento, ossia i Treasury per le emissioni in dollari e i Bund per le emissioni in euro.

Il quadro per gli emergenti appare poco mutato rispetto allo scorso mese. L'incertezza circa la situazione politica statunitense persiste ma il saldo del mancato avvio, almeno per ora, di tutta una serie di riforme promesse dal Presidente Trump in campagna elettorale potrebbe non danneggiare i mercati emergenti. Infatti, se da una parte una crescita minore in USA di quanto non avrebbe potuto essere con una politica fiscale più espansiva potrebbe avere un effetto negativo sui paesi più vicini agli Stati Uniti in termini di flussi commerciali, dall'altra anche sul fronte di un aumento del protezionismo per ora sono state prese misure così robuste da poter danneggiare proprio i paesi esportatori. Nel complesso, pertanto, a meno di un incremento dell'avversione al rischio globale dovuto a un avvistamento della situazione politica in senso stretto, gli emergenti potrebbero continuare a rappresentare una strategia alternativa proprio a investimenti in dollari per diversificare il rischio.

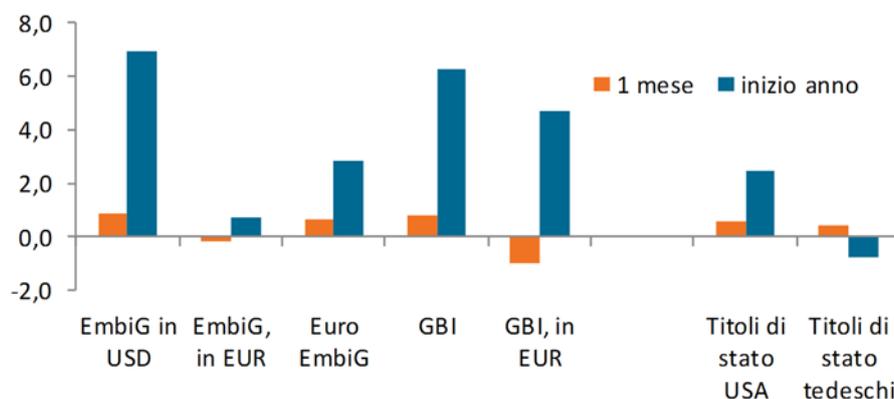
La tornata di riunioni delle Banche centrali dei principali paesi dell'Europa emergente consegna un messaggio piuttosto omogeneo e in linea con lo scenario che si prospetta per la vicina Eurozona. Se la crescita è in recupero o si sta consolidando su livelli elevati, l'inflazione resta ancora molto compressa e permette alle Banche centrali di mantenere, *ceteris paribus*, un'impostazione molto accomodante. Nel dettaglio, il Consiglio Monetario della Banca Centrale d'Ungheria ha confermato l'approccio di politica accomodante mantenendo fermi i tassi di riferimento e applicando misure di liquidità non convenzionali. Le misure di politica monetaria restano quindi

**Performance ancora marginalmente positive ma la conversione in euro continua ad appesantire i risultati**

**Fondamentali solidi, le mancate riforme di Trump al momento sembrano avere un effetto netto neutrale**

**Europa emergente: crescita in rafforzamento ma manca l'inflazione, le Banche centrali restano molto caute**

Performance dei principali indici relative ai paesi emergenti



Fonte: Bloomberg

stabilmente accomodanti e in linea con le aspettative, anche se, in un orizzonte di dodici mesi, l'inflazione è vista crescere verso il target del 3% a causa sia della probabile espansione occupazionale che dei consumi delle famiglie. Stessa decisione per la Banca centrale polacca che, a conclusione dell'incontro dello scorso 7 giugno, ha mantenuto il tasso di riferimento all'1,5%, confermandolo sul minimo storico da marzo 2015. La decisione non ha colto di sorpresa il consenso di mercato ed è stata motivata in base a previsioni di limitata inflazione nei prossimi trimestri: Anche la Turchia, a chiusura della riunione del 15 giugno, il Monetary Policy Committee (CBT) ha mantenuto invariata la struttura dei tassi di interesse di riferimento per il quarto mese consecutivo, muovendosi in linea con le aspettative di consenso. Il tasso overnight rimane al 7,25%, quello di rifinanziamento a una settimana all'8% e il tasso late *liquidity window* al 12,25%. Nel comunicato che accompagna la decisione, la CBT sottolinea che la ripresa economica ha consolidato un certo slancio sulla base di condizioni migliori sia per la domanda interna che per la domanda da parte delle economie dell'Unione Europea. Inoltre, l'andamento positivo dovrebbe essere ulteriormente supportato dalle misure di sostegno all'economia e dagli incentivi introdotti di recente, mentre l'attuazione delle riforme strutturali potrà contribuire in modo significativo alla crescita potenziale. Arriva invece una limatura dal target rate dalla Russia che tuttavia parte da condizioni monetarie ed economiche estremamente differenti, con il Consiglio Direttivo della Banca che ha deciso di tagliare il tasso di riferimento al 9,0% in vista di un'inflazione oramai vicina all'obiettivo del 4%, di aspettative di inflazione che continuano a diminuire e dell'attività economica in recupero. **Il quadro dell'area nel suo complesso potrebbe essere di supporto al debito sovrano emesso da questi paesi.**

Notizie negative, seppur attese almeno in parte, sono invece giunte per il Sud Africa. Lo scorso 9 giugno l'agenzia di rating Moody's ha declassato l'emittente a lungo termine e il debito sudafricano a Baa3 da Baa2 assegnando, inoltre, un Outlook Negativo. La revisione del rating conclude il processo di monitoraggio per il downgrade avviato lo scorso 3 aprile. I criteri alla base della decisione di declassamento sono principalmente tre. Primo, gli eventi recenti e, in particolare, il brusco riordino del Gabinetto illustrano una graduale erosione del quadro istituzionale. Secondo, l'incertezza sulle prossime priorità politiche e su quelle a medio termine ha danneggiato la fiducia degli investitori, riducendo gli investimenti nell'economia domestica nel 2016. Terzo, la crescita inferiore alle attese determinerà probabilmente un ulteriore ritardo della stabilizzazione del rapporto debito/PIL del Paese. D'altra parte, Moody's vede comunque una serie di punti di forza a supporto di una valutazione ancora in area *investment grade*: i mercati finanziari domestici sono liquidi e il settore Bancario è ben capitalizzato, il quadro macroeconomico appare comunque nel complesso positivo e il debito in valuta estera risulta contenuto. Già lo scorso 3 aprile l'agenzia di rating S&P aveva declassato il debito in valuta estera del Paese a BB+ (con Outlook Negativo) e, quattro giorni dopo, anche l'agenzia Fitch aveva portato a BB+ la valutazione del rischio di rimborso del debito governativo (con Outlook Stabile).

**Moody's boccia il Sud Africa**

Nel complesso, riteniamo che persistano fattori positivi, di carattere prevalentemente macroeconomico, che potrebbero restare alla base dei movimenti sui titoli di stato dei Paesi emergenti anche per i prossimi mesi. Se lo scenario globale resta condizionato da un elevato grado d'incertezza legata alla politica economica negli Stati Uniti, in Europa il rischio politico sta progressivamente diminuendo, supportando anche i paesi vicini dell'Europa emergente. Inoltre, i Paesi emergenti continuano a mostrare un buon grado di resilienza, che li conferma in buon investimento alternativo. Pertanto, confermiamo la view strategica Moderatamente Positiva in un quadro che tuttavia potrebbe vedere ulteriormente amplificarsi la dispersione delle performance tra i singoli Paesi.

**La view resta Moderatamente Positiva**

## Strategie

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

Lo scenario sulle principali aree di investimento			
Mercati	Scenario precedente	Scenario attuale	Rendimento netto % medio periodo (base annua)
Monetario euro	Negativo	Negativo	0,2/0,6
Obbligazionario euro	Neutrale	Moderatamente Negativo	0,1/1,0
Obbligazionario Germania	Negativo	Negativo	ND
Obbligazionario Italia	Moderatamente Positivo	Neutrale	ND
Obbligazionario dollaro	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	0,1/1,3 (-1,3/-0,2 in euro)
Obbligazionario Corporate	Neutrale	Moderatamente Negativo	0,3/0,8
Obbligazionario Emergenti	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	0,6/1,5
Azionario Europa	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,8/6,2
Azionario Italia	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,4/5,7
Azionario Stati Uniti	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,5/4,2 (0,1/2,8 in euro)
Azionario Giappone	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,1/6,9 (-0,5/4,3 in euro)
Azionario Emergenti	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,4/4,4 (0,0/3,0 in euro)

Nota: si veda il documento Scenario 2017 per approfondire la metodologia utilizzata. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo ed Eurizon Capital su dati Bloomberg. Giudizi aggiornati al 27.03.2017

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

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

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

## Glossario

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

I rating delle agenzie a confronto		
	S&P e Fitch	Moody's
Investment grade	AAA	Aaa
	AA+	Aa1
	AA	Aa2
	AA-	Aa3
	A+	A1
	A	A2
	A-	A3
	BBB+	Baa1
	BBB	Baa2
	BBB-	Baa3
Speculative grade (o high yield)	BB+	Ba1
	BB	Ba2
	BB-	Ba3
	B+	B1
	B	B2
	B-	B3
	CCC+	Caa1
	CCC	Caa2
	CCC-	Caa3
	CC	Ca
	C	C
	D	D

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo da siti agenzie

## Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 24.05.2017.

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.intesaspaolo.com](http://www.intesaspaolo.com)), sezione Risparmio-Mercati, e, per i clienti di Banca IMI, nella sezione Market Hub del sito internet di Banca IMI ([https://markethub.bancaimi.com/home\\_public.html](https://markethub.bancaimi.com/home_public.html)).

## Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesaspaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita\\_elenco\\_raccomandazioni.jsp](http://www.group.intesaspaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp)

## Note Metodologiche

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

### Strategie di mercato

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

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

### Titoli di Stato

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

## Obbligazioni Corporate

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

## Obbligazioni di Paesi Emergenti

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

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp) è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

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

## Certificazione degli analisti

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

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

### Altre indicazioni

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

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

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

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

**Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice**

**Responsabile Retail Research**

Paolo Guida

**Analista Azionario**

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

**Analista Obbligazionario**

Serena Marchesi

Fulvia Risso

Cecilia Barazzetta

**Analista Valute e Materie prime**

Mario Romani

---

**Editing:** Monica Bosi, Cristina Baiardi