

PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

ART ECONOMY24

pagine a cura di Marilena Pirrelli

L'arte che doveva servire il popolo

I maestri come Malevich e Rodchenko hanno record milionari
Nel centenario la riscoperta degli allievi

Silvia Anna Barrilà
e Maria Adelaide Marchesoni

■ Otto marzo 1917. Cento anni fa iniziavano le agitazioni che portarono alla fine dello zarismo e alla presa del potere da parte dei Bolscevichi. Una rivoluzione che si riflette in modo ancora più radicale e duraturo nell'arte dell'epoca, l'Avanguardia russa, che già nei primi del Novecento troncò con il passato e produsse fino agli anni '30, quando Stalin impose il Realismo socialista. Il centenario viene ora celebrato in mostre di rilievo come «Revolution: Russian Art 1917-1932» alla Royal Academy di Londra (fino al 17 aprile), con prestiti dalla Russia mai usciti dal Paese, e «A Revolutionary Impulse: The Rise of the Russian Avant-Garde» al MoMA di New York (fino al 12 marzo), con 260 opere della collezione del museo.

I DISCEPOLI

Gli artisti, allora giovanissimi, si erano fatti portatori del messaggio rivoluzionario sfidando l'arte figurativa dell'accademia con l'arte astratta, i colori drammatici, l'assenza di prospettiva. L'arte non doveva più servire lo Stato e la chiesa, affermava Malevich. E così abbandonò il suo quadrato nero là dove la tradizione voleva le icone, dando vita al Suprematismo. Oggi è la star del mercato: all'asta arriva a 60 milioni di dollari, e crescono anche i suoi seguaci come El Lissitzky e Ilya

Chashnik, del quale è stato venduto un rilievo lo scorso novembre da Sotheby's a Londra a 2,4 milioni di sterline dalla stima di 100-150 mila. Un prezzo che non sorprende dato che si tratta di una delle poche opere superstiti dell'artista, i cui archivi a Vitebsk sono stati distrutti nella seconda Guerra mondiale.

Ma oltre al Suprematismo, nell'Avanguardia russa c'è una moltitudine di movimenti: dal Costruttivismo di Tatlin e Rodchenko (alla stessa asta di Sotheby's un suo acquarello è passato di mano a 3,6 milioni eclissando il precedente record di 420 mila sterline) al Ragismo della coppia Goncharova-Larionov (i loro dipinti sono sui 5 milioni di dollari), al Neo-primitivismo del gruppo «Knafe Of Diamonds», al Cubo-futurismo, alla «prospettiva sferica» di Petrov-Vodkin.

I prezzi sono milionari perché sul mercato non c'è più niente. «In parte si deve al fatto che nel 1964 l'allora ministro della cultura Ekaterina Furtseva emise un decreto per far distruggere tutte le opere dell'Avanguardia che erano nei musei» racconta Mathias Rastorfer della galleria Gmurzynska di Zurigo. «Anche i privati distrussero le loro opere per paura delle deportazioni. E oggi la richiesta supera l'offerta; gli oli sono rari e rimangono i lavori su carta».

Fino agli anni '70-'80 non era così. Il mercato era per lo più europeo e i prezzi sulle migliaia di dollari. Poi, con l'apertura della Russia e l'arrivo sul mercato degli oligarchi, negli anni '90, i prezzi sono saliti. «Nel '98 c'è stata una battuta d'arresto con la crisi finanziaria» racconta il dealer James Butterwick di Londra, «ma nel 2000 i prezzi hanno ricominciato a correre fino alla crisi del 2008. Nel 1996 ho venduto un dipinto di Alexander Bogomazov per 165.000 dollari; lo stesso dipinto l'ho



«Il rematorio», 1912, di Natalia Goncharova, olio su tela

rivenduto nel 2008 per 2,5 milioni. Oggi, se hai in mano un bel dipinto, lo vendi con facilità, ma i compratori sono diminuiti per la crisi». Il mercato dell'arte russa, infatti, è in costante contrazione per via delle sanzioni e della caduta dei prezzi del petrolio e del rublo, fattori che hanno ridotto la capacità di spesa dei ricchi russi.

MERCATO SPORCO

Ma al di là della rarità, c'è un altro problema che affligge il settore: i falsi. Durante gli anni di crescita sono state immesse sul mercato contraffazioni che hanno portato seri danni e diffuso scetticismo. I collezionisti che oggi non sono in grado di dimostrare la provenienza sono costretti a vendere a valori ben inferiori come «scuola di» o «opera del periodo». Il consiglio è affidarsi alle poche gallerie ancora attive su questo mercato come Gmurzynska, sebbene meno di prima, e James Butterwick (prima c'erano vari operatori in Francia, Annelly Juda a Londra e

Ingrid Hutton a New York), oppure rivolgersi alle grandi case d'asta.

«Il dipartimento di arte russa di Sotheby's», dichiara Reto Barmettler, Head of Russian Pictures a Londra, «considera molto seriamente la questione dell'autenticazione e prima di accettare le opere i nostri esperti intraprendono una due diligence per impedire la vendita di beni contraffatti. Le opere», prosegue Barmettler, «sono accettate solo se registrate, hanno provenienza impeccabile e importante percorso espositivo. Nella vendita di Sotheby's dello scorso novembre a Londra, è possibile far risalire quasi ogni singola opera all'artista o alla famiglia dell'artista».

William MacDougall, dell'omonima casa d'asta di Londra, sostiene che: «Oltre la metà delle opere dell'Avanguardia russa in circolazione è falsa e pertanto rifiutiamo per prudenza lavori che possono in realtà essere genuini, perché la provenienza non è del tutto chiara». «Il periodo

d'Avanguardia russa è particolarmente difficile», spiega MacDougall, «e l'utilizzo di pitture relativamente recenti non permette di avere risultati certi dalle analisi chimiche».

Infine, sebbene sia opportuno diffidare dei nomi mai sentiti prima, si può guardare a quegli artisti meno noti che, seppur rari, rappresentano ancora un investimento (con le dovute precauzioni). Per esempio il costruttivista Boris Kosarev (Butterwick porterà un suo collage a Tefaf a 25.000 euro, le sue opere costano 15-25.000 euro), o le tante donne che allora, grazie ai principi rivoluzionari, furono veramente allo stesso livello degli uomini, mentre oggi sono sottovalutate. Per esempio Maria Ender, che studiò il colore in relazione alla percezione (un suo acquarello su carta da Gmurzynska costa 40.000 dollari) o Maria Siniakova, primitivista, i cui prezzi da James Butterwick vanno da 12.000 a 25.000 euro.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Le opere russe solo in mano a collezionisti privati

INTERVISTA

Vladimir Tsarenkov
Collezionista

■ In quella che fino al 1990 era Karl-Marx-Stadt, la città di Karl Marx, ora Chemnitz, in Germania, è in corso fino al 19 marzo al museo Kunstsammlungen Chemnitz una mostra che celebra la rivoluzione delle Avanguardie russe con 400 opere di 110 artisti dalla collezione di Vladimir Tsarenkov, ex-mercante d'arte russo da sette anni a Londra.

Quando ha iniziato a collezionare?

Nel 1980 mi sono trasferito in Francia e ho iniziato a lavorare come dealer d'arte moderna e impressionista. Con i profitti ho comprato alcune opere d'arte russa per me stesso, all'inizio un paio di pezzi, poi una collezione. Allora erano disponibili e non costavano molto.

Quante opere ha?

In tutto circa 3 mila pezzi, ma non solo d'Avanguardia. Ho anche le ceramiche classiche e rivoluzionarie, i

manoscritti, le antichità greco-romane, fino all'arte iraniana contemporanea, che ho scoperto grazie a mio figlio Vassili, anche lui gallerista e fondatore della Sophia Contemporary Gallery di Londra.

A quanto si acquistava l'Avanguardia negli anni '80?

Un buon pezzo costava alcune migliaia di dollari. Per esempio Rodchenko si poteva acquistare a 50.000 dollari, Chashnik a 10 mila. All'asta di Sotheby's a novembre a Londra hanno segnato rispettivamente 3,6 milioni e 2,4 milioni di sterline. Quando sono arrivato a Parigi comprai un dipinto di Goncharova al mercato delle pulci per 2.000 dollari. Oggi è tra le artiste più care al mondo. All'epoca, a quei prezzi, nessuno li falsificava.

Ci racconta l'evoluzione del mercato?

Negli anni '80 e all'inizio degli anni '90, non c'era denaro russo. Il mercato dell'arte in Russia era proibito, così come l'Avanguardia. Erano i collezionisti europei a comprare. Quando poi è caduta l'Urss e i russi hanno iniziato ad accumulare ricchezza, i prezzi sono aumentati di 100 volte. Le

opere sono diventate rare e il mercato è stato inondato di falsi. Oggi per ogni opera autentica ci sono 100 falsi.

Come ci si difende?

Bisogna essere uno specialista o rivolgersi a un curatore. Ad ogni modo, l'originale ha una provenienza impeccabile e una storia espositiva documentata. Un'opera che compare dal nulla al 99,9% è un falso. Per questo la mia collezione di Avanguardia russa è relativamente piccola, conta un paio di centinaia di pezzi, porcellane escluse.

Ci parli delle porcellane rivoluzionarie...

Ne ho più di 700. Ho iniziato a collezionarle venti anni fa. In questo campo ho un unico rivale (e amico): il presidente dell'Alfa Bank Petr Aven, che ha una fantastica collezione di porcellane ora esposte alla Royal Academy di Londra. Da anni competiamo per pezzi che nessun altro ha. Oggi non c'è più nulla sul mercato, abbiamo comprato tutto.

Che tipo di opere sono?

Sono state realizzate dai migliori artisti a cavallo della rivoluzione utilizzando le porcellane classiche prerivoluzionarie ridipinte e riadattate



«Autoritratto», 1914, Vladimir Baranov-Rossiné, olio su tela

ai principi della rivoluzione. Furono strumenti di propaganda: all'inizio si pensava di produrle in grande quantità per il mercato interno, ma i costi erano troppo alti e quindi furono vendute agli europei.

I prezzi?

Quando abbiamo iniziato a comprarle costavano tra 100 e 1.000 dollari. All'apice della nostra contesa una porcellana di Natalia Danko da Sotheby's è arrivata a 700.000 dollari. L'ha comprata Petr Aven. D'altronde lui è un uomo di banca, io un ex-mercante d'arte in pensione.

Dove ha acquistato le opere della sua collezione?

Ovunque. C'erano molte gallerie che ora hanno chiuso perché non ci sono più pezzi. Si può solo ricomprare dai collezionisti. Le opere all'asta da Sotheby's a novembre erano di un tedesco che ha comprato da gallerie come Gmurzynska, Annelly Juda e Ingrid Hutton.

Un artista sottovalutato?

Vladimir Baranov-Rossiné, il padre della scultura cubo-futurista a colori. La sua produzione degli anni '10 è molto importante e si trova al MoMA, al Pompidou e allo Stedelijk, ma si può comprare a prezzi ragionevoli, se si ha la rara occasione. Il record, del 2008, è di 5,5 milioni di dollari, ma si trovano opere anche nell'ordine delle centinaia di migliaia di dollari. — S.A.B.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

LE QUOTAZIONI DELL'AVANGUARDIA RUSSA

I discepoli del movimento non ancora sotto i riflettori delle aste

Rari e poco speculati soprattutto i disegni quotano sotto i 50 mila €

Nelle schede qui accanto sono analizzate le opere di alcuni rappresentanti dell'Avanguardia russa i cui nomi sono meno noti rispetto ai più conosciuti come Malevich e Rodchenko, le cui opere arrivano a record milionari. Sebbene anche le opere degli artisti poco noti siano alquanto rare, i loro valori sono, infatti, ancora accessibili sul mercato, soprattutto per le opere su carta che quotano sotto i 50.000 euro. Considerato il problema dei falsi che affligge questo mercato, abbiamo scelto di rivolgerci solamente a due gallerie considerate affidabili, Gmurzynska di Zurigo e James Butterwick di Londra, e consigliamo grande cautela per non incorrere in contraffazioni.

Ogni opera qui presentata con una scheda tecnica viene stimata attraverso i valori incrociati delle gallerie e delle case d'asta. Bisogna ricordare che ogni opera è un *unicum* e che per spiegarne il prezzo sarebbe necessario analizzarla. Qui diamo i prezzi resi noti e offriamo al lettore dei commenti al fine di comprenderne le dinamiche.

Non dimenticando che i valori sono determinati anche dalla qualità dell'opera, dalla reputazione dell'artista e dall'importanza della sua galleria. — S.A.B.

LEGENDA

Stima: fatta sulle altre edizioni dell'opera in vendita, dal gallerista di riferimento o dall'art advisory

Top price: cifra massima pagata in asta per un'opera

Le aggiudicazioni d'asta dal 1990 o dal 1995 per gli artisti più giovani, espresse in \$ o €, sono comprensive delle commissioni di vendita che si aggirano tra il 15% e il 25% sulla cifra battuta.

Foto: Courtesy dei musei di riferimento e delle gallerie

Banche dati d'asta:

Artnet.com

Artprice.com

ART ECONOMY24

Appuntamento mensile a cura di **Marilena Pirrelli**

In collaborazione con:

IL GIORNALE DELL'ARTE

Focus sul mercato dell'Avanguardia russa
www.arteeconomy24.ilssole24ore.com

ALEXANDER BOGOMAZOV
(1880-1930)

Opera. *Wanda in Profile*, 1914.

Tecnica. Carboncino su carta, 36 x 29 cm.

Stima. 60.000 €.

Courtesy opera. James Butterwick, Londra.

Archivio. Non esiste.

Catalogo ragionato. In preparazione presso James Butterwick di Londra.

In galleria. È trattato da James Butterwick di Londra.

Quotazioni. L'aggiudicazione più recente è 274.601 \$ per *Portrait of Wanda Monstirskaja-Bogomazova* (c. 1890-1980), olio su tela, 31,1 x 30,8 cm, da Christie's a Londra, il 30 novembre 2015 (stima 120.373 - 180.559 \$). In galleria (James Butterwick, Londra) si va da 10.000 a 2,5 milioni di euro.

PAUL MANSOUROFF
(1896-1983)

Opera. *Linie zwischen Kreisen*, 1922.

Tecnica. Olio su legno, 113 x 17 cm.

Stima. 150.000 \$ (141.574 euro).

Courtesy opera. Galerie Gmurzynska AG, Zurigo.

Archivio. Non esiste.

Catalogo ragionato. Non esiste.

In galleria. È trattato da Galerie Gmurzynska di Zurigo.

Quotazioni. L'aggiudicazione più recente è 8.125 \$ per *Composition*, 1922, olio su tela, 90 x 59,5 cm, da Shapiro Auctions a New York, il 12 marzo 2016 (stima 3.000-5.000 \$). In galleria (da Gmurzynska) le opere vanno da 30.000 a 400.000 \$.

Top price. 144.915 \$ per *Untitled*,

Top price. 1.266.127 \$ per *Abstract landscape (Nagorny Karabakh)*, circa 1915, olio su tela, 60 x 64 cm, da Sotheby's a Londra, il 1° dicembre 2005, da una stima di 378.462-481.679 \$.

Commento. Nato nel 1880 nell'attuale Ucraina, Bogomazov è stato un teorico dell'Avanguardia russa; nel 1914 ha scritto il trattato *«Painting and Elements»*, in cui ha analizzato l'interazione tra oggetti, artista, immagine e spettatore anticipando i risultati teorici di *«Suprematism»* di Malevich e *«Point and Lines on the Plane»* di Kandinsky. Il percorso pittorico è iniziato con delle opere simboliste (ritratti, paesaggi), il cui stile rientra nel linguaggio del puntinismo. Il suo senso acuto di espressione colorista lo ha portato nel 1910 a creare opere che potrebbero essere descritte come Fauve o espressioniste e fanno parte della scuola russa di Monaco di Baviera (Kandinsky, Jawlensky), la cui prima esposizione russa, intitolata *«Salon»*, ha avuto luogo a Odessa organizzata da Vladimir Izdebski. Come Kandinsky, la creazione pittorica di Bogomazov è stata animata da una profonda spiritualizzazione del visibile. Dal 1995 i passaggi in asta sono 47 di cui 18 venduti (38%). (M.A.M.)

1917, olio su pannello, 91 x 41 cm, da Sotheby's a Londra, il 2 giugno 2014, da una stima di 50.259-83.766 \$.

Commento. Nato nel 1896 a San Pietroburgo, Paul Mansourov (noto anche come Pavel Mansurov) fu influenzato da Malevich e Tatlin, ma sviluppò uno stile personale astratto che prediligeva le superfici verticali allungate per esplorare tematiche relative allo spazio. Nel 1928-29 viaggiò a Roma dove si trasferì alla galleria Bragaglia. Da lì si trasferì a Parigi dove frequentò la famiglia Delaunay e Picasso. A partire dagli anni '50 e per tutti gli anni '60 e '70 espose a livello internazionale in Francia, Germania, Gran Bretagna e Usa e più volte in Italia, dove fu sostenuto dalla Galleria Lorenzelli. Morì nel 1983 e fu ricordato come mostre a Palazzo Reale a Caserta e a Palazzo dei Diamanti a Ferrara. Al di là del record, i prezzi più alti sono stati segnati alla fine degli anni '80 per gli oli su legno o pannello indipendentemente dall'anno di produzione e arrivano a 55.000 \$. Dal 1995 i passaggi in asta sono 207 con un venduto del 60%. (S.A.B.)

MARIA SINIAKOVA
(1890-1984)

Opera. *Carousel*, 1916.

Tecnica. Acquarello su carta, 35,4 x 22 cm.

Stima. 25.000 €.

Courtesy opera. James Butterwick, Londra.

Archivio. Non esiste.

Catalogo ragionato. Non esiste.

In galleria. È trattato da James Butterwick di Londra.

Quotazioni. L'aggiudicazione più recente è 1.773 \$ per *Bouquet de fleurs sur entablement*, olio su tela, 60 x 74 cm, da Academia Fine Art, il 6 agosto 2016 (stima 1.884-2.439 \$). In galleria (James Butterwick, Londra) le sue opere vanno da

12.000 a 25.000 euro.

Top price. 61.299 \$ per *Musiciens*, circa 1920, olio su tela, 67,5 x 55,5 cm, da Nagel Auktionen, il 26 aprile 2007, da una stima di 81.732-108.976 \$.

Commento. Nata nell'attuale Ucraina nel 1890, Maria Siniakova è una figura oscura, poco studiata e solo occasionalmente menzionata negli studi sull'Avanguardia russa. Tuttavia è innegabile il ruolo che ha avuto e che risulta visibile in molte delle attività dell'Avanguardia, soprattutto come principale catalizzatore per l'introduzione del Futurismo in Ucraina. Ha studiato a Charkiv e a Mosca e, come Rozanova, ha fatto parte della Soiuz Molodezhi (Unione della Gioventù). Il suo media preferito era l'acquerello e, prima della guerra, i suoi soggetti prescelti erano scene pastorali visivamente policrome, rese in uno stile primitivista. Nella sua arte l'influenza della pittura francese moderna, in particolare di Gauguin e Matisse, hanno formato una sintesi con la sua forte tradizione d'arte popolare. Dal 1995 i passaggi in asta sono 7 di cui 5 venduti (il 71%). (M.A.M.)

ILYA CHASHNIK
(1902-1929)

Opera. *Suprematism*, 1922-23.

Tecnica. Acquarello e inchiostro su carta, 18,5 x 22,8 cm.

Stima. 100.000 \$ (94.382 euro).

Courtesy opera. Galerie Gmurzynska AG, Zurigo.

Archivio. Non esiste.

Catalogo ragionato. Non esiste.

In galleria. È trattato da Galerie Gmurzynska di Zurigo.

Quotazioni. L'aggiudicazione più recente è 3.010.184 \$ per *The Seventh Dimension Suprematist Relief*, primi anni 20, inchiostro rosso e nero, legno, carta, cartone e vetro, 26 x 22,5 x 1,5 cm, da Sotheby's a Londra, il 29 novembre 2016 (stima 124.968-187.453 \$).

Top price. 3.010.184 \$ per *The Seventh*

Dimension Suprematist Relief, primi anni '20, inchiostro rosso e nero, legno, carta, cartone e vetro, 26 x 22,5 x 1,5 cm, da Sotheby's a Londra, il 29 novembre 2016, da una stima di 124.968-187.453 \$. In galleria (da Gmurzynska) le opere vanno da 25.000 a 500.000 \$.

Commento. Nato nel 1902 nell'attuale Lettonia da un'umile famiglia ebraica, Chashnik è cresciuto a Vitebsk, città dell'attuale Bielorussia dove Chagall fondò un'accademia d'arte nel 1918. Qui Chashnik studiò dal 1919 e fu subito attratto dall'insegnamento di Malevich, di cui divenne uno dei più fedeli discepoli. Nell'inverno del 1919-20 aderì al gruppo fondato da Malevich Unovis; divenne amico di Nikolai Suetin con cui sviluppò vari progetti. Rispetto a Malevich, le sue composizioni prediligono il nero e tendono ad esprimere un senso di ritmo e di simmetria. Nel 1922 si trasferì a San Pietroburgo, dove esplorò la possibilità di applicare il Suprematismo alla vita quotidiana attraverso il tessile, i poster e l'architettura. Morì a soli 27 anni nel 1929. All'asta si contano 57 passaggi di cui 31 venduti (54%). Al di là del record, le sue opere su carta quotano fino a 75.000 dollari. (S.A.B.)

ANATOLY PETRYTSKY
(1895-1964)

Opera. *Costume design for Turandot*, 1928.

Tecnica. Tecnica mista su carta, 72 x 53,2 cm.

Stima. 60.000 €.

Courtesy opera. James Butterwick, Londra.

Archivio. Non esiste.

Catalogo ragionato. Non esiste.

In galleria. È trattato da James Butterwick di Londra.

Quotazioni. L'aggiudicazione più recente è 1.200 \$ per *Balletto Football*, 1929, tecnica mista su carta, 29 x 40 cm, da Casa d'Aste Meeting Art S.p.A., il 17 gennaio 2016 (stima 2.128-3.274 \$). In galleria (James Butterwick, Londra) le sue opere vanno da 15.000

a 60.000 euro.

Top price. 101.913 \$ per *Costume design for a Polovetz in a production of Prince Igor*, tecnica mista su carta, 63,5 x 44 cm, da Sotheby's a Londra, il 10 giugno 2008, da una stima di 59.194-78.926 \$.

Commento. Pittore, graphic designer e teorico dell'arte nato in Ucraina nel 1895, Petrytsky è stato uno dei più importanti rappresentanti dell'avanguardia ucraina degli anni '20. Ha studiato alla Scuola d'Arte di Kiev (1912-1917) e all'Advanced Artistic Technical Workshop a Mosca (1922-1924). Nei primi anni '20 si è trasferito a Mosca. Nel 1923 ha progettato il balletto *«Kur e Anitra»* con musiche di A. Ilyinsky e messo in scena da MM Mordkin (New York). Ha lavorato come scenografo al Molodiy (1916-1919) e nel primo teatro Shevchenko della Repubblica sovietica ucraina, oltre ad aver progettato scenografie per spettacoli nei teatri Bolshoi di Mosca e Malyi. I suoi primi lavori, in particolare le opere pittoriche, sono state influenzate dal Cubismo e dal Futurismo. Una raccolta delle sue opere è stata pubblicata a Kiev nel 1968 e 1991. Dal 1995 i passaggi in asta sono 27 di cui tutti venduti. (M.A.M.)

VARVARA STEPANOVA
(1894-1958)

Opera. *Illustration for "Gly-Gly, a poem by Aleksei Kruchenykh"*, 1919.

Tecnica. Inchiostro indiano su carta, 17,4 x 11,9 cm.

Stima. 180.000 \$ (169.888 euro).

Courtesy opera. Galerie Gmurzynska AG, Zurigo.

Archivio. Non esiste.

Catalogo ragionato. Non esiste.

In galleria. È trattata da Galerie Gmurzynska di Zurigo.

Quotazioni. L'aggiudicazione più recente è 49.987 \$ per *Textile Design in Yellow and Black*, 1924, inchiostro nero e gouache su carta, 14,5 x 20 cm, da Sotheby's a Londra, il 29 novembre 2016 (stima 14.996-22.494 \$). All'asta i

prezzi più alti sono stati segnati per gli oli degli anni '20, seguiti dai disegni per i tessuti e i collage. In galleria (da Gmurzynska) le opere vanno da 10.000 a 250.000 \$.

Top price. 2.765.119 \$ per *Figure with Guitar*, 1919, olio su tela, 54 x 36 cm, da Sotheby's a Londra, il 2 giugno 2014, da una stima di 418.830-586.362 \$.

Commento. Nata nell'attuale Lituania nel 1894, Stepanova è stata un'artista poliedrica, moglie dell'artista Aleksander Rodchenko, e tra i leader del Movimento costruttivista. Ha creduto fortemente nel ruolo dell'arte come mezzo produttivo per aiutare lo sviluppo della società sovietica, e ha progettato di tutto, dai manifesti ai libri alle scenografie e ai costumi per il teatro, come quelli per *«The Death of Tarakim»*, prodotto da Meyerhold a Mosca nel 1922. A metà degli anni venti il suo percorso artistico si è evoluto verso il design. Ha collaborato con diverse riviste e prodotto una serie di fotomontaggi e collage. Inoltre ha lavorato alla First State Textile Print Factory, dove ha realizzato 150 disegni per tessuto, di cui 20 sono andati in produzione. Dal 1995 i passaggi in asta sono 30 di cui 16 venduti (il 53%). (S.A.B.)

IL PRESENTE DOCUMENTO CONTIENE UN MESSAGGIO PUBBLICITARIO CON FINALITÀ PROMOZIONALE E NON COSTITUISCE UN'OFFERTA O UNA SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO NELLE OBBLIGAZIONI GOLDMAN SACHS TASSO MISTO FISSO-INFLAZIONE USA IN DOLLARI STATUNITENSIS (LE "OBBLIGAZIONI")

* Cedola da intendersi al lordo degli oneri fiscali applicabili

Obbligazioni Goldman Sachs Tasso Misto Fisso-Inflazione USA in Dollari Statunitensi

CEDOLA FISSA 4,25%*
i primi due anni

CEDOLA VARIABILE
Tasso di Inflazione USA¹
dal terzo anno alla Data di Scadenza

¹ Per "Tasso di Inflazione USA" si intende la variazione percentuale annua dell'indice "Non-revised Index of Consumer Prices for All Urban Consumers (CPI-U) before seasonal adjustment"



Le nuove Obbligazioni Goldman Sachs Tasso Misto Fisso-Inflazione USA in Dollari Statunitensi, con durata 8 anni, offrono agli investitori flussi cedolari annuali fissi per i primi due anni e flussi cedolari annuali variabili dal terzo anno fino a scadenza legati alla variazione percentuale annua dell'indice "Non-revised Index of Consumer Prices for All Urban Consumers (CPI-U) before seasonal adjustment" ("Tasso di Inflazione USA"), nonché il rimborso integrale del valore nominale a scadenza.

È possibile acquistare le Obbligazioni attraverso la propria banca di fiducia sul Mercato Telematico delle Obbligazioni di Borsa Italiana S.p.A. (MOT, segmento EuroMOT). L'Emittente intende quotare le Obbligazioni anche sul mercato regolamentato della Luxembourg Stock Exchange.

Il rimborso del capitale e il pagamento delle cedole fino alla Data di Scadenza avvengono nella valuta di denominazione: l'investitore è esposto al rischio di cambio tra la valuta di denominazione dei titoli (Dollaro Statunitense) e l'Euro. Il deprezzamento della valuta di denominazione rispetto all'Euro potrebbe influire negativamente sul rendimento complessivo delle Obbligazioni, ove espresso nella valuta di riferimento dell'investitore. Il Tasso di Inflazione USA è uno dei fattori che possono influire sul rapporto di cambio. Infatti, una variazione rilevante del Tasso di Inflazione USA potrebbe avere un impatto negativo sul rapporto di cambio, e quindi sul rendimento complessivo in Euro delle Obbligazioni.

Emittente	Goldman Sachs International, London UK
Rating Emittente	A1 (Moody's) / A+ (S&P) / A (Fitch)
Garante	The Goldman Sachs Group, Inc., Delaware, USA
Rating Garante	A3 (Moody's) / BBB+ (S&P) / A (Fitch)
Valuta di denominazione	Dollaro Statunitense (USD)
Data di Emissione	17 febbraio 2017
Data di Scadenza	17 febbraio 2025
Valore Nominale	USD 2.000
Cedole	Anno 1 e 2: cedola fissa annuale pari a 4,25% lordo (3,145% netto) ² Dall'anno 3 alla Data di Scadenza (inclusa): cedola annuale variabile eventuale lorda pari al Tasso di Inflazione USA, con valore minimo ("floor") pari a 0%
ISIN	XS1505033453

Avvertenze:

L'Emittente si riserva il diritto di diminuire in ogni momento l'ammontare emesso cancellando il relativo ammontare di Obbligazioni che non risultassero ancora acquistate dagli investitori. Avviso di tale cancellazione delle Obbligazioni verrà dato sul sito di Borsa Italiana S.p.A., ovvero, di volta in volta secondo quanto applicabile, sul sito della Luxembourg Stock Exchange. Gli investitori sono esposti al rischio di credito dell'Emittente e del Garante. Nel caso in cui l'Emittente e il Garante non siano in grado di adempiere agli obblighi connessi alle Obbligazioni, gli investitori potrebbero perdere in parte o del tutto il capitale investito.

Le cedole annuali fisse alla fine del primo e del secondo anno dalla Data di Emissione sono pari a 4,25% lordo (3,145% netto²). Tali cedole non sono legate all'andamento di un indice o ad attivi sottostanti, pertanto qualora il Tasso di Inflazione USA dovesse essere superiore all'ammontare delle cedole fisse, gli investitori non ne beneficerebbero.

La cedola annuale variabile, corrisposta eventualmente dall'anno 3 alla Data di Scadenza, è pari al Tasso di Inflazione USA al lordo degli oneri fiscali applicabili². In uno scenario in cui il Tasso di Inflazione USA assuma un valore negativo, nessuna cedola annuale variabile lorda verrà corrisposta agli investitori nel relativo anno. Il "Non-revised Index of Consumer Prices for All Urban Consumers (CPI-U) before seasonal adjustment" che misura il tasso di inflazione negli Stati Uniti d'America espresso sotto forma di indice, è calcolato dal US Bureau of Labor Statistics e pubblicato sul sito internet in lingua inglese www.bls.gov/cpi/.

Il rendimento delle Obbligazioni dipenderà anche dal prezzo di acquisto e dal prezzo di vendita (se effettuata prima della scadenza) delle stesse sul mercato. Tali prezzi, nella valuta di denominazione, dipendendo da vari fattori, tra i quali i tassi di interesse sul mercato, il merito creditizio dell'Emittente e del Garante e il livello di liquidità, potrebbero differire anche sensibilmente, rispettivamente, dal prezzo di emissione e dall'ammontare di rimborso. Non vi è alcuna garanzia che si sviluppi un mercato secondario liquido.

² L'imposta sostitutiva italiana applicabile alle Obbligazioni, e vigente al momento dell'emissione, è pari al 26%. L'ammontare di tale imposta potrebbe variare nel tempo.

Per maggiori informazioni sulle Obbligazioni e i relativi rischi:

www.goldman-sachs.it

www.borsaitaliana.it

www.bourse.lu

Disclaimer

Le Obbligazioni sono negoziate sul MOT al prezzo di mercato che potrà, di volta in volta, differire anche significativamente da quello pagato dagli investitori in sede di acquisto delle Obbligazioni. Non vi è alcuna garanzia che si sviluppi un mercato secondario liquido per le Obbligazioni. Prima di procedere all'investimento, si invitano i soggetti interessati a consultare i propri consulenti fiscali, legali e finanziari e a leggere attentamente la documentazione per la quotazione - il prospetto datato 17 febbraio 2017 (il "Prospetto") approvato, ai sensi della Direttiva 2003/71/CE (la "Direttiva Prospetti"), dalla Luxembourg Commission de Surveillance du Secteur Financier (la "CSSF"), che ha effettuato le procedure di notifica di cui all'art. 98 del D.Lgs. 58/1998, ed in particolare i fattori di rischio ivi contenuti - reperibile sul sito www.goldman-sachs.it, nonché la documentazione e le informazioni di volta in volta disponibili ai sensi della vigente normativa applicabile. Le Obbligazioni non sono destinate alla vendita negli Stati Uniti o a U.S. persons e la presente comunicazione non può essere distribuita negli Stati Uniti o a U.S. persons.

© Goldman Sachs, 2017. Tutti i diritti sono riservati.

**Goldman
Sachs**

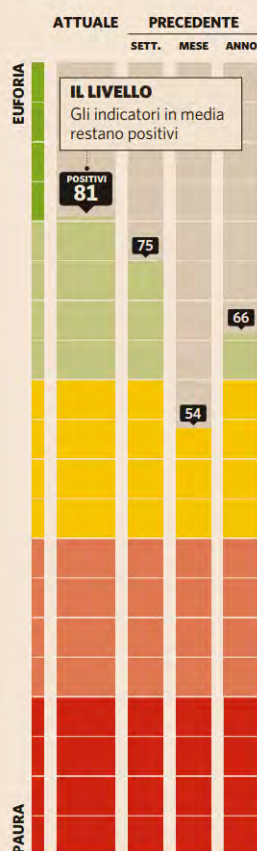
SECURITIES DIVISION
Securitized Products

STRUMENTI PER INVESTIRE

SENTIMENT

Risale l'umore degli investitori

■ Torna a salire l'indice che misura il sentiment degli investitori Usa. Situazione di euforia per tutti i sotto-indici eccetto per quello che misura la volatilità.



I SETTE INDICATORI

Il Fear & Greed Index di Cnn Money su cui si basa il grafico sintetizza sette indici Usa e riflette il sentiment sulle azioni: i livelli di euforia devono spingere alla prudenza e viceversa.

- 1) SLANCIO DELLE AZIONI**
Rapporto tra S&P500 e la sua media mobile a 125 giorni
- 2) FORZA DEI PREZZI AZIONARI**
Numero di azioni al Nyse ai massimi e ai minimi delle ultime 52 settimane
- 3) RESPIRO DELLE AZIONI**
Lo scarto di rendimento tra obbligazioni investment grade e spazzatura
- 4) OPZIONI PUT E CALL**
Rapporto tra i volumi delle opzioni call (al rialzo) e delle put (al ribasso)
- 5) DOMANDA DI BOND SPAZZATURA**
Lo scarto di rendimento tra obbligazioni investment grade e spazzatura
- 6) VOLATILITÀ DEL MERCATO**
Indice Vix sulle opzioni dello S&P500
- 7) DOMANDA INVESTIMENTI RIFUGIO**
Rapporto tra i ritorni delle azioni e delle obbligazioni

LA SETTIMANA

Le Borse continuano a correre

Le riforme di Trump annunciate negli Usa spingono Wall Street e trainano l'Europa

Mazia Redaelli

■ Un indomito Trump, l'inflazione che si muove e ottimismo sulla ripresa hanno spinto il mercato come ai tempi migliori delle galoppate economiche. I record di Wall Street stanno diventando una ricorrenza settimanale. Il primo discorso al congresso americano del Presidente Donald Trump, più calmo, ma sempre impegnato nelle promesse sui tagli delle tasse, ha dato un'altra scossa di adrenalina alle Borse, che si aggrappano alle aspettative di un boom delle aziende domestiche.

Gli indici azionari di New York hanno toccato nuovi massimi - sebbene seguiti da un consolidamento - e da gennaio sono vicini al guadagno a doppia cifra: il Dow Jones Industriale delle 30 società più capitalizzate e le 500 azioni diversificate dell'S&P salgono quasi del 7%, mentre il Nasdaq, indice dei titoli tecnologici, segna già +9% (fino a giovedì 2 marzo, giorno di chiusura di Plus24). Gli imprenditori manifatturieri statunitensi sono ottimisti, come si legge

nei sondaggi, e l'inflazione è nel mirino della Federal Reserve, la Banca centrale Usa, al 2%. In vista di un surriscaldamento del ciclo economico, il dollaro è balzato (il cambio ha superato quota 102 contro un paniere delle principali valute) e le vendite hanno alzato i rendimenti sui Treasury, i titoli di stato di Washington, per allinearli a rialzi dei tassi. Su dollaro e Treasury hanno messo il "carico da novanta" le dichiarazioni di alcuni banchieri Fed che hanno alluso a un rittocco del costo del denaro nella riunione di metà marzo.

La propensione al rischio ha coinvolto l'Europa e Piazza Affari, tra i listini migliori, è tornata in positivo da inizio anno (+1,7% e +4,4% in settimana). Il carovita si fa vivo anche in Eurozona (al 2%), ma più che altro per via dell'inasprimento in Germania e del rincaro di petrolio e beni alimentari freschi, a fronte dei consumi che languono ancora. In ogni caso, l'ottimismo ha spostato il denaro dai titoli governativi, e soprattutto dal porto sicuro di quelli tedeschi, che rendono -0,8% a due anni e lo 0,3% a 10 anni. Pure nella Ue le imprese manifatturiere mostrano prospettive rosee per i prossimi mesi, e troppa positività pone i primi dubbi sulla prevalenza nella Banca Centrale Europea del fronte avverso a una politica monetaria troppo morbida.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

ZONA BUND

di Francesco Pagliani

Parigi spinge il flight to quality

■ Negli Usa le aspettative di un rialzo dei tassi a marzo sono ritornate ad essere elevate. Il T-note ha ripreso a muoversi verso l'alto e ha interrotto la fase positiva del Bund. Il future tedesco può contare su un corposo flight to quality, generato dai timori delle elezioni francesi, ma queste variabili possono frenare lo sviluppo al rialzo dei rendimenti del futuro tedesco, ma non fermarlo. Il target di medio periodo è compreso fra lo 0,70 e l'1% mentre sul breve il Bund dovrebbe rimanere fra lo 0,20 e lo 0,45%, in trading range. È lo scenario macro che spinge al rialzo il rendimento del Bund. Un'inflazione tedesca al 2,2% va oltre il target della Bce e Draghi non può ignorarlo, il Quantitative easing non potrà andare oltre il 2017. Gli

uffici studi stimano che l'inflazione tedesca raggiungerà un picco ad aprile per poi avere una media fra l'1,5 e l'1,7%. Questo se il petrolio rimane sotto i 55 dollari, ma se entro giugno avessimo un valore vicino ai 60? Forse le stime sull'inflazione sarebbero riviste al rialzo. L'ipotesi è questa: siamo vicini all'atteso turnaround macroeconomico. I valori riferiti alle varie economie, compresa l'Italia, sono spesso leggermente sopra le attese: questo preannuncia una generale revisione delle stime al rialzo, sia della crescita sia dell'inflazione e non solo negli Usa. Il risultato è che l'asset azionario continuerà a essere acquistato mentre il tasso fisso continuerà a essere venduto, Bund compreso.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

AGENDA

Settimana dal 6 al 12 marzo

MERCATI ED EVENTI

ORA	PAESE	DATO	PERIODO	PRECEDENTE
LUNEDÌ 6				
12.30	GB	Discorso di Hogg (BoE)		
16.00	USA	Ordinativi industriali m/m	Gen	1,3%
16.00	USA	● Ordinativi beni durevoli ex-trasport m/m finale	Gen	-0,2%
16.00	USA	● Ordinativi beni durevoli m/m finale	Gen	1,8%
21.00	USA	Discorso di Speaks (Fed)		
MARTEDÌ 7				
	GB	Dibattito e voto finale alla Camera dei Lord del D.L. per avviare iter di Brexit (7-8 marzo)		
08.00	GER	● Ordinativi industriali m/m	Gen	5,2%
10.00	ITA	PPI m/m	Gen	0,6%
10.00	ITA	PPI a/a	Gen	0,9%
11.00	EUR	● Pil t/t finale	T4	0,4%
11.00	EUR	Pil a/a finale	T4	1,7%
14.30	USA	Bilancia commerciale	Gen	-44,3 Mld\$
MERCOLEDÌ 8				
00.50	GIA	● Pil t/t ann. finale	T4	1,0%
00.50	GIA	● Pil t/t finale	T4	0,2%
07.45	FRA	Occupati non agricoli prelim	T1	0,40%
08.00	GER	● Produzione industriale m/m	Gen	-3,0%
09.00	SPA	Produzione industriale a/a	Gen	1,9%
13.30	GB	● Presentazione Budget		
14.15	USA	Nuovi occupati: stima ADP	Feb	246X1000
14.30	USA	● Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T4	1,7%
14.30	USA	Produttività (ex Agricol.) t/t ann. finale	T4	1,3%
GIOVEDÌ 9				
	EUR	● Riunione Consiglio Europeo (9-10 marzo)		
11.00	ITA	Banca d'Italia: pubblicaz. del Suppl. al Boll. Statistico: "Moneta e banche"		
13.45	EUR	● BCE annuncio tassi (previsione Intesa Sanpaolo: refi invariato a 0,0%)		
14.30	EUR	● Conferenza stampa di Draghi (BCE)		
14.30	USA	Richieste di sussidio	settim	x1000
14.30	USA	Prezzi all'import m/m	Feb	0,4%
VENERDÌ 10				
08.00	GER	Bilancia commerciale destag.	Gen	18,4 Mld €
08.45	FRA	● Produzione industriale m/m	Gen	-0,9%
10.30	GB	● Produzione industriale m/m	Gen	1,1%
10.30	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)	Gen	-2.114 Mld£
10.30	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)	Gen	-10.890 Mld£
14.30	USA	● ● Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	Feb	227X1000
14.30	USA	Salari orari m/m	Feb	0,1%
14.30	USA	● ● Tasso di disoccupazione	Feb	4,8%
DOMENICA 12				
02.00	USA	Inizio ora legale		

LEGENDA: ● importante; ●● molto importante; ds, stagionalizzata; ret, rettificata per i giorni lavorativi; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione; nds, serie grezza; 3m, media mobile di 3 termini; CPI = prezzi al consumo; HICP = prezzi al consumo armonizzati; WPI = prezzi ingrosso; PPI = prezzi alla produzione; C/A = partite correnti; PIL = prodotto interno lordo; PCE = consumi delle famiglie; Cepr EuroCOIN = vedi www.cepr.org

FONTE: a cura di Intesa Sanpaolo-Servizio Studi e ricerche

LE ASTE DEI TITOLI DI STATO

Aste dei Tesori dell'Area dell'euro (mld di €) e degli Stati Uniti (mld di \$)

PAESE	TITOLO	AMMONTARE IN EMISSIONI	REGOLAMENTO	DATA	AMMONTARE IN SCADENZA
LUNEDÌ 6					
FRA	BTF 12/13 sett. e 6,12 mesi	-	08-03-17	7,39	
USA	T-bill 13 sett.	-	09-03-17	tot bills	115
	T-bill 26 sett.	-	09-03-17		-
MARTEDÌ 7					
GER	Infl. Link.	-	09-03-17	-	
USA	T-bill 4 sett.	-	09-03-17	-	
	T-note 3 anni	-	15-03-17	-	
MERCOLEDÌ 8					
GER	Bobl 0% 04/22	4	10-03-17	14	
USA	T-notes 10 anni (riap)	-	15-03-17	-	
GIOVEDÌ 9					
USA	T-bonds 30 anni (riap)	-	15-03-17	-	
VENERDÌ 10					
ITA	BOT 12 mesi	7*	14-03-17	6,6	

(*) previsioni; (**) emissione prevista nei prossimi giorni FONTE: Intesa Sanpaolo - Direzione Studi e Ricerche

STRUMENTI PER INVESTIRE

IL GESTORE DELLA SETTIMANA

JUAN NEVADO
M&G

Gestore multi asset M&G



Juan Nevado è entrato in Ppm (oggi M&G) nel 1988 e dal 1999 fa parte del team Multi Asset guidato da Dave Fishwick. Nel gennaio 2011 è stato nominato co-gestore di M&G Episode Allocation Fund e M&G Dynamic Allocation Fund. Nel

novembre 2013 e nell'aprile 2015 Juan è stato nominato vice-gestore di M&G Income Allocation Fund e co-gestore di M&G Prudent Allocation Fund al lancio dei fondi. Aveva prima lavorato come economista specializzato in obbligazioni per Bank of Montreal e

come economista per Commodities Research Unit, società di consulenza specializzata in ricerca macro/micro sulle commodity. Ha una laurea in economia della London School of Economics (Lse) e un master in economia della Warwick University.

«Ottima governance in Bank of America»

«I valori delle banche di Usa e Regno Unito non riflettono i dati reali del comparto»

Isabella Della Valle

Qual è la sua view sulle Borse di qua e al di là dell'Atlantico?

L'Europa è uno dei nostri mercati azionari preferiti: qui troviamo valutazioni ancora interessanti anche se si è registrato un miglioramento a livello di molti indicatori economici. Questi dati in miglioramento sono passati inosservati in mezzo alle questioni politiche. Al contempo, sugli Usa abbiamo una posizione ampiamente neutrale. Ciò nasconde tuttavia un posizionamento di valore relativo che abbiamo strutturato al fine di sfruttare il significativo divario di valutazioni oggi esistente tra l'azionariato statunitense nel suo complesso e alcuni specifici settori. Abbiamo infatti una posizione corta sull'indice S&P 500 e una posizione lunga sul settore bancario, la tecnologia e il biotech.

E su quelli obbligazionari?

Nonostante un aumento dei rendimenti negli ultimi mesi, riteniamo che i titoli di Stato dei Paesi cosiddetti *mainstream* siano ancora troppo costosi. Dalla crisi finanziaria del 2007/8, i rendimenti dei titoli governativi dei mercati sviluppati sono stati quasi sempre ai minimi. Viste le attuali condizioni dell'economia, crediamo che ciò rifletta un *sentiment* di mercato eccessivamente negativo e un'attenzione sulle perdite potenziali sulla riduzione al minimo della volatilità, piuttosto che un potenziale di plusvalenze concreto. La scorsa estate abbiamo adottato una *duration* di poco negativa, con posizioni corte su alcuni mercati obbligazionari *mainstream*. Da una *duration* corta negli Usa, Giappone ed Europa durante buona parte del 2016, siamo passati a una lunga sul dollaro verso fine anno e abbiamo ridotto ulteriormente la *duration* su Regno Unito e Giappone.

Che ruolo hanno le materie prime nei vostri portafogli?

Non investiamo direttamente in materie prime perché è difficile capire quale sia il valore reale per questo tipo di *asset class*. Tuttavia, quando identifichiamo opportunità particolarmente interessanti nel settore delle *commodities*, sfruttiamo la flessibilità del nostro portafoglio per investire su tematiche legate alle materie nell'azionariato o nel credito. Un esempio: nel 2015 abbiamo aggiunto in portafoglio un paniere di obbligazio-

ni societarie del settore minerario, che ha portato valore al fondo.

Quali sono i temi che reputa vincenti per il 2017?

La migliore opportunità d'investimento oggi è l'entità del premio al rischio sull'azionariato. Dato che i rendimenti dei titoli di Stato *mainstream* sono ai minimi, le azioni non devono essere così a sconto per presentare anomalie di valutazioni da cui i fondi multi asset flessibili come il nostro possono trarre vantaggio. Oggi siamo ampiamente neutrali sull'azionariato, ma dato il posizionamento corto sui titoli di Stato *mainstream*, il nostro portafoglio è posizionato per trarre profitto dal miglioramento delle condizioni dell'economia globale. Tuttavia, è fondamentale essere selettivi: le nostre aree preferite sui mercati azionari globali sono le banche europee e americane e la tecnologia. Siamo anche positivi sul Giappone e abbiamo posizioni più contenute su alcuni mercati emergenti come Corea, Taiwan, Russia e Turchia.

Quali incognite teme di più?

I rendimenti ai minimi sui titoli di Stato *mainstream* appaiono vulnerabili e esposti a correzioni. Come gli investitori hanno constatato alla fine del 2016, nessun asset è del tutto esente dal rischio e anche i cosiddetti *"safe havens"* possono essere molto rischiosi se il punto di partenza della valutazione è costosa.

Che approccio avete ai mercati?

Per descrivere la nostra strategia diciamo spesso che è guidata dalle

valutazioni e segue un approccio comportamentale. In pratica significa che cerchiamo valutazioni convenienti in un universo d'investimento globale, ma non compriamo asset solo perché a sconto, senza guardare le ragioni. Per prima cosa, compariamo il prezzo corrente degli asset con quello che consideriamo il valore neutrale di lungo periodo per una ampia serie di asset globali; in questo modo possiamo identificare gli asset sopravvalutati o sottovalutati. Passiamo poi a esaminare in modo soggettivo le ragioni di questa differenza di prezzo; potrebbe esserci un cambiamento dei fondamentali che giustifica il movimento di prezzo. Ma se questo scostamento è dovuto invece a una reazione emotiva degli investitori rispetto a notizie ed eventi di breve termine, potremmo trovarci davanti a una buona opportunità d'investimento.

Dove sono oggi le opportunità più interessanti tra i bond?

Le nostre posizioni lunghe sull'obbligazionario governativo sono principalmente nei Paesi LatAm, in Portogallo, Polonia, Australia e Indonesia, dove troviamo valutazioni interessanti. Nel credito le nostre aree preferite sono le triple B americane, nel settore minerario e una selezione di obbligazioni *high yield*.

Come gestite le valute?

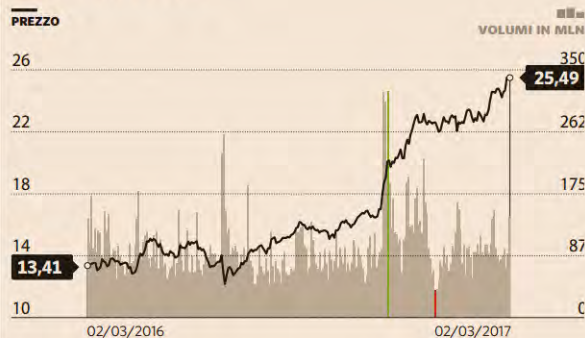
Crediamo che l'asset allocation sia il principale *driver* del rendimento e vogliamo assicurarci che l'effetto delle *call* sulle valute non offuschi le *call* più ampie sull'asset allocation. Tuttavia, la *view* sulle valute può discostarsi da quella su azionario e obbligazionario, ad esempio con l'*hedging* possiamo investire sull'azionariato di un certo Paese senza assumerne il rischio valutario. Di conseguenza, stimare il rischio valutario è una decisione indipendente.

Quali sono le società che reputa interessanti e per quali ragioni?

Sebbene seguiamo un approccio *top-down* piuttosto che selezionare singole azioni, quando individuiamo opportunità interessanti a livello settoriale creiamo panieri di titoli con caratteristiche simili per poterne trarre vantaggio. Ad esempio, crediamo che oggi il *pricing* delle banche di Stati Uniti e Regno Unito rifletta il ricordo del trauma vissuto dagli investitori nella crisi del 2008 e non i dati concreti delle società del comparto. Di conseguenza, deteniamo un paniere di azioni di banche caratterizzate da un'ottima governance, bilanci solidi, e livelli di valutazioni interessanti come JP Morgan, Wells Fargo, Citigroup, Bank of America, Bank of New York Mellon e Lloyds.

Bank of America

ANDAMENTO E VOLUMI



Il titolo Bank of America sta registrando un trend rialzista molto deciso. L'azione sta navigando sui massimi oltre i 25 dollari: i valori sono praticamente raddoppiati in poco più di sei mesi. Un movimento molto violento che prima o poi potrebbe lasciare spazio a un consolidamento anche se al momento non ci sono segnali ancora concreti. Un primo livello da monitorare è rappresentato da area 22 dollari: intorno a questo

supporto si è realizzata una breve fase di accumulazione, tra dicembre e gennaio, che ha poi lasciato spazio allo strappo delle ultime settimane. Per cominciare a ipotizzare un'inversione al ribasso, alla luce degli ultimi sviluppi, il focus si concentra intorno ai 20 euro: solo alcune sedute al di sotto di questa soglia potrebbero cominciare a indebolire seriamente il quadro grafico nel medio termine. (A cura di Andrea Gennai)

I COMPARABLE

SOCIETÀ (MLN \$)	CAPITALIZZ. AL 01/3/2017	EPS 2017	P/E 2017	P/E 2018	CONSENSUS DI MERCATO
Bank of America	255.641	1,74	14,6	12,2	Overweight
Citigroup	170.509	5,14	12,0	10,5	Overweight
JPMorgan Chase & Co.	334.336	6,55	14,3	12,5	Overweight
Wells Fargo & Company	299.606	4,18	14,3	13,0	Hold

(Eps) = utile per azione; (P/E) = rapporto prezzo su utile

Fonte: elab. Analisi Mercati Finanziari su dati Factset

Bank of America ha segnato nel quarto trimestre 2016 un utile netto in crescita del 43% a 4,7 miliardi di dollari, grazie al taglio dei costi, al miglioramento della qualità dei crediti e al calo degli accantonamenti per perdite. I ricavi complessivi sono saliti del 2,1% a 20 miliardi di dollari. Quanto alla gestione corrente, per il primo trimestre 2017 la banca stima una

crescita di circa 600 milioni di dollari del margine di interesse. Il multiplo P/E stimato per il 2017 è superiore a quello dei principali competitor quotati riportati in tabella, mentre il P/E stimato per il 2018 si posiziona in linea con il valore medio del campione. Il giudizio espresso dal consensus di mercato è in generale positivo, più conservativo per Wells Fargo & Co.

Il confronto

Andamento del titolo rispetto al mercato statunitense e all'indice di settore. Base 03/03/2014=100



FLASH

Attiva da oltre 80 anni nel risparmio gestito

M&G Investments è tra le principali società di risparmio gestito che da oltre 80 anni investe per clienti istituzionali e privati. Al 30 giugno 2016 la società gestiva asset per 307,3 miliardi di euro attraverso un'ampia gamma di strategie. La società vanta una storia di primati e innovazioni che ha segnato la storia dell'industria del risparmio gestito, a partire dal lancio nel Regno Unito del primo fondo comune europeo nel 1931. Nel 1999 entra a far parte del Gruppo Prudential Plc, uno dei maggiori operatori globali di servizi finanziari. Da 15 anni la società ha una solida presenza in Europa. In Italia M&G è presente con un team dedicato dal 2004.

STRUMENTI PER INVESTIRE

AZIONI A CONFRONTO

Hyatt e Marriott, focus su fascia alta

Le due catene mondiali dell'hotellerie vedono conti in miglioramento anche grazie ai rispettivi piani di fidelizzazione

Pagina a cura di

Analisi Mercati Finanziari

■ Niente crisi per il turismo di lusso. Una recente ricerca Bit/Bocconi ha infatti sottolineato che nel quinquennio 2011-2015 questo segmento turistico è cresciuto in media del 4,5% all'anno e si attendono ulteriori sviluppi almeno fino al 2025. Il 75% dei viaggiatori con buona capacità di spesa soggiorna in strutture alberghiere di fascia alta. Fra le catene alberghiere internazionali che dispongono di brand di lusso vi sono i due gruppi statunitensi Hyatt Hotels (con il marchio Park Hyatt) e Marriott International (con i marchi Ritz-Carlton e JW Marriott). Nell'esercizio 2016 Hyatt Hotels ha conseguito ricavi complessivi in aumento del 2,3% a 4.429 milioni di dollari e il RevPar (fatturato generato per camera disponibile) è salito del 2,5% (+2,2% a parità di strutture alberghiere, sono stati aperti 59 hotel). L'ebitda rettificato è salito del 4,7% a 785 milioni, mentre l'ebit è sceso del 7,4% a 299 per costi di gestione più elevati. Un contributo positivo (anziché negativo) delle joint-venture a patrimonio netto e un tax rate sceso dal 36,1 al 29,4% hanno però portato a un balzo dell'utile netto del 64,5% a 204 milioni. Per Marriott International il 2016 è stato un anno storico grazie all'acquisizione del "rivale" Starwood Hotels & Resorts, perfezionata il 23 settembre scorso. Ciò ha portato a un balzo dei ricavi da 14.486 a 17.072 milioni, ma l'ebit, per effetto di 368 milioni di oneri legati alla fusione, è rimasto pressoché invariato a 1.368 milioni. L'utile netto è sceso del 9,2% a 780 milioni per maggiori oneri finanziari e un tax rate in aumento dal 31,6 al 34,1 per cento.

Per l'esercizio in corso Hyatt Hotels si attende un ebitda rettificato fra 785 e 830 milioni di dollari e un utile netto di 94 - 129 milioni. Dovrebbero essere aperti circa 60 hotel. La strategia del gruppo rimane focalizzata esclusivamente sulle strutture alberghiere di fascia più alta (categorie Luxury, Upper Upscale e Upscale) e sulla fidelizzazione della clientela tramite il programma "Gold Passport". Marriott International stima per il 2017 un ebitda rettificato fra 3.075 e 3.175 milioni di dollari e un ebit di 2.335 - 2.430 milioni, a fronte rispettivamente di valori aggregati Marriott - Starwood nel 2016 pari a 2.987 e 2.221 milioni. L'eps dovrebbe essere compreso fra 3,79 e 3,97 dollari contro i 3,35 aggregati del 2016. Anche Marriott attende una crescita nel numero di camere disponibili (circa il 6%) e punta a espandere il programma di fidelizzazione della clientela "Marriott Rewards". A differenza di Hyatt, il nuovo colosso mondiale dell'hotellerie intende far leva sulla diversificazione dell'offerta, anche se circa la metà delle strutture è di livello "Upper Upscale".

© RIPRODUZIONE RISERVATA

DATI

DI MERCATO

Dati in mln di \$ al 31/12/16

FONTE: elaborazione Amf su dati società

CONSENSUS ANALISTI

Dati in %

ANALISI TECNICA

— PREZZO (sx)
 --- MM 50 GG (sx)
 --- MM 200 GG (sx)
 ■ VOLUMI (dx)
 In migliaia

ANDAMENTO PERIODICO

Dati in %

PUNTI DI FORZA

PUNTI DI DEBOLEZZA

HYATT HOTELS

www.hyatt.com

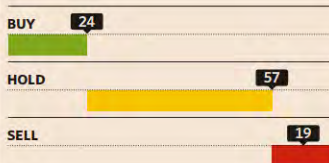
Ceo
MARK S. HOPLAMAZIAN

HYATT

Ricavi netti	4.429
Ebit	299
Risultato netto	204
Indebit. finanziario netto	986
Prezzo al 28/02/2017 (\$)	51,3
Target price (\$)	55,8
Consensus di mercato	Hold
Flottante	80,55%

Azionista principale: BAMCO Inc. (19,45%)

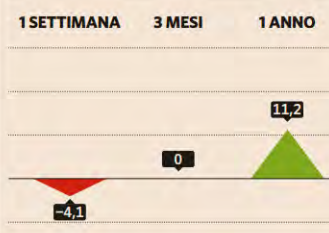
Nell'esercizio 2016 Hyatt Hotels ha visto una lieve crescita dei ricavi, ma un balzo dell'utile netto grazie a minori oneri finanziari netti ed imposte. Il livello del debito è abbastanza basso



Il giudizio sul titolo Hyatt Hotels è hold, con 5 giudizi positivi, ben 12 neutrali e 4 negativi. Il potenziale di rivalutazione dai prezzi attuali è del 9% circa.



Il titolo Hyatt ha subito una brusca correzione nelle ultime settimane, ma resta ancora in un quadro laterale-positivo di fondo. Serve un recupero di area 55 dollari per tentare nuovi allunghi (a cura di Andrea Gennai)



Se a 12 mesi il trend di Hyatt Hotels è positivo per oltre l'11%, a 3 mesi le quotazioni sono invariate e nell'ultima settimana sono scese di oltre il 4%.

- 1 Acquisita a inizio 2017 per 375 milioni di \$ Miraval Group, società leader nel settore "Wellness Resort" negli Usa, per far fronte alla crescente domanda di turismo del benessere
- 2 Il brand "Hyatt Centric", destinato all'utenza giovane di fascia Upper Upscale, si rafforzerà notevolmente entro il 2019 con l'apertura di almeno 12 nuovi hotel
- 3 Lanciato nel 2016 il nuovo brand di fascia Luxury e Upper Upscale "The Unbound Collection" che comprende edifici storici o di elevato design contemporaneo

- 1 Tra i gruppi alberghieri globali Hyatt è il più piccolo, con dimensioni decisamente inferiori a quelle dei rivali Marriott, Hilton, Intercontinental e Accor
- 2 Nel 2017 saranno sostenuti oneri per 80 milioni di dollari riferiti alla ristrutturazione di 4 hotel scarsamente remunerativi situati nel difficile mercato francese
- 3 Per l'esercizio in corso viene stimato un tax rate compreso fra il 36% e il 38%, molto più alto del dato 2016 (29,4%) che includeva benefici fiscali non ricorrenti

MARRIOTT INTERNATIONAL

www.marriott.com

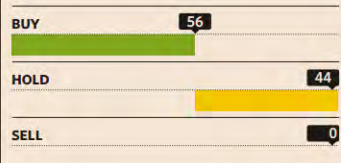
Ceo
ARNE M. SORENSON

Marriott INTERNATIONAL

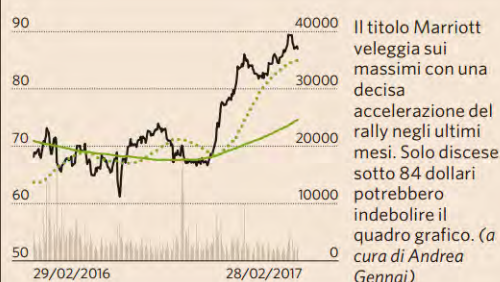
Ricavi netti	17.072
Ebit	1.368
Risultato netto	780
Indebit. finanziario netto	7.648
Prezzo al 28/02/2017 (\$)	87,0
Target price (\$)	93,3
Consensus di mercato	Overweight
Flottante	100,00%

Azionista principale: Public Company. Il maggiore azionista detiene il 6,05% del capitale sociale

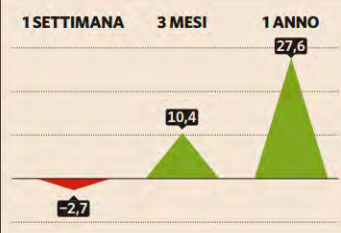
L'operazione Starwood ha portato il gruppo Marriott nel 2016 a un forte aumento dei ricavi, ma i relativi oneri hanno fatto scendere i margini. Ammontare di debito piuttosto elevato



Su Marriott il giudizio è Overweight, con 14 indicazioni positive, 11 neutrali e nessuna negativa. Il potenziale di rivalutazione dai prezzi attuali è del 7% circa.



Il titolo Marriott veleggia sui massimi con una decisa accelerazione del rally negli ultimi mesi. Solo discese sotto 84 dollari potrebbero indebolire il quadro grafico. (a cura di Andrea Gennai)



Per Marriott nell'ultimo anno il rialzo è stato di quasi il 30%, di cui circa il 10% nell'ultimo trimestre. Ribasso intorno al 3% a 7 giorni.

- 1 Grazie all'acquisizione di Starwood il gruppo si è rafforzato nel segmento Luxury con tre nuovi brand, ed intende aprire circa 30 hotel categoria Luxury nel 2017
- 2 La catena di lusso Ritz-Carlton si è aggiudicata nel 2017 ben 17 "stelle Michelin" per l'elevata qualità della cucina, di cui 4 di prima assegnazione nell'area asiatica
- 3 Il gruppo sta sviluppando proposte per la crescente domanda di turismo golfistico e ha recentemente aperto il primo Golf Resort Ritz-Carlton in Cina nell'isola di Hainan

- 1 Il gruppo risente della forte concorrenza di Airbnb sulla fascia bassa e sta sperimentando (su scala limitata) alcune suite condivise con 4 camere, soggiorno, sala e cucina
- 2 Il tasso di occupazione delle camere nell'importante area dei Caraibi e America Latina è sceso dal 66,4% al 64,3% a causa dei timori per il virus Zika
- 3 Nel 2017 il RevPAR del gruppo negli Stati Uniti dovrebbe rimanere pressoché invariato, contro una crescita media stimata del mercato alberghiero Usa del 3,7%