

# PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

ANALISI

GOVERNO D'IMPRESA

Un 2017 green nonostante Donald Trump

di Vitaliano D'Angerio

Bisognerà forse ringraziare il presidente Usa Donald Trump se è diventata ancora più diffusa nel mondo la consapevolezza del cambiamento climatico. La Cop21 di Parigi, manifestazione Onu del dicembre 2015, ha chiarito una volta per tutte l'urgenza di arginare le fonti fossili. Nel maggio dello stesso anno a scuotere le coscienze ci aveva pensato l'enciclica del Papa Laudato Sii'. Il più bravo di tutti è stato però Trump con la negazione del problema e la riapertura delle miniere di carbone americane.

La sostenibilità degli investimenti è diventato un tema centrale anche per il mondo della finanza, tanto da meritare uno spazio ad hoc nel prossimo Salone del Risparmio (vedi pagina 17). Dall'osservatorio di Plus24 possiamo segnalare che negli ultimi tre mesi vi è stato un netto aumento di comunicati e notizie sui temi della responsabilità sociale con un particolare focus sull'ambiente. Le news più interessanti arrivano dalla Francia, Paese che sta investendo tanto nella finanza etica. Da segnalare tra le notizie recenti la nuova metodologia in ambito carbon footprint (impronta di carbone) elaborata da Ossiam, società specializzata in Etf del gruppo Natixis: Bruno Monnier e Carmine De Franco, due componenti del team di ricerca quantitativa, hanno studiato un metodo che consente di prendere in considerazione una serie di nuove variabili per dare maggior precisione al calcolo dell'impronta.

C'è poi chi mette in guardia dall'innamoramento per tali tematiche. È Bertrand Gacon, responsabile dell'Impact Office della casa d'investimento svizzera Lombard Odier. In particolare Gacon evidenzia la crescita del mercato dei green bond e l'adozione dei «Principles», uno standard stabilito nel 2014 e usato dalla gran parte degli emittenti. Il protocollo serve a garantire gli investitori sul fatto che tali obbligazioni sono veramente green. Gacon rileva però che alcuni bond legati al clima non usano questi standard che richiedono determinati monitoraggi e report. Occhio dunque al verde annacquato. I furbi sono ovunque.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Anche per le Pmi la sfida della corretta governance

Le banche e le agenzie di rating guardano alle forme di governo societario adottato per valutare le imprese

Antonio Criscione

«Quando entrai nella banca fondata da mio nonno, le banche di famiglia erano 184. Oggi sono 8». Il segreto (o uno dei segreti) del successo? Aver creduto fin da subito nel vantaggio di una corretta governance. La data di ingresso di Maurizio Sella nell'omonimo istituto, come ha ricordato lui stesso ad un recente convegno di Nedcommunity, l'associazione di amministratori indipendenti, cadeva nell'anno 1966. Una delle difficoltà che si prospetta in genere quando si parla di corporate governance in relazione alle piccole e medie imprese è quella del costo. Però i vantaggi alla lunga possono valere la spesa, come illustra l'esempio di Sella.

La questione della governance è importante anche dal punto della raccolta di capitali. Anche da questo punto di vista Sella spiega: «Alla nostra banca interessa molto la governance di una società. E forse sarà anche per questo che abbiamo Npl (crediti deteriorati, ndr) minori di altre banche». Un altro punto importante toccato da

Sella riguarda i rapporti tra interessi delle famiglie (proprietarie delle pmi) e quelli delle imprese. «Non è corretto pensare a forme di bilanciamento tra interessi della famiglia e quelli dell'azienda. Occorre pensare agli interessi dell'impresa, anche perché se l'azienda va male, e questo l'ho visto tante volte nella mia esperienza, anche la famiglia evapora».

La presidente di Nedcommunity, Paola Schwizer, afferma: «Il nostro sistema economico è improntato sulla massiccia presenza di Pmi e quindi sono queste ultime a rappresentare un grosso potenziale per la crescita economica. Ma è necessario che la crescita sia duratura, basata su una strategia credibile e su un solido sistema di monitoraggio dei rischi. La governance può essere un modo per indirizzare i piani aziendali verso la crescita e dare a quest'ultima credibilità». Un prospetto che secondo la professoressa Schwizer: «Prescinde dall'evoluzione della famiglia. Va visto però non come l'ennesimo vincolo burocratico o obbligo. Per questo abbiamo elaborato un vademecum per un buon governo dell'impresa basato su principi da adattare alle singole realtà, non su "standard". Intanto questo può garantire un miglioramento del governo dell'impresa che può portare, attraverso una maggiore trasparenza verso l'esterno, ad accedere a fonti di finanziamento anche a costi minori. Come hanno spiegato da Crif, la presenza di

### LE COORDINATE PER LE IMPRESE

#### UN VADEMECUM IN 11 PUNTI

Nedcommunity ha presentato un vademecum in 11 punti per la governance delle Pmi (nella grafica in basso ne sono stati omissi alcuni, ma sul sito di Plus24 è possibile trovare l'intero vademecum). Nedcommunity è una associazione che raggruppa circa 500 consiglieri indipendenti e non esecutivi di società

#### LA PLATEA DI RIFERIMENTO

Il documento ricorda che il 99,4% delle aziende italiane, non supera i 50 addetti ma rappresenta il motore economico del Paese producendo il 51,9% del valore aggiunto totale italiano. «Naturale quindi pensare che un buon governo societario non debba essere prerogativa esclusiva delle grandi società per azioni. Anche per le piccole realtà produttive, infatti, una buona governance ha effetti positivi. Per esempio, aiuta a presentarsi al sistema bancario in una veste maggiormente credibile favorendo l'accesso al credito»

una buona governance non aumenta il rating delle imprese, la sua assenza sicuramente lo peggiora».

È vero che per le Pmi si pongono italiane si pongono delle problematiche aggiuntive, rispetto a un modello, quello della governance, nato in ambiente anglosassone. A spiegarlo Alberto Baban, presidente Piccola industria Confindustria e vice presidente degli industriali. «Le nostre piccole imprese spesso sono B2B, sono più "fabbriche" che non aziende, il primo passaggio per loro è proprio quello di un passaggio dalla fabbrica all'azienda». Ma le difficoltà non si esauriscono a questo punto. È Marcello Bianchi, vicedirettore generale di Assonime e tra i maggiori esperti di governance nel nostro Paese, che spiega: «È difficile trovare un soggetto che curi la constituency di un codice di autoregolamentazione per le Pmi e poi vigili sulla sua applicazione». Anche tra le imprese quotate, segnala Bianchi, nei rapporti che danno conto dello stato di attuazione sia delle norme di autodisciplina (rapporto Assonime), sia delle norme vincolanti di fonte legislativa (rapporto Consob), le grandi imprese fanno sempre più la figura di essere più in regola. La questione è che per le piccole le forme previste per le più grandi diventa costosa. La soluzione - sostenuta da più parti - è quella forme di autodisciplina adeguate alle dimensioni delle imprese.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

### SELEZIONE DEI PUNTI DEL VADEMECUM DI NEDCOMMUNITY

#### 1. La governance a tutela delle minoranze

I soci istituiscono un quadro istituzionale e di governance adeguato all'impresa che tenga in debito conto anche gli interessi degli eventuali soci di minoranza.

#### 2. Codice etico

L'impresa si dota di un codice etico e di comportamento nel quale sono espresse le caratteristiche dell'ambiente interno, tenendo conto dei valori fondanti. Gli organi sociali e il capo azienda sono forti promotori dei contenuti del codice etico, sia dando il miglior buon esempio, sia promuovendone la diffusione e l'adozione all'interno dell'impresa.

#### 3. Advisory board al posto del cda

L'impresa, nei casi in cui i soci non ritengano di dare forma a un cda, costituisce un advisory board, non un vero e proprio organo sociale che esprime scelte vincolanti, ma che

svolga un fondamentale ruolo di indirizzo. L'azienda può anche ricorrere ad advisor esterni, soprattutto in presenza di una leadership forte.

#### 5. I compiti del cda/advisory board

Il consiglio di amministrazione/advisory board (con i differenti profili di poteri/responsabilità ad essi associati) supporta il capo azienda nella definizione del codice etico e delle strategie aziendali, con l'obiettivo della creazione di valore per gli Stakeholder nel medio-lungo termine; nell'analisi, definizione e monitoraggio dei principali rischi dell'impresa; nella valutazione dei risultati e nel monitoraggio e nel contenimento delle eventuali situazioni di conflitto di interessi con i soci e il capo azienda.

#### 7. Il controllo dei rischi è essenziale

Gli organi sociali e il capo azienda

hanno chiara consapevolezza dell'importanza di dotare l'impresa di un adeguato sistema di controllo. L'organo di controllo è composto idealmente da soggetti indipendenti e autorevoli e deve: a. prevedere controlli di primo livello e una sintetica formalizzazione della loro struttura; b. fondarli sui principi di segregation of duties (separazione delle responsabilità), accountability (chiara attribuzione delle responsabilità), tracciabilità dei dati e delle informazioni; c. includere un sistema di controllo di gestione che permetta al capo azienda e agli organi sociali di ricevere un'informazione sistematica e tempestiva dei KPI (indicatori chiave di prestazione che monitora l'andamento di un processo aziendale) rilevanti; d. imporre al capo azienda di presentare, su base almeno trimestrale, una sistematica e sintetica informativa consuntiva economica, patrimoniale e finanziaria agli organi sociali.

#### 8. Il controllo ha un valore strategico

Anche nei casi di non obbligatorietà, è preferibilmente istituito l'organo di controllo, in una delle forme previste dalle norme di riferimento dell'impresa.

#### 9. Giusto compenso

Per essere efficaci, i livelli di remunerazione dei membri degli organi sociali devono attirare, trattenere e motivare persone della qualità necessaria all'impresa.

#### 10. Pianificare la successione

I soci promuovono un'adeguata pianificazione della successione del capo azienda dell'impresa: l'adozione o l'introduzione di un piano di successione, in via preventiva rispetto alle necessità, aiuta ad assicurare la stabilità dell'impresa e la sua conduzione. Si pensi che secondo una stima dell'Unione europea, il 30% delle imprese familiari non supera il successivo passaggio generazionale.

## PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

## PARADISI VECCHI E NUOVI

## Il rischio Brexit sul riciclaggio globale

L'uscita dell'Inghilterra dall'Ue e il potenziale dumping normativo della Gran Bretagna e del Commonwealth

Stefano Elli

Hanno sempre funzionato a pieno regime. A dispetto delle quattro direttive anticiclaggio emanate dalla Ue (l'ultima dovrà essere recepita entro il giugno 2017) a dispetto dei continui moniti dei vari organismi internazionali (Gafi, Ocse, Moneyval). I paradisi fiscali legati al governo di Sua Maestà britannica hanno continuato imperterriti a cubare denaro di incerta provenienza, fornendo teste di legno, società anonime, caselle postali e, soprattutto, segretezza. Ma senza allontanarli troppo, anche Londra appare un luogo privilegiato e gettonatissimo da chi vuole accumulare ingenti risorse senza figurare in prima persona. Non c'è inchiesta italiana sul *white collar crime* che non veda coinvolte pattuglie di società britanniche dalla proprietà oscurata.

E questo è accaduto fino a questo momento: cioè con la Gran Bretagna membro effettivo dell'Unione Europea. E poi? Quando ne sarà uscita? Quando si sarà sottratta ai vincoli imposti dalla partecipazione alla Comunità?

Il rischio concreto è che a fronte di una migrazione in territori comunitari delle maggiori insegne bancarie britanniche, per nulla in-

tenzionate a perdere quote di mercato nel *business* del risparmio gestito, sulla piazza di Londra si concentrino operazioni e operatori sottratti a ogni tipo di controllo. Che il problema sia serissimo lo testimonia, per fare un solo esempio, il venir meno dell'obbligo, in capo all'Uk, di recepire le norme europee. «La quarta direttiva anticiclaggio - spiega Fabrizio Vedana, vicedirettore generale di Unione Fiduciaria - prevede, per gli intermediari comunitari l'obbligo di istituire e alimentare il registro dei titolari effettivi delle società e dei *trust*. Del tutto evidente che l'uscita della Gran Bretagna dalla Ue fa cadere sul nascere ogni ragionamento sul punto». Rischio potenziale? Nessun obbligo a carico del-

le società britanniche e prevedibile migrazione di massa verso Londra di soggetti a rischio riciclaggio. Il secondo problema è di natura fiscale. A spiegarlo è di nuovo Vedana: «La direttiva Ue 107 del 2014 è stata recepita dall'Italia dalla legge 95 del 2015: si chiama *Common reporting standard*. Che cosa prevede? Che gli intermediari finanziari comunitari comunichino subito alle rispettive amministrazioni fiscali i dati di cittadini stranieri che aprano rapporti economici (conti correnti e altro) sul loro territorio. Le amministrazioni fiscali, dal canto loro, allertano in automatico i loro omologhi nei Paesi di provenienza dei cittadini stranieri». Nel dopo Brexit non vi sarà alcun obbligo di comunicare alcunché a chicchessia. Rischio potenziale? Afflusso di massa a Londra di capitali in evasione fiscale. «Di certo la fama di "tane" sicure, con il venire meno della copertura della sicura Svizzera e di San Marino, fiaccate dal combinato disposto dei tre scudi fiscali e della *voluntary disclosure*, rende indispensabile alle organizzazioni criminali la ricerca di basi sicure dove potere appoggiare il denaro, metterlo al riparo e reimpiegarlo - spiega Gian Gaetano Bellavia, commercialista e consulente tecnico di molte procure della Repubblica -. Quello britannico è un sistema tradizionalmente efficiente, radicato, ramificato, ben collegato e socialmente accettato. Assolutamente perfetto per i riciclatori di tutto il mondo che già da tempo lo stanno utilizzando a prescindere dalla Brexit. Figuriamoci dopo».



La City di Londra

## Paradisi fiscali e penali del Commonwealth

## AFRICA

- Benin
- Guinea equatoriale
- Mauritius
- Sao tome and prince

## OCEANIA

- Isole Marshall
- Tuvalu

## EUROPA

- Cipro
- Gibilterra
- Guernsey
- Isle of man
- Jersey
- Malta

## AMERICA SETTENTRIONALE

- Antigua e Barbuda
- Bahamas
- Barbados
- Belize
- Dominica
- Grenada Guyana
- Isole Cayman
- Saint Kitts and Nevis
- Saint Vincent and the Grenadines
- Santa Lucia

## AMERICA MERIDIONALE

- Aruba
- Trinidad and Tobago

## ASIA

- Brunei

## COME È NATA LA CRISI DI ALCUNE BANCHE POPOLARI

## I SEGNALI DA COGLIERE

Ripercorrere la storia negativa di diverse banche popolari italiane per cogliere in tempo i segnali di crisi, che si possono leggere nei numeri e nei comportamenti del vertice. «Banche impopolari» di Andrea Greco e Franco Vanni (Mondadori) descrive l'involutione della Popolare dell'Etruria fino alle popolari venete dal punto di vista delle centinaia di migliaia di risparmiatori che hanno perso il loro denaro e che faticano a riaverne almeno una parte. Una storia amara che, purtroppo, insegna molto.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Entra nel vivo la gestione degli Npl delle banche

Dopo le linee guida della Bce, istituti alle prese con le novità

Marcello Frisone

Entra nel "vivo" all'interno delle banche italiane la gestione degli Npl (Non performing loan, cioè i crediti deteriorati), dopo le linee guida emanate dalla Bce (Banca centrale europea) il 20 marzo scorso con l'obiettivo di smaltire nella maniera più efficace il fardello di quasi mille miliardi di Npl nell'intera area euro.

Diversi istituti del nostro Paese, infatti, hanno già provveduto ad adottare formalmente le strategie di gestione previste dalle linee guida (danno indicazioni, per esempio, dal numero di telefonate da fare ai debitori per recuperare i crediti, all'indicazione della "giusta" governance per l'efficace gestione degli Npl) e le stanno in queste ore comunicando alla Bce. Altre, invece, le hanno in agenda all'ordine del gior-

no dei rispettivi organi amministrativi. Di fatto, stanno costituendo (o dovranno costituire) una "Npl Unit dedicata" che avrà una notevole importanza nella gerarchia delle funzioni in banca e che riporterà direttamente all'organo amministrativo. Insomma, questo "upgrade" della funzione di gestione dei Npl all'interno dell'intermediario bancario è una grande novità che a cascata ne vede declinate altre di carattere organizzativo ma soprattutto culturale.

La gestione del credito deteriorato, fino a oggi negletta nella scala delle funzioni vitali della banca, diventa ufficialmente "core", riporta al Ceo (l'amministratore delegato) ed è messa al centro di un sistema di carattere previsionale, gestionale e di controllo.

## LE PECULIARITÀ

Ci sono una serie di aspetti che rendono peculiari queste linee guida. Con questo "manuale" della buona gestione degli Npl, la Bce ha espressamente inteso inaugurare una fase caratterizzata da un dialogo e un confron-

to costante con le banche sottoposte a vigilanza, fondato sui principi di proporzionalità e rilevanza del problema Npl; tarando le aspettative a seconda dei casi che la Bce sa essere diversi tra loro. Non una ricetta unica e valida per tutti i "malati", dunque, ma prescrizioni ad hoc e dosaggi diversi in base a quanto progredita è la malattia. «Non si opera soltanto un distinguo tra le varie banche - spiega Christian Faggella, managing partner de La Scala studio legale - ma viene affermato anche il criterio della diversificazione declinata in molti aspetti: differenziazione delle strategie di gestione degli Npl, mix di azioni da intraprendere, clusterizzazione e segmentazione dei portafogli e, infine, anche una diversificazione dell'asse temporale di esecuzione delle strategie, breve medio e lungo termine».

## LE "FUNZIONI" COINVOLTE

Le banche si dovranno adeguare, soprattutto quelle italiane visto che dei mille miliardi di Npl dell'area euro il Belpaese contribuisce per il 20%. «L'istituto di

credito - continua Faggella - dovrà essere dialogante con tutte le altre funzioni: erogazione crediti, compliance, risk, auditing. La cosa che mi pare destinata ad avere notevoli impatti operativi è il fatto che le banche necessitano di essere corroborate di competenze specifiche e verticali (non soltanto legali ma anche di controllo di gestione, ingegnerizzazione di processi, real estate, eccetera) e dotate di infrastrutture tecnologiche che comportano investimenti ingenti». A quanto risulta soltanto in parte ciò potrà (e dovrà) essere fatto internamente ma in gran parte bisognerà ricorrere a *servicer* dotati di competenze adeguate e strutturati per far fronte a esigenze sofisticate e quantitativamente elevate. «Il mercato - conclude Faggella - vedrà senz'altro una stagione di operazioni di cessione (molte operazioni - anche di grandi dimensioni - sono attualmente in fase di due diligence) perché ciò è previsto e non possono mancare all'appuntamento».

marcello.frisone@ilssole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## IL VADEMECUM SUI CREDITI DETERIORATI

## LE LINEE BCE

La Banca centrale europea (Bce), al termine della consultazione pubblica lanciata nel settembre 2016, ha pubblicato il 20 marzo 2017 la versione finale delle proprie «Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (Npl)».

## L'OBIETTIVO

Lo scopo del documento è quello di introdurre un quadro d'azione armonizzato a livello europeo in ambito di gestione dei crediti deteriorati (Npl), volto a «ridurre in modo sostenibile gli Npl all'interno dei bilanci bancari con benefici all'economia in una prospettiva sia micro che macroprudenziale».

## LE CARATTERISTICHE

Le linee guida hanno carattere programmatico e di indirizzo e non costituiscono un corpus di regole vincolanti. Indicano i risultati da raggiungere ma non entrano troppo nello specifico. Nonostante ciò, la Bce si aspetta da parte delle banche interessate piena collaborazione e adesione ricordando che alcuni impegni potranno essere resi vincolanti su base individuale nell'ambito del procedimento di Supervisory review and evaluation process (Srep).

## RISCHI IN CHIARO

# Bond Credito Valtellinese, il rischio (a breve) è basso

Il titolo senior che scade nel 2019 ha oggi soltanto l'8% di probabilità di ottenere una perdita

Marcello Frisone

Il rischio che grava sul bond del Credito Valtellinese è basso sia perché è un titolo senior (ha cioè "priorità" di rimborso in caso di default della banca), sia perché la scadenza è tra poco tempo (30 mesi). È questa la caratteristica dell'obbligazione acquistata dal lettore di «Plus24» che chiede lumi sui rischi che corre per l'investimento fatto nell'ottobre del 2016.

## IL BOND CREDITO VALTELLINESE

L'obbligazione senior (cioè quella "semplice", anch'essa assieme ai subordinati a tutti gli effetti sotto il regime del bail-in ormai in vigore dal gennaio dell'anno scorso) prevede il pagamento di cedole semestrali al tasso fisso dell'1,50% per tutta la durata del prestito (la prima cedola verrà pagata il 14 maggio, tra poco più di un mese). Il titolo è scambiato sul sistema multilaterale di negoziazione Hi-Mtf (mercato order driven, come lo è per esempio il mercato telematico ordinario), cioè un circuito parallelo ai mercati regolamenta-

ti dove sono quotate numerose obbligazioni di banche popolari. Per questo titolo la liquidità è comunque limitata e potrebbe essere complicato vendere quantitativi elevati. La dimostrazione di ciò è data dal fatto che gli scambi realizzati nello scorso marzo sono stati di 460mila euro di nozionale (soltanto 12 contrattazioni).

## GLI SCENARI DI PROBABILITÀ

«Questo bond - fanno sapere da Consultique - ha una probabilità del 7,83% di perdere circa 58 euro su 100 iniziali (valore di recupero circa 41,75 euro) e del 92,17% dei casi può consentire un guadagno interessante dato da un rimborso atteso di 104,35 euro su 100 iniziali. Questi scenari di probabilità sono coerenti col prezzo rilevato sul mercato. La scadenza ravvicinata (due anni e mezzo) e la seniority

elevata - concludono gli analisti veronesi - consentono di definire per questa obbligazione una rischioosità bassa».

## LA SITUAZIONE DELLA BANCA

Le notizie riferite al Credito Valtellinese continuano a non essere particolarmente buone. Il bilancio del 2016 è stato chiuso in perdita per 333 milioni di euro con un risultato netto della gestione operativa in calo rispetto all'anno precedente. Continua l'attuazione del piano strategico con la cessione di Npl (Non performing loan, cioè crediti deteriorati) e la chiusura di 40 filiali per attuare risparmi operativi. Negli ultimi giorni è arrivata anche la comunicazione dell'agenzia di rating Fitch che ha messo sotto osservazione l'istituto di credito per una possibile revisione al ribasso del rating che attualmente è di BB.

La banca, comunque, rispetta i limiti di capitalizzazione imposti dalle autorità di vigilanza anche se sul Total capital ratio i margini non sono molto ampi (Cet 1 del 13,02% contro una richiesta della Bce dell'11,25%). Non vi sono pertanto immediate preoccupazioni sulla tenuta patrimoniale dell'istituto di credito valtellinese ma non è possibile escludere che la necessità di rettifiche possano incidere sugli utili degli anni futuri e di conseguenza sulla situazione patrimoniale.

marcello.frisone@ilssole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Le probabilità di perdere e di guadagnare

Attuale profilo di rischio, che emerge con gli scenari probabilistici, del bond emesso dal Credito Valtellinese nell'ottobre 2016

### IL QUESITO DEL LETTORE

Ho acquistato nell'ottobre del 2016 l'obbligazione del Credito Valtellinese (Isin IT0005217416) in scadenza nel novembre del 2019. Mi sono fidato di chi me l'ha suggerito: è per caso un bond subordinato? Che rischi corro, visto che ha scadenza tra oltre due anni?

### LETTERA FIRMATA (VIA E-MAIL)

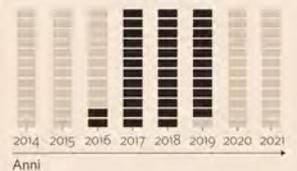
✉ SCRIVI A PLUS24

I lettori possono inviare i loro quesiti, con lo strumento finanziario da analizzare, specificando nell'oggetto «Rischi in chiaro» all'indirizzo e-mail plus@ilssole24ore.com

### CARATTERISTICHE DELL'EMISSIONE

Subordinato Tier II  
Codice Isin: IT0005217416  
Cedole Semestrali 1,50%

Emessa ottobre 2016 Scadenza novembre 2019

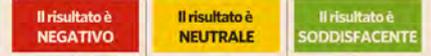


Valore all'emissione: 100  
Valore attuale (4 aprile): 98,85  
Cedole pagate finora: 0,00 €

### SCENARI PROBABILISTICI

Investimento iniziale pari a 100 euro

#### EVENTI



#### PROBABILITÀ EVENTI

RISULTATO NETTO A SCADENZA\*  
valori medi



#### GRADO DI RISCHIO



Per gli scenari probabilistici i calcoli fanno riferimento alla situazione di mercato corrente e non a quella relativa all'epoca dell'emissione.

(\*) I risultati a scadenza degli scenari probabilistici non comprendono le cedole già pagate dal bond.

FONTE: elaborazione Consultique sui dati Bloomberg

Nordea  
ASSET MANAGEMENT

## Soluzioni Multi-Asset. L'esperienza fa la differenza.

Il panorama d'investimento, sempre più complesso, richiede una **conoscenza approfondita** dei mercati e dei rischi. Elaborare strategie incentrate sull'utilizzo dei **premi al rischio** per creare portafogli con un approccio ad obiettivo, è un'arte.

Da **oltre 10 anni** il team Multi Assets di Nordea sviluppa soluzioni di investimento con molteplici profili di **rischio/rendimento** per fornire performance consistenti nel tempo.

In Nordea siamo convinti che **l'esperienza faccia la differenza**.

Nordea 1 - Flexible Fixed Income Fund LU0915365364, BP-EUR Nordea 1 - Flexible Fixed Income Plus Fund LU0634509953, BP-EUR  
Nordea 1 - Stable Return Fund LU0227384020, BP-EUR Nordea 1 - Multi-Asset Fund LU0445386369, BP-EUR Nordea 1 - Alpha 15 LU0607983896, BP-EUR

nordea.it/soluzionimultiasset.lesperienzafaladifferenza - nordeafunds@nordea.lu



I comparti citati fanno parte di Nordea 1, SICAV, una società di investimento a capitale variabile (Société d'Investissement à Capital Variable) con sede in Lussemburgo, costituita validamente ed in esistenza in conformità alle leggi in vigore in Lussemburgo e alla direttiva n. 2009/65/CE del 13 luglio 2009. Il presente documento contiene materiale pubblicitario e potrebbe non fornire tutte le informazioni rilevanti in merito ai fondi presentati. Gli investimenti riguardano i fondi Nordea devono essere effettuati sulla base del prospetto informativo e del documento di informazioni chiave per gli investitori, che sono disponibili sul sito internet www.nordea.it, insieme alle relazioni semestrali e annuali, e ad ogni altra documentazione d'offerta. Tale documentazione, sia in inglese che nella lingua locale del mercato in cui la SICAV indicata è autorizzata per la distribuzione, è anche disponibile senza costi presso Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Lussemburgo, e in Italia, presso i Soggetti collocatori. L'elenco aggiornato dei Soggetti collocatori, raggruppati per categorie omogenee, è messo a disposizione del pubblico presso gli stessi Soggetti collocatori, presso le filiali capoluogo di regione di State Street Bank S.p.A., BNP Paribas Securities Services, Banca Sella Holding S.p.A., Banca Monte dei Paschi di Siena, Allfunds Bank S.A., Succursale de Milan, Société Générale Securities Services S.p.A. e sul sito www.nordea.it. Il prospetto ed il documento di informazioni chiave per gli investitori sono stati depositati presso gli archivi Consob. Prima dell'adesione leggere il prospetto informativo. Eventuali richieste di informazioni potranno essere inviate ai Soggetti collocatori. Gli investimenti in strumenti derivati e le operazioni in valuta estera possono essere soggette a significative fluttuazioni e di conseguenza possono influenzare il valore di un investimento. Gli investimenti in mercati emergenti comportano un maggiore elemento di rischio. Come conseguenza della politica di investimento il valore delle azioni non è assicurato e può fluttuare ampiamente. Per ulteriori dettagli sui rischi di investimento associati a questo/i fondo/i, si rimanda al documento di informazioni chiave per gli investitori, disponibile come sopra descritto. Nordea Investment Funds S.A. pubblica esclusivamente informazioni relative ai prodotti e non fornisce alcuna raccomandazione d'investimento. Pubblicato da Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Luxembourg, che è autorizzata dalla Commission de Surveillance de Secteur Financier (CSSF) autorità lussemburghese di sorveglianza dei mercati finanziari. Per ulteriori informazioni, La preghiamo di contattare il Suo consulente finanziario. Egli potrà consigliarLa in maniera imparziale sui fondi di Nordea Investment Funds S.A. Fonte (se non indicato diversamente): Nordea Investment Funds S.A. Laddove non diversamente indicato, tutte le considerazioni espresse appartengono a Nordea Investment Funds S.A. È vietata la riproduzione e la circolazione di questo documento senza previa autorizzazione. I riferimenti a società o altre tipologie di investimento contenuti all'interno del presente documento non costituiscono sollecitazione alla compravendita di tali investimenti, ma hanno scopo illustrativo. Il livello delle agevolazioni e incrementi fiscali dipenderà dalle circostanze di ogni individuo ed è soggetto a variazione nel futuro.



**BASE  
INVESTMENTS  
SICAV**

## Il buon senso è alla BASE dei nostri rendimenti



**Performance annuale**  
31.12.2015 - 31.12.2016  
**3.36%**

**Performance 5 anni**  
31.12.2011 - 31.12.2016  
**49.22%**

**Performance 5 anni annualizzata**  
31.12.2011 - 31.12.2016  
**8.32%**

[www.basesicav.lu](http://www.basesicav.lu)



La performance sopra esposta si riferisce al comparto Bonds Value con ISIN LU0133519883. E' disponibile anche una classe nel segmento ETF PLUS di Borsa Italiana: ISIN LU1242466289. La SICAV e il comparto BONDS VALUE sono registrati in Italia per la distribuzione al pubblico. Informazioni sono fornite nel Prospetto e nel KIID, disponibili in lingua italiana e depositati presso la Consob. Il Prospetto, il KIID, lo Statuto e le Relazioni finanziarie sono disponibili, gratuitamente, sul sito [www.basesicav.it](http://www.basesicav.it) e presso i collocatori, il cui elenco aggiornato è disponibile presso i collocatori stessi, i soggetti incaricati dei pagamenti e sul sito [www.basesicav.it](http://www.basesicav.it). **Prima della sottoscrizione, leggere il Prospetto e il KIID.** Il grafico (dividendi reinvestiti) espone la performance del comparto (linea azzurra) per il periodo 01.2009 - 01.2017 paragonata alla performance nello stesso periodo del benchmark di riferimento (linea bianca), composto per l'80% dal Citigroup EUROBIG All e per il 20% dal JPM CASH EURO 03 MONTHS. I rendimenti rappresentati nel grafico sono calcolati in Euro. Se la valuta differisce dalla vostra moneta di riferimento, il rendimento può crescere o diminuire a seguito delle oscillazioni del cambio. La performance del comparto nel 2016 è stata 3.36%. **I rendimenti passati non sono indicativi di quelli attuali o futuri. I rendimenti sono esposti al lordo degli oneri fiscali.** In Italia la SICAV è collocata da SEMPIONE SIM SpA.

SOLDI  
IN TESTAMarco  
lo Conte

## Gli struzzi e gli eccessi informativi

L' eccesso di informazione è un deterrente per la conoscenza. I prospetti informativi (si veda l'editoriale in prima pagina) dei prodotti finanziari da oltre 150 pagine non vengono letti da nessuno se non dagli uffici delle Sgr che li emettono e dal funzionario Consob che ne segue l'autorizzazione: solo un'esigua minoranza di chi li consiglia e chi li sottoscrive si arrischia alla lettura per tentare la via della scelta consapevole. Gli altri si fidano. Per ciò su queste pagine cerchiamo di rendere davvero fruibili le indicazioni sui prodotti finanziari. Il tema non riguarda solo la finanza. Prendete la recente polemica sull'etichettatura "a semaforo" degli alimenti in alcuni paesi europei: l'iniziativa, nata con le migliori intenzioni, è finita nell'eccesso opposto a quella finanziaria indicata ora e alcuni alimenti finiscono inevitabilmente nella lista dei prodotti da semaforo rosso. La ragione? I semafori indicano la concentrazione di sostanze potenzialmente dannose per la salute - sale, grassi e zuccheri - per 100 grammi, senza specificare ovviamente che la dose media di parmigiano reggiano o di olio consumato a condimento di un piatto di pasta non è di più di 10 grammi circa. Non considerando le dosi, l'etichettatura a semaforo fornisce informazioni per lo meno inefficaci. Non a caso nutrizionisti e rappresentanti dell'industria alimentare italiana protestano contro l'adozione in paesi come Francia e Gran Bretagna di questi criteri che, applicati ai prodotti italiani, li metterebbero alla gogna. Il tema serio è quello dell'educazione alle scelte, sia in campo alimentare che finanziario, che sanitario, che sessuale. In una democrazia liberale il cittadino deve essere libero di scegliere all'interno di regole su cui vigila (davvero) lo Stato e soprattutto dopo essere stato educato alle scelte. Responsabilità che Governo e Parlamento non sembrano voler interpretare in modo pieno. Probabilmente 50 anni di paternalismo democristiano - per non parlare della Seconda Repubblica e dei suoi conflitti di interesse - hanno scottato politica e cittadini. Ma è necessario fare i conti con la propria storia e con le esigenze presenti, se non si vuole tenere la testa sotto la sabbia.

 @loconte63

 RIPRODUZIONE RISERVATA

# La notifica diventa europea

La riforma del Codice Urbani farà entrare l'arte italiana nel sistema internazionale restituendole valore

Marilena Pirrelli

■ Ferma alla legge Bottai del 1939, nella sostanza confermata dal Codice dei Beni culturali nel 2004, la legge sulla tutela dei beni culturali in Italia è storica, con un impianto protezionistico sui beni culturali privati non vincolati. Ma all'epoca di Bottai ce n'era ben donde. Ora la riforma della libera circolazione internazionale delle opere d'arte e dei beni culturali voluta dal ministro dei beni culturali Dario Franceschini - inserita nel Ddl Concorrenza all'esame del Senato il prossimo 18 aprile - fa entrare l'Italia in Europa. L'articolo 53 del disegno di legge modifica l'articolo 68 del Codice Urbani che disciplina l'attestato di libera circolazione e il diniego (notifica art.14), razionalizzando la norma e allineandola a quanto avviene in tutta Europa.

## L'ITER DI UN ANNO

«Il testo - ha spiega Franceschini in una lettera a *Repubblica* - frutto del lavoro di Parlamento, Governo e associazioni, affronta gli annosi problemi del ritardo delle procedure, non (solo) imputabile alla carenza di personale, e della frequente eterogeneità nelle decisioni sull'autorizzazione all'esportazione di opere d'arte». I 19 uffici doganali distribuiti su tutto il territorio italiano hanno sinora interpretato in modo differente l'applicazione della legge, con maglie più o meno strette

nel ricorso al diniego all'esportazione. «Anche con la nuova disciplina nessun bene vincolato potrà uscire in via definitiva dal Paese né potranno uscire le opere incluse nelle collezioni dei musei - ribadisce Franceschini -, le novità riguardano solo le opere di proprietà privata non vincolate. Per favorire la circolazione dell'arte contemporanea, la soglia temporale per il vincolo è portata a 70 anni (per le norme Ue sono 100 anni) mantenendo la possibilità di vincolare anche le opere di oltre 50 anni di autore non più vivente, se d'interesse eccezionale per il nostro patrimonio. E resta comunque necessaria l'autorizzazione per esportare dall'Italia opere non vincolate, di oltre 70 anni e di autore non più vivente».

## GLI ALLARMI

Insomma la riforma non svende il patrimonio culturale italiano privato e non si rischia che "lo Stato lo ceda al mercato internazionale" perché verrebbe, in caso di rilevante interesse, bloccato alla frontiera. E i 70 anni sono un periodo congruo adottato lo scorso anno dal Parlamento tedesco per normare la libera circolazione dell'arte in Europa. Sicuramente le voci allarmate levatesi contro la riforma dovrebbero più interrogarsi sull'uscita clandestina delle opere che non di quella autorizzata dagli uffici doganali. Inoltre, come già nella precedente norma, la riforma semplifica la procedura attraverso l'autocertificazione. «La norma conferma l'uso dell'autocertificazione, che non implica un automatico nulla osta, né è un silenzio assenso; l'amministrazione potrà sempre pronunciarsi, in ogni caso, per le dichiarazioni mendaci o per sanzioni penali» ricorda il ministro. Anche gli altri paesi europei prevedono l'autocertificazione che non risulta un escamotage per beffare la pubblica amministrazione ed esportare proditoria-



Dario Franceschini Firma la riforma

mente il patrimonio. Tranne se si coltiva il dubbio che gli italiani siano più disonesti di altri popoli e, in particolare, i collezionisti e gli operatori del mondo dell'arte, che altresì sono solitamente i prestatori dei musei.

## IL VALORE DELL'ARTE

Con la riforma finalmente si introdurranno le soglie di valore anche in Italia come in Europa: questo significherà un lavoro non da poco per gli uffici esportazione e i collegati uffici delle soprintendenze non sempre preparati a valutare le opere. Insomma anche la pubblica amministrazione, piena zeppa di storici dell'arte, dovrà sporcarsi le mani con il valore venale dell'arte per evitare truffe. «Come già avviene in Europa, viene introdotta, con esclusivo riferimento all'esportazione, una soglia di valore, di 13.500 euro - prosegue il ministro -. Al di sotto di tale soglia, anche le opere con più di 70 anni e di autore non più vivente potranno uscire dall'Italia senza autorizzazione; ma ciò potrà avvenire solo a seguito della dichiarazione dell'interessato, verificata dagli uffici che, se lo riterranno, potranno apporre il vincolo». Come già scritto da *ArtEconomy24* è il valore più basso in Europa: in Francia per i dipinti è 150mila euro, 180mila sterli-

ne nel Regno Unito e 300mila euro in Germania, naturalmente dall'applicazione della soglia restano esclusi reperti archeologici, archivi, incunabole manoscritte. «La norma favorisce la circolazione all'estero delle opere non vincolate nel pieno rispetto della tutela del nostro patrimonio e introduce misure come il passaporto e il registro informatico - conferma il ministro. «La nuova disciplina lascia inalterato il sistema di tutela del patrimonio culturale di proprietà privata che continuerà a richiedere, per poter vincolare un'opera, la sussistenza di un interesse culturale particolarmente importante e la piena autonomia tecnico scientifica dell'amministrazione nel riconoscerlo». Insomma il ministro rassicura contro gli allarmismi scatenatisi sui giornali e sul web, sottoscritti da alcuni storici dell'arte e da associazioni come Italia Nostra.

## I NUMERI

L'Italia nel 2015, fonte Eurostat, ha esportato opere d'arte per un valore di 416,6 milioni di euro e oggetti d'antiquariato per 28 milioni, mentre ha importato opere per un valore di 112,8 milioni e oggetti d'antiquariato per 25,7 milioni. Nel 2015 su 12.588 richieste agli Uffici Esportazione di attestati di libera circolazione internazionale nella Ue 12.300 sono stati rilasciati, sono state autorizzate 458 licenze d'esportazione definitiva (extra Ue), posti 50 dinieghi all'attestato di libera circolazione e conseguenti decreti di dichiarazione d'interesse (notifiche), oltre a 65 decreti di dichiarazione d'interesse su iniziative della soprintendenza. In totale nel 2015 il Mibact ha effettuato 115 notifiche, 183 nel 2014 e 175 nel 2013. I numeri non dovrebbero creare allarmi, servirebbe solo più trasparenza.

 RIPRODUZIONE RISERVATA

## Deutsche Bank, una collezione al lavoro

La banca investe 16 milioni in cultura e formazione

Carla La Gatta

■ Deutsche Bank ha iniziato a investire in arte dal 1979, mirando alla costruzione di una delle collezioni corporate più consistenti: 60mila opere custodite in 900 sedi globali coprono un arco temporale che va dal 1945 ad oggi. Friedhelm Hueette è stato Global Head of Art di DB per oltre 25 anni, da ottobre scorso ha assunto il ruolo di Global Senior Art Advisor della banca con l'obiettivo di sviluppare nuovi progetti nell'arte e nell'art consulting nel mondo con un ruolo curatoriale. La nuova responsabile globale dell'arte è Franziska Kunz, già sua vice, contestualmente è stata creata la nuova divisione "Art, Culture & Sports" (ACS) guidata da Thorsten Strauss, Global Head of Art, Culture & Sports. «Il primo obiettivo della collezione è essere esposta in un contesto di lavoro e di business - spiega Strauss - infatti, in linea

con il motto "art works" (l'arte che lavora), Deutsche Bank vuole rendere accessibile a tutti - dipendenti, clienti e pubblico - l'arte contemporanea, che è fonte di nuove idee per modellare il nostro futuro: pone domande, ispira le persone, apre nuove prospettive e permette di abbracciare soluzioni innovative e inusuali. Siamo convinti che l'arte contemporanea spesso anticipi sviluppi e trend prima che diventino *mainstream*».

La collezione italiana è nata nel 2007 nel quartier generale di Deutsche Bank a Milano - Bicocca e si è estesa tra il 2012 e il 2013 nelle sedi di via Turati e a Roma in SS. Apostoli, comprendendo oggi oltre 600 opere. Sebbene da allora non ci siano stati nuovi acquisti, dopo dieci anni dall'inaugurazione è stato pubblicato da Skira il secondo catalogo «Images of Italy» sull'intera collezione italiana, «costruita secondo il motto "Viaggio in Italia", con l'obiettivo di creare un dialogo tra gli artisti italiani ed internazionali. In linea con il nostro concept artistico, molte delle opere sono esposte nei corridoi, nelle stanze e negli uffici dove i dipendenti della banca, gli ospiti e il pubblico possono ammirarle». La predilezione per le opere



Thorsten Strauss Global Head of Art, Culture &amp; Sports di Deutsche Bank

su carta, come disegni e fotografie, garantisce all'azienda, rispetto ad altri supporti, una minor necessità di manutenzione e un prezzo di acquisto contenuto (mediamente tra i 5.000 e gli 8.000 euro). «Dagli anni '90 Deutsche Bank ha continuato a svilupparsi sempre più come banca internazionale, pertanto il focus di espansione della nostra collezione ne è conseguito ed ora siamo interessati a giovani talenti dall'Africa, dall'America Latina e dall'Asia, zone in cui il nostro business si è espanso. Recentemente abbiamo acquisito lavori dal team di artisti cubani

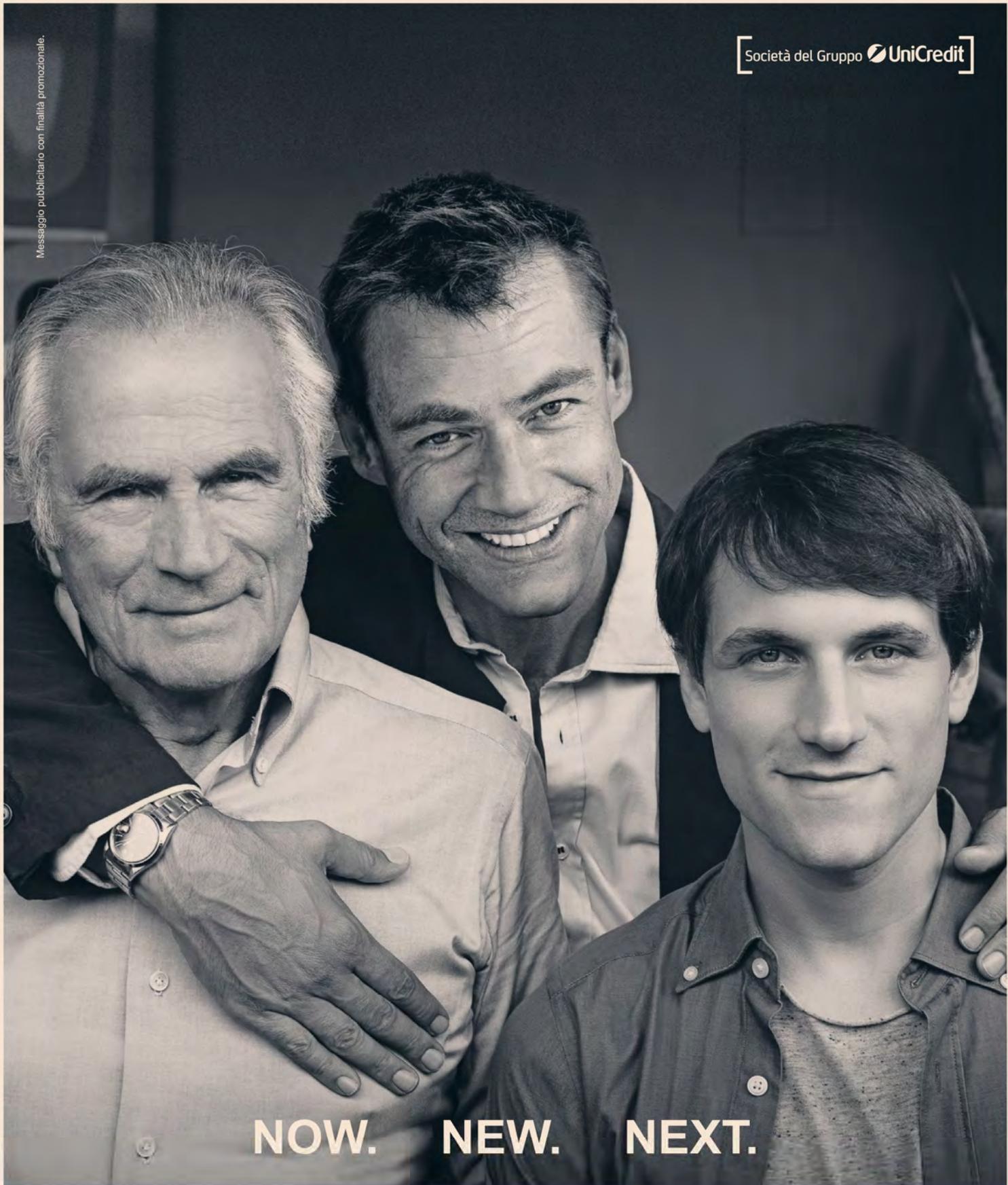
Los Carpinteros, dalla fotografa bulgara Pepa Hristova, dell'egiziano Masim Bagdy, vincitore "artista dell'anno" 2016 così di Kemang Wa Lehulele, basato a Cape Town, premiato nel 2017».

Oltre al collezionismo, la banca tedesca porta avanti la promozione dell'arte e della musica attraverso attività formative e sponsorship, per le quali nel 2016 sono stati stanziati circa 16 milioni di euro (il 22% dei 73,5 milioni dedicati alle attività di Responsabilità Sociale). «Collaboriamo con prestigiosi musei come la Tate Modern di Londra e The Jewish Museum di New York. Nel 2004 abbiamo creduto fin da subito nella giovanissima Frieze Art Fair di Londra, di cui siamo i principali sponsor fin dalla sua seconda edizione: così facendo riusciamo a raggiungere i clienti e il pubblico appassionati d'arte. Il nostro programma artistico mondiale include mostre internazionali della collezione, - conclude Strauss - così come la nostra Deutsche Bank KunstHalle a Berlino, programmi formativi e, dal 2010 il nostro premio "Artist of the Year"». Allo studio c'è poi un progetto di global art advisory per gli Hnwi.

 RIPRODUZIONE RISERVATA

Message pubblicitario con finalità promozionale.

Società del Gruppo  UniCredit



**NOW. NEW. NEXT.**

**Cordusio** è il partner strategico nella gestione e nello sviluppo dei patrimoni. Un'interpretazione lucida del mondo in costante cambiamento e un punto di riferimento per cogliere insieme tutte le occasioni. In tre parole: **NOW, NEW, NEXT.**

Per approfondimenti [www.cordusio.it](http://www.cordusio.it)  
Per informazioni e appuntamenti [info@cordusio.it](mailto:info@cordusio.it)



**CORDUSIO**  
Strategic Wealth Management

# STRUMENTI PER INVESTIRE

## SENTIMENT

### Stabile l'umore degli investitori

■ L'indice che misura il sentiment degli investitori Usa resta su valori stabili, mediamente neutrali. Segnali di paura arrivano dai volumi delle azioni al ribasso.



### 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**  
Rapporto tra i volumi delle azioni in rialzo e in ribasso
- 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

# Investitori rassicurati da Draghi

Nessun cambio nella politica della Bce  
Opposto l'orientamento da parte della Fed

Marzia Redaelli

■ Il presidente della Banca Centrale Europea ha placato le ansie sulla riduzione degli stimoli monetari e sul rialzo dei tassi di interesse, generate da esponenti della stessa Bce favorevoli al rigore. Draghi, infatti, ha affermato che un cambio nella politica monetaria non è giustificato. L'inflazione, senza il balzo del petrolio, non riesce a sostenersi e la tenuta economica dell'area euro si deve alle iniezioni di liquidità straordinarie della Bce, mentre nessuna spinta viene da misure fiscali o da riforme strutturali. La prospettiva di condizioni finanziarie accomodanti almeno fino a fine 2017, come pianificato, ha risollevato le azioni del Vecchio Continente, reso più competitiva la moneta unica nei confronti del dollaro e riportato gli acquisti sulle obbligazioni, che rientrano nell'operazione della Bce. E nel frattempo, le aziende dell'area euro avevano indicato che l'attività procede in espansione sia nella manifattura, sia nei servizi, nonostante un ritmo più lento.

Oltreoceano, viceversa, gli investitori sono rimasti indispettiti da quanto scritto nei verbali dell'ultimo comitato della banca centrale americana e cioè che nell'ultima parte dell'anno inizierà a smontare le posizioni costruite con la manovra straordinaria (Qe) e quindi a drenare dollari dal sistema. Il ciclo a stelle e strisce è tonico, ma a pesare sull'umore hanno contribuito soprattutto le considerazioni di alcuni governatori Fed rispetto a una possibile correzione del listino di New York, arrivato a valutazioni elevate. Il rallentamento della corsa dell'industria e del terziario - comunque ampiamente in area di crescita - ha completato il quadro di avversione al rischio. La reticenza a cedere senza riserve all'ottimismo continua ad alimentare i titoli di Stato di Washington che, lontani dal prezzare una politica monetaria restrittiva, ora scontano al massimo un rialzo dei tassi entro dicembre (il rendimento del titolo a due anni si è compresso all'1,25% per via dell'aumento della quotazione). Tuttavia ieri (giorno successivo alla chiusura di Plus 24) anche gli indici azionari di Wall Street sono tornati in guadagno frazionale, in attesa della statistica mensile sui nuovi lavoratori statunitensi, anticipato da una stima dell'agenzia Adp molto superiore alle attese.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## ZONA BUND

di Francesco Pagliani

### Si va verso il flight to quality

■ L'ipotesi di uno scenario operativo che si muove all'interno di un trading range è confermato dallo sviluppo degli asset "driver" del mercato: T-note, Bund ed euro dollaro. Il primo si è mosso da quota 2,64% e si trova, come da aspettative, vicino al supporto di quota 2,30%; il Bund da quota 0,50% si è mosso, in poche sedute, verso l'area target 0,15%-0,25% ed il dollaro si è rafforzato. I movimenti sono attribuibili ad un cambiamento delle variabili macro ed alla imminente scadenza elettorale francese. In Europa non si teme più per un'economia surriscaldata ed in preda ad un'inflazione fuori controllo a causa del Qe, si ritorna lentamente alla bias pre elezione di Trump: un'economia in lenta crescita e un'inflazione moderata su

valori solo leggermente superiori al 2016. La nuova bias operativa porta ad alleggerire azionario ed ad acquistare obbligazionario a tasso fisso, almeno in un'ottica di breve e medio periodo. La rotazione è lenta, i money manager hanno bisogno di qualche conferma in più. In quanto alle elezioni francesi è probabile che lo spread Oat-Bund e Btp-Bund rimanga sui valori attuali e forse più alti fino a qualche seduta prima del 23 aprile, poi se Le Pen non supererà il 25% ecco che si abbandoneranno gli asset di qualità come il Bund ed il T-note e si ritonerà sui bond periferici. In quest'ottica entro il 23 aprile sarebbe preferibile vendere il Bund, l'area stimata è fra 0,15% e 0,25%. Dopo questa data si stima un ritorno su BTJP e CcT.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## AGENDA

Settimana dall'8 al 14 aprile

### MERCATI ED EVENTI

ORA	PAESE	DATO	PERIODO	PRECEDENTE
<b>SABATO 8</b>				
8:30	EUR	Discorso di Mersch (BCE)		
9:00	EUR	●● Riunione Ecofin		
<b>DOMENICA 9</b>				
17:05	USA	Discorso di Bullard (Fed)		
<b>LUNEDÌ 10</b>				
	ITA	● Il Governo presenta Documento di Economia e Finanza		
2:00	GIA	Discorso di Kuroda (BoJ)		
10:00	ITA	●● Produzione industriale m/m	Feb	-2,3 %
<b>MARTEDÌ 11</b>				
	EUR	I rappresentanti dei 27 governi UE discutono la bozza delle linee guida per i negoziati di Brexit		
10:30	GB	● CPI a/a	Mar	2,3 %
10:30	GB	CPI m/m	Mar	0,7 %
11:00	ITA	Bankitalia: pubblicazione Suppl. al Boll. Statistico: "Moneta e banche"		
11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)	Apr	77,3
11:00	GER	●● ZEW (Sentiment econ.)	Apr	12,8
11:00	EUR	●● Produzione industriale m/m	Feb	0,9 %
19:45	USA	Discorso di Kashkari (Fed)		
<b>MERCOLEDÌ 12</b>				
1:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m	Feb	-3,2 %
9:00	SPA	IPCA a/a finale	Mar	2,1 %
10:30	GB	Retribuzioni medie	Feb	2,2 %
10:30	GB	Tasso di disoccupazione ILO	Feb	4,7 %
14:30	USA	Prezzi all'import m/m	Mar	0,2 %
16:00	CAN	Bank of Canada annuncio tassi		
<b>GIOVEDÌ 13</b>				
8:00	GER	● IPCA m/m finale	Mar	0,1 %
8:00	GER	IPCA a/a finale	Mar	1,5 %
8:00	GER	● CPI (Lander) m/m finale	Mar	0,2 %
8:00	GER	CPI (Lander) a/a finale	Mar	1,6 %
8:45	FRA	● IPCA m/m	Mar	0,2 %
8:45	FRA	IPCA a/a	Mar	1,4 %
8:45	FRA	● CPI m/m Ex Tob	Mar	0,1 %
10:00	ITA	IPCA a/a finale	Mar	1,3 %
10:00	ITA	● Prezzi al consumo m/m finale	Mar	0,0 %
10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale	Mar	1,4 %
10:00	ITA	● IPCA m/m finale	Mar	1,8 %
14:30	USA	Richieste di sussidio	Settim	234 x1000
14:30	USA	PPI m/m	Mar	0,3 %
14:30	USA	● PPI (escl. alimentari, energia) m/m	Mar	0,3 %
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim	Apr	96,9
<b>VENERDÌ 14</b>				
6:30	GIA	Produzione industriale m/m finale	Feb	2,0 %
14:30	USA	●● Vendite al dettaglio m/m	Mar	0,1 %
14:30	USA	●● Vendite al dettaglio ex-auto m/m	Mar	0,2 %
14:30	USA	●● CPI m/m	Mar	0,1 %
14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a	Mar	2,2 %
14:30	USA	CPI a/a	Mar	2,7 %
14:30	USA	●● CPI (escluso alimentari, energia) m/m	Mar	0,2 %
16:00	USA	Scorte delle imprese m/m	Feb	0,3 %

LEGGENDA: ● importante; ●● molto importante; ds, stagionalizzata; ret, rettificata per i giorni lavorativi; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione; nds, serie grezza; 3mm, 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 EMISSIONE	REGOLAMENTO	DATA	AMMONTARE IN SCADENZA
<b>LUNEDÌ 10</b>					
FRA	BTF 12/13sett. e 6,12 mesi			12-04-17	6,12
GER	Bubill 6 mesi	2		12-04-17	2
USA	T-notes 3 anni			17-04-17	
<b>MARTEDÌ 11</b>					
ITA	BOT 12 mesi	6,5*		13-04-17	6,075
USA	T-bill 4 sett.			13-04-17	
	T-notes 10 anni (riap)			17-04-17	
<b>MERCOLEDÌ 12</b>					
GER	Bund 0.25% 02/27	3		18-04-17	
ITA	BTP 3 anni	4*		18-04-17	
	BTP 7 anni	2*		18-04-17	
	BTP 15 anni	1,5*		18-04-17	
USA	T-bonds 30 anni (riap)			17-04-17	

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

# ALGEBRIS FINANCIAL CREDIT FUND

Rendimento netto annuo\*

2012	2013	2014	2015	2016
7.4%	7.2%	6.9%	5.0%	6.4%

Siamo Algebris, piccoli ma grandi, veri enfant prodige.



**α** Algebris  
INVESTMENTS

LONDRA · BOSTON · SINGAPORE · MILANO

\*Algebris Financial Credit Fund è un comparto di Algebris UCITS Funds plc, autorizzato e regolamentato in Irlanda dalla Central Bank of Ireland. Rendimenti al netto di costi amministrativi, commissioni di gestione e di performance (esclusa correzione della diluizione, attualmente pari a 25 punti base) e relativi alla classe retail R (ad accumulato) in Euro del comparto; per i mesi antecedenti al lancio della classe R in Euro (data di lancio: 22.01.2013) i rendimenti si riferiscono alla classe istituzionale I (ad accumulato) in Euro (data di lancio: 03.09.2012), con l'applicazione delle commissioni di gestione e di performance in essere per la classe retail R. Fonte: HSBC Securities Services (Ireland) DAC, Algebris Investments (UK) LLP. Ulteriori informazioni sono fornite nel Prospetto, nel relativo Supplemento e nel KIID, disponibili in lingua italiana e depositati presso la Consob. La documentazione d'offerta è accessibile gratuitamente presso i distributori italiani e sul sito internet [www.algebris.com](http://www.algebris.com). L'elenco aggiornato dei collocatori è disponibile presso gli stessi distributori. I soggetti incaricati dei pagamenti e nel sito internet di cui sopra. Leggere attentamente il Prospetto, il Supplemento e il KIID prima dell'investimento. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e possono non ripetersi. Il valore delle azioni può aumentare o diminuire e non è garantito. I rendimenti sono al lordo degli oneri fiscali. Algebris Investments (UK) LLP è autorizzata e regolata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito. Milano si riferisce all'ufficio di Algebris (Italy) Srl, che non svolge alcuna attività regolamentata e presta servizi di ricerca ad Algebris Investments (UK) LLP.