

Le dichiarazioni di Sintra mutano la dinamica dei cambi

EUR – Mal interpretate le parole di Draghi, l'euro si rafforza contro tutte le valute. Nel discorso del presidente della Banca Centrale Europea Mario Draghi, all'incontro di Sintra in Portogallo, viene rimarcato come la ripresa dell'economia nell'Eurozona sia al di sopra del trend e ben distribuita in tutta l'area. Nonostante le parole di Draghi abbiano chiaramente sottolineato che la BCE deve aggiustare la propria politica monetaria solo in maniera graduale, nonostante il rafforzamento della ripresa economica, il mercato ha interpretato il discorso come una conferma dell'imminente cambio di passo restrittivo dell'Istituto centrale. Questo sta favorendo l'apprezzamento della divisa unica verso tutte le principali controparti, a cominciare dal dollaro: a poco sono valse le successive smentite volte a chiarire come Draghi intendesse sottolineare la necessità di proseguire con le misure di stimolo. Circa le nostre previsioni sul cambio, riteniamo che nel lungo termine possa prevalere la forza relativa dell'euro nei confronti del dollaro, in virtù del ritiro graduale delle misure espansive della BCE, col possibile conseguimento di area 1,20 in un orizzonte temporale superiore ai 24 mesi.

USD – Nonostante il rialzo tassi Fed, i dubbi sul proseguo del ciclo degli aumenti minano la forza del dollaro. Appare sempre più contro-intuitivo il quadro sul dollaro statunitense, con importanti riflessi su tutti gli altri cambi. A indebolire il biglietto verde è stato il crescente dubbio circa la fattibilità e la collocazione temporale di un altro rialzo dei tassi di interesse da parte della Fed, entro la fine dell'anno. Lo scorso 14 giugno la Fed ha infatti deciso di rialzare i tassi: la forchetta dei Fed Fund è pertanto diventata 1% - 1,25%, dopo il rialzo allo 0,75%-1% deciso lo scorso marzo. L'incremento varato porta i tassi di interesse sopra l'1% negli Stati Uniti per la prima volta dal 2008, da quando cioè è scoppiata la crisi finanziaria. Affinché il recupero post-Fed del dollaro statunitense riprenda e prosegua nelle prossime settimane, è necessario che i prossimi dati USA in uscita non deludano le attese e che la Fed tenga viva l'aspettativa di un altro rialzo prima di fine anno, possibilmente con comunicazioni più concordanti fra loro rispetto al recente passato.

GBP – Sterlina in recupero su possibile *soft-Brexit* e BoE pronta al cambio di passo restrittivo. Anche sulla sterlina tengono banco le dichiarazioni rilasciate al meeting della BCE in Portogallo. Sarà infatti possibile considerare un aumento dei tassi di interesse nel Regno Unito, nei prossimi mesi, solo se l'economia continuerà a migliorare e malgrado la debolezza dei consumi. È questa la posizione del governatore della Banca d'Inghilterra, Mark Carney, espressa proprio a Sintra. La BoE potrebbe riconsiderare la questione di tenere i tassi al minimo storico dello 0,25%, ipotizzando che potrebbe diventare necessario ridurre almeno in parte gli stimoli monetari. I fattori alla base della dinamica sulla sterlina restano la Brexit e il possibile cambio di passo restrittivo della BoE. L'esito elettorale sfavorevole alla May è stato interpretato invece come favorevole ad una *soft-Brexit*, scenario che ridurrebbe la volatilità dei mercati e probabilmente favorirebbe il recupero della sterlina.

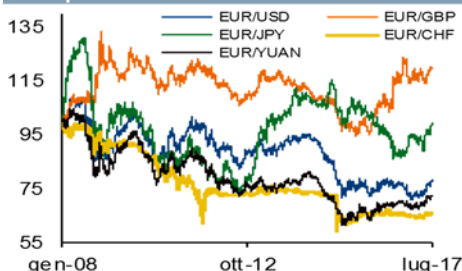
JPY – La BoJ migliora l'outlook dell'economia, ma lo yen non si è deprezzato quanto atteso. Le statistiche macroeconomiche si rafforzano in Giappone a conferma del recupero del ciclo economico, agevolato dagli stimoli messi in campo dalla Bank of Japan e dal Governo. La decisione della Banca del Giappone (BoJ) di mantenere fermi i tassi negativi e il programma di acquisto di bond, assunta nella riunione del 15 giugno, ha rassicurato i mercati ma non ha indebolito la valuta. È quindi necessario che i toni del prossimo meeting BoJ, in calendario il 20 luglio, confermino con forza l'impegno espansivo e il contrasto alla forza dello yen. Se ciò non accadesse, è probabile che lo yen continui in questa fase di consolidamento, andando contro i desiderata di Governo e BoJ.

Previsioni tassi di cambio

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1426	1,08	1,10	1,12	1,13	1,15
EUR/GBP	0,8771	0,87	0,89	0,87	0,86	0,85
EUR/JPY	128,40	122	127	130	133	137
Altre valute						
GBP/USD	1,3025	1,25	1,23	1,29	1,32	1,35
USD/JPY	112,39	114	115	116	118	120
GBP/JPY	146,39	144	146	147	147	150

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Principali valute estere vs. euro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

3 luglio 2017

15:40 CET

Data e ora di produzione

3 luglio 2017

15:50 CET

Data e ora di prima diffusione

Nota mensile

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per investitori
privati e PMI

Mario Romani
Analista Finanziario

Titoli di Stato

Scadenza	Rendimento %
T-Note 10A	2,31
Bund 10A	0,46
Gilt 10A	1,28
JGB 10A	0,09

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Cambi

EUR/USD	1,1426
USD/JPY	112,39
GBP/USD	1,3025
EUR/CHF	1,0950
EUR/SEK	9,63
EUR/NOK	9,54
EUR/DKK	7,4358
USD/CAD	1,2964
AUD/USD	0,7689
NZD/USD	0,7333
USD/ZAR	13,0744
EUR/JPY	128,40
EUR/GBP	0,8771
EUR/CAD	1,4811
EUR/AUD	1,4858
EUR/NZD	1,559
EUR/ZAR	14,9425
EUR/ISK	116,39
EUR/HUF	308,85

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 30.06.2017 (salvo diversa indicazione).

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

EUR: il mercato sconta con eccessivo anticipo il cambio di passo della BCE

Mal interpretate le parole di Draghi, l'euro si rafforza contro tutte le valute. Nel discorso del presidente della BCE Mario Draghi, all'incontro di Sintra in Portogallo, viene rimarcato come la ripresa dell'economia nell'Eurozona sia al di sopra del trend e ben distribuita nell'area. A preoccupare è ancora la dinamica dell'inflazione, che rimane più debole di quanto previsto. Una situazione inusuale che la BCE deve affrontare: per questo Draghi ha affermato che la politica monetaria espansiva appare ancora appropriata, affinché i suoi effetti sull'inflazione possano dispiegarsi più facilmente. Nonostante le parole di Draghi abbiano chiaramente sottolineato che la BCE intende aggiustare la propria politica monetaria solo in maniera graduale, nonostante la ripresa economica, il mercato ha interpretato il discorso come una conferma dell'imminente cambio di passo restrittivo dell'Istituto. Questo sta favorendo l'eccessivo apprezzamento dell'euro verso tutte le principali monete, a cominciare dal dollaro: a poco sono valse le successive dichiarazioni, volte a chiarire come Draghi intendesse sottolineare la necessità di proseguire con le misure di stimolo.

EUR/USD: l'euro resta sui massimi da oltre un anno contro il dollaro, in scia al rafforzarsi delle aspettative di mercato circa la possibile *exit-strategy* della BCE, che sarebbe ormai prossima nonostante le smentite di Draghi. Il movimento appare in realtà incoerente con la reale posizione della BCE e non escludiamo possa esaurirsi. Di contro, retano le dichiarazioni dei membri Fed circa una maggior cautela nel definire il prossimo, ed ormai ultimo, rialzo dei tassi per il 2017. L'ultimo aumento avverrà certamente nella seconda parte dell'anno ma, mentre prima era più probabile un ritocco dopo l'estate, ora il consenso si sposta più verso fine anno. Circa le nostre previsioni sul cambio, riteniamo che nel lungo termine possa prevalere la forza relativa dell'euro nei confronti del dollaro, in virtù del ritiro graduale delle misure espansive della BCE, col possibile conseguimento di area 1,20 in un orizzonte temporale superiore ai 24 mesi.

EUR/GBP: l'euro conferma la sua forza, nonostante Draghi abbia ribadito a Sintra che un eventuale inasprimento delle condizioni di liquidità appare prematuro. Il mercato continua ad anticipare nettamente il cambio di passo restrittivo della BCE, aumentando le pressioni rialziste sull'euro. Di contro, i fattori alla base della dinamica della sterlina restano la Brexit e il possibile cambio di passo restrittivo della BoE. L'esito elettorale sfavorevole alla May è stato interpretato come favorevole ad una *soft-Brexit*, scenario che conterrebbe la volatilità dei mercati e probabilmente favorirebbe l'apprezzamento della sterlina. Nel breve, il cambio EUR/GBP è visto a 0,87 (da 0,86), 0,89 e 0,87 a 1, 3 e 6 mesi; nel medio-lungo termine a 0,86 (invariato) per poi stabilizzarsi a 0,85 (invariato) a 24 mesi.

EUR/JPY: il forte movimento di rialzo del cambio EUR/JPY dell'ultimo mese è frutto, quasi totalmente, della forza dell'euro. L'avversione al rischio che sta solo parzialmente pervadendo i mercati consente comunque allo yen di esercitare un certo *appeal* sugli investitori, interessati ad *asset* difensivi.

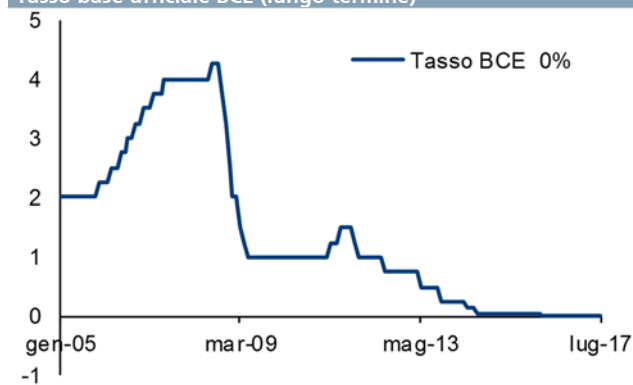
L'apprezzamento dello yen sembra però scaricarsi più sull'USD/JPY che sull'EUR/JPY. Benché Draghi si affanni a ribadire che la fase accomodante della BCE resterà tale, sulla dinamica del cambio EUR/JPY pesano le tensioni rialziste sull'euro. Il mercato prosegue nel voler anticipare il cambio di passo restrittivo della BCE. Le stime a 1 e 3 mesi sono a 122 (da 123) e 127 (invariato), a 6 mesi a 130 (invariato), mentre nel lungo l'intervallo resta 133-137.

Cambio EUR vs. USD, GBP e JPY (da gennaio 2008)



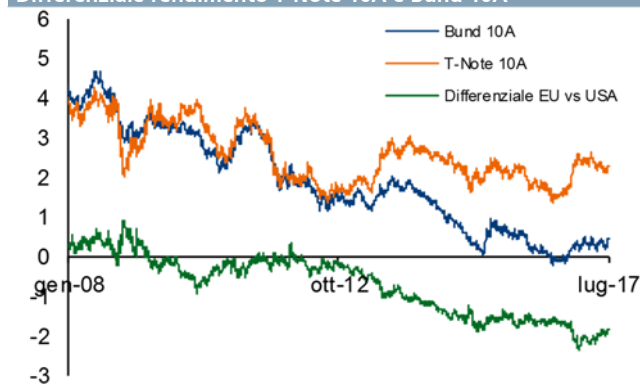
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

USD: la Fed alza i tassi ma alimenta i dubbi sul futuro, deprimendo il dollaro

Nonostante il rialzo tassi Fed, i dubbi sul prosieguo del ciclo degli aumenti minano la forza del dollaro. Appare sempre più contro-intuitivo il quadro sul dollaro statunitense, con importanti riflessi su tutti gli altri cambi. A indebolire il biglietto verde è stato il crescente dubbio circa la fattibilità e la collocazione temporale di un altro rialzo dei tassi da parte della Fed entro la fine dell'anno. A supportare i timori del mercato ci sono, da un lato, dati macro leggermente più deboli delle attese (sebbene non negativi) e, dall'altro lato, il fatto che i discorsi di alcuni membri della Fed non sono stati in grado di fornire indicazioni omogenee sui futuri passi dell'istituto centrale. Lo scorso 14 giugno la Fed ha deciso di rialzare i tassi: la forchetta dei Fed Fund è pertanto diventata 1%-1,25%, dopo il rialzo allo 0,75%-1% dello scorso marzo. L'incremento varato porta i tassi di interesse sopra l'1%, negli Stati Uniti per la prima volta dal 2008, ovvero dall'inizio della crisi finanziaria. Affinché il recupero post-Fed del dollaro riprenda e prosegua nelle prossime settimane, è necessario che i dati USA in uscita non deludano le attese e che la Fed confermi l'aspettativa di un altro rialzo prima di fine anno, possibilmente con comunicazioni più concordanti fra loro rispetto al recente passato.

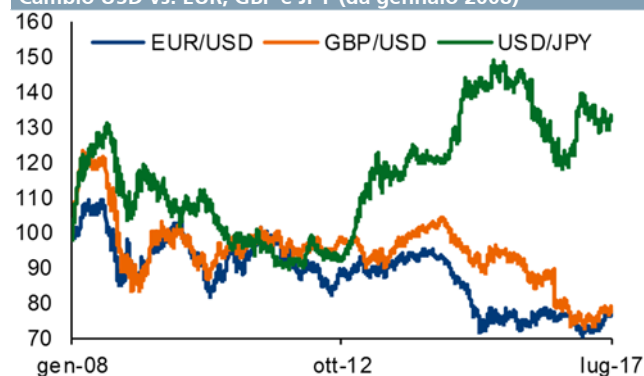
EUR/USD: le dichiarazioni dei membri Fed circa una maggior cautela nel definire il prossimo, ed ormai ultimo, rialzo dei tassi per il 2017 penalizzano il dollaro. L'ultimo rialzo avverrà nella seconda parte dell'anno ma, mentre prima era più probabile dopo l'estate, ora il consenso si sposta fine anno. L'euro resta sui massimi da oltre un anno contro dollaro, in scia al rafforzarsi delle aspettative di mercato circa una posizione restrittiva che sarebbe ormai prossima da parte della BCE, nonostante le smentite di Draghi. Il movimento appare contraddittorio rispetto alla reale posizione della BCE: non scartiamo pertanto l'ipotesi che possa esaurirsi. Circa le nostre previsioni sul cambio, riteniamo che nel lungo termine possa prevalere la forza relativa dell'euro nei confronti del dollaro, in virtù del ritiro graduale delle misure espansive della BCE, col possibile conseguimento di area 1,20 in un orizzonte temporale superiore ai 24 mesi.

GBP/USD: il dollaro appare non apprezzarsi quanto atteso nonostante il prosieguo dell'azione restrittiva della Fed, pur condizionata dai dubbi del mercato su quando potrebbe essere effettuato il 3° (e probabilmente ultimo) rialzo dei tassi del 2017. Di contro, il passaggio elettorale "forzato" dalla May ha prodotto una maggioranza non così forte come previsto, indebolendo il potere contrattuale della premier nei negoziati con la UE. Elemento letto in modo positivo dal mercato, che ipotizza una posizione meno rigida del Regno Unito che possa portare ad una *soft-Brexit* e, quindi, favorire il recupero della sterlina. Nel breve, le stime sul GBP/USD passano a 1,25 (da 1,26) e 1,23 (da 1,24) a 1 e 3 mesi; nel medio-lungo restano a 1,29 e 1,32 (invariati), per poi salire a 1,35 (invariato) a 24 mesi.

USD/JPY: prosegue l'andamento laterale del cambio USD/JPY nell'intervallo 110-115 da inizio anno, con una avversione al rischio che appare più sfumata rispetto al mese scorso, pur senza indebolire particolarmente lo yen. Lo scenario centrale resta quello di una Fed che prosegue nel rialzo dei tassi dopo

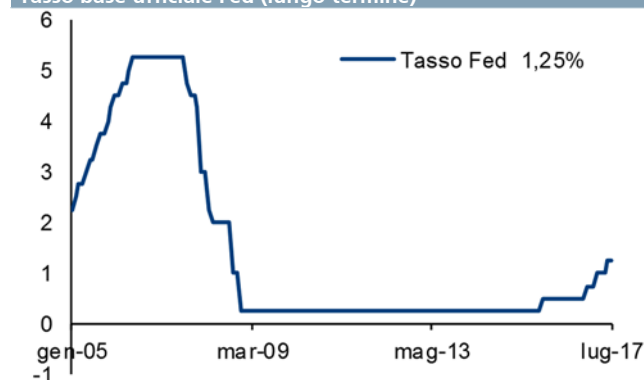
quello effettuato a giugno e di una BoJ che continuerà ad esercitare un forte controllo sulla curva dei rendimenti, riconfermando la sua espansività anche nel meeting del 20 luglio. In questo senso, il miglioramento economico in atto in Giappone e gli sforzi della BoJ e del Governo di tenere lo yen stabilmente svalutato stanno dando solo risultati parziali. Nel breve, stimiamo il cambio USD/JPY in area 114-115; il range di medio termine sarà 116-118, mentre l'area di lungo resta a 120.

Cambio USD vs. EUR, GBP e JPY (da gennaio 2008)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

GBP: dopo elezioni e una BoE possibilista sul rialzo dei tassi, sale la sterlina

Sterlina in recupero su una possibile *soft-Brexit* e con una BoE pronta al cambio di passo restrittivo. Anche sulla sterlina tengono banco le dichiarazioni rilasciate al meeting della BCE in Portogallo. Sarà possibile considerare un aumento dei tassi di interesse nel Regno Unito nei prossimi mesi solo se l'economia continuerà a migliorare, malgrado la debolezza dei consumi. È questa la posizione del governatore della Banca d'Inghilterra, Mark Carney, espressa proprio a Sintra. Carney ha affermato che, qualora la crescita dei salari e degli investimenti delle imprese si rafforzasse, allora la BoE riconsidererebbe la questione di tenere i tassi al minimo storico dello 0,25%, indicando che potrebbe essere necessario ridurre in parte gli stimoli monetari. Nella passata riunione (15 giugno), la prima dopo l'inatteso risultato elettorale dell'8 giugno, la Banca centrale ha confermato il costo del denaro allo 0,25% (livello fissato nel 2016, dopo il referendum sulla Brexit). La votazione sui tassi (5 a 3) ha però messo in luce una certa divergenza fra i membri del Consiglio. Le attese si spostano sul meeting del 3 agosto, dove vedremo se il possibile cambio di passo restrittivo della BoE verrà delineato meglio. Focus anche sull'evoluzione della situazione politica e relativa influenza sulla valuta, dopo l'avvio ufficiale delle trattative con la UE. La BoE monitorerà gli effetti della Brexit: solo il complicarsi del processo renderebbe meno probabile lo scenario di recupero della sterlina, che sarebbe favorita invece da una separazione non traumatica.

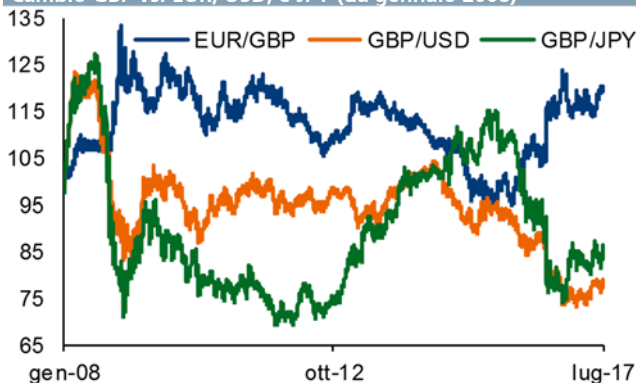
EUR/GBP: le elezioni hanno riportato sotto pressione il cambio EUR/GBP anche a causa della forza dell'euro. L'esito elettorale sfavorevole alla May è stato interpretato invece come favorevole ad una *soft-Brexit*. Scenario probabilmente di supporto all'apprezzamento della sterlina, specie dopo le dichiarazioni della BoE circa un possibile rialzo dei tassi, ma solo a determinate condizioni. L'euro appare in netto apprezzamento nonostante Draghi abbia ribadito a Sintra che un eventuale inasprimento delle condizioni di liquidità è prematuro. Il mercato continua invece ad anticipare il cambio di passo restrittivo della BCE, aumentando le pressioni sull'euro. Nel breve, il cambio EUR/GBP è visto a 0,87 (da 0,86), 0,89 e 0,87 a 1, 3 e 6 mesi; nel medio-lungo termine a 0,86 (invariato) per poi stabilizzarsi a 0,85 (invariato) a 24 mesi.

GBP/USD: il passaggio elettorale "forzato" ha prodotto una maggioranza parlamentare non particolarmente forte, indebolendo il potere contrattuale della May nei negoziati con la UE. Questo elemento è stato però letto in modo positivo dal mercato, che ipotizza come una posizione meno rigida del Regno Unito possa portare ad una *soft-Brexit* e, quindi, favorire il recupero della sterlina. Di contro, il dollaro non si apprezza quanto atteso nonostante il prosieguo dell'azione restrittiva della Fed, pur con i dubbi su quando potrebbe essere effettuato il 3° (e probabilmente ultimo) rialzo dei tassi del 2017. Nel breve, le stime sul GBP/USD passano a 1,25 (da 1,26) e 1,23 (da 1,24) a 1 e 3 mesi; nel medio-lungo restano a 1,29 e 1,32, per poi raggiungere 1,35 (invariato) a 24 mesi.

GBP/JPY: sterlina in consolidamento dopo l'inatteso esito elettorale dell'8 giugno e dopo le parole della BoE che non

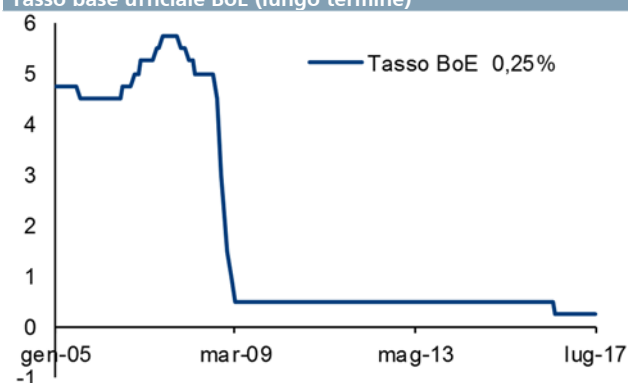
escludono un cambio di passo restrittivo solo a determinate condizioni. Di contro, non muta il quadro giapponese che verte sulla politica ultra-accomodante della BoJ, sommata alla politica fiscale espansiva del Governo. Le stime si attestano in area 144-146 a 1 e 3 mesi, nel medio a 147 e nel lungo a 150.

Cambio GBP vs. EUR, USD, e JPY (da gennaio 2008)



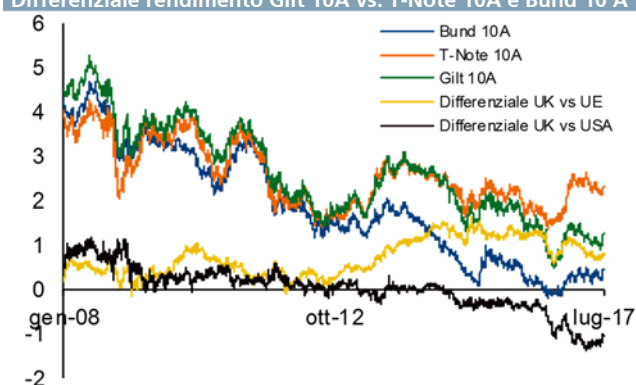
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BoE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento Gilt 10A vs. T-Note 10A e Bund 10 A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

JPY: continua il consolidamento dello yen nonostante una BoJ espansiva

La BoJ migliora l'outlook dell'economia, ma lo yen non si è deprezzato quanto atteso. Le statistiche macroeconomiche si rafforzano in Giappone a conferma del recupero del ciclo economico, agevolato anche dagli stimoli messi in campo dalla Banca del Giappone (BoJ) e dal Governo. La decisione della BoJ di mantenere fermi i tassi negativi e il programma di acquisto di bond, assunta nella riunione del 15 giugno, ha giovato ai mercati ma non ha indebolito la valuta. A rassicurare sono state soprattutto le previsioni della BoJ, che ha rivisto al rialzo le stime di crescita dell'economia del Paese. Nello scenario, si stima la prosecuzione della ripresa e un graduale rialzo dell'inflazione verso il 2%, mentre la strategia di controllo della curva proseguirà fino a quando necessario, al fine di raggiungere e stabilizzare l'obiettivo d'inflazione (2%). Recentemente erano circolate voci secondo cui la BoJ avrebbe entro breve iniziato a preparare l'uscita dal programma attuale. Per ora appare probabile che la Banca centrale resti in una fase di attesa: le prime indicazioni sui tempi dell'uscita potrebbero venire solo nella seconda parte dell'anno. In questa fase, lo yen appare guidato dalle turbolenze legate all'avversione al rischio che ne favorisce l'apprezzamento, in virtù del ruolo di *asset* difensivo. È quindi necessario che i toni del prossimo meeting BoJ, previsto il 20 luglio, confermino con forza l'impegno espansivo e il contrasto alla forza dello yen. Se ciò non accadesse, è probabile che lo yen continuerebbe in questa fase di consolidamento, andando contro i desiderata di Governo e BoJ.

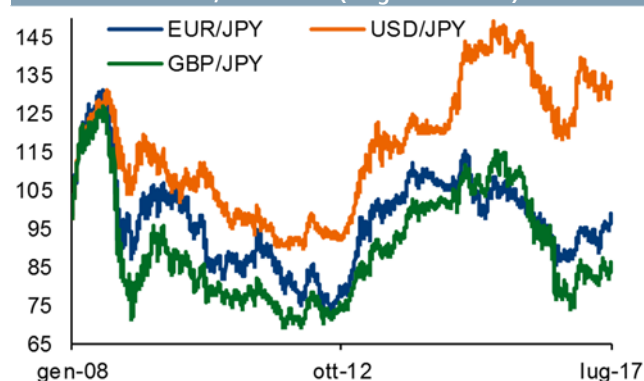
EUR/JPY: il forte movimento di rialzo del cambio EUR/JPY dell'ultimo mese è frutto, quasi totalmente, della forza dell'euro. L'avversione al rischio che sta solo parzialmente pervadendo i mercati consente comunque allo yen di esercitare un certo appeal sugli investitori, interessati ad *asset* difensivi. In realtà l'apprezzamento dello yen sembra scaricarsi più sull'USD/JPY che sul cambio con l'euro. Non a caso, benché Draghi si affanni a ribadire che la fase accomodante della BCE resterà tale ancora a lungo, sul cambio EUR/JPY pesano le tensioni rialziste sull'euro. Il mercato si ostina nel voler anticipare il cambio di passo restrittivo della BCE. Le stime a 1 e 3 mesi sono a 122 (da 123) e 127 (invariato), a 6 mesi a 130 e nel lungo l'intervallo resta 133-137.

USD/JPY: permane un certo andamento laterale del cambio USD/JPY, che oscilla nell'intervallo 110-115 dall'inizio del 2016, con una avversione al rischio che appare meno intensa rispetto al mese scorso, pur senza indebolire particolarmente lo yen. In questo senso, il miglioramento economico in atto in Giappone e gli sforzi della BoJ e del Governo di tenere lo yen stabilmente svalutato, stanno dando solo risultati parziali. Lo scenario centrale resta quello di una Fed che prosegue il suo ciclo di rialzo dei tassi, dopo quello effettuato a giugno, e di una BoJ che continuerà ad esercitare un forte controllo sulla curva dei rendimenti, riconfermando la sua espansività anche il 20 luglio. Nel breve, stimiamo il cambio USD/JPY in area 114-115; il range di medio termine sarà 116-118, mentre l'area di lungo resta a 120.

GBP/JPY: non muta il quadro giapponese che è basato sulla politica ultra-accomodante della BoJ, unita alla politica fiscale

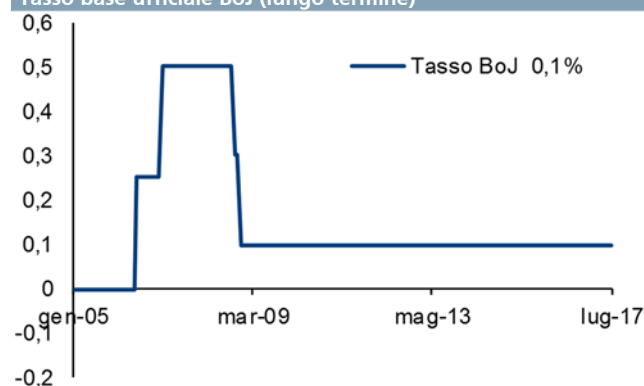
espansiva del Governo. Di contro, la sterlina appare in consolidamento dopo l'inatteso esito elettorale dell'8 giugno e dopo le parole della BoE volte a non escludere un cambio di passo restrittivo, a determinate condizioni. Le stime si attestano in area 144-146 a 1 e 3 mesi, nel medio a 147 e nel lungo a 150.

Cambio JPY vs. EUR, USD e GBP (da gennaio 2008)



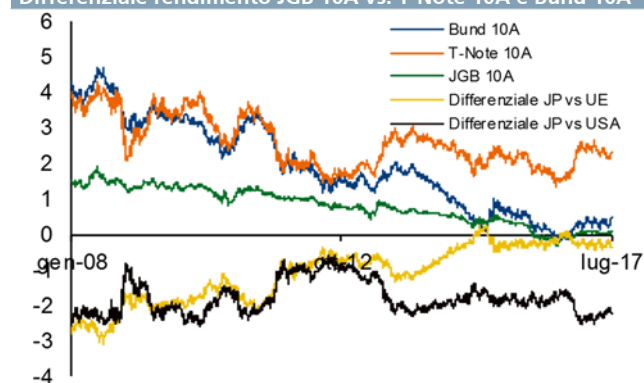
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BoJ (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento JGB 10A vs. T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Glossario

Benchmark	Parametro di riferimento
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni ed importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni ed importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati)
Bridge loans	Prestiti a breve termine concessi in attesa che il prestatore ottenga un finanziamento alternativo (ad esempio un'emissione di obbligazioni)
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
Disoccupazione (tasso di)	Rapporto tra numero delle persone in cerca di occupazione e totale forza lavoro
Downgrade	Peggioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito
Euribor	Tasso interbancario lettera area euro
Euromercato	Mercato dei titoli emessi da non residenti in valuta diversa da quella dei paesi in cui avviene il collocamento (euroobbligazioni)
Global bond	Titolo obbligazionario emesso simultaneamente sull'Euromercato e sul mercato interno del paese nella cui valuta il titolo è denominato
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
Junk bond	Titoli obbligazionari high yield (speculativi) con rating BB o inferiore
Leverage	Debiti netti/mezzi propri
Moneta	Gli aggregati monetari dell'area dell'euro comprendono: M1 (circolante e depositi in c/c); M2 (M1+depositi con durata fino a 2 anni); M3 (M2+p/c+quote di fondi comuni monetari + obbligazioni con scadenza originaria fino a 2 anni)
Over The Counter (OTC)	Mercato non soggetto al controllo di un'apposita autorità che lo regolamenti
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Placement (private)	Collocamento (privato)
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese
Profit warning	Annuncio di revisione di stime al ribasso
Saldo partite correnti	Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
Upgrade	Miglioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito

Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 01.06.2017.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, e verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Il presente documento sarà disponibile per i clienti di Banca IMI nella sezione Market Hub del sito internet di Banca IMI (https://markethub.bancaimi.com/home_public.html).

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

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

Note Metodologiche

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

Tassi, Dati Macroeconomici e Livelli tecnici

I commenti sui differenziali di tassi e dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters. Le previsioni macroeconomiche e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

I commenti sui livelli tecnici si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters. Le previsioni sui livelli tecnici di interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli tecnici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse. Vi è inoltre un importante approfondimento di tipo grafico per individuare il price momentum migliore per entrare sul mercato delle valute e suggerire come prendere posizione sul cambio.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

Certificazione dell'analista

L'analista che ha predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo è riportato nella prima pagina del documento, dichiara che:

- (a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'analista;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;
- (c) l'analista citato nel documento è socio AIAF.

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research
Paolo Guida

Analista Azionario
Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario
Serena Marchesi
Fulvia Risso
Cecilia Barazzetta

Analista Valute e Materie prime
Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Monica Bosi