

## L'attesa è focalizzata sulla BCE e sulla risposta dell'euro

**EUR – BCE alla prova dei fatti: il 26 ottobre si delinea la futura strategia.** E' probabile che la Banca Centrale Europea (BCE) ricalibrerà i propri strumenti per sostenere l'economia nel meeting del prossimo 26 ottobre. Attualmente, le autorità monetarie acquistano titoli di stato e altri titoli obbligazionari con un volume di 60 miliardi di euro al mese. Il programma dovrebbe proseguire nelle sue attuali dimensioni almeno fino alla fine 2017. Appare ragionevole che la BCE possa decidere di estendere gli acquisti oltre la fine dell'anno ma con un volume di acquisto mensile probabilmente inferiore. Il deprezzamento dell'euro dopo il voto in Germania e le tensioni in Spagna arrivano dopo che il cambio euro/dollaro era salito fino alla soglia di 1,2050, a seguito dell'inasprirsi delle tensioni fra la Corea del Nord e i Paesi Occidentali. Riteniamo che nel breve possa esserci un consolidamento del cambio EUR/USD in area 1,17 per poi scendere a 1,15. Nel lungo termine potrebbe prevalere la forza dell'euro, in virtù del ritiro graduale delle misure espansive della BCE, col possibile ritorno in area 1,20 in un orizzonte temporale superiore ai 12 mesi e 1,23 a 24 mesi.

**USD – Fed più chiara nel tratteggiare il percorso di rialzo dei tassi.** Nell'ultimo meeting la Fed ha lasciato i tassi fermi e ha annunciato per ottobre l'avvio della riduzione dei reinvestimenti sui titoli detenuti a bilancio. Molti membri del Board, nelle ultime settimane, avevano sollevato dubbi sulle stime d'inflazione e sull'opportunità di alzare i tassi prima di vedere una chiara ripresa della dinamica dei prezzi. Le nuove proiezioni Fed circa i futuri rialzi dei tassi mostrano però un ampio consenso per un rialzo a dicembre, con un messaggio di fiducia nella solidità della ripresa economica. Quadro che non altera i piani di normalizzazione dei tassi, anche se la Fed ha chiarito che rimarrà pronta a intervenire in caso di necessità. Il dollaro si apprezza sul prosieguo dell'azione restrittiva della Fed. A spingere la valuta USA è stato anche l'intervento di Trump, che ha illustrato i termini della riforma fiscale.

**GBP – La soft-Brexit e una BoE più restrittiva i temi chiave per il recupero della sterlina.** Dopo un meeting BoE del 14 settembre privo di spunti, salvo tratteggiare un quadro di attesa per l'esito Brexit e per gli impatti sulla crescita, il governatore della Bank of England, Mark Carney, ha fatto seguire alcune interviste in cui chiarisce la posizione del suo istituto. Carney non ha escluso che i tassi d'interesse possano essere ritoccati al rialzo nel breve termine. Al momento i tassi britannici sono allo 0,25%, dopo il taglio avvenuto in seguito al referendum sulla Brexit. Se l'economia continua di questo passo, potrà essere necessario alzare i tassi, ha poi ribadito Carney in un'intervista alla BBC. La sterlina si è deprezzata sensibilmente dopo il referendum Brexit, questo inizialmente ha dato un vantaggio competitivo all'economia, consentendole di recuperare, ma ora il rialzo della valuta appare strettamente legato al buon esito della Brexit.

**JPY – La BoJ resta espansiva mentre Abe indice elezioni anticipate per il 22 ottobre.** La conclusione dell'ultimo meeting della BoJ ha visto la conferma dell'attuale orientamento ultra-espansivo della politica monetaria. La Banca centrale ha ribadito il proprio ottimismo sulle prospettive economiche che dovrebbero essere in grado di condurre l'inflazione verso l'obiettivo del 2%. Sullo scenario giapponese pesa però l'aspetto politico dopo l'annuncio del premier Abe di sciogliere la Camera Bassa per andare al voto anticipato il 22 ottobre, nel tentativo di formare un Governo più forte. Il ruolo di valuta rifugio dello yen, già appannato dalla vicinanza geografica fra Giappone e Corea del Nord, appare sempre meno influente lasciando spazio alla possibile svalutazione dello yen.

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
<b>Euro</b>						
EUR/USD	1,1763	1,17	1,15	1,18	1,20	1,23
EUR/GBP	0,8863	0,87	0,85	0,86	0,87	0,88
EUR/JPY	132,71	131	131	136	140	145
<b>Altre valute</b>						
GBP/USD	1,3273	1,34	1,36	1,37	1,38	1,39
USD/JPY	112,82	112	114	115	117	118
GBP/JPY	149,74	147	146	148	148	151

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

5 ottobre 2017

14:12 CET

Data e ora di produzione

5 ottobre 2017

14:20 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	2,33
Bund 10A	0,46
Gilt 10A	1,37
JGB 10A	0,05

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

### Cambi

EUR/USD	1,1763
USD/JPY	112,82
GBP/USD	1,3273
EUR/CHF	1,1471
EUR/SEK	9,52
EUR/NOK	9,35
EUR/DKK	7,4429
USD/CAD	1,2482
AUD/USD	0,7853
NZD/USD	0,7161
USD/ZAR	13,5938
EUR/JPY	132,71
EUR/GBP	0,8863
EUR/CAD	1,4683
EUR/AUD	1,4980
EUR/NZD	1,6427
EUR/ZAR	15,9897
EUR/ISK	125,06
EUR/HUF	311,93

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 04.10.2017 (salvo diversa indicazione).

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

## EUR: in attesa della BCE di ottobre, l'euro storna su Germania e Catalogna

**BCE alla prova dei fatti: il 26 ottobre si delinea la futura strategia.** Appare molto probabile che la Banca Centrale Europea (BCE) ricalibrerà i propri strumenti per sostenere l'economia nel meeting del prossimo 26 ottobre. Anche se il recupero nell'area dell'euro appare solido e resiliente, l'Eurozona deve ancora fare dei progressi dal punto di vista della dinamica dell'inflazione. La BCE, a medio termine, punta a un tasso di poco sotto il 2% (target prestabilito) ma nel mese di settembre l'inflazione nell'area dell'euro è stata dell'1,5%. Il presidente della BCE Draghi già da tempo ha lasciato intendere che un compromesso, sul futuro del programma, verrà deciso per la riunione di ottobre. Attualmente, le autorità monetarie acquistano titoli di stato e altri titoli obbligazionari con un volume di 60 miliardi di euro al mese. Il programma dovrebbe proseguire nelle sue attuali dimensioni almeno fino alla fine 2017. Appare ragionevole che la BCE possa decidere di estendere gli acquisti oltre la fine dell'anno ma con un volume di acquisto mensile probabilmente inferiore. E' proprio questo scenario che ha guidato nelle ultime settimane il deciso rafforzamento dell'euro, sfumato solo dopo i passaggi elettorali in Germania (Merkel vincitrice ma in modo meno netto dell'atteso) e in Catalogna, dove gli indipendentisti stanno mettendo sotto pressione il governo del premier Rajoy e le istituzioni europee, silenti nei confronti della crisi spagnola.

**EUR/USD:** l'approssimarsi della riunione BCE del 26 ottobre renderà più chiara la futura dinamica del cambio euro/dollaro, anche alla luce del moderato deprezzamento dell'euro dopo il voto in Germania e le tensioni in Spagna. Il cambio salito fino alla soglia di 1,2050 contro dollaro, a seguito dell'inasprirsi delle tensioni fra la Corea del Nord e i Paesi Occidentali, scambia ora in un range di 1,17-1,18. Riteniamo che nel breve possa esserci un consolidamento del cambio EUR/USD in area 1,17 per poi scendere a 1,15. Nel lungo termine potrebbe prevalere la forza dell'euro, in virtù del ritiro graduale delle misure espansive della BCE, col possibile ritorno in area 1,20 in un orizzonte temporale superiore ai 12 mesi e 1,23 a 24 mesi.

**EUR/GBP:** l'euro ha eroso la sua forza dopo il voto tedesco e il referendum in Catalogna, consentendo così al cambio EUR/GBP di allontanarsi dai massimi sopra 0,92 e ritracciare in area 0,88. Resta però confermato che il possibile recupero della sterlina sia legato al buon esito del processo di Brexit e alle prossime mosse della BoE in materia di rialzo dei tassi. Nel breve, il cambio EUR/GBP è visto a 0,85-0,87 da 0,90-0,91 a 1 e 3 mesi, a 0,86 (da 0,89) a 6 mesi; nel medio-lungo termine a 0,87-0,88 (da 0,89) a 12 e 24 mesi.

**EUR/JPY:** sulla dinamica del cambio EUR/JPY pesano le previsioni sull'euro, col mercato che dopo aver decisamente anticipato il cambio di passo della BCE, in senso restrittivo, attende il concretizzarsi dello stesso nel meeting BCE del 26 ottobre. Il forte movimento di rialzo del cambio EUR/JPY, originatosi nel mese di aprile, registra pertanto una pausa, di pari passo col marginale deprezzamento dell'euro. L'avversione al rischio delle

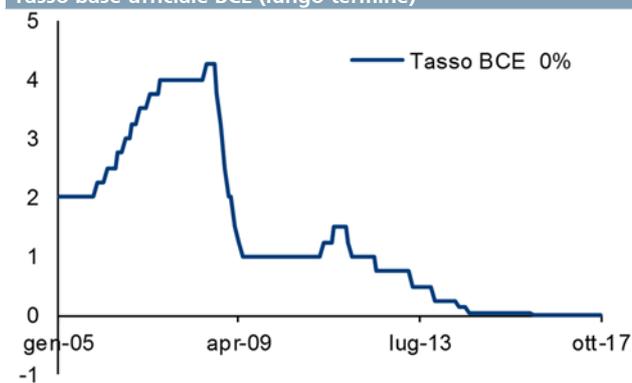
ultime settimane, a seguito dei test missilistici nordcoreani, non sembra spingere lo yen che non esercita più un grosso *appeal* sugli investitori, in vista anche del passaggio elettorale che aspetta il Giappone il 22 ottobre. Le stime a 1 e 3 mesi sono a 131, a 6 mesi a 136, mentre nel lungo l'intervallo passa a 140-145 da 139-142.

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



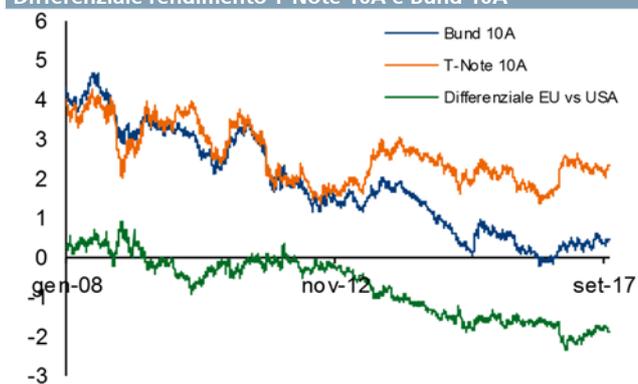
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## USD: in recupero dopo la Fed e dopo l'annuncio di riforma fiscale di Trump

**Fed più chiara nel tratteggiare il percorso di rialzo dei tassi.** Nell'ultimo meeting la Fed ha lasciato i tassi fermi e ha annunciato per ottobre l'avvio della riduzione dei reinvestimenti sui titoli detenuti a bilancio. Molti membri del Board, nelle ultime settimane, avevano sollevato dubbi sulle stime d'inflazione e sull'opportunità di alzare i tassi prima di vedere una chiara ripresa della dinamica dei prezzi. Le nuove proiezioni Fed circa i futuri rialzi dei tassi mostrano però un ampio consenso per un rialzo a dicembre, con un messaggio di fiducia nella solidità della ripresa economica. Quadro che non altera i piani di normalizzazione dei tassi, anche se la Fed ha chiarito che rimarrà pronta a intervenire in caso di necessità. Questa valutazione si riflette nell'aggiornamento delle proiezioni di crescita, con la stima sul PIL che è stata rivista al rialzo a 2,4% (da 2,2%) per il 2017, mentre rimane stabile a 2,1% per il 2018. Su un orizzonte più lungo le previsioni di crescita sono al 2% nel 2019 e 1,8% nel 2020. Scenario che favorisce l'azione della Fed e di conseguenza il recupero del dollaro.

**Trump presenta la riforma fiscale.** Trump ha presentato i dettagli della sua proposta di riforma fiscale. Il piano prevede di tagliare l'aliquota fiscale per le aziende dal 35% al 20%, nonché di abbassare l'aliquota massima per le fasce ad alto reddito dall'attuale 39,6% al 35%, raddoppiando per tutti i contribuenti le cosiddette deduzioni standard. Il progetto ovviamente solleva dubbi sulle coperture e sulle ricadute sul deficit USA. Trump sostiene che i tagli alle tasse saranno controbilanciati da nuove entrate eliminando le scappatoie fiscali e dando così ulteriore slancio alla crescita economica.

**EUR/USD:** il cambio euro/dollaro si allontana dai massimi sopra area 1,20 grazie alla ritrovata forza del dollaro a seguito delle rassicurazioni Fed circa il proseguo del rialzo dei tassi, supportato dai buoni dati macro delle scorse settimane. Trump, presentando la riforma fiscale e dando finalmente seguito a una delle promesse elettorali tanto attese, ha infuso fiducia nei mercati e favorito il recupero del dollaro. Riteniamo che nel breve possa esserci un consolidamento dell'EUR/USD in area 1,17 per poi scendere a 1,15. Nel lungo termine potrebbe prevalere la forza dell'euro, in virtù del ritiro graduale delle misure espansive della BCE, col possibile ritorno in area 1,20 in un orizzonte temporale superiore ai 12 mesi e 1,23 a 24 mesi.

**GBP/USD:** il dollaro si apprezza sul prosieguo dell'azione restrittiva della Fed. A spingere la valuta USA è stato anche l'intervento di Trump che ha illustrato i termini della riforma fiscale. La sterlina resta legata alla risoluzione della Brexit e alle future scelte BoE. Una posizione meno rigida del Regno Unito, che porti a una *soft-Brexit*, resta il quadro auspicato per il recupero della sterlina. Le stime sul GBP/USD sono 1,34 e 1,36 (da 1,30 e 1,27) a 1 e 3 mesi; nel medio-lungo passano a 1,37-1,38 (da 1,32-1,33), per poi salire a 1,39 (da 1,35) a 24 mesi.

**USD/JPY:** l'avversione al rischio resta alta a causa delle tensioni geopolitiche in Asia, ma questo non ha dato grosso supporto alla divisa giapponese. Al contrario, il rafforzamento del dollaro ha consentito uno spostamento del cambio nella parte alta del

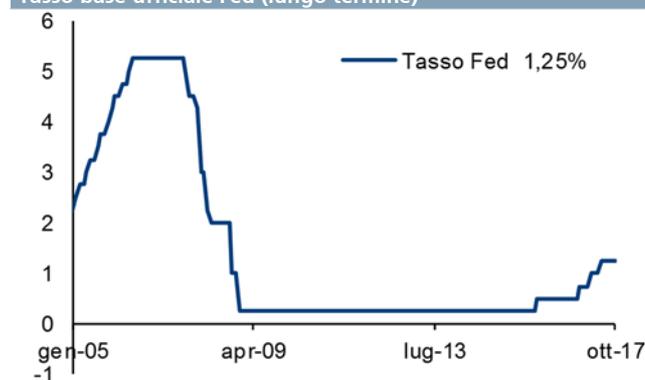
solito range 110-115, riportandolo a ridosso di 112-113 a fronte di uno scenario immutato dal lato delle Banche centrali. La Fed prosegue infatti nel rialzo dei tassi e la BoJ continuerà ad esercitare un forte controllo sulla curva dei rendimenti, in vista delle elezioni anticipate del 22 ottobre. Nel breve il cambio USD/JPY stazionerà in area 112-114, il range di medio termine sarà 115-117 mentre quello di lungo 118.

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



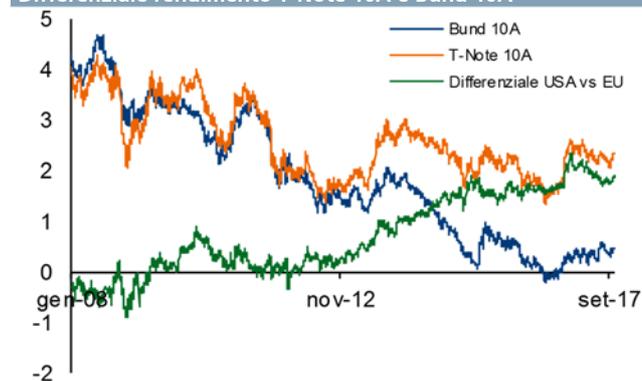
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

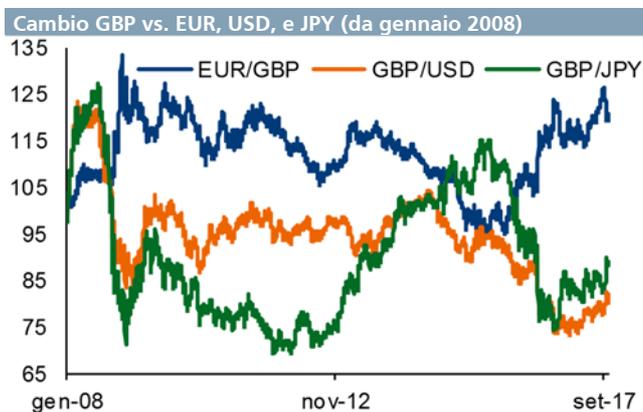
## GBP: BoE pronta ad alzare i tassi ma gli accordi sulla Brexit restano prioritari

La *soft-Brexit* e una BoE più restrittiva i temi chiave per il recupero della sterlina. Dopo un meeting BoE del 14 settembre privo di spunti, salvo tratteggiare un quadro di attesa per l'esito Brexit e per gli impatti sulla crescita, il governatore della Bank of England, Mark Carney, ha fatto seguire alcune interviste in cui chiarisce la posizione del suo istituto. Carney non ha escluso che i tassi d'interesse possano essere ritoccati al rialzo nel breve termine. Al momento i tassi britannici sono allo 0,25%, dopo il taglio avvenuto in seguito al referendum sulla Brexit. Se l'economia continua di questo passo, potrà essere necessario alzare i tassi, ha poi ribadito Carney in un'intervista alla BBC. La sterlina si è deprezzata sensibilmente dopo il referendum Brexit, questo inizialmente ha dato un vantaggio competitivo all'economia, consentendole di recuperare. Ma ora, a causa dei negoziati con Bruxelles che si fanno sempre più complicati, o quantomeno più di quanto immaginasse il fronte pro-Brexit, la BoE è costretta ad essere più attenta a tale processo, in vista del meeting del 2 novembre. La Premier May potrebbe offrire all'UE un accordo finanziario nel quarto round di colloqui, previsto ad ottobre, come compromesso per poter anticipare le trattative sugli accordi commerciali.

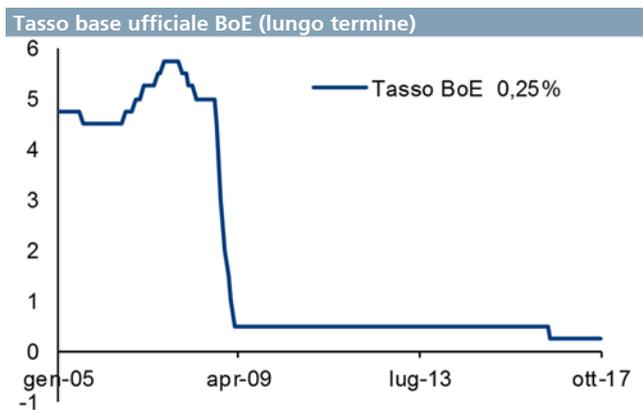
**EUR/GBP:** il possibile recupero della sterlina resta legato al buon esito della Brexit e alle prossime mosse della BoE in materia di rialzo dei tassi. Di contro, l'euro ha eroso la sua forza dopo il voto tedesco e il referendum in Catalogna, consentendo così al cambio EUR/GBP di allontanarsi dai massimi sopra 0,92 e ritracciare in area 0,88. Nel breve, il cambio EUR/GBP è visto a 0,85-0,87 (da 0,90-0,91) a 1 e 3 mesi, a 0,86 (da 0,89) a 6 mesi; nel medio-lungo termine a 0,87-0,88 (da 0,89) a 12 e 24 mesi.

**GBP/USD:** la mancanza di sviluppi nelle trattative fra Gran Bretagna e UE e un certo grado di confusione sulla scena politica inglese, anche dopo il meeting BoE del 14 settembre, sono letti come negativi dal mercato, che da tempo scommette su di una posizione meno rigida del Regno Unito che possa portare a una *soft-Brexit* e, quindi, favorire il recupero della sterlina. Il dollaro si apprezza grazie alla conferma del prosieguo dell'azione restrittiva della Fed. A pesare sulla valuta USA è stato anche l'intervento del presidente Trump, che ha illustrato i termini della sua riforma fiscale. Nel breve, le stime sul GBP/USD sono 1,34 e 1,36 (da 1,30 e 1,27) a 1 e 3 mesi; nel medio-lungo passano a 1,37-1,38 (da 1,32-1,33), per poi salire a 1,39 (da 1,35) a 24 mesi.

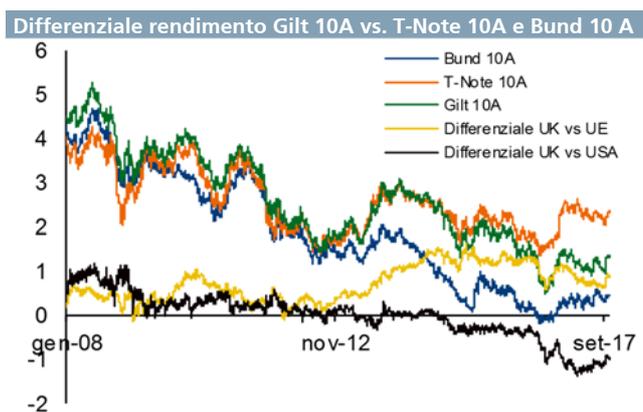
**GBP/JPY:** l'apparente confusione e la mancanza di passi avanti nei negoziati fra Gran Bretagna e UE non supportano la sterlina, maggiormente influenzata dalle parole di Carney circa l'imminenza di un cambio di passo restrittivo, sui tassi, da parte della BoE. Di contro, in attesa del passaggio elettorale del 22 ottobre che potrebbe disegnare nuovi scenari, l'equilibrio economico giapponese resta legato alla politica ultra-accomodante della BoJ, a cui si dovrà sommare il rilancio dell'azione di governo. Le stime si attestano in area 146-147 (da 144) a 1 e 3 mesi, nel medio a 148 (da 145-147) e nel lungo a 151 (confermato).



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## JPY: la BoJ resta espansiva mentre il Giappone va ad elezioni anticipate

**La BoJ resta espansiva mentre Abe indice elezioni anticipate per il 22 ottobre.** La conclusione dell'ultimo meeting della BoJ ha visto la conferma dell'attuale orientamento ultra-espansivo della politica monetaria. La Banca centrale ha ribadito il proprio ottimismo sulle prospettive economiche che dovrebbero essere in grado di condurre l'inflazione verso l'obiettivo del 2%. Va segnalato che tra i nove consiglieri, il nuovo entrato Kataoka si è detto contrario alla conferma dei tassi, a suo dire insufficiente per il rilancio della dinamica dei prezzi, auspicando maggior interventismo da parte della BoJ (prossimo meeting il 31 ottobre). Posizione solitaria che è emersa anche dai verbali pubblicati in seguito. Sullo scenario giapponese pesa però l'aspetto politico dopo l'annuncio del premier Abe di sciogliere la Camera Bassa per andare al voto anticipato il 22 ottobre, nel tentativo di formare un Governo più forte. Abe ha voluto sfruttare il momento di relativa tranquillità del suo governo, dopo i numerosi scandali e rimpasti dell'esecutivo durante l'estate, per consolidare il suo potere e riconfermare il suo partito come prima forza politica in Parlamento. Il risultato a favore di Abe potrebbe non essere così scontato. La popolare governatrice di Tokyo, Yuriko Koike, ha presentato un nuovo partito nazionale, il Partito della Speranza, che potrebbe essere la sorpresa delle prossime elezioni, dopo che già nella municipalità di Tokyo aveva battuto i Liberal Democratici di Abe. Il classico ruolo di valuta rifugio dello yen, già appannato dalla vicinanza geografica fra Giappone e Corea del Nord, appare sempre meno influente lasciando spazio alla possibile svalutazione dello yen.

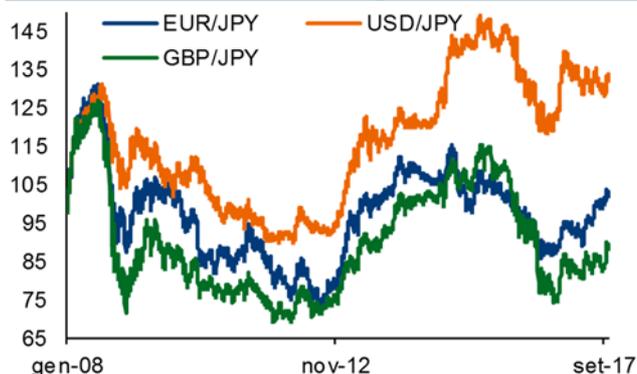
**EUR/JPY:** il forte movimento di rialzo del cambio EUR/JPY, originatosi nel mese di aprile, registra ora una pausa, di pari passo col marginale deprezzamento dell'euro. L'avversione al rischio a seguito dei test missilistici nordcoreani non sembra spingere lo yen, che non esercita più un grosso *appeal* sugli investitori. Sul cambio EUR/JPY pesano le previsioni sull'euro, col mercato che dopo aver decisamente anticipato il cambio di passo della BCE (in senso restrittivo) attende il concretizzarsi dello stesso nel meeting BCE del 26 ottobre. Le stime a 1 e 3 mesi sono a 131, a 6 mesi a 136, mentre nel lungo l'intervallo passa a 140-145 da 139-142.

**USD/JPY:** l'avversione al rischio resta alta a causa delle tensioni geopolitiche in Asia, ma questo non ha dato grosso supporto alla divisa giapponese. Lo scenario resta immutato dal lato delle Banche centrali: la Fed prosegue infatti nel rialzo dei tassi e la BoJ continuerà a esercitare un forte controllo sulla curva dei rendimenti. Gli sforzi della BoJ e del Governo per tenere lo yen stabilmente svalutato non stanno però dando i risultati sperati, da qui anche la decisione di Abe di indire elezioni anticipate. Al contrario, il rafforzamento del dollaro ha consentito uno spostamento del cambio a ridosso di 112-113. Nel breve il cambio USD/JPY stazionerà in area 112-114, il range di medio termine sarà 115-117 mentre quello di lungo 118.

**GBP/JPY:** in attesa del passaggio elettorale giapponese (del 22 ottobre) che potrebbe disegnare nuovi scenari, l'equilibrio economico nipponico resta legato alla riconfermata politica ultra-

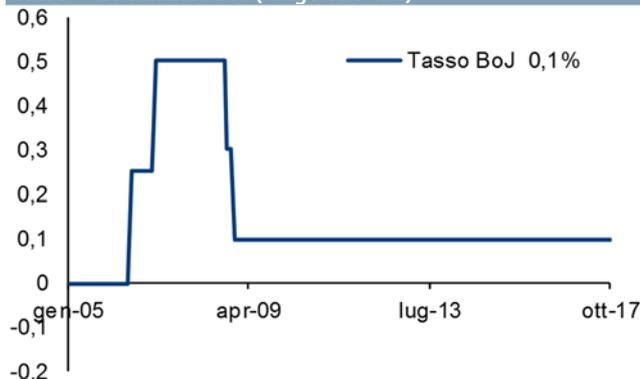
accomodante della BoJ. Di contro, la sterlina appare maggiormente influenzata dalle parole di Carney circa l'imminenza di un cambio di passo restrittivo da parte della BoE. Le stime si attestano in area 146-147 (da 144) a 1 e 3 mesi, nel medio a 148 (da 145-147) e nel lungo a 151 (confermato).

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



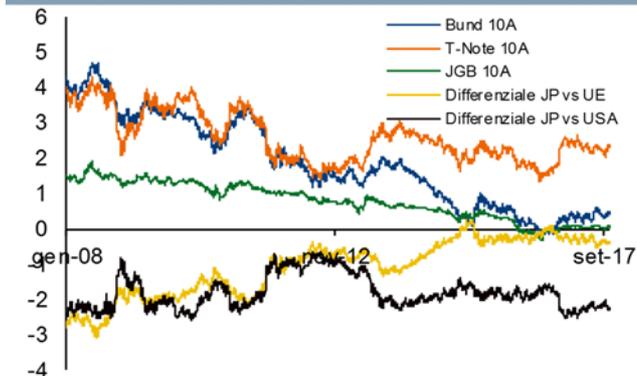
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 prenditore 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-Datastream, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 01.09.2017.

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](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.intesaspa.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_elenco\\_raccomandazioni.jsp](http://www.group.intesaspa.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-Datastream. 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-Datastream. 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](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](http://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp) è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

## 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:** Cristina Baiardi