

Dollaro e sterlina in recupero dopo le scelte Fed e BoE

EUR – Euro in trend discendente dopo il prolungamento del QE da parte della BCE. La BCE ha scelto di prolungare gli acquisti da gennaio 2018 con un ammontare mensile però minore (30 miliardi al mese) ma per un periodo più lungo (9 mesi), lasciando aperta la strada a un prolungamento, o anche a un nuovo potenziamento, del programma di acquisto titoli oltre settembre 2018. E' proprio questo quadro che ha guidato nelle ultime settimane il deprezzamento dell'euro, complice anche la volatilità generata dalla questione catalana. Si rafforza quindi lo scenario relativo a un finale d'anno con l'euro distante dai massimi dei mesi scorsi e più in linea col rinnovo dell'approccio espansivo della BCE. Riteniamo che nel breve possa registrarsi 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 ma solo dopo il ritiro delle misure espansive della BCE, col possibile ritorno in area 1,22 (da 1,20) in un orizzonte temporale pari o superiore ai 12 mesi e 1,24 (da 1,23) a 24 mesi.

USD – Tassi fermi per la Fed, l'ultimo rialzo resta confermato a dicembre; il dollaro si rafforza. In linea con le attese la riunione del FOMC si è conclusa con tassi fermi e prosecuzione della riduzione del bilancio secondo il programma iniziato a ottobre. Circa la successione alla Yellen, in scadenza di mandato, il presidente Trump ha sciolto la riserva nominando Jerome Powell e togliendo anche l'ultima incertezza ai mercati. Per le sorti del dollaro restano solo due temi da approfondire, ed entrambi sono rimandati a fine anno. Il primo è la riforma fiscale annunciata da Trump e depositata alla Camera; la manovra ammonta a 1.500 miliardi di dollari in dieci anni. Il secondo tema è l'ultimo rialzo dei tassi, promesso dalla Fed entro la conclusione del 2017. Il quadro, in questo senso, appare però sbilanciato verso un prosieguo del trend di rafforzamento del dollaro.

GBP – La BoE alza i tassi in scia al rialzo dell'inflazione, reazione contenuta della sterlina. Il Comitato della Banca d'Inghilterra ha votato con una maggioranza di 7 contro 2 per aumentare il tasso di 0,25% portando il *bank rate* allo 0,5%. Circa la Brexit, il governatore Carney sottolinea come la decisione di lasciare l'Unione Europea abbia ora un impatto notevole sulle prospettive economiche, rendendo il ruolo della BoE più complicato. La Banca d'Inghilterra, in tali circostanze eccezionali, deve infatti bilanciare la velocità con cui l'inflazione è salita e ha superato l'obiettivo con il sostegno che la politica monetaria deve fornire all'economia. I mercati hanno reagito positivamente alle rassicurazioni date da Carney secondo cui le prossime strette sui tassi avverranno in maniera molto graduale. Viceversa la sterlina ha accusato un deciso deprezzamento in conseguenza al fatto che il rialzo dei tassi e il conseguente sostegno alla valuta si spostano ora più in là nel tempo.

JPY – La BoJ resta espansiva dopo che Abe rafforza il proprio Governo a seguito delle elezioni anticipate del 22 ottobre. Come ampiamente atteso, i tassi di riferimento giapponesi sono rimasti invariati, così come è stato mantenuto l'impegno di acquisire bond governativi a 10 anni a un ritmo di 80.000 miliardi di yen l'anno. La BoJ conferma le stime sui prezzi indicando segnali di recupero dell'economia che potrebbero portare l'inflazione verso il target del 2%. Il quarto mandato del primo ministro giapponese, Shinzo Abe, ha avuto ufficialmente inizio lo scorso 1° novembre, dopo la vittoria alle elezioni anticipate del 22 ottobre scorso. Appare quindi scontata, per i mercati, la conferma del programma economico della cosiddetta "Abenomics", confortando gli operatori che affiancano, ancora una volta, l'azione di governo alla strategia espansiva della BoJ nel tentare di deprezzare lo yen.

8 novembre 2017

12:30 CET

Data e ora di produzione

8 novembre 2017

12:40 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	0,33
Gilt 10A	1,22
JGB 10A	0,03

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Cambi

EUR/USD	1,1583
USD/JPY	113,85
GBP/USD	1,3155
EUR/CHF	1,1576
EUR/SEK	9,73
EUR/NOK	9,47
EUR/DKK	7,4434
USD/CAD	1,2783
AUD/USD	0,7639
NZD/USD	0,6898
USD/ZAR	14,2251
EUR/JPY	131,87
EUR/GBP	0,8805
EUR/CAD	1,4806
EUR/AUD	1,5163
EUR/NZD	1,6792
EUR/ZAR	16,4754
EUR/ISK	122,76
EUR/HUF	311,67

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Previsioni tassi di cambio

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1583	1,17	1,15	1,18	1,22	1,24
EUR/GBP	0,8805	0,87	0,85	0,86	0,88	0,88
EUR/JPY	131,87	131	131	136	142	145
Altre valute						
GBP/USD	1,3155	1,34	1,36	1,37	1,38	1,40
USD/JPY	113,85	112	114	115	117	118
GBP/JPY	149,78	147	146	148	148	151

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Principali valute estere vs. euro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 07.11.2017 (salvo diversa indicazione).

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

EUR: in trend discendente dopo il prolungamento del QE da parte della BCE

Si delinea la futura strategia BCE: QE prolungato nel tempo ma ridotti gli acquisti mensili. La BCE ha scelto di prolungare gli acquisti da gennaio 2018 con un ammontare mensile però minore (30 miliardi al mese) ma per un periodo più lungo (9 mesi), lasciando aperta la strada a un prolungamento, o anche a un nuovo potenziamento, del programma di acquisto titoli oltre settembre 2018. Ulteriori aumenti potrebbero essere decisi in caso di necessità e in particolare nel caso in cui l'inflazione nel 2018 si discostasse ancora dall'obiettivo dell'Istituto centrale (2%). Nel complesso la Banca si è impegnata così ad acquistare nel corso del prossimo anno titoli per altri 270 miliardi, con un programma che Draghi ha definito come sufficientemente flessibile per far fronte ai limiti per emissione e per emittente imposti dal programma stesso. La decisione non è stata tuttavia unanime; il nodo più critico pare essere stato quello se lasciare o meno il programma con una fine aperta o indicare un termine preciso. E' proprio questo quadro che ha guidato nelle ultime settimane il deprezzamento dell'euro, complice anche la volatilità generata dalla questione catalana. Si rafforza quindi lo scenario relativo a un finale d'anno con l'euro distante dai massimi dei mesi scorsi e più in linea col rinnovo dell'approccio espansivo della BCE.

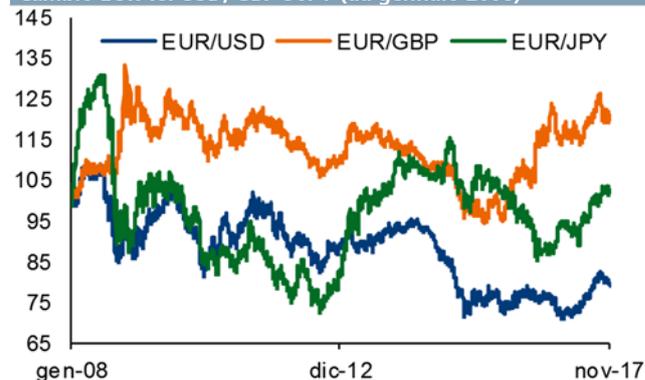
EUR/USD: l'estensione del QE da parte di Draghi (seppur con acquisti mensili minori nella dimensione) ha favorito il deprezzamento della valuta unica. Di contro, il numero degli occupati USA del mese di ottobre, in linea con le aspettative, non dovrebbe mutare le decisioni sui tassi della Fed che vede un ultimo rialzo a fine anno, con benefici chiari per il dollaro. Quadro per nulla turbato dalla nomina di Powell come successore alla Yellen. Riteniamo che nel breve possa registrarsi 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 ma solo dopo il ritiro delle misure espansive della BCE, col possibile ritorno in area 1,22 (da 1,20) in un orizzonte temporale pari o superiore ai 12 mesi e 1,24 (da 1,23) a 24 mesi.

EUR/GBP: l'euro ha ridotto la sua forza grazie all'estensione temporale del QE da parte di Draghi, consentendo così al cambio EUR/GBP di allontanarsi dai massimi sopra 0,92 e ritracciare in area 0,88, movimento originatosi, dopo il voto tedesco e il referendum in Catalogna. Dopo la mossa della BoE di rialzo dei tassi, si rinsalda lo scenario secondo cui il possibile recupero della sterlina resta legato al buon esito del processo di Brexit in un quadro in cui la BoE, con le proprie mosse in materia di rialzo dei tassi, accompagna il recupero del ciclo economico inglese. Nel breve, il cambio EUR/GBP è visto a 0,85-0,87 a 1 e 3 mesi, a 0,86 a 6 mesi; nel medio-lungo termine a 0,88 a 12 e 24 mesi (da 0,87 - 0,88).

EUR/JPY: il forte movimento di rialzo del cambio EUR/JPY, originatosi nel mese di aprile e tuttora in corso, sembra consolidare nell'intervallo 130-135. Sul cambio EUR/JPY pesano le modificate previsioni sull'euro, col mercato che dopo aver decisamente anticipato il cambio di passo della BCE (in senso restrittivo) si trova ora invece a fare i conti con un Draghi che ha

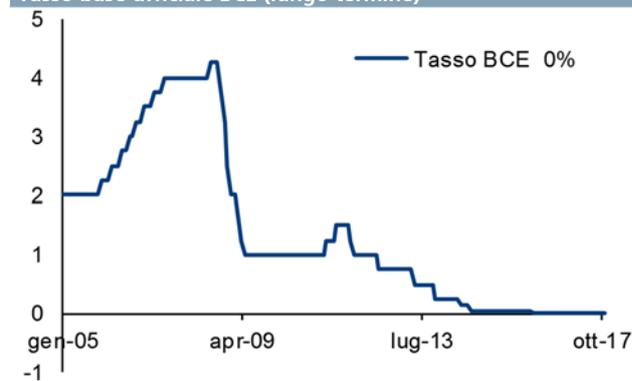
allungato i tempi del QE seppur riducendone la dimensione degli acquisti mensili. Le stime a 1 e 3 mesi sono a 131, a 6 mesi a 136, mentre nel lungo l'intervallo passa a 142-145 da 140-145.

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



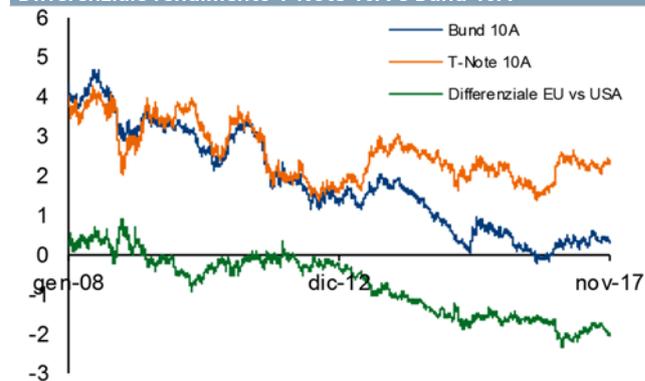
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

USD: prosegue il suo recupero in vista dell'ultimo rialzo Fed del 2017

Tassi fermi per la Fed, l'ultimo rialzo resta confermato a dicembre. In linea con le attese la riunione del FOMC si è conclusa con tassi fermi e prosecuzione della riduzione del bilancio secondo il programma iniziato a ottobre. La decisione è stata unanime a fronte di uno scenario economico che vede il mercato del lavoro in "continuo rafforzamento" e crescita dell'attività "a un ritmo solido nonostante i disagi causati dagli uragani". Circa la successione alla Yellen, in scadenza di mandato, il presidente Trump ha sciolto la riserva nominando Jerome Powell e togliendo anche l'ultima incertezza ai mercati. Se, da un lato, la nomina di J. Powell alla presidenza della Fed rappresenta il primo caso in quasi 40 anni in cui il Presidente della Fed non viene confermato in occasione di un cambiamento del Presidente degli Stati Uniti, dall'altro va detto che Powell è un membro del Board dal 2012. In questi anni ha sempre votato in linea con Yellen, sostenendo a volte anche opinioni più accomodanti. Per le sorti del dollaro, a questo punto, restano solo due temi da approfondire, ed entrambi sono rimandati a fine anno. Il primo è la riforma fiscale annunciata da Trump; l'affermazione "entro Natale un gigantesco taglio" dovrà essere seguita dai fatti. Depositata alla Camera la riforma fiscale, la manovra ammonta a 1.500 miliardi di dollari in dieci anni. Il secondo tema è l'ultimo rialzo dei tassi, promesso dalla Fed entro la conclusione del 2017. Il quadro, in questo senso, appare però sbilanciato verso un prosieguo del trend di rafforzamento del dollaro.

EUR/USD: il numero degli occupati USA del mese di ottobre, in linea con le aspettative, non dovrebbe mutare le decisioni sui tassi della Fed che vede un ultimo rialzo a fine anno, con benefici chiari per il dollaro. Quadro per nulla turbato dalla nomina di Powell come successore alla Yellen. Di contro, l'estensione del QE da parte di Draghi (seppur con acquisti mensili minori nella dimensione) ha favorito il deprezzamento della valuta unica. Riteniamo che nel breve possa registrarsi 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 ma solo dopo il ritiro delle misure espansive della BCE, col possibile ritorno in area 1,22 (da 1,20) in un orizzonte temporale pari o superiore ai 12 mesi e 1,24 (da 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 e confermato Powell alla guida della Fed nel post Yellen, togliendo anche questa incertezza ai mercati. Di contro, la sterlina ha accusato un iniziale deprezzamento contro dollaro e rischia di consolidarlo nel medio termine, in virtù delle aspettative di politica monetaria più restrittiva, ma decisamente più diluita nel tempo di quanto fosse atteso. Le stime sul GBP/USD sono 1,34 e 1,36 a 1 e 3 mesi; nel medio-lungo a 1,37-1,38, per poi salire a 1,40 (da 1,39) a 24 mesi.

USD/JPY: la divergente politica monetaria da parte della Banca del Giappone nei confronti della Fed è alla base del movimento del cambio. La Fed si prepara a un nuovo rialzo dei tassi per fine anno, mentre il Governatore BoJ Kuroda ha confermato fiducia sul fatto

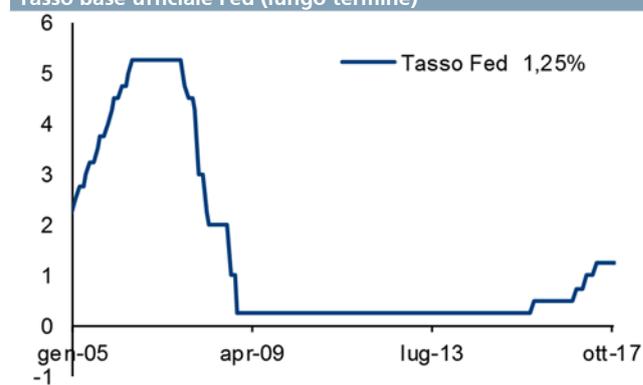
che l'economia giapponese possa riguadagnare slancio con conseguente aumento delle probabilità di centrare il target d'inflazione, grazie anche al sostegno del Governo Abe, appena riconfermatosi dopo le elezioni anticipate del 22 ottobre. Nel breve il cambio USD/JPY stazionerà in area 112-114; il range di medio termine sarà 115-117, mentre quello di lungo 118.

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



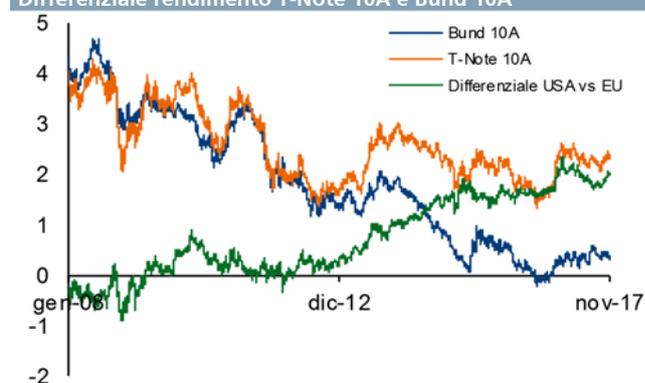
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

GBP: la BoE alza i tassi, causa inflazione, ma la sterlina non ne approfitta

La BoE alza i tassi in scia al rialzo dell'inflazione, reazione contenuta della sterlina. Nell'ultima riunione il Comitato della Banca d'Inghilterra ha votato con una maggioranza di 7 contro 2 per aumentare il tasso di 0,25% portando il *bank rate* allo 0,5%. Il Comitato ha inoltre votato all'unanimità di mantenere 1) gli acquisti obbligazionari, finanziati con l'emissione di riserve, a 10 miliardi di sterline; 2) gli acquisti di titoli di stato a 435 miliardi di sterline. Le prospettive sull'inflazione e sulla crescita economica riportate nell'*Inflation Report* di novembre sono state largamente simili alle proiezioni di agosto. Circa la Brexit, il governatore Carney sottolinea come la decisione di lasciare l'Unione Europea abbia un impatto notevole sulle prospettive economiche. Il ruolo della BoE pertanto si è fatto più complicato: non si può infatti impedire né l'adeguamento reale dell'economia inglese, che si sposta verso il nuovo regime di scambi internazionali, né la debole crescita del reddito reale che probabilmente accompagnerà tale aggiustamento nei prossimi anni. La Banca d'Inghilterra può sostenere l'economia durante questo processo di aggiustamento; in tali circostanze eccezionali è infatti possibile bilanciare la velocità con cui l'inflazione è salita e ha superato l'obiettivo con il sostegno che la politica monetaria deve fornire. Ecco perché, in linea con il quadro appena definito e viste le complicazioni sorte nel post-referendum, la Banca d'Inghilterra ha giudicato opportuno inasprire la politica monetaria al fine di porre un freno alla dinamica dei prezzi e rendere maggiormente sostenibile l'obiettivo d'inflazione del 2%.

EUR/GBP: i mercati hanno reagito positivamente alle rassicurazioni date da Carney secondo cui le prossime strette sui tassi avverranno in maniera molto graduale; viceversa la sterlina ha accusato un iniziale deprezzamento contro euro. Carney ha definito "graduali" e "limitati" i prossimi interventi sul costo del denaro, facendo riferimento a rischi legati anche alla questione Brexit. Nel breve, il cambio EUR/GBP è visto a 0,85-0,87 a 1 e 3 mesi e a 0,86 a 6 mesi; nel medio-lungo termine a 0,88 a 12 e 24 mesi (da 0,87 - 0,88).

GBP/USD: la BoE, lasciando le convenienti condizioni di approvvigionamento della liquidità ancora a lungo, non ha dato grossi scossoni al mercato. Viceversa la sterlina ha accusato un parziale deprezzamento contro dollaro e rischia di consolidarlo nel medio termine sempre in risposta alle aspettative di politica monetaria più restrittiva, ma decisamente più diluita nel tempo di quanto fosse atteso. Le stime sul GBP/USD sono 1,34 e 1,36 a 1 e 3 mesi; nel medio-lungo a 1,37-1,38, per poi salire a 1,40 (da 1,39) a 24 mesi.

GBP/JPY: le parole di Carney, successive al cambio di passo restrittivo sui tassi da parte della BoE, hanno sortito solo un marginale effetto sul cambio GBP/JPY, visto che la prospettiva di rialzo dei tassi inglesi appare molto diluita nel tempo. Di contro, dopo il passaggio elettorale del 22 ottobre che ha visto la decisa riconferma del Governo Abe, l'equilibrio economico giapponese appare ancor più legato alla politica ultra-accomodante della BoJ, a cui si dovrà sommare il rilancio dell'azione di governo. Le

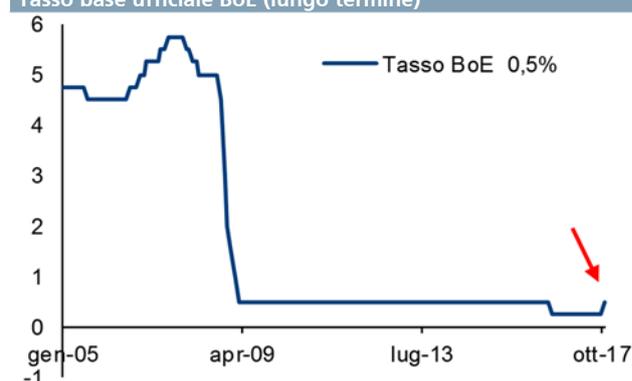
stime si attestano in area 146-147 a 1 e 3 mesi, nel medio a 148 e nel lungo a 151.

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



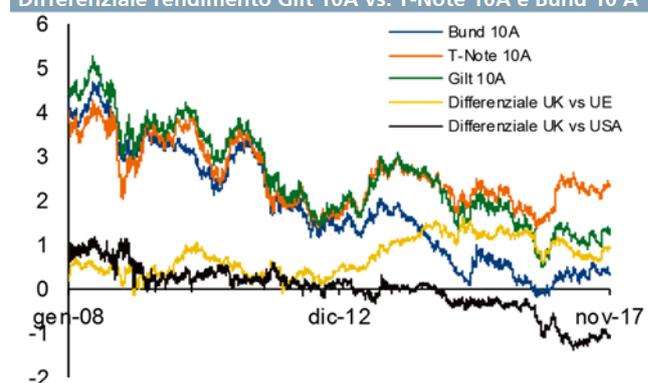
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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: la BoJ conferma la sua linea espansiva, al via il 4° mandato per Abe

La BoJ resta espansiva dopo che Abe rafforza il proprio Governo a seguito delle elezioni anticipate del 22 ottobre. Come ampiamente atteso, infatti, i tassi di riferimento giapponesi rimangono invariati (con voto 8 a 1 dei membri del Board della BoJ), in particolare il target di -0,1% per i tassi a breve e attorno a 0% per il decennale. Mantenuto l'impegno di acquisire bond governativi a 10 anni al fine di comprimere il loro tasso attorno allo zero, a un ritmo di 80.000 miliardi di yen l'anno. La BoJ conferma le stime sui prezzi indicando segnali di recupero dell'economia che potrebbero portare l'inflazione verso il target del 2%. In particolare, la BoJ ha indicato un'inflazione allo 0,8% sull'anno fiscale 2018 (che inizia a marzo) contro il +1,1% indicato in precedenza. Il quarto mandato del primo ministro giapponese, Shinzo Abe, ha avuto ufficialmente inizio lo scorso 1° novembre, dopo la vittoria alle elezioni generali anticipate del 22 ottobre scorso. Abe ha deciso di confermare senza eccezioni la squadra di governo che aveva selezionato in occasione del rimpasto del precedente gabinetto, appena tre mesi fa. Appare quindi scontato, per il mercato, come difficilmente possa cambiare il programma economico della cosiddetta "Abenomics" confortando gli operatori che affiancano, ancora una volta, l'azione di governo alla strategia espansiva della BoJ nel tentare di deprezzare lo yen.

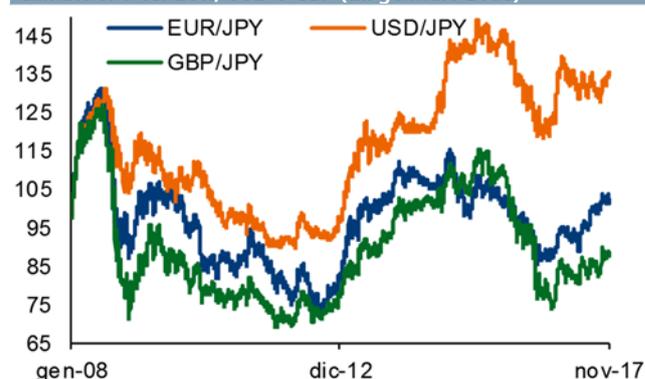
EUR/JPY: il forte movimento di rialzo del cambio EUR/JPY, originatosi nel mese di aprile, e tuttora in corso, sembra consolidare nell'intervallo 130-135. Sul cambio EUR/JPY pesano le modificate previsioni sull'euro, col mercato che dopo aver decisamente anticipato il cambio di passo della BCE (in senso restrittivo) si trova ora invece a fare i conti con una BCE che ha allungato i tempi del QE seppur riducendone la dimensione degli acquisti mensili. Le stime a 1 e 3 mesi sono a 131; quelle a 6 mesi sono a 136, mentre nel lungo l'intervallo passa a 142-145 da 140-145.

USD/JPY: sul cambio domina il tema della politica monetaria divergente da parte della Banca del Giappone nei confronti della Federal Reserve, con quest'ultima che si prepara a un nuovo rialzo dei tassi per fine anno, mentre il Governatore BoJ Kuroda ha espresso fiducia sul fatto che l'economia giapponese stia guadagnando slancio e vede aumentare le probabilità di centrare il target d'inflazione grazie anche al sostegno del Governo Abe, appena riconfermatosi. Nel breve il cambio USD/JPY staziona in area 112-114; il range di medio termine sarà 115-117 mentre quello di lungo 118.

GBP/JPY: dopo il passaggio elettorale del 22 ottobre che ha visto la decisa riconferma del Governo Abe, l'equilibrio economico giapponese appare ancor più legato alla politica ultra-accomodante della BoJ, a cui si dovrà sommare il rilancio dell'azione di governo. Le parole di Carney successive al cambio di passo restrittivo sui tassi da parte della BoE hanno invece sortito solo un blando effetto sul cambio GBP/JPY, visto che la prospettiva di rialzo dei tassi inglesi appare molto diluita nel

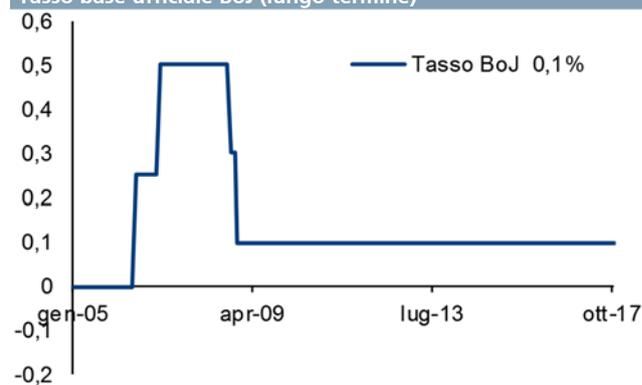
tempo. Le stime si attestano in area 146-147 a 1 e 3 mesi, nel medio a 148 e nel lungo a 151.

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



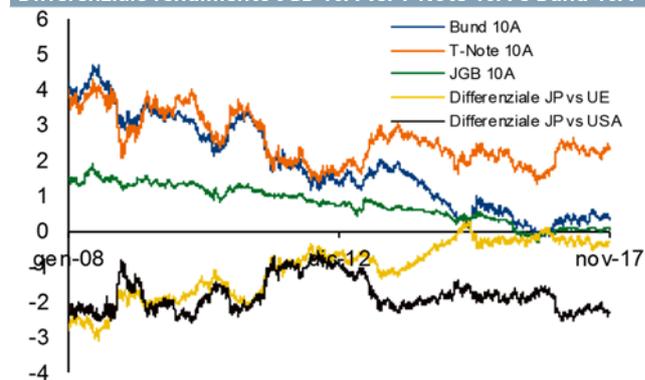
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 05.10.2017.

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-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, 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