

Valute in attesa delle Banche centrali di settembre

EUR – L'assenza, nell'intervento di Draghi a Jackson Hole, di un impegno a limitare l'apprezzamento dell'euro ha spinto la valuta unica. Draghi si è astenuto dal fare riferimenti alla politica monetaria futura della BCE a Jackson Hole, la reazione dell'euro si spiega probabilmente con il fatto che le aspettative del mercato erano che il Presidente BCE argomentasse circa i possibili effetti negativi di un eccessivo apprezzamento della valuta unica. Ancora una volta, come spesso è accaduto negli ultimi mesi, gli operatori hanno ampiamente anticipato le mosse della BCE ottenendo una rivalutazione sproporzionata dell'euro. La svolta restrittiva della BCE, ovvero la riduzione del QE, benché scontata dal mercato, sarà dettagliata solo successivamente e non il 7 settembre prossimo. Riteniamo che nel breve possa esserci uno storno del cambio EUR/USD verso area 1,15 mentre nel lungo termine possa prevalere la forza relativa dell'euro, 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 – La Yellen non chiarisce la posizione della Fed a Jackson Hole aumentando i dubbi sulle prossime azioni, in particolare dopo i deboli payrolls di agosto. Pur confermandosi l'attesa, da parte del mercato, di un ultimo rialzo da qui a fine anno, si è ridotta al minimo la probabilità che la Fed agisca subito dopo l'estate. Il 20 settembre la Fed dovrebbe limitarsi a varare il processo di normalizzazione del bilancio, inoltre, è attesa la pubblicazione del nuovo profilo dei tassi che attualmente vede ancora un solo rialzo quest'anno e tre nel 2018. Qualora la Fed dovesse ridurre il numero di rialzi in programma, se non addirittura rimuovendo l'unico di quest'anno, il dollaro ne risentirebbe ulteriormente, in uno scenario attuale di forte deprezzamento dovuto alle questioni geopolitiche in Asia. A pesare sulla valuta USA sono stati inoltre i crescenti problemi dell'amministrazione Trump che hanno minato le aspettative circa l'attuazione del forte stimolo fiscale promesso in campagna elettorale a cui si somma il debole dato del mercato del lavoro.

GBP – L'allontanarsi di una possibile soft-Brexit indebolisce la sterlina. A causa dei negoziati con Bruxelles che si fanno sempre più complicati, o quantomeno più di quanto immaginava il fronte pro Brexit, la Bank of England lo scorso 3 agosto ha deciso di lasciare i tassi invariati, allo 0,25%. La dinamica della sterlina resta guidata dalla Brexit e dalle prossime mosse della BoE. In aggiunta, l'apparente confusione e la mancanza di progressi nelle trattative fra Gran Bretagna e UE, giunte ormai al terzo round, impediscono il recupero della valuta inglese, in vista del meeting BoE del 14 settembre. Secondo le ultime indiscrezioni di stampa, il Primo Ministro 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.

JPY – La BoJ è vista restare espansiva ma l'avversione al rischio rafforza lo yen. La forte avversione al rischio delle ultime settimane, complici le tensioni geopolitiche proprio nell'area asiatica, ha fatto apprezzare la valuta giapponese anche se meno del solito. Il classico ruolo di valuta rifugio dello yen è infatti stato appannato dalla vicinanza geografica fra Giappone e Corea del Nord. Dalla BoJ, in vista del meeting del 21 settembre, sono recentemente arrivate le dichiarazioni di Masai che ha confermato come l'obiettivo di inflazione al 2% sia ancora lontano, sottolineando che sarebbe affrettato modificare il target fissato per i prezzi. Circa gli ultimi movimenti di mercato dello yen, Masai ha detto che il differenziale tassi è solo una delle variabili che influenzano i movimenti della valuta giapponese.

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1881	1,17	1,15	1,18	1,19	1,20
EUR/GBP	0,9214	0,90	0,91	0,89	0,89	0,89
EUR/JPY	130,86	131	131	136	139	142
Altre valute						
GBP/USD	1,2894	1,30	1,27	1,32	1,33	1,35
USD/JPY	110,15	112	114	115	117	118
GBP/JPY	142,03	144	144	147	145	151

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

1 settembre 2017

15:27 CET

Data e ora di produzione

1 settembre 2017

15:37 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	2,13
Bund 10A	0,36
Gilt 10A	1,04
JGB 10A	0,00

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Cambi	
EUR/USD	1,1881
USD/JPY	110,15
GBP/USD	1,2894
EUR/CHF	1,1426
EUR/SEK	9,47
EUR/NOK	9,24
EUR/DKK	7,4378
USD/CAD	1,2526
AUD/USD	0,7928
NZD/USD	0,7165
USD/ZAR	13,0142
EUR/JPY	130,86
EUR/GBP	0,9214
EUR/CAD	1,4881
EUR/AUD	1,4986
EUR/NZD	1,6582
EUR/ZAR	15,4617
EUR/ISK	124,48
EUR/HUF	305,83

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 01.09.2017 (salvo diversa indicazione).

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

EUR: il cambio di passo restrittivo della BCE appare già scontato dal mercato

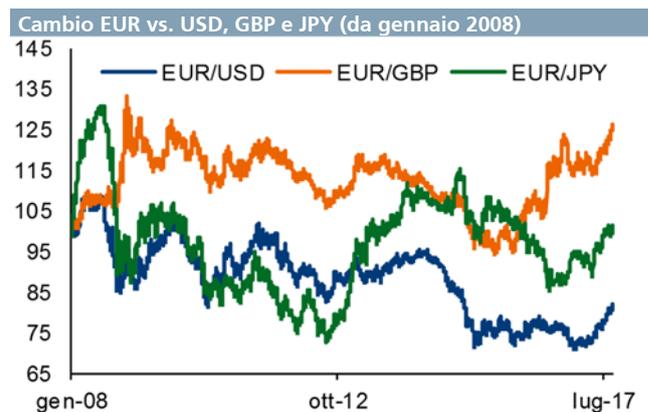
L'assenza, nell'intervento di Draghi a Jackson Hole, di un impegno a limitare l'apprezzamento dell'euro ha spinto la valuta unica. Draghi si è astenuto dal fare riferimenti alla politica monetaria futura della BCE a Jackson Hole, la reazione dell'euro si spiega probabilmente con il fatto che le aspettative del mercato erano che il Presidente BCE argomentasse circa i possibili effetti negativi di un eccessivo apprezzamento della valuta unica. Ancora una volta, come spesso è accaduto negli ultimi mesi, gli operatori sui cambi hanno ampiamente anticipato le mosse della BCE ottenendo una rivalutazione sproporzionata dell'euro. La svolta restrittiva della BCE, ovvero la riduzione del QE, benché scontata dal mercato, sarà dettagliata solo successivamente e non il 7 settembre prossimo. Durante la fase di riduzione del QE, che coprirà buona parte del 2018, i tassi BCE resteranno probabilmente invariati: a zero il refi e negativo il tasso sui depositi, come anticipato dallo stesso Draghi. Un insieme di fattori che potrebbero, nel medio termine e dopo il meeting BCE della prossima settimana, favorire una riduzione della forza dell'euro.

EUR/USD: l'avvicinarsi delle riunioni di BCE e Fed di settembre renderà più chiara la futura dinamica del cambio euro/dollaro, anche alla luce del deciso apprezzamento dell'euro avviato ad inizio anno e accentuatosi durante tutta l'estate, specie dopo l'incontro dei banchieri centrali a Jackson Hole. Il cambio è poi salito fino alla soglia di 1,2050 contro dollaro, a seguito dell'inasprirsi delle tensioni fra la Corea del Nord e i Paesi Occidentali. Circa le nostre previsioni, riteniamo che nel breve possa esserci uno storno del cambio EUR/USD verso area 1,15 mentre nel lungo termine possa prevalere la forza relativa dell'euro, 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.

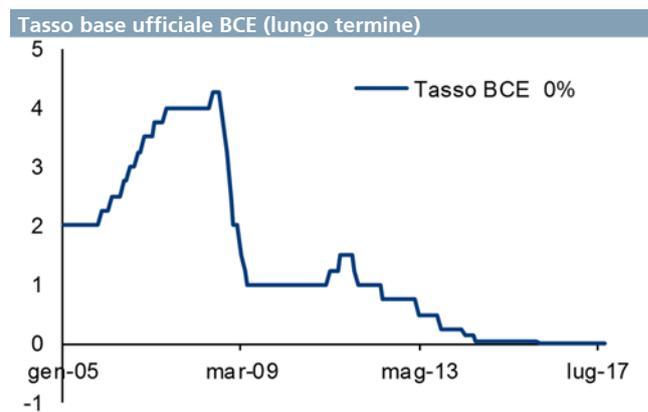
EUR/GBP: l'euro ha accentuato la sua forza dopo che Draghi si è astenuto dal fare riferimenti alla politica monetaria futura della BCE a Jackson Hole. Il forte apprezzamento dell'euro si spiega probabilmente con il fatto che il mercato sperava che il Presidente BCE argomentasse circa i possibili effetti negativi di una valuta unica troppo forte. Di contro, i fattori alla base della dinamica della sterlina restano la Brexit e il possibile cambio di passo restrittivo della BoE. L'apparente confusione e la mancanza di progressi nelle trattative fra Gran Bretagna e UE, dopo il terzo round di colloqui, impediscono il recupero della sterlina, in vista del meeting BoE del 14 settembre. Nel breve, il cambio EUR/GBP è visto a 0,90, 0,91 e 0,89 rispettivamente a 1, 3 e 6 mesi; nel medio-lungo termine a 0,89 in stabilizzazione sia a 12 che a 24 mesi.

EUR/JPY: il forte movimento di rialzo del cambio EUR/JPY, originatosi nel mese di aprile, è frutto quasi totalmente della forza dell'euro. L'avversione al rischio che sta pervadendo i mercati, a seguito dei test missilistici nordcoreani, consente comunque allo yen di esercitare un certo *appeal* sugli investitori, interessati ad *asset* difensivi. Sulla dinamica del cambio EUR/JPY

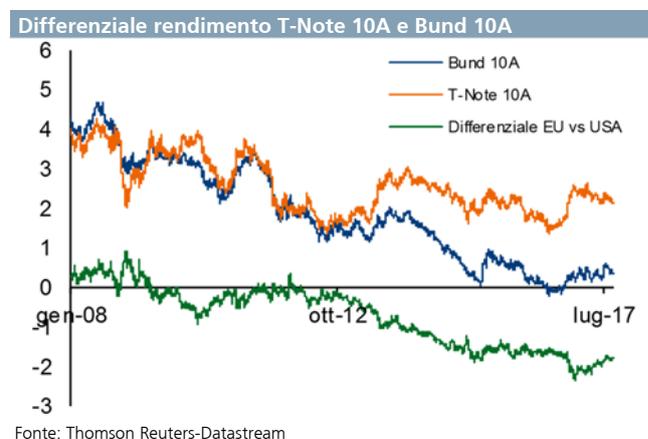
pesano pertanto le tensioni rialziste sull'euro col mercato che sta decisamente anticipando il cambio di passo della BCE. Le stime a 1 e 3 mesi sono a 131, a 6 mesi a 136, mentre nel lungo l'intervallo resta 139-142.



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

USD: Yellen delude a Jackson Hole, dollaro debole dopo i *payrolls* di agosto

La Yellen non chiarisce la posizione della Fed a Jackson Hole aumentando i dubbi sulle prossime azioni. Pur confermandosi l'attesa, da parte del mercato, di un ultimo rialzo da qui a fine anno, si è ridotta al minimo la probabilità che la Fed agisca subito dopo l'estate. Il 20 settembre la Fed dovrebbe limitarsi a varare il processo di normalizzazione del bilancio, inoltre, è attesa la pubblicazione del nuovo profilo dei tassi che attualmente vede ancora un solo rialzo quest'anno e tre nel 2018. Qualora la Fed dovesse ridurre il numero di rialzi in programma, se non addirittura rimuovendo l'unico di quest'anno, il dollaro ne risentirebbe ulteriormente, in uno scenario attuale di forte deprezzamento dovuto alle questioni geopolitiche in Asia. A pesare sulla valuta USA sono stati inoltre i crescenti problemi dell'amministrazione Trump che hanno minato le aspettative circa l'attuazione del forte stimolo fiscale promesso in campagna elettorale. Situazione a cui si è sommato il rallentamento dell'inflazione e del mercato del lavoro di agosto che hanno di fatto rafforzato i dubbi degli investitori circa la ferrea volontà della Fed di proseguire nel suo ciclo di rialzo dei tassi.

EUR/USD: i due appuntamenti di settembre di BCE (7 settembre) e Fed (20 settembre) appaiono fondamentali per le sorti del cambio euro/dollaro, anche alla luce del deprezzamento della valuta USA, accentuatosi durante tutta l'estate, specie dopo le parole della Yellen a Jackson Hole a cui si somma l'oggettiva difficoltà nell'azione dell'Amministrazione Trump e il rallentamento del mercato del lavoro. La corsa del cambio euro/dollaro, fino al massimo di oltre 1,2050 delle ultime sedute è dovuta alle tensioni fra la Corea del Nord e i Paesi Occidentali. Riteniamo che nel breve possa esserci uno storno del cambio verso area 1,15 mentre nel lungo termine possa prevalere la forza relativa dell'euro, in virtù del ritiro progressivo delle misure espansive della BCE, col possibile conseguimento di area 1,20 in un orizzonte superiore ai 24 mesi.

GBP/USD: il dollaro si deprezza con forza nonostante il prosieguo dell'azione restrittiva della Fed. A pesare sulla valuta USA è stato anche l'inefficace intervento della Yellen a Jackson Hole che precede il meeting della Fed del 20 settembre ed il rallentamento del mercato del lavoro in agosto. La sterlina resta legata alla risoluzione della Brexit e alle future scelte della BoE. L'apparente confusione e la mancanza di sviluppi nelle trattative fra Gran Bretagna e UE, dopo il terzo round di incontri e in vista del 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 ad una *soft-Brexit* e, quindi, favorire il recupero della sterlina. Nel breve, le stime sul GBP/USD si collocano a 1,30 e 1,27 a 1 e 3 mesi; nel medio-lungo restano a 1,32-1,33, per poi salire a 1,35 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 resta alta a causa delle tensioni geopolitiche in Asia ma che non supporta, come sempre accaduto in passato, la divisa giapponese. Lo scenario centrale resta quello di una Fed che prosegue nel rialzo dei tassi e di una BoJ che continuerà ad

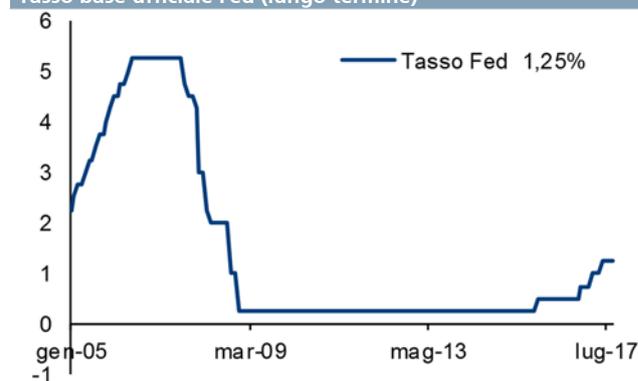
esercitare un forte controllo sulla curva dei rendimenti, riconfermando la sua espansività anche nel meeting del 21 settembre. Gli sforzi della BoJ e del Governo di tenere lo yen stabilmente svalutato non stanno però dando i risultati sperati. Nel breve il cambio USD/JPY stazionerà in area 112-114, il range di medio termine sarà 115-117 mentre quello di lungo 118.

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



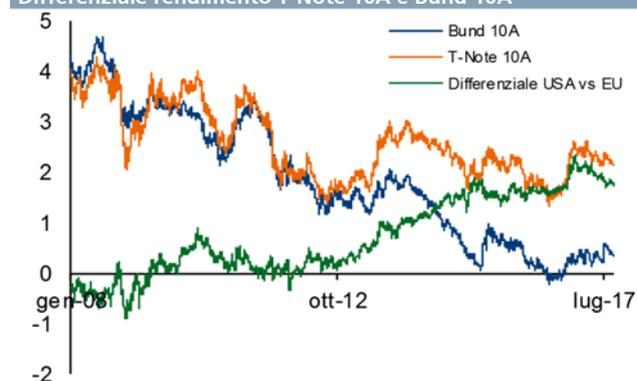
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

GBP: gli accordi sulla Brexit e le mosse future della BoE al centro del quadro

L'allontanarsi di una possibile *soft-Brexit* indebolisce la sterlina.

A causa dei negoziati con Bruxelles che si fanno sempre più complicati, o quantomeno più di quanto immagina il fronte pro Brexit, la Bank of England lo scorso 3 agosto ha deciso di lasciare i tassi invariati, allo 0,25%, con un voto a maggioranza di 6 a 2. Il governatore della BoE Carney, oltre a tagliare le stime di crescita, ha detto che l'incertezza sulla Brexit pesa sulle decisioni di investimento delle aziende e di spesa delle famiglie, danneggiando lo scenario economico del paese. La sterlina si è deprezzata sensibilmente dopo il referendum Brexit, questo inizialmente ha dato un vantaggio competitivo all'economia, consentendole di recuperare. Ora però l'eccessiva debolezza della sterlina sta aumentando i prezzi all'importazione, riducendo il potere d'acquisto delle famiglie e pesando sui loro consumi. Secondo le ultime indiscrezioni di stampa, il Primo Ministro 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. La sterlina ha reagito consolidando contro il dollaro mentre resta debole contro euro.

EUR/GBP: la dinamica della sterlina resta guidata dalla Brexit e dalle prossime mosse della BoE. In aggiunta, l'apparente confusione e la mancanza di progressi nelle trattative fra Gran Bretagna e UE, giunte ormai al terzo round, impediscono il recupero della sterlina, in vista del meeting BoE del 14 settembre. Di contro, l'euro ha accentuato la sua forza dopo che Draghi si è astenuto dal fare riferimenti alla politica monetaria futura della BCE a Jackson Hole. Il forte apprezzamento dell'euro è frutto della delusione del mercato che sperava che il Presidente BCE argomentasse circa i possibili effetti negativi di una valuta unica troppo forte. Nel breve, il cambio EUR/GBP è visto a 0,90, 0,91 e 0,89 rispettivamente a 1, 3 e 6 mesi; nel medio-lungo termine a 0,89 in stabilizzazione sia a 12 che a 24 mesi.

GBP/USD: la sterlina resta in balia della Brexit e delle future scelte della BoE. La debolezza in atto è anche la conseguenza dell'apparente confusione e della mancanza di sviluppi nelle trattative fra Gran Bretagna e UE, in vista poi del meeting BoE del 14 settembre. Di contro, il dollaro si deprezza costantemente nonostante il prosieguo dell'azione restrittiva della Fed. L'inefficace intervento della Yellen a Jackson Hole, e l'attesa per il meeting ufficiale della Fed del 20 settembre, consolidano il quadro negativo sul dollaro, specie dopo il debole dato sugli occupati USA di agosto. Sulla Fed insistono i dubbi su quando potrebbe essere effettuato il 3° e ultimo rialzo dei tassi del 2017. Nel breve, le stime sul GBP/USD si collocano a 1,30 e 1,27 a 1 e 3 mesi; nel medio-lungo restano a 1,32-1,33, per poi salire a 1,35 a 24 mesi.

GBP/JPY: l'apparente confusione e la mancanza di progressi nelle trattative fra Gran Bretagna e UE, dopo il terzo round di colloqui, non supportano la sterlina anche in vista del meeting BoE del 14 settembre. Di contro, non muta il quadro giapponese che ruota attorno alla politica ultra-accomodante della BoJ

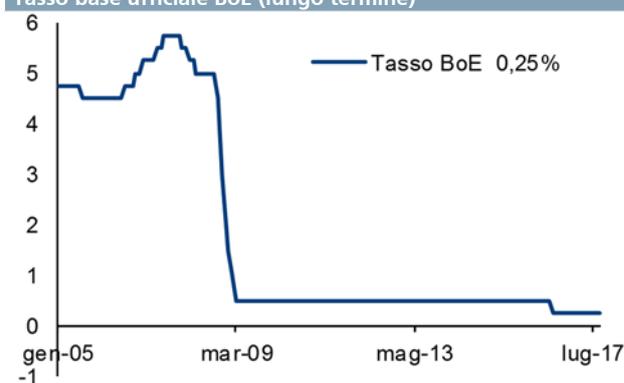
(meeting il 21 settembre) unita alla politica fiscale espansiva del Governo. È evidente che le tensioni geopolitiche nell'area del Pacifico alzino la tensione sui mercati ma non sembrano supportare lo yen, nel suo ruolo di valuta rifugio. Le stime si attestano in area 144 a 1 e 3 mesi, nel medio a 145-147 e nel lungo a 151.

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



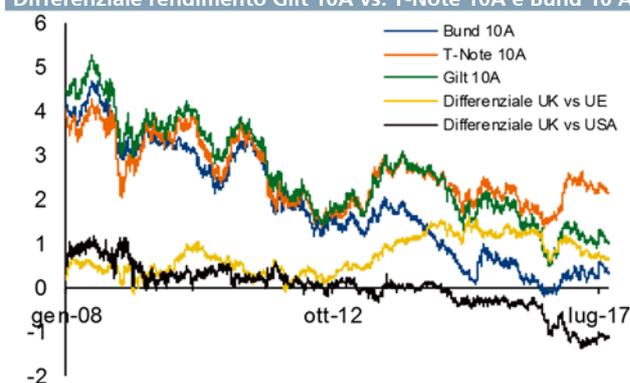
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 è vista restare espansiva ma l'avversione al rischio rafforza lo yen

La BoJ riteniamo sarà costretta a restare espansiva ma lo yen non si è deprezzato. Le recenti sconfitte del partito che esprime il Primo Ministro Abe hanno timidamente riacceso le speranze degli oppositori della politica fiscale espansiva del governo (Abenomics) e della politica monetaria accomodante attuata dalla BoJ. Per gli operatori sui cambi però, il modificato scenario politico giapponese non è stato abbastanza per mutare opinione sul prosieguo della politica espansiva della BoJ e sull'impegno del Governo Abe a sostegno dell'economia, quadro che dovrebbe favorire la svalutazione dello yen. La percezione dei mercati infatti è che il Giappone difficilmente vedrà, a breve, un rientro della politica monetaria espansiva della BoJ, a differenza dell'Europa in cui la BCE si sta avviando verso la normalizzazione, così come la Fed prosegue nel suo lento ritmo di rialzo dei tassi. Solo la forte avversione al rischio delle ultime settimane, complici le tensioni geopolitiche proprio nell'area asiatica, ha fatto apprezzare la valuta giapponese anche se meno del solito. Il classico ruolo di valuta rifugio dello yen è infatti stato appannato dalla vicinanza geografica fra Giappone e Corea del Nord. Dalla BoJ, in vista del meeting del 21 settembre, sono recentemente arrivate le dichiarazioni di Masai che ha confermato come l'obiettivo di inflazione al 2% sia ancora lontano, sottolineando che sarebbe affrettato modificare il target fissato per i prezzi. Circa gli ultimi movimenti di mercato dello yen, Masai ha detto che il differenziale tassi è solo una delle variabili che influenzano i movimenti della valuta giapponese.

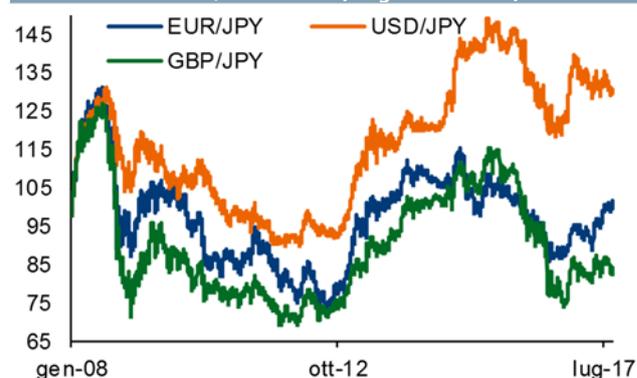
EUR/JPY: sulla dinamica del cambio EUR/JPY pesano le tensioni rialziste sull'euro, col mercato che sta decisamente anticipando il cambio di passo della BCE ignorando le parole di Draghi che ribadisce la gradualità della futura svolta restrittiva. L'avversione al rischio che sta pervadendo i mercati, a seguito dei test missilistici nordcoreani, indirizza gli investitori verso asset difensivi ma la vicinanza del Giappone alla Nord Corea rende lo yen meno appetibile, in qualità di moneta rifugio. Le stime a 1 e 3 mesi sono a 131, a 6 mesi a 136, mentre nel lungo l'intervallo resta 139-142.

USD/JPY: l'andamento laterale del cambio USD/JPY, nell'intervallo 110-115 prosegue, in uno scenario di avversione al rischio che resta alto a causa delle tensioni in Asia. Tuttavia, tale situazione che dovrebbe spingere le monete rifugio come lo yen, non sta agendo sulla divisa giapponese, a causa della vicinanza geografica fra Giappone e Corea del Nord. Il quadro sulle Banche centrali non cambia: la Fed è vista proseguire nel rialzo dei tassi e la BoJ continuare a controllare la curva dei rendimenti, riconfermando la sua espansività anche nel meeting del 21 settembre. Nel breve il cambio USD/JPY a nostro avviso stazionerà in area 112-114, il range di medio termine sarà 115-117 mentre quello di lungo 118.

GBP/JPY: l'equilibrio economico giapponese resta legato alla politica ultra-accomodante della BoJ (meeting il 21 settembre) a cui si somma la politica fiscale espansiva del Governo. Le tensioni geopolitiche nell'area del Pacifico stanno alzando la tensione sui

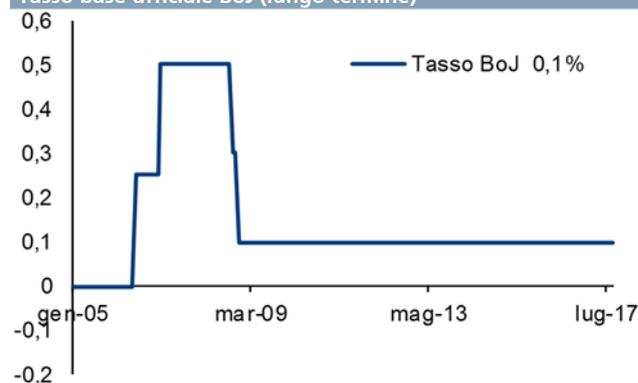
mercati ma non supportare lo yen, nel suo ruolo di valuta rifugio. Di contro, l'apparente confusione e la mancanza di passi avanti nei negoziati fra Gran Bretagna e UE, giunti ormai al terzo round, non supportano la sterlina, in vista del meeting BoE del 14 settembre. Le stime si attestano in area 144 a 1 e 3 mesi, nel medio a 145-147 e nel lungo a 151.

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



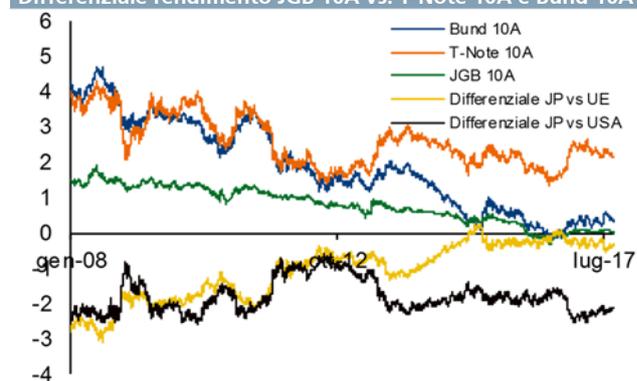
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 03.07.2017.

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: Monica Bosi