

Cambi volatili, pesano le tensioni fra USA e Cina sui dazi

EUR – Draghi resta titubante sulla chiusura QE, sulla crescita e sull’inflazione. Come da attese, nella riunione dell’8 marzo scorso la BCE ha confermato invariati i livelli del corridoio dei tassi e i target del programma di acquisto titoli attualmente in essere (QE). Draghi si è soffermato anche sulle decisioni statunitensi in termini di dazi, affermando che, dal punto di vista della politica monetaria, gli effetti avrebbero potuto essere trascurabili nel breve, ma avrebbero potuto esercitare delle ripercussioni di seconda battuta sul cambio e, più in generale, sul clima di fiducia: quadro che si è puntualmente verificato nelle ultime settimane. Draghi ha infatti ribadito, in ogni occasione disponibile, che il lavoro della BCE non è finito e ha espresso prudenza sulla chiusura del programma di acquisto dei bond. Circa il sentiero di crescita della UE rimangono diverse incertezze, a partire dalle prossime mosse di Trump e dai conseguenti impatti sul commercio internazionale. Le dichiarazioni di Draghi hanno frenato l’apprezzamento dell’euro, rafforzatosi eccessivamente e in anticipo rispetto al cambio di passo restrittivo della BCE.

USD – La Fed conferma i tre rialzi 2018 ma il dollaro patisce la guerra commerciale. La riunione Fed dello scorso 21 marzo si è conclusa con un aumento dei tassi di 25pb a 1,5-1,75%. Il rialzo, assolutamente in linea con le attese, è stato votato all’unanimità. Anche sul fronte della valutazione dello scenario macro non vi sono state grandi sorprese: il rallentamento di inizio 2018 è valutato come temporaneo e, nel complesso, il quadro è quello di un rafforzamento della crescita. Dopo che la Fed ha confermato a tre le strette sul costo del denaro nel 2018, la reazione del dollaro nei confronti delle principali valute non è apparsa, fin da subito, eccessivamente positiva. Molti operatori si aspettavano che l’Istituto centrale americano potesse mettere in conto quattro rialzi già nel 2018. Anche la scelta di un aumento in più dei tassi, da 2 a 3, posizionata nel 2019, non è stata sufficiente a convincere il mercato che il percorso di apprezzamento del dollaro potesse subire un’accelerazione. In aggiunta, il dollaro sconta l’accentuarsi delle tensioni legate alla vertenza fra Stati Uniti e Cina sui dazi, in vista anche dell’annuncio di nuove tariffe sulle importazioni USA di prodotti cinesi.

GBP – BoE pronta ad alzare i tassi e soft Brexit più vicina spingono la sterlina. La posizione della BoE è apparsa molto chiara nel post meeting e nelle successive settimane: il rialzo dei tassi di 25 punti base appare molto probabile nella prossima riunione del 10 maggio, in concomitanza con la pubblicazione dell’Inflation Report. La sterlina prosegue nel suo movimento di costante rafforzamento contro euro e dollaro, aiutata anche dal buon procedere delle trattative sulla Brexit. Regno Unito e Unione Europea si sono accordati su un periodo di transizione che dovrebbe attutire il distacco dall’Europa. L’intesa prevede che Londra mantenga legami con l’UE fino a dicembre del 2020, anche se non avrà diritto di voto.

JPY – Tensioni dopo lo scandalo nel governo Abe e la riconferma di Kuroda. La Banca centrale del Giappone (BoJ) ha lasciato invariata la politica monetaria nella riunione dello scorso 9 marzo. Kuroda ha poi rassicurato i mercati sul fatto che la BoJ non voglia anticipare la propria fase di “normalizzazione” della politica monetaria non avendo fretta di avviare la fase di riduzione dello stimolo monetario. La posizione più debole di Abe dopo lo scandalo interno (Abe fautore della politica di uno yen svalutato) e la conferma di Kuroda alimentano il rialzo della valuta, già spinta ad apprezzarsi dal suo ruolo di asset difensivo in questo scenario di guerra commerciale fra Stati Uniti e Cina, che ha ampliato l’avversione al rischio sui mercati spingendo gli operatori all’acquisto di monete rifugio come lo yen.

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,2294	1,23	1,22	1,23	1,26	1,26
EUR/GBP	0,8731	0,88	0,86	0,88	0,91	0,90
EUR/JPY	131,07	133	134	141	147	149
Altre valute						
GBP/USD	1,4082	1,40	1,42	1,41	1,39	1,40
USD/JPY	106,61	108	110	114	117	118
GBP/JPY	150,13	150	150	153	150	145

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

5 aprile 2018

14:37 CET

Data e ora di produzione

5 aprile 2018

14:43 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	2,82
Bund 10A	0,52
Gilt 10A	1,40
JGB 10A	0,05

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Cambi

EUR/USD	1,2294
USD/JPY	106,61
GBP/USD	1,4082
EUR/CHF	1,1797
EUR/SEK	10,32
EUR/NOK	9,61
EUR/DKK	7,4502
USD/CAD	1,2794
AUD/USD	0,7706
NZD/USD	0,7306
USD/ZAR	11,8703
EUR/JPY	131,07
EUR/GBP	0,8731
EUR/CAD	1,5729
EUR/AUD	1,5955
EUR/NZD	1,6828
EUR/ZAR	14,5932
EUR/ISK	122,80
EUR/HUF	311,32

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 04.04.2018 (salvo diversa indicazione).

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

EUR: Draghi resta titubante sulla chiusura QE, sulla crescita e sull'inflazione

BCE: tassi fermi ma Draghi resta dubbioso sulle tempistiche di chiusura del QE. Come da attese, nella riunione dell'8 marzo scorso la BCE ha confermato invariati i livelli del corridoio dei tassi e i target del programma di acquisto titoli attualmente in essere (QE). I tassi di riferimento rimangono stabili, con il tasso centrale (refi) allo 0,0%. Draghi si è soffermato anche sulle decisioni statunitensi in termini di dazi affermando che, dal punto di vista della politica monetaria, gli effetti avrebbero potuto essere trascurabili nel breve, ma avrebbero potuto esercitare delle ripercussioni di seconda battuta sul cambio e, più in generale, sul clima di fiducia: quadro che si è puntualmente verificato nelle ultime settimane. Draghi ha infatti ribadito, in ogni occasione disponibile, che il lavoro della BCE non è finito e ha espresso prudenza sulla chiusura del programma di acquisto dei bond. Circa il sentiero di crescita della UE rimangono diverse incertezze, a partire dalle prossime mosse di Trump e dai conseguenti impatti sul commercio internazionale e, chiaramente, sul cambio euro/dollaro. Le dichiarazioni di Draghi hanno frenato l'apprezzamento dell'euro, rafforzatosi eccessivamente ed in anticipo rispetto al cambio di passo restrittivo della BCE. Draghi ha chiarito come serva innanzitutto un aggiustamento della traiettoria di inflazione; solo poi sarà possibile discutere della politica monetaria della Banca centrale. Sul tema della successione a Draghi, il cui mandato scade nell'ottobre 2019, registriamo come il finlandese Liikanen si trovi in una posizione migliore rispetto al presidente della Bundesbank Weidmann, che resta comunque il favorito.

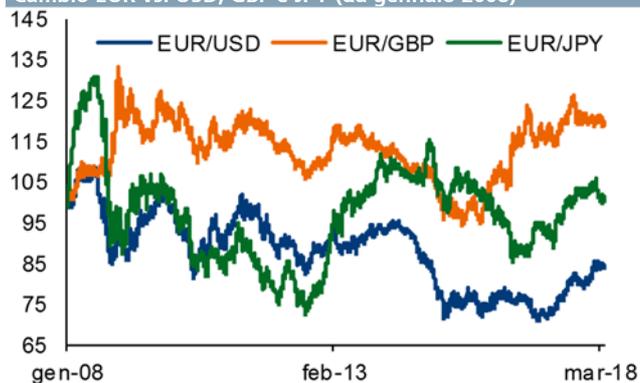
EUR/USD: la mancata forza del dollaro contro euro è figlia dell'inasprirsi della guerra commerciale fra Stati Uniti e Cina, con l'imposizione reciproca di tariffe su molti prodotti. Questo nonostante la conferma di tre rialzi dei tassi Fed nel 2018, fatto che avrebbe dovuto favorire la valuta USA. Le nostre previsioni sul cambio euro/dollaro indicano un consolidamento intorno ai valori attuali nel breve periodo (1,22-1,23 nel range 1-6 mesi). Nel medio-lungo termine è probabile un dollaro marginalmente debole (1,26 contro euro a 12 e 24 mesi), anche in vista del disimpegno della BCE dal QE a fine anno.

EUR/GBP: Draghi, nelle settimane successive al meeting BCE di marzo, è apparso cauto sulla fine del QE, segnalando come prima serva un aggiustamento della traiettoria di inflazione e frenando così la forza dell'euro. Di contro, le future mosse della BoE confermano come il miglioramento della crescita economica e il surriscaldamento dei prezzi porteranno a un rapido rialzo dei tassi già nella riunione del 10 maggio. Questo fattore, unito al processo di transizione per una uscita "soft" dalla UE, sta favorendo il recupero strutturale della divisa inglese. Nel breve, l'EUR/GBP è visto a 0,86-0,88; nel medio-lungo termine è atteso a 0,91 (12 mesi) e 0,90 (24 mesi).

EUR/JPY: Draghi ha ribadito che, finché i prezzi non riprenderanno a salire a un ritmo soddisfacente, le mosse della BCE saranno vigili, attraverso gli acquisti dei bond (che sono

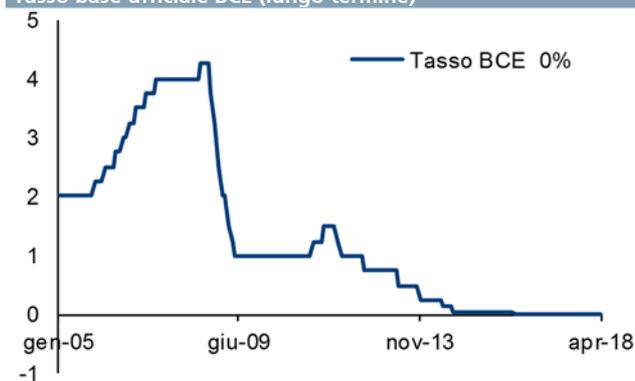
stati già ridotti a 30 miliardi di euro al mese e che dovrebbero scadere a settembre, frenando la forza dell'euro). In questo quadro il cambio EUR/JPY appare consolidare in area 130, con la valuta nipponica che beneficia dell'avversione al rischio sui mercati, dovuta allo scontro commerciale fra Cina e USA. Le nostre stime di breve indicano 133-134 (1-3 mesi). Nel medio-lungo: 141 (6 mesi), 147 (12 mesi) e 149 (24 mesi).

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



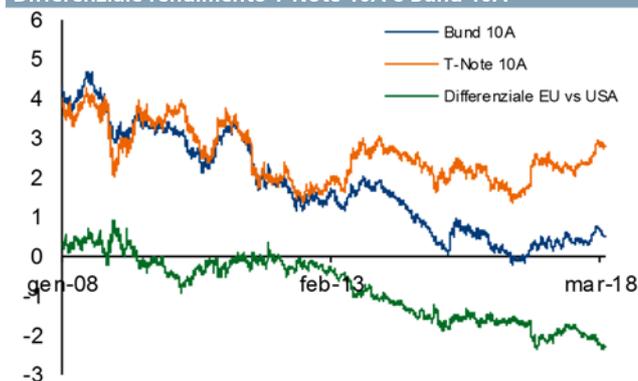
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

USD: la Fed conferma tre rialzi ma il dollaro patisce la guerra commerciale

La Fed conferma i tre rialzi nel 2018, il dollaro soffre le tensioni USA/Cina. La riunione Fed dello scorso 21 marzo si è conclusa con un aumento dei tassi di 25pb a 1,5-1,75%. Il rialzo, assolutamente in linea con le attese, è stato votato all'unanimità. Anche sul fronte della valutazione dello scenario macro non vi sono state grandi sorprese: il rallentamento di inizio 2018 è valutato come temporaneo e, nel complesso, il quadro è quello di un rafforzamento della crescita. La reazione del dollaro nei confronti delle principali valute non è apparsa, fin da subito, eccessivamente positiva, dopo che la Fed ha confermato a tre le strette sul costo del denaro nel 2018. Molti operatori si aspettavano che l'Istituto centrale americano potesse metterne in conto quattro già nell'anno in corso. Anche la scelta di un aumento in più dei tassi, da 2 a 3, posizionata nel 2019, non è stata sufficiente a convincere il mercato che il percorso di apprezzamento del dollaro potesse accelerare. In aggiunta, il dollaro sconta l'accentuarsi delle tensioni legate alla vertenza fra Stati Uniti e Cina sui dazi. La Cina ha reagito applicando dazi su molti beni importati dagli USA, tra cui carne di maiale e frutta, per un ammontare di circa tre miliardi di dollari l'anno, colpendo particolarmente il settore agroalimentare, comparto chiave di scambio fra le due prime economie mondiali. Il Dollar Index, che misura l'andamento del biglietto verde su un basket delle sei maggiori valute, resta ai minimi degli ultimi mesi, proprio a causa di questa situazione.

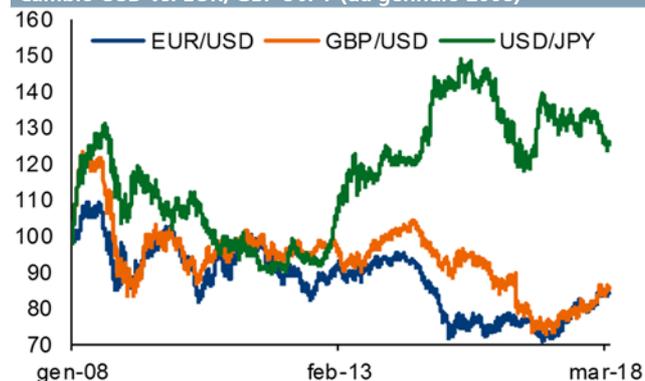
EUR/USD: la mancata forza del dollaro, nonostante la conferma di tre rialzi Fed nel 2018, è figlia dell'inasprirsi della guerra commerciale fra Stati Uniti e Cina, con l'imposizione reciproca di tariffe su molti prodotti. Le nostre previsioni sul cambio euro/dollaro indicano un consolidamento intorno ai valori attuali nel breve periodo (1,22-1,23 nel range 1-6 mesi). Nel medio-lungo termine è probabile un dollaro marginalmente debole (1,26 contro euro a 12 e 24 mesi), anche in vista del disimpegno della BCE dal QE a fine anno.

GBP/USD: il "cable" si è spinto fino a 1,42 salvo poi consolidare a 1,40, complice la debolezza del dollaro a seguito delle tensioni commerciali con la Cina che stanno facendo salire l'avversione al rischio sui mercati, penalizzando la valuta USA. Di contro, la sterlina inglese ha ampliato il suo apprezzamento nei confronti della divisa USA, sfruttando il connubio fra il sempre più probabile concretizzarsi della *soft Brexit* e le rassicurazioni della BoE circa un rapido rialzo dei tassi, probabilmente già dello 0,25%, nel meeting del 10 maggio. Le stime di breve indicano 1,40-1,42; nel medio-lungo: 1,39 (12 mesi) e 1,40 (24 mesi).

USD/JPY: la scarsa forza del dollaro sembra essere la conseguenza delle rassicurazioni Fed circa i tre rialzi dei tassi per quest'anno: forse il mercato si attendeva un approccio ancora più restrittivo da parte dell'Istituto centrale americano. Questo quadro sta favorendo il trend di apprezzamento dello yen contro dollaro, visto anche il momento di forte avversione al rischio che premia la valuta nipponica come asset rifugio. Yen che, in vista della riunione del 27 aprile, sembra scontare

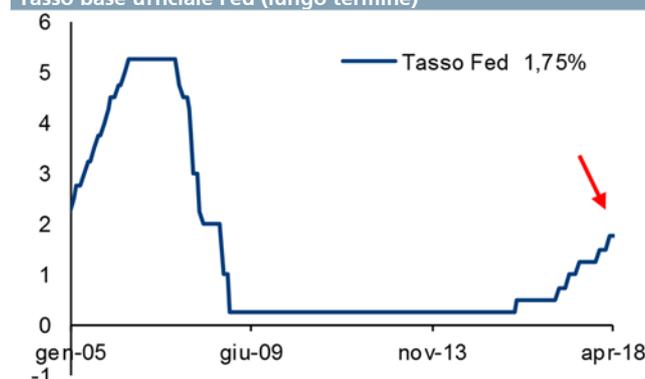
con largo anticipo anche un possibile cambio di passo restrittivo della BoJ, ovvero quel processo di "normalizzazione" della politica monetaria che a breve potrebbe coinvolgere anche la Banca centrale giapponese. Le stime di breve indicano 108-110; nel medio-lungo: 117 (12 mesi) e 118 (24 mesi).

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



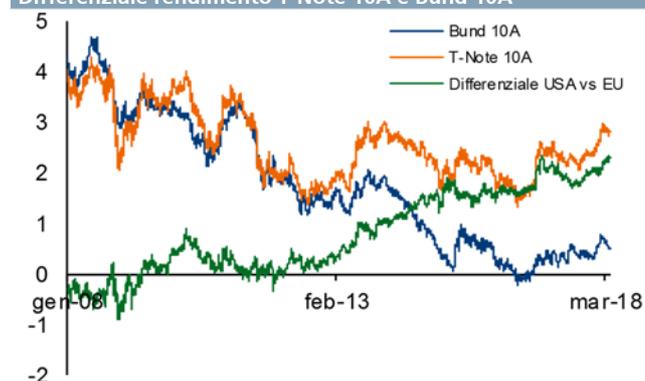
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 e soft Brexit più vicina spingono la sterlina

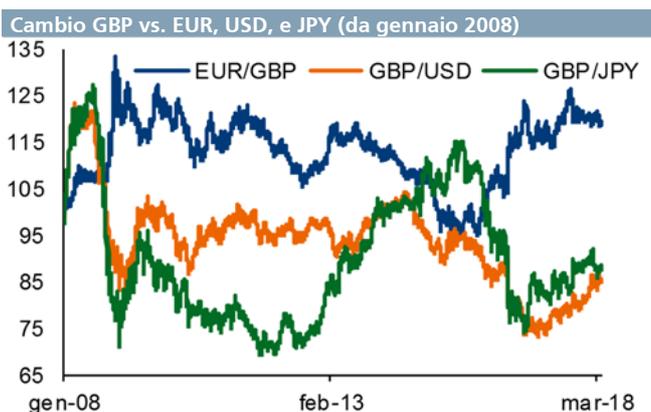
La BoE lascia i tassi fermi allo 0,50%, il rialzo appare probabile a maggio. Nella riunione dello scorso 22 marzo, la Banca d'Inghilterra (BoE) ha confermato il tasso allo 0,50% col voto favorevole di 7 membri a 2, confermando il target di 435 miliardi di sterline per i titoli di stato e quello di 10 miliardi per gli acquisti di obbligazioni societarie. Il Comitato per la politica monetaria della Banca d'Inghilterra (MPC) ha rafforzato il messaggio volto a perseguire l'obiettivo di inflazione del 2%, continuando però a sostenere la crescita e l'occupazione. La posizione della BoE è apparsa molto chiara nel post meeting e nelle successive settimane: il rialzo dei tassi di 25 punti base appare molto probabile nella prossima riunione del 10 maggio, in concomitanza con la pubblicazione dell'Inflation Report. Scenario che sarebbe in linea con le anticipazioni fatte lo scorso 8 febbraio da Carney circa un rapido cambio di passo della BoE, messaggio con cui aveva già preparato il mercato alla svolta. Il mercato appare convinto che gli aumenti futuri del tasso bancario saranno probabilmente a un ritmo graduale e in misura limitata. Il consenso di mercato indica per il 2018 due rialzi dei tassi inglesi. In questo senso la sterlina prosegue nel suo movimento di costante rafforzamento contro euro e dollaro, aiutata anche dal buon procedere delle trattative sulla Brexit. Regno Unito e Unione Europea si sono accordati su un periodo di transizione che dovrebbe aiutare ad attuare il distacco dall'Europa. L'intesa in pratica prevede che Londra mantenga legami con l'UE fino a dicembre del 2020, anche se non avrà diritto di voto nei processi decisionali. Inoltre verranno garantiti a qualunque cittadino della UE arrivi nel Regno Unito, durante il periodo di transizione, gli stessi diritti.

EUR/GBP: le dichiarazioni della BoE confermano come il miglioramento della crescita economica e il ritorno dell'inflazione porteranno a un rialzo dei tassi già nella riunione del 10 maggio. Fattore che, unito al processo di transizione per un'uscita "soft" dalla UE, sta favorendo il recupero della divisa inglese. Di contro Draghi, nelle settimane successive al meeting BCE di marzo, è apparso cauto sulla fine del QE, segnalando come prima serva un aggiustamento della traiettoria di inflazione, frenando così la forza dell'euro. Nel breve, l'EUR/GBP è visto a 0,86-0,88; nel medio-lungo termine è atteso a 0,91 (12 mesi) e 0,90 (24 mesi).

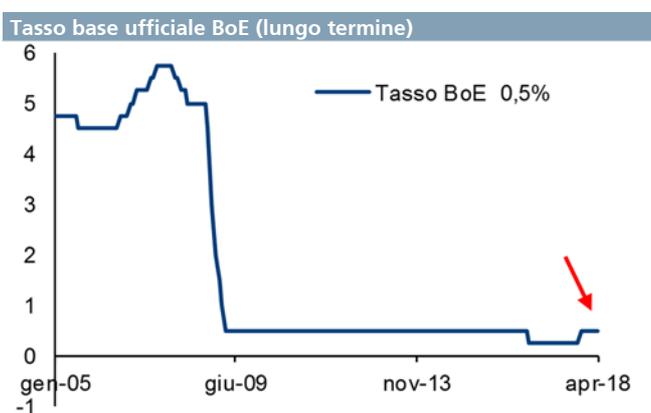
GBP/USD: la sterlina inglese ha incrementato la sua forza nei confronti della divisa USA, beneficiando del connubio fra il sempre più probabile concretizzarsi della *soft Brexit* e le rassicurazioni della BoE circa un più rapido rialzo dei tassi, probabilmente già nel meeting del prossimo 10 maggio. Il "cable" si è così spinto fino a 1,42 per poi consolidare a 1,40, complice la debolezza del dollaro a seguito delle tensioni commerciali con la Cina, che stanno facendo salire l'avversione al rischio sui mercati penalizzando la valuta USA. Le stime di breve indicano 1,40-1,42; nel medio-lungo: 1,39 (12 mesi) e 1,40 (24 mesi).

GBP/JPY: se da un lato la sterlina prosegue nel suo trend di apprezzamento nella speranza di una possibile soft Brexit e

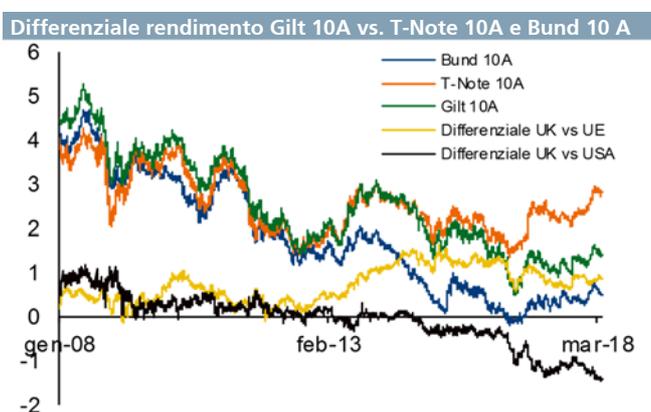
dopo che la BoE ha lasciato intendere che il rialzo dei tassi avverrà probabilmente nel meeting di maggio, complici la buona crescita e il surriscaldamento dei prezzi, dall'altro lato il mercato premia la valuta nipponica come asset rifugio in questa fase di tensione sui mercati. Le stime di breve indicano 150; nel medio-lungo: 150 (12 mesi) e 145 (24 mesi).



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

JPY: tensione dopo lo scandalo nel governo Abe e la riconferma di Kuroda

La BoJ ha lasciato invariati i tassi e confermato di non accelerare la "normalizzazione" della politica monetaria. La Banca centrale del Giappone (BoJ) ha lasciato invariata la politica monetaria nella riunione dello scorso 9 marzo, confermando il livello dei tassi a -0,1% a breve e a 0% sui titoli decennali. La BoJ riconferma la fiducia verso la ripresa dell'economia, ribadendo come il proprio approccio espansivo riuscirà a spingere l'inflazione verso il target del 2%. Kuroda ha poi rassicurato i mercati sul fatto che la BoJ non voglia anticipare la propria fase di "normalizzazione" della politica monetaria non avendo fretta di avviare la fase di riduzione dello stimolo monetario. Nelle scorse settimane, specie dopo la riconferma di Kuroda per un secondo mandato, il mercato aveva iniziato a scontare un cambio di passo restrittivo della BoJ, scaricando molte tensioni rialziste sulla valuta giapponese.

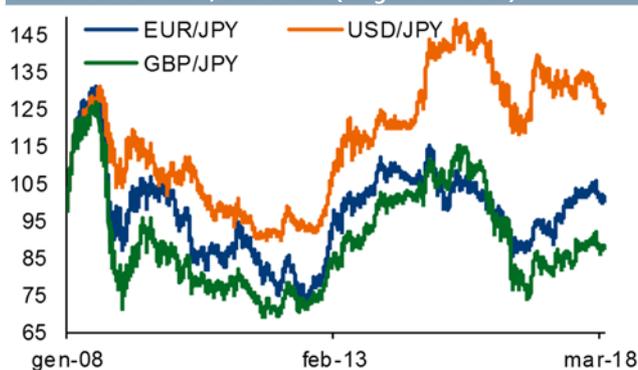
La riconferma di Kuroda e lo scandalo nel governo Abe hanno accresciuto le tensioni sullo yen. La riconferma di Kuroda continua a spingere i mercati a credere a una più rapida "normalizzazione" dell'azione della BoJ. Questo nonostante Kuroda abbia chiarito che la BoJ non solo rimarrà molto espansiva ma continuerà il suo allentamento monetario fino a che l'inflazione non raggiungerà il 2%. E' molto probabile che anche nel meeting del 27 aprile Kuroda ribadisca che il tono "normalizzante" nella retorica della BoJ diventerà sempre più frequente. Ad aumentare le tensioni rialziste sullo yen si è aggiunto anche lo scandalo che ha coinvolto il Governo giapponese. Da un lato, la posizione più debole di Abe, fautore di una politica di debolezza per lo yen e, dall'altro, la conferma di Kuroda alimentano il rialzo della valuta, già spinta ad apprezzarsi dal suo ruolo di asset difensivo in questo scenario di guerra commerciale, che ha ampliato l'avversione al rischio spingendo all'acquisto di monete rifugio come lo yen.

EUR/JPY: il cambio EUR/JPY appare consolidare in area 130, con lo yen che beneficia dell'avversione al rischio sui mercati dovuta allo scontro commerciale fra Cina e USA. Di contro, Draghi ha ribadito che finché i prezzi non riprenderanno a salire a un ritmo soddisfacente, le mosse della BCE saranno vigili attraverso gli acquisti dei bond, che sono stati già ridotti a 30 miliardi di euro al mese, smussando così la forza dell'euro. Le nostre stime di breve indicano 133-134 (1-3 mesi). Nel medio-lungo: 141 (6 mesi), 147 (12 mesi) e 149 (24 mesi).

USD/JPY: prosegue il trend di apprezzamento dello yen contro dollaro. Ormai da qualche settimana la valuta nipponica intercetta l'avversione al rischio dei mercati, dovuta allo scontro sui dazi, e anticipa eccessivamente il possibile cambio di passo restrittivo della BoJ, in vista del del 27 aprile. Il tutto calato in uno scenario in cui la forza del dollaro, dopo le rassicurazioni della Fed circa i tre rialzi dei tassi per quest'anno, non si sta concretizzando con l'intensità attesa. Le stime di breve indicano 108-110; nel medio-lungo: 117 (12 mesi) e 118 (24 mesi).

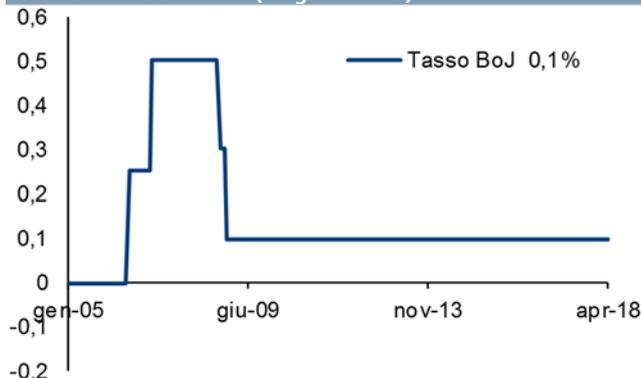
GBP/JPY: se da un lato il mercato premia la valuta nipponica come asset rifugio, in questa fase di tensione sui mercati, dall'altro la sterlina prosegue nel suo trend di apprezzamento nella speranza di una possibile *soft Brexit* e dopo che la BoE ha lasciato intendere che il rialzo dei tassi avverrà probabilmente nel meeting di maggio, complici la buona crescita e il surriscaldamento dei prezzi. Le stime di breve indicano 150; nel medio-lungo: 150 (12 mesi) e 145 (24 mesi).

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



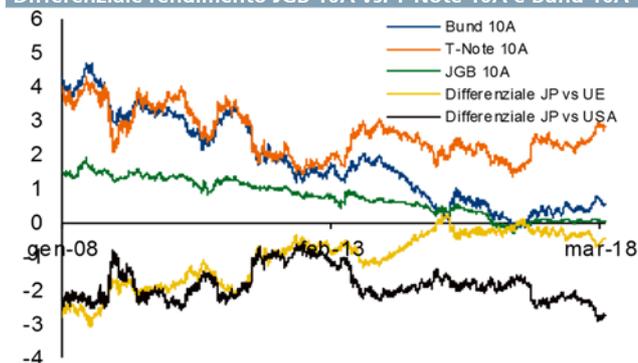
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 01.03.2018.

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

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <http://www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/contentData/view/link?id=CNT-05-0000004DF584>.

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.intesaspaolo.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 dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" 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 S.p.A. 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.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

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

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi