

## L'EUR/USD resta in attesa delle decisioni di Fed e BCE.

### EUR – BCE: QE in dirittura d'arrivo ma la riunione di dicembre potrebbe riservare qualche sorpresa.

Nel rapporto semestrale a cura della BCE si legge come la crescente tensione sui titoli di stato italiani potrebbe avere una ricaduta negativa su altri mercati dell'Eurozona, accrescendo il rischio di un effetto contagio. Timori che arrivino proprio alla vigilia della chiusura del Quantitative Easing (QE), il programma di acquisto titoli sul mercato secondario. Resta l'impressione insomma che le condizioni economiche in cui starebbe maturando l'avvio della stretta monetaria siano molto più fragili di quanto non si percepisca, in un contesto globale in cui si moltiplicano i rischi e le incertezze, pur con schiarite sulla questione Brexit. Restiamo quindi vigili su crescita e inflazione dell'Eurozona, fattori che potrebbero rendere meno scontato il cambio di passo restrittivo della BCE e il conseguente apprezzamento dell'euro. Nonostante questo scenario confermiamo l'idea di una valuta unica in possibile apprezzamento. Il cambio EUR/USD è visto a 1,13 (da 1,14) a 1 mese e 1,14 (da 1,15) a 3 mesi; 1,16 a 6 mesi; 1,17 a 12 mesi e 1,24 a 24 mesi.

**USD – Dollaro sotto pressione, visti i messaggi accomodanti giunti da Powell.** Il biglietto verde appare sotto pressione sulla scia delle crescenti aspettative che la Federal Reserve possa rallentare il percorso di rialzo dei tassi di interesse, una prospettiva rafforzata dalle dichiarazioni rese nei giorni scorsi dal presidente Powell, che il mercato ha giudicato "accomodanti". Questa valutazione ha aperto una crepa nello scenario 2019 dei tassi rispetto a ciò che emerso nella riunione della Fed di novembre, peraltro giudicata come interlocutoria. I verbali relativi alla riunione confermano l'elevata probabilità di un rialzo dei tassi a dicembre, visto che l'evoluzione dei prezzi e del mercato del lavoro risulta in linea con le aspettative. Maggiore incertezza circonda invece i rialzi previsti nel 2019. Ribadiamo inoltre che la strategia di Trump volta a criticare la Fed, accusata di una politica troppo aggressiva sul costo del denaro, verrà riproposta puntualmente, al fine di smussare gli effetti rialzisti sulla valuta USA.

**GBP – Sterlina in attesa dell'esito del voto a Westminster sulla Brexit.** Si prospetta un finale d'anno di incertezza per la sterlina, in scia alle aspettative per il voto di ratifica dell'accordo sulla Brexit dell'11 dicembre. Proprio l'attesa nervosa di questo passaggio cruciale sta rendendo volatile la sterlina. I timori del mercato coinvolgono anche la Banca d'Inghilterra (BoE) che, sia nelle recenti proiezioni economiche inserite nell'Inflation Report di novembre che nelle sue ultime dichiarazioni, non manca di sottolineare le possibili conseguenze negative sull'economia inglese e sulla sterlina di un accordo troppo frettoloso. La Banca centrale tornerà a riunirsi il prossimo 20 dicembre, dopo l'eventuale ratifica della Brexit da parte del Parlamento: le attese sono per una BoE attendista. Confermiamo ancora una volta come l'idea che il rimandare il rialzo dei tassi per contrastare l'inflazione in Gran Bretagna vada comunque intesa come un'occasione per la BoE di riabbassarli, qualora l'effetto finale della Brexit fosse più depressivo di quanto stimato.

**JPY – Bilancio record per la Banca del Giappone, che conferma la politica espansiva.** La BoJ è la prima Banca centrale tra i Paesi del G7 a possedere a bilancio asset per un valore complessivo superiore all'intera economia del Paese: un record raggiunto per effetto della politica ultra-espansiva condotta negli ultimi cinque anni. E' probabile che la BoJ mantenga invariata la propria politica accomodante anche in occasione dell'ultimo incontro del 2018, previsto per il 20 di dicembre. Il governatore Kuroda ha recentemente dichiarato che i progressivi aumenti dei tassi di riferimento da parte della Federal Reserve sono sostanzialmente un bene per l'economia globale. In sintesi, resta l'idea di un quadro largamente a favore di un deprezzamento dello yen, specie contro dollaro.

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
<b>Euro</b>						
EUR/USD	1,1354	1,13	1,14	1,16	1,17	1,24
EUR/GBP	0,8911	0,88	0,90	0,92	0,91	0,94
EUR/JPY	129,01	128	129	132	135	140
<b>Altre valute</b>						
GBP/USD	1,2741	1,29	1,27	1,29	1,30	1,32
USD/JPY	113,63	113	113	114	115	113
GBP/JPY	144,77	147	147	146	149	146

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

4 dicembre 2018

14:30 CET

Data e ora di produzione

4 dicembre 2018

14:35 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	2,96
Bund 10A	0,30
Gilt 10A	1,31
JGB 10A	0,07

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

### Cambi

EUR/USD	1,1354
USD/JPY	113,63
GBP/USD	1,2741
EUR/CHF	1,1332
EUR/SEK	10,25
EUR/NOK	9,69
EUR/DKK	7,4622
USD/CAD	1,3192
AUD/USD	0,7358
NZD/USD	0,6929
USD/ZAR	13,6641
EUR/JPY	129,01
EUR/GBP	0,8911
EUR/CAD	1,4978
EUR/AUD	1,5430
EUR/NZD	1,6386
EUR/ZAR	15,5132
EUR/ISK	139,60
EUR/HUF	322,70

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 03.12.2018 (salvo diversa indicazione).

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

## EUR: i dubbi su crescita e inflazione rendono meno scontate le scelte BCE

**BCE: QE in dirittura d'arrivo ma la riunione di dicembre potrebbe riservare qualche sorpresa.** Nel rapporto semestrale a cura della BCE si legge come la crescente tensione sui titoli di stato italiani potrebbe avere una ricaduta negativa su altri mercati dell'Eurozona, accrescendo il rischio di un effetto contagio. Timori che arrivano proprio alla vigilia della chiusura del Quantitative Easing (QE), il programma di acquisto titoli sul mercato secondario. Dall'anno prossimo, infatti, il QE si concluderà e la Banca centrale potrà soltanto reinvestire i titoli alla loro naturale scadenza (si stimano 30 miliardi sull'Italia nel 2019, ma solo come reinvestimento, non come acquisto di nuova "carta" italiana). Per fronteggiare i rischi di una scarsa crescita e di bassa inflazione, come segnalato dall'ultima tornata di CPI in Europa (aggregata e per singoli Paesi), la BCE potrebbe eventualmente riattivare il QE o rinunciare al rialzo dei tassi, previsto già per il 2019, ma solo nel caso in cui l'inflazione dovesse essere strutturalmente più bassa del previsto. Resta l'impressione, insomma, che le condizioni economiche in cui starebbe maturando l'avvio della stretta monetaria siano molto più fragili di quanto non si percepisca, in un contesto globale in cui si moltiplicano i rischi e le incertezze, ma si sommano anche le schiarite sulla questione Brexit. Questo scenario sta solo parzialmente rafforzando la valuta unica che, per ora, si avvantaggia soltanto della fine del programma QE. Restiamo quindi vigili su crescita e inflazione dell'Eurozona, fattori che potrebbero rendere meno scontato il cambio di passo restrittivo della BCE e il conseguente apprezzamento dell'euro.

**EUR/USD:** permane una fase di incertezza in Europa che è dovuta a tre temi di base: le difficoltà sulla Brexit, il rallentamento economico generalizzato e i dubbi del mercato sulle scelte economiche in Italia. Tutti questi aspetti incidono sull'euro e lo renderanno volatile, in vista della possibile svolta restrittiva della BCE. Di contro, il dollaro non appare eccessivamente indebolito dalle parole accomodanti di Powell della scorsa settimana, mentre le attese si concentrano sul quarto e ultimo rialzo dei tassi previsto per la riunione del 19 dicembre. Il cambio EUR/USD è visto a: 1,13 (da 1,14) a 1 mese; 1,14 (da 1,15) a 3 mesi; 1,16 a 6 mesi; 1,17 a 12 mesi e 1,24 a 24 mesi (dati invariati).

**EUR/GBP:** si prospetta un finale d'anno di incertezza in scia alle attese per il voto di ratifica dell'accordo sulla Brexit dell'11 dicembre. Proprio l'attesa nervosa di questo passaggio cruciale sta rendendo volatile la sterlina e rafforza l'atteggiamento attendista della Banca d'Inghilterra. Di contro, la BCE si interroga ora con maggior forza se, concluso il programma QE in corso, sia opportuno lasciar passare al mercato l'idea di un cambio di passo restrittivo, seppur di medio termine. Nel breve il cambio EUR/GBP è visto a 0,88 (invariato); nel medio termine attorno a 0,90-0,92 (3-6 e 12 mesi), mentre nel lungo termine (24 mesi) a 0,94.

**EUR/JPY** lo yen prova a consolidare il marginale deprezzamento in scia alla riconferma dell'approccio espansivo della Banca del Giappone. A ciò si somma il rasserenarsi del clima sui mercati che potrebbe togliere pressione alle valute rifugio, come lo yen,

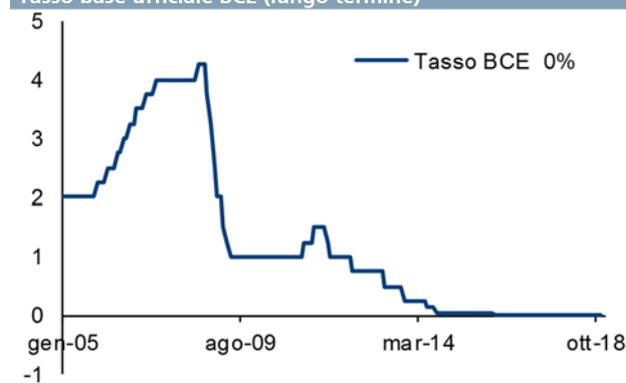
rispetto a quelle più volatili, come l'euro. Le stime di breve indicano 128-129 (da 129-130) a 1-3 mesi. Nel medio-lungo: 132 a 6 mesi, 135 a 12 mesi, 140 a 24 mesi.

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



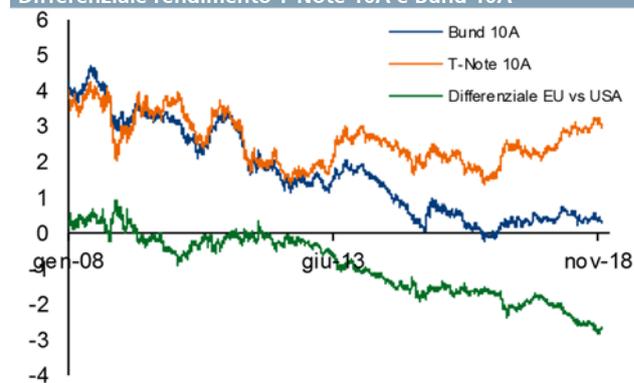
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## USD: le parole accomodanti di Powell mitigano l' apprezzamento del dollaro

**Dollaro sotto pressione, visti i messaggi accomodanti giunti da Powell.** Il biglietto verde appare sotto pressione sulla scia delle crescenti aspettative che la Federal Reserve possa rallentare il percorso di rialzo dei tassi di interesse, una prospettiva rafforzata dalle recenti dichiarazioni rese dal presidente Powell, che il mercato ha giudicato "accomodanti". Questa valutazione ha aperto una crepa nello scenario 2019 dei tassi rispetto a ciò che era emerso nella riunione della Fed di novembre, peraltro giudicata interlocutoria. I verbali relativi a quella riunione confermano l'elevata probabilità di un rialzo dei tassi a dicembre, visto che l'evoluzione dei prezzi e del mercato del lavoro risulta in linea con le aspettative. Maggiore incertezza circonda invece i rialzi previsti nel 2019, facendo emergere la volontà di una crescente flessibilità nella determinazione dei tassi futuri. In conclusione, i verbali segnalano il probabile rialzo dei tassi a dicembre ma confermano l'incertezza sullo scenario futuro, con la volontà della Fed di garantirsi la massima flessibilità nella gestione del ritmo degli aumenti. Nonostante le affermazioni accomodanti di Powell, non si è verificata una forte vendita della divisa USA ma solo uno storno delle posizioni: il mancato calo è dovuto al rafforzamento dell'economia USA, all'indebolimento della crescita globale e al ruolo del dollaro come valuta rifugio. Ribadiamo inoltre che la strategia di Trump volta a criticare la Fed, accusata di una politica troppo aggressiva sul costo del denaro, verrà riproposta puntualmente, al fine di smussare gli effetti rialzisti sulla valuta USA.

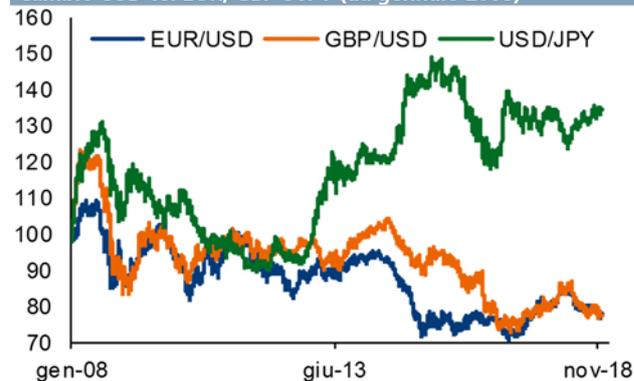
**EUR/USD:** il dollaro consolida ancora sulla scia delle parole accomodanti del presidente della Fed Powell dei giorni scorsi. I verbali relativi al meeting della Banca centrale dell'8 novembre segnalano il probabile rialzo dei tassi a dicembre, ma confermano l'incertezza sullo scenario 2019. Viene ribadita la volontà della Fed di garantirsi la massima flessibilità nella gestione del ritmo dei rialzi, in un quadro che smussa le attese di eccessivo apprezzamento del dollaro. Il cambio EUR/USD è visto a: 1,13 (da 1,14) a 1 mese; 1,14 (da 1,15) a 3 mesi; 1,16 a 6 mesi; 1,17 a 12 mesi e 1,24 a 24 mesi (dati invariati).

**GBP/USD:** le parole del presidente della Federal Reserve Powell sono state interpretate in senso accomodante dai mercati, col risultato di smussare la forza del dollaro registrata nelle ultime settimane. I verbali relativi al meeting Fed dell'8 novembre ribadiscono il probabile rialzo dei tassi a dicembre, ma confermano l'incertezza sullo scenario 2019. Con la Banca centrale USA che prosegue il suo percorso di rialzo dei tassi, crediamo che continueranno a non mancare le dichiarazioni di Trump circa un indesiderato apprezzamento del dollaro. Le attese per il voto sulla Brexit ostacolano, d'altra parte, il recupero della sterlina. Le stime di breve sul cambio vedono 1,29 e 1,27 rispettivamente a 1 e 3 mesi. Nel medio-lungo: 1,29 a 6 mesi, 1,30 a 12 mesi e 1,32 a 24 mesi.

**USD/JPY:** non cambia il sentimento di fondo. La maggiore incognita per l'USD/JPY restano infatti le scelte politiche di Trump, specie dopo aver limitato i danni nelle elezioni di *midterm* appena concluse. Lo yen consolida sulle posizioni

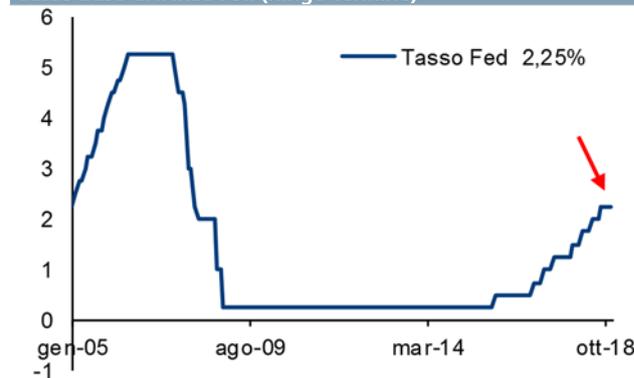
attuali che vedono la valuta giapponese su livelli di marginale deprezzamento, rispetto al mese scorso, grazie alla ritrovata calma sui mercati. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 113. Nel medio-lungo: 114 a 6 mesi, 115 a 12 mesi e 113 a 24 mesi.

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



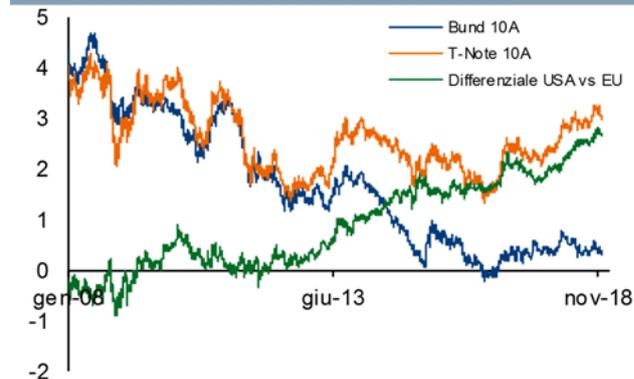
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## GBP: solo una *soft-Brexit* condivisa potrà favorire il recupero della sterlina

**Sterlina in attesa dell'esito del voto a Westminster.** La premier britannica May ha indicato la data dell'11 dicembre per il voto di ratifica da parte del Parlamento di Westminster dell'accordo di divorzio dall'UE sottoscritto a Bruxelles. Il capogruppo del Partito Conservatore, Julian Green, ha confermato l'indicazione in una lettera ai deputati, precisando che il dibattito durerà una settimana e inizierà il 4 dicembre. Il 25 novembre scorso è stato dato il via libera, dai 27 Paesi della UE, all'intesa per l'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea. La Brexit scatterà il 29 marzo 2019, ma almeno fino alla fine del 2020 resterà lo *status quo* nei rapporti tra Unione Europea e Gran Bretagna. La transizione potrà essere prolungata di un anno se ritenuto necessario, con decisione entro il luglio 2020. Viene confermata la scelta di un confine fluido tra Irlanda e Irlanda del Nord, con provvedimenti doganali *ad hoc* per Belfast rispetto al resto del Regno Unito, la cui applicazione scatterebbe solo se non si arrivasse a un'intesa per il post-Brexit. Sulla questione di Gibilterra, servirà l'accordo della Spagna per definire le nuove relazioni tra UE e Gran Bretagna. La sterlina è apparsa indebolirsi nelle ultime giornate pagando lo scotto dell'attesa per il voto in Parlamento, il cui esito non è affatto scontato. Questi timori coinvolgono anche la Banca d'Inghilterra (BoE) che, sia nelle recenti proiezioni economiche inserite nell'*Inflation Report* di novembre che nelle ultime dichiarazioni, non manca di sottolineare le conseguenze negative sull'economia e sulla sterlina di un accordo troppo frettoloso. La BoE tornerà a riunirsi il 20 dicembre, dopo l'eventuale ratifica del Parlamento sulla Brexit. Le aspettative sono per una BoE ancora attendista.

**EUR/GBP:** si prospetta un finale d'anno di incertezza per la sterlina, in scia alle attese per il voto di ratifica dell'accordo sulla Brexit previsto per l'11 dicembre. Proprio l'attesa nervosa di questo passaggio cruciale sta rendendo volatile la sterlina. Confermiamo ancora una volta come rimandare il rialzo dei tassi, per contrastare l'inflazione in Gran Bretagna, vada comunque inteso come un'occasione per la BoE di riabbassarli, qualora l'effetto finale della Brexit fosse più depressivo di quanto preventivato. Nel breve il cambio EUR/GBP è visto a 0,88; nel medio termine attorno a 0,90-0,92 (3-6 e 12 mesi), mentre nel lungo termine (24 mesi) a 0,94.

**GBP/USD:** le attese per il voto sulla Brexit frenano il rialzo della sterlina, a cui si contrappone invece la volatilità del dollaro. Le parole del presidente della Federal Reserve Powell sono state interpretate in senso accomodante dai mercati, col risultato di smussare la forza del dollaro delle ultime settimane. I verbali del meeting Fed dell'8 novembre ribadiscono il probabile rialzo dei tassi a dicembre ma confermano l'incertezza sullo scenario 2019. Con la Fed che prosegue il suo percorso di rialzo dei tassi, crediamo che continueranno a non mancare le dichiarazioni di Trump circa le conseguenze di un indesiderato apprezzamento del dollaro. Le stime di breve sul cambio vedono 1,29 e 1,27 rispettivamente a 1 e 3 mesi. Nel medio-lungo: 1,29 a 6 mesi, 1,30 a 12 mesi e 1,32 a 24 mesi.

**GBP/JPY:** il cambio resta influenzato dalla sterlina. Quest'ultima rimane in attesa della svolta definitiva nel processo Brexit, che

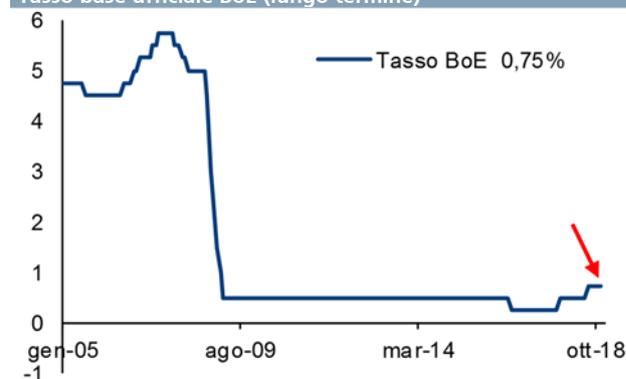
smusserebbe l'effetto negativo sulla divisa legato al procrastinarsi del rialzo dei tassi da parte della BoE. Il deprezzamento dello yen deriva invece dalle rassicurazioni circa l'impegno della Banca del Giappone per una politica monetaria ancora espansiva. Le stime di breve indicano 147 (da 146) a 1 mese e 147 (da 148) a 3 mesi. Nel medio-lungo: 146 a 6 mesi, 149 (da 150) a 12 mesi e 146 (da 150) a 24 mesi.

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



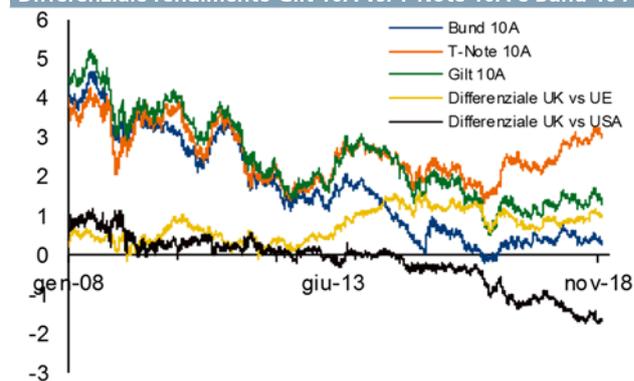
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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: consolida il deprezzamento in vista del meeting BoJ di fine dicembre

**Bilancio record per la Banca del Giappone che conferma la politica espansiva.** La Banca del Giappone (BoJ) è la prima Banca centrale tra i Paesi del G7 a possedere a bilancio asset per un valore complessivo superiore all'intera economia del Paese: un record raggiunto per effetto della politica ultra-espansiva condotta negli ultimi cinque anni. La BoJ è probabile che manterrà invariata la propria politica accomodante anche in occasione dell'ultimo incontro del 2018, previsto per il 20 di dicembre. La Banca centrale continuerà pertanto ad acquistare titoli di stato giapponesi al ritmo di 80.000 miliardi di yen annui; ha sottolineato inoltre che consentirà una fluttuazione dei tassi sulla base dell'andamento dei prezzi e dell'attività economica, senza intralciare il settore bancario. Sono infine allo studio modifiche al programma di acquisto delle obbligazioni sovrane, per consentire al mercato obbligazionario nazionale di riflettere in maniera più fedele i fondamentali economici del Paese. E' probabile che la BoJ ribadisca l'impegno a comprimere i tassi a lungo termine visto l'obiettivo di inflazione del 2% che, secondo le stime, appare ancora lontano dall'essere raggiunto. Infine, il governatore Kuroda ha recentemente dichiarato che i progressivi aumenti dei tassi di riferimento da parte della Federal Reserve sono sostanzialmente un bene per l'economia globale ed ha sminuito il timore di un eccessivo deflusso di capitali dalle economie asiatiche verso gli USA. Nel complesso, resta l'idea di un quadro largamente a favore di un deprezzamento dello yen.

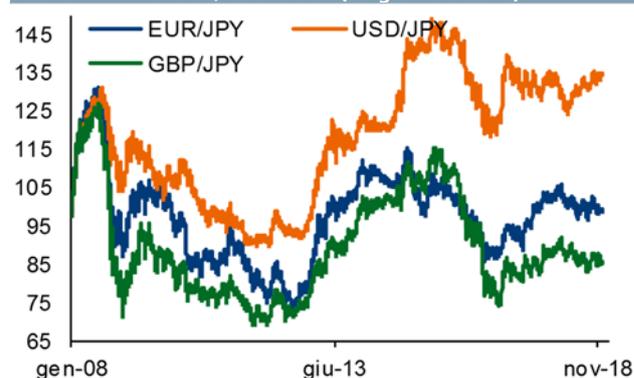
**EUR/JPY:** lo yen prova a consolidare il marginale deprezzamento, in scia alla riconferma dell'approccio espansivo della Banca del Giappone; a ciò si somma il rasserenarsi del clima sui mercati che potrebbe togliere pressione alle valute rifugio, come lo yen, rispetto a quelle più volatili, come l'euro. Restiamo dubbiosi sul fatto che il quadro descritto possa restare immutabile strutturalmente: anche la Banca del Giappone, infatti, dovrà prima o poi avviare la fase di "normalizzazione" della politica monetaria, pur non nel breve termine. Le stime di breve indicano 128-129 (da 129-130) a 1-3 mesi. Nel medio-lungo: 132 a 6 mesi, 135 a 12 mesi, 140 a 24 mesi.

**USD/JPY:** non muta il sentimento di fondo. La maggiore incognita per il cambio fra yen e dollaro restano infatti le scelte politiche di Trump, specie dopo aver limitato i danni nelle elezioni di *midterm* appena concluse. Lo yen consolida sulle posizioni attuali, che vedono la valuta giapponese deprezzarsi grazie alla ritrovata calma sui mercati. La Banca del Giappone continua infatti a ribadire la propria politica monetaria espansiva, vista la distanza rispetto al target di inflazione del 2%. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 113. Nel medio-lungo: 114 a 6 mesi, 115 a 12 mesi e 113 a 24 mesi.

**GBP/JPY:** il cambio resta influenzato dalla sterlina. Quest'ultima rimane in attesa della svolta definitiva nel processo Brexit, che smussa l'effetto negativo dell'attendismo della BoE nel rialzare i tassi. Il deprezzamento dello yen deriva invece dalle rassicurazioni della Banca del Giappone per una politica monetaria ancora

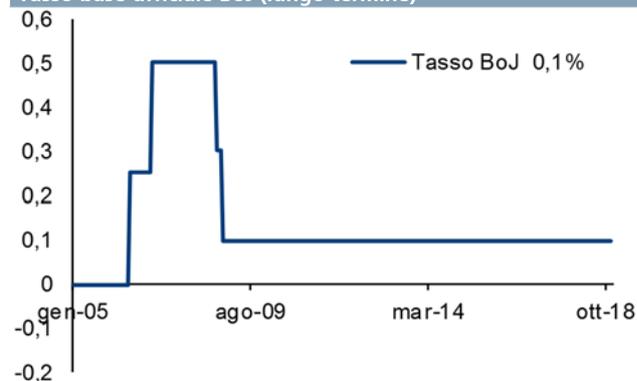
espansiva. Le stime di breve indicano 147 (da 146) a 1 mese e 147 (da 148) a 3 mesi. Nel medio-lungo: 146 a 6 mesi, 149 (da 150) a 12 mesi e 146 (da 150) a 24 mesi.

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



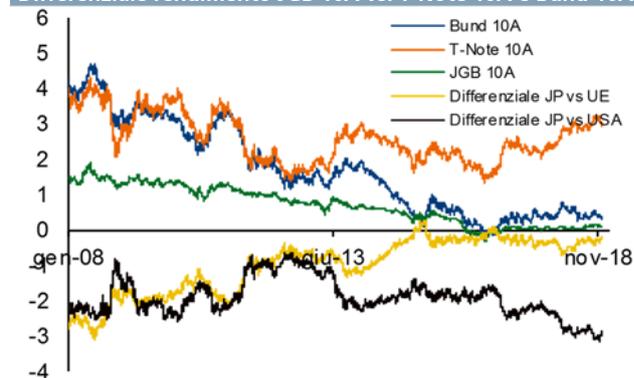
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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

## Avvertenza generale

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

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

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

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Thomson Reuters-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 9.11.2018.

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 Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo ([www.intesasnpaolo.com](http://www.intesasnpaolo.com)) e per i clienti di Banca IMI nella sezione Market Hub del sito internet di Banca IMI ([https://markethub.bancaimi.com/home\\_public.html](https://markethub.bancaimi.com/home_public.html)).

## Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesasnpaolo.com/scriptlsir0/si09/studi/ita\\_elenco\\_raccomandazioni.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.com/scriptlsir0/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.intesasnpaolo.com/scriptlsir0/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.intesasnpaolo.com/scriptlsir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.com/scriptlsir0/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.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.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 Riso

**Analista Valute e Materie prime**

Mario Romani

**Editing:** Giovanna Cerini, Daniela Piccinini