

## L'euro forte fronteggia l'inattesa debolezza del dollaro

**EUR – BCE: Draghi non convince i mercati che continuano a puntare sulla forza dell'euro.** La BCE ha confermato invariati i livelli del corridoio dei tassi e i target del programma di acquisto di titoli attualmente in essere (QE) nel meeting di gennaio. Nel complesso, il messaggio di Draghi è sembrato volto a sottolineare come il sentiero di crescita dell'inflazione non sia ancora autosostenibile e come la BCE sia ancora lontana dal modificare la propria impostazione di politica monetaria. Tuttavia, le attese probabilmente puntavano a una posizione più decisa della BCE sul rafforzamento della valuta e sul rialzo dei tassi delle ultime settimane. Il consenso sul cambio euro/dollaro prevede un ribasso nel breve periodo. Nel medio-lungo appare invece scommettere su un dollaro strutturalmente debole (1,26 contro euro), anche alla luce del disimpegno della BCE dal QE previsto a fine anno.

**USD – Fed: maggiore fiducia nella convergenza dei prezzi verso il 2%, il dollaro non reagisce.** La riunione della Fed, l'ultima dell'era Yellen, si è conclusa con tassi invariati e con voto unanime. La Fed appare più fiduciosa rispetto a dicembre, l'inflazione è infatti attesa salire nei prossimi 12 mesi e stabilizzarsi intorno al target del 2%. Il tono del comunicato, soprattutto sul versante relativo alla dinamica dei prezzi, va a supportare un sentiero di gradualità rialzi, il cui ritmo sarà ovviamente dettato dalle informazioni che saranno disponibili nei prossimi mesi. La previsione di tre rialzi nel corso del 2018 e un primo ritocco già a marzo resta invariata. Il dollaro è sembrato invece reagire al discorso sullo stato dell'Unione pronunciato da Trump. Il Presidente ha chiesto un investimento sulle infrastrutture da 1.500 miliardi di dollari: un grosso aumento della spesa pubblica che supporterebbe ulteriormente la già robusta crescita americana, rendendo però meno solido il bilancio. Quest'ultimo aspetto infatti smusserebbe la possibile forza del dollaro derivata da una Fed esplicitamente restrittiva nel 2018.

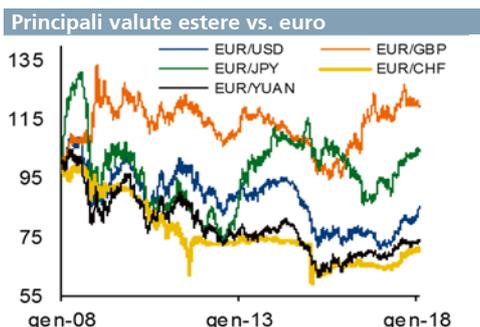
**GBP – Molteplici fattori sono alla base del movimento della sterlina.** In vista della riunione BoE dell'8 febbraio, da cui però non sono attese emergere grosse novità, restano molti i fattori in grado di influenzare la sterlina. Il Governatore Carney ha recentemente dichiarato che la Brexit sta costando cara all'economia britannica. La sterlina si è rafforzata dopo il dato sulla stima flash del PIL inglese del 4° trimestre, uscito migliore delle attese: +0,5 t/t su attese di 0,4% e +1,5% a/a su attese di 1,4%. Anche questa reazione conferma come il recupero dell'economia britannica e un percorso più *soft* della Brexit siano tutte componenti che rafforzano uno scenario di possibile recupero della sterlina. La Premier May appare sempre più isolata, incapace di adottare una linea unica e rigorosa nelle trattative con la UE, col risultato che tra i conservatori si inizia a ipotizzare un voto di sfiducia nei confronti del Primo Ministro.

**JPY – L'inflazione non accenna a risalire, mentre si accentua il nervosismo all'interno del Board della BoJ.** L'inflazione giapponese si conferma in ritardo rispetto alla forte ripresa economica del Paese. Appare chiaro che la possibile scelta della BoJ su quando avviare la riduzione dello stimolo monetario ("normalizzazione" della politica monetaria) non sia vicina. A detta però di alcuni esponenti dello stesso Istituto centrale, prolungare eccessivamente l'espansione monetaria rischia di creare più danni che benefici. Non dimentichiamo poi il passaggio amministrativo e politico legato al nuovo mandato del Governatore Kuroda, che ovviamente lo spinge alla massima cautela in vista della possibile rinomina. Situazione che rende vana la speranza di avere un cambio favorevole alla divisa giapponese, con BoJ e Governo da sempre impegnati per uno yen debole che favorisca l'export.

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1° T	2° T	3° T	2019	2020
<b>Euro</b>						
EUR/USD	1,2415	1,20	1,20	1,23	1,25	1,26
EUR/GBP	0,8753	0,89	0,89	0,90	0,90	0,94
EUR/JPY	135,77	135	135	136	142	140
<b>Altre valute</b>						
GBP/USD	1,4184	1,36	1,36	1,37	1,40	1,38
USD/JPY	109,36	112	113	111	110	110
GBP/JPY	155,12	152,3	153,0	152,1	154,0	151,8

Nota: le previsioni della Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo sono in revisione. T= trimestri 2018.

Fonte: previsioni consenso Bloomberg



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

1 febbraio 2018

14:50 CET

Data e ora di produzione

1 febbraio 2018

14:58 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	2,74
Bund 10A	0,72
Gilt 10A	1,53
JGB 10A	0,10

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

### Cambi

EUR/USD	1,2415
USD/JPY	109,36
GBP/USD	1,4184
EUR/CHF	1,1581
EUR/SEK	9,78
EUR/NOK	9,58
EUR/DKK	7,4423
USD/CAD	1,2317
AUD/USD	0,8053
NZD/USD	0,7366
USD/ZAR	11,8892
EUR/JPY	135,77
EUR/GBP	0,8753
EUR/CAD	1,5291
EUR/AUD	1,5417
EUR/NZD	1,6854
EUR/ZAR	14,761
EUR/ISK	124,78
EUR/HUF	309,98

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 31.01.2018 (salvo diversa indicazione).

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

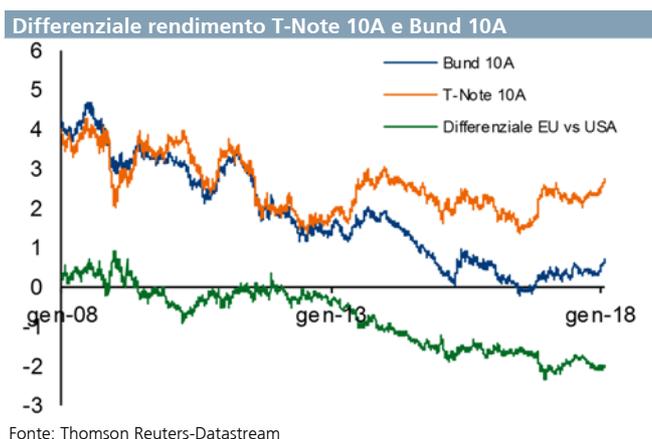
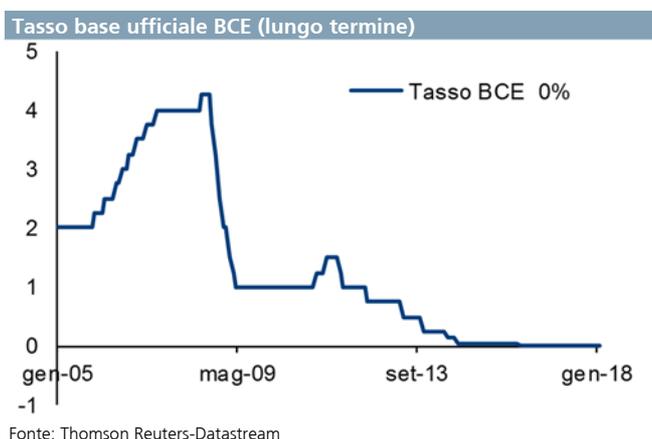
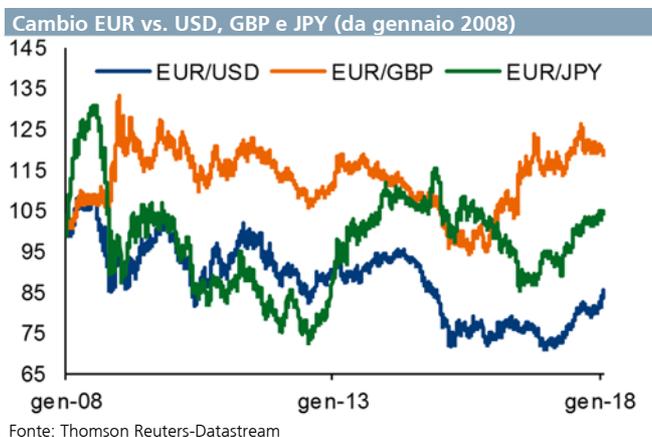
## EUR: la BCE non frena la corsa dell'euro che resta forte specie contro dollaro

**BCE: Draghi non convince i mercati che continuano a puntare sulla forza dell'euro.** Come da attese, la BCE ha confermato invariati i livelli del corridoio dei tassi e i target del programma di acquisto di titoli attualmente in essere (QE) nel meeting di gennaio; il prossimo appuntamento è in calendario l'8 marzo. Nella conferenza stampa seguita alla riunione, il presidente Draghi ha confermato le decisioni di mantenere gli strumenti della politica monetaria e le *forward guidance* (ossia le aspettative sulle mosse future) invariate. Draghi ha sottolineato come la crescita economica sia robusta e superiore alle aspettative e come dovrebbe dare un impulso affinché l'inflazione vada verso il target del 2%. Tuttavia, Draghi ha anche affermato che le pressioni interne sui prezzi restano invariate e molto modeste e soprattutto che il recente apprezzamento dell'euro crea incertezza circa le prospettive sulla futura dinamica dei prezzi. Nel complesso, il messaggio di Draghi è sembrato volto a sottolineare come il sentiero di crescita dell'inflazione non sia ancora autosostenibile e come la BCE sia ancora lontana dal modificare la propria impostazione di politica monetaria. Tuttavia, le attese probabilmente puntavano a una posizione più decisa della BCE sul rafforzamento della valuta e sul rialzo dei tassi delle ultime settimane, che hanno portato a un'effettiva restrizione delle condizioni finanziarie. L'euro ha segnato il massimo *intraday*, dall'inizio dell'anno, in area 1,2537, per poi ritracciare sotto 1,25 restando però molto forte contro dollaro.

**EUR/USD:** il consenso sul cambio euro/dollaro prevede un ribasso nel breve periodo. Nel medio-lungo appare invece scommettere su un dollaro strutturalmente debole (1,26 contro euro), anche alla luce del disimpegno della BCE dal QE previsto a fine anno, una mossa certamente di stampo restrittivo ma che il mercato sta ampiamente anticipando, premiando forse eccessivamente la valuta unica europea.

**EUR/GBP:** non cambia il sentimento di moderato ottimismo circa i progressi sul fronte Brexit, che agevola il recupero della sterlina sul mercato dei cambi. Ribadiamo ancora una volta come solo la *soft Brexit* sia la situazione ideale per favorire un recupero strutturale della valuta inglese. Recupero che appare più evidente contro le principali valute e sostanzialmente nullo contro euro, a causa della forza della divisa unica in questo inizio di 2018. Nel breve, il cambio EUR/GBP è visto a 0,89; nel medio-lungo termine il cambio è atteso a 0,90 nel 2019 e a 0,94 nel 2020.

**EUR/JPY:** aver ribadito la posizione espansiva nell'ultimo meeting della BoJ ha favorito il rialzo del cambio ormai stabilmente in area 135. Movimento agevolato anche dalla forza dell'euro, inattesa in questo inizio di 2018 e per la quale la BCE ha espresso il proprio malumore, poiché il movimento della valuta è incoerente con la reale posizione della Banca Centrale. Le stime di breve indicano 135. Nel medio-lungo: 142 (2019) e 140 (2020).



## USD: la Fed vede l'inflazione al 2% e conferma i 3 rialzi, il dollaro consolida

**Fed: maggiore fiducia nella convergenza dei prezzi verso il 2%, il dollaro non reagisce.** Come atteso, la riunione della Fed, l'ultima dell'era Yellen, si è conclusa con tassi invariati e con voto unanime. Il comunicato ha confermato una valutazione molto positiva dell'attuale congiuntura, con un'economia che cresce a un ritmo solido con spesa delle famiglie e investimenti robusti e un tasso di disoccupazione molto basso. Sul fronte dell'inflazione la retorica ha subito maggiori cambiamenti. La Fed appare più fiduciosa rispetto a dicembre, l'inflazione è infatti attesa salire nei prossimi 12 mesi e stabilizzarsi intorno al target del 2%. Il tono del comunicato, soprattutto sul versante relativo alla dinamica dei prezzi, va a supportare un sentiero di gradual rialzi, il cui ritmo sarà ovviamente dettato dalle informazioni che saranno disponibili nei prossimi mesi. La previsione di tre rialzi nel corso del 2018 e un primo ritocco già a marzo resta invariata. Il dollaro è sembrato invece reagire al discorso sullo stato dell'Unione pronunciato da Trump. Il Presidente ha chiesto un investimento sulle infrastrutture da 1.500 miliardi di dollari: un grosso aumento della spesa pubblica che supporterebbe ulteriormente la già robusta crescita americana, rendendo però meno solido il bilancio. Quest'ultimo aspetto infatti smusserebbe la possibile forza del dollaro derivata da una Fed esplicitamente restrittiva nel 2018. La moneta statunitense, in ottica globale, appare debole su tutte le valute, anche quelle emergenti, scontando la politica di chiusura dell'Amm. Trump e venendo meno, agli occhi degli investitori, al ruolo di valuta mondiale.

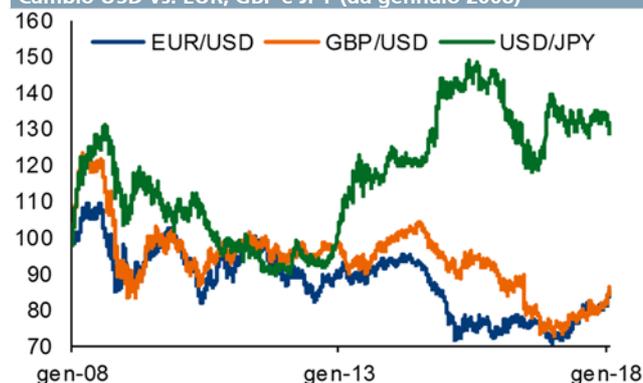
**EUR/USD:** intervenendo nel dibattito sul cambio euro/dollaro, ovvero sulla debolezza eccessiva della divisa americana, il presidente Trump ha affermato di preferire un dollaro forte nel medio-lungo termine. Dichiarazione che di fatto smentisce i commenti precedenti del Segretario al Tesoro Mnuchin, che si era espresso a favore di un biglietto verde più debole, come fattore positivo per il commercio statunitense. Alla luce di questo quadro, formato da due componenti, ovvero una Fed restrittiva a conferma del recupero dell'economia USA e del miglioramento delle aspettative di inflazione, a cui si contrappone però un'Amministrazione Trump più ondivaga nelle dichiarazioni di supporto al dollaro, appare meno scontato prevedere un rafforzamento della divisa USA.

**GBP/USD:** il dollaro ribadisce i minimi contro la sterlina dopo la conferma dell'approccio restrittivo della Fed. Dal lato inglese, un possibile accordo fra UE e Regno Unito sulla Brexit resta il driver principale che continua a sostenere la sterlina, spintasi in questo inizio 2018 ai massimi da oltre 3 mesi contro il dollaro, verso quota 1,42. Una *soft Brexit* appare basilare per vedere un recupero strutturale della divisa inglese. Le stime di breve indicano 1,36; nel medio-lungo: 1,40 (2019) e 1,38 (2020).

**USD/JPY:** la posizione interlocutoria dell'Amministrazione Trump sul dollaro ha favorito un ribasso del dollaro/yen fino in area 109. Situazione che rende vana la speranza di avere un cambio favorevole alla divisa giapponese, con BoJ e Governo da sempre impegnati per uno yen debole che favorisca l'export, questo nonostante il meeting di gennaio abbia

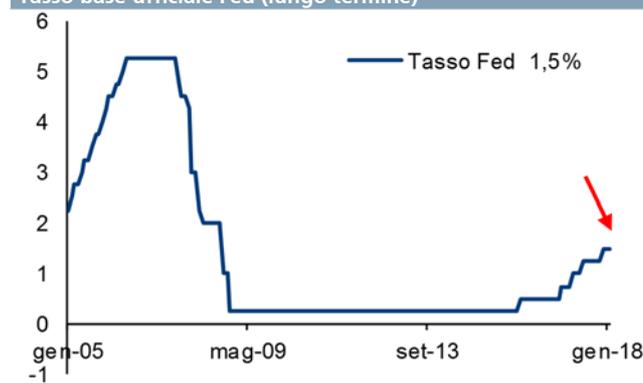
ribadito la politica monetaria espansiva della Banca del Giappone. Le stime di breve indicano 112-113; nel medio-lungo: 110 sia nel 2019 sia nel 2020.

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



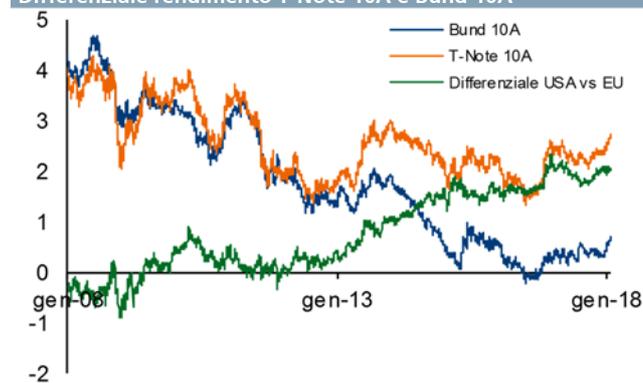
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## GBP: BoE, Brexit, crescita e contrasti politici i fattori chiave per la sterlina

### Molteplici fattori sono alla base del movimento della sterlina.

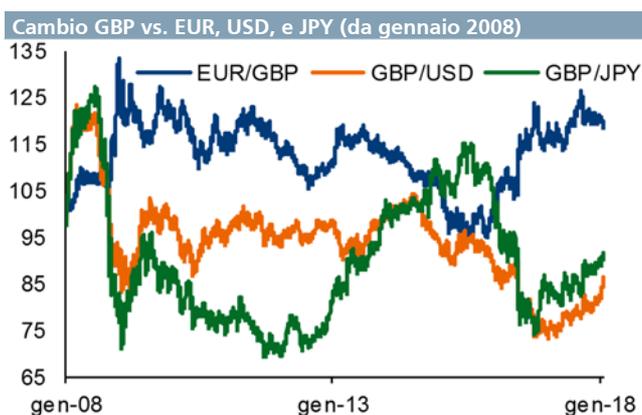
In vista della riunione BoE dell'8 febbraio, da cui però non sono attese emergere grosse novità, restano molti i fattori in grado di influenzare la sterlina. Il Governatore Carney ha recentemente dichiarato che la Brexit sta costando cara all'economia britannica. Le stime elaborate a fine 2017 hanno indicato come la produzione persa ammonterebbe a circa 40 miliardi di sterline. Carney ha però detto che il Regno Unito potrebbe presto rientrare nel processo di crescita che sta coinvolgendo tutta l'economia globale, nonostante le recenti previsioni del Fondo Monetario Internazionale abbiano assegnato buoni tassi di crescita a tutte le principali economie, tranne che alla Gran Bretagna. La sterlina si è rafforzata dopo il dato sulla stima flash del PIL inglese del 4° trimestre, apparso migliore delle aspettative: +0,5 t/t su attese di 0,4% e +1,5% a/a su attese di 1,4%. Anche questa reazione conferma come il recupero dell'economia inglese e un percorso più *soft* della Brexit siano tutte componenti che rafforzano uno scenario di possibile recupero della sterlina. Ma mentre le trattative con Bruxelles avanzano a fatica, il Primo Ministro inglese Theresa May è sempre più in difficoltà a causa del contrasto interno al suo stesso partito. Da un lato, ci sono i fautori della linea dura (*hard Brexit*), gli anti-europeisti intransigenti, dall'altro i moderati, ovvero i fautori di una *soft Brexit*. La May appare sempre più isolata, incapace di adottare una linea unica e rigorosa nelle trattative con la UE, col risultato che tra i conservatori si inizia a ipotizzare un voto di sfiducia nei confronti del Primo Ministro.

**EUR/GBP:** non cambia il sentimento di moderato ottimismo circa i progressi sul fronte Brexit, che agevola il recupero della sterlina sul mercato dei cambi. Recupero che appare più consistente contro le principali valute e poco significativo contro euro, a causa della forza della divisa unica in questo inizio di 2018. Ribadiamo ancora una volta come solo la *soft Brexit* sia la situazione ideale per favorire un recupero strutturale della divisa inglese. Nel breve, il cambio EUR/GBP è visto a 0,89; nel medio-lungo termine il cambio è a 0,90 nel 2019 e 0,94 nel 2020.

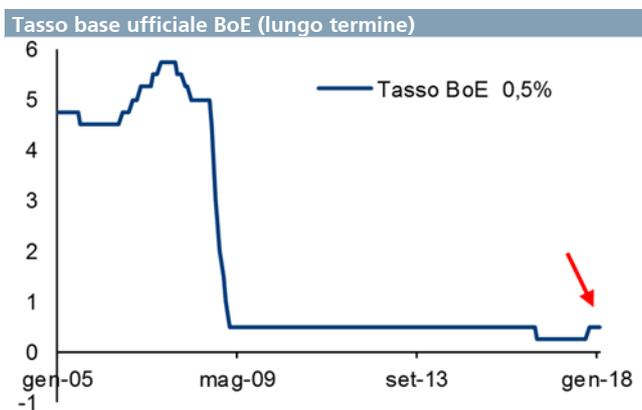
**GBP/USD:** cambia il driver principale che guida la forza del "cable". Il cambio GBP/USD sale fino a 1,42 complice la decisa debolezza del dollaro, figlia della posizione ondivaga dell'Amministrazione Trump, non particolarmente interessata ad un dollaro forte. Di contro, la possibilità di un accordo più sereno fra Regno Unito ed Europa sulla Brexit continua a sostenere la sterlina spintasi, in questo inizio 2018, ai massimi da metà 2016. Riaffermiamo come una *soft Brexit* sia fondamentale per vedere un recupero strutturale della divisa inglese. Le stime di breve indicano 1,36; nel medio-lungo: 1,40 (2019) e 1,38 (2020).

**GBP/JPY:** prosegue la forza della sterlina alla luce del possibile concretizzarsi di una *soft Brexit* e in vista del meeting della BoE dell'8 febbraio, da cui però non sono attese emergere grosse novità. Sul fronte Giappone, se da un lato la BoJ appare

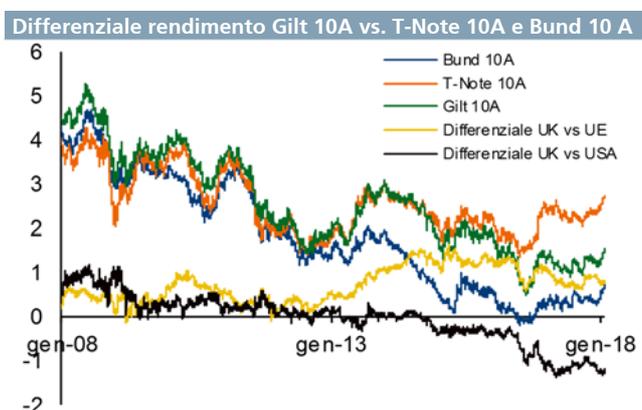
rassicurare circa il proprio impegno espansivo, resta d'altro lato valido lo snodo politico in seno alla Banca centrale. Kuroda attenderà infatti la propria riconferma alla guida della BoJ, prevista ad aprile, prima di prendere una posizione differente da quella attuale circa la *policy* dell'Istituto centrale. Le stime di breve indicano 152/153; nel medio-lungo: 154 (2019) e 151,8 (2020).



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## JPY: la BoJ conferma la linea espansiva ma lo yen sconta il cambio di passo

**La BoJ lascia la politica monetaria e i tassi invariati.** La Banca centrale del Giappone (BoJ) ha lasciato invariata la propria politica monetaria al termine della riunione dello scorso 23 gennaio, malgrado i segnali di crescita dell'economia e il tasso di inflazione al di sotto il target del 2%. Il Consiglio Direttivo ha confermato previsioni di crescita dell'economia dell'1,4% nell'anno fiscale 2018, con un tasso di inflazione dell'1,4% nello stesso periodo e atteso in prospettiva al 2% nell'anno fiscale 2019. Prossimo meeting il 9 marzo.

**L'inflazione non accenna a risalire, mentre si accentua il nervosismo all'interno del Board della BoJ.** L'inflazione giapponese si conferma in ritardo rispetto alla forte ripresa economica del Paese. L'indice dei prezzi al consumo *core* di dicembre è cresciuto dello 0,9% tendenziale, come nel mese precedente, un dato in linea con le attese che però certifica l'ampia distanza dal target del 2% fissato della BoJ. Per l'area di Tokyo, su cui sono disponibili dati già relativi al mese in corso, l'inflazione segna in gennaio un calo allo 0,7% dallo 0,8% di dicembre, su stime anch'esse dello 0,8%. Appare chiaro come la possibile scelta della BoJ su quando avviare la riduzione dello stimolo monetario ("normalizzazione" della politica monetaria) non sia vicina. A detta però di alcuni esponenti dello stesso Istituto centrale, prolungare eccessivamente l'espansione monetaria rischia di creare più danni che benefici: il messaggio è emerso con forza dai verbali della BoJ, dove più di un membro ha espresso nervosismo circa il mantenimento di condizioni ultra-accomodanti per un tempo eccessivo. Non dimentichiamo poi il passaggio amministrativo e politico legato al nuovo mandato del Governatore Kuroda che, ovviamente, lo spinge alla massima cautela in vista della possibile rinomina.

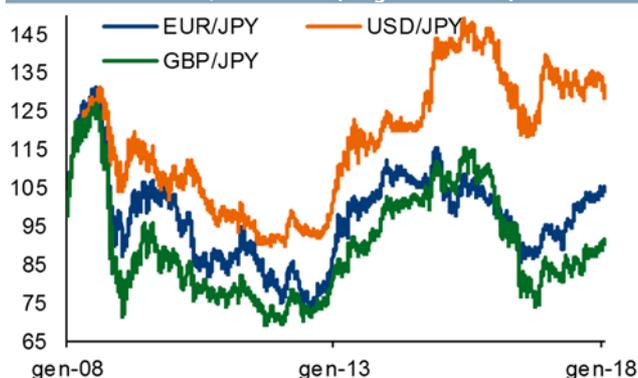
**EUR/JPY:** aver ribadito la posizione espansiva nell'ultimo meeting BoJ ha favorito il rialzo del cambio, ormai stabilmente in area 135. Movimento agevolato anche dalla forza dell'euro, inattesa in questo inizio di 2018 e in evidente contrasto con i malumori espressi dalla BCE per l'eccessivo apprezzamento della valuta, incoerente con la reale posizione della Banca centrale. Le stime di breve indicano 135. Nel medio-lungo: 142 (2019) e 140 (2020).

**USD/JPY:** il meeting di gennaio ha ribadito la politica monetaria espansiva della Banca del Giappone, ma la posizione interlocutoria dell'Amministrazione Trump sul dollaro ha favorito un ribasso del cambio dollaro/yen fino in area 109. Situazione che rende vana la speranza di avere un cambio favorevole alla divisa giapponese, con BoJ e Governo da sempre impegnati per uno yen debole che favorisca l'export. Le stime di breve indicano 112-113; nel medio-lungo: 110 sia nel 2019 sia nel 2020.

**GBP/JPY:** se da un lato la BoJ appare rassicurare circa il proprio impegno espansivo, resta valido d'altro lato lo snodo politico in seno alla Banca centrale. Kuroda attenderà infatti la propria riconferma alla guida della BoJ, prevista ad aprile, prima di

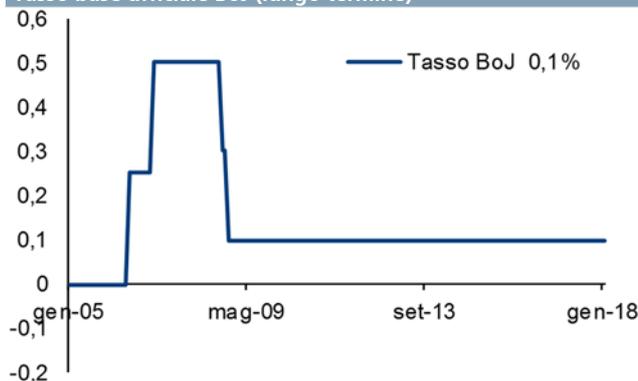
prendere una posizione differente da quella attuale circa la *policy* dell'Istituto centrale. Dal lato della sterlina, prosegue la forza della valuta visto il possibile concretizzarsi di una *soft Brexit* ed in vista della riunione BoE dell'8 febbraio, da cui però non si attendono particolari novità. Le stime di breve indicano 152/153; nel medio-lungo: 154 (2019) e 151,8 (2020).

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



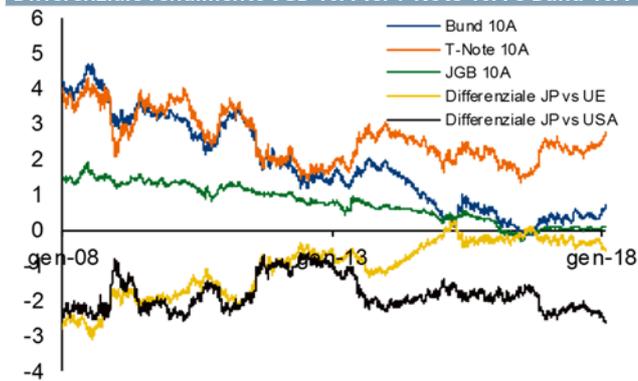
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BoJ (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento JGB 10A vs. T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## Glossario

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

## Avvertenza generale

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

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

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

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Thomson Reuters-Datastream, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 05.01.2018.

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](https://markethub.bancaimi.com/home_public.html)).

## Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

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

## Note Metodologiche

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

### Tassi, Dati Macroeconomici e Livelli tecnici

I commenti sui differenziali di tassi e dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream. Le previsioni macroeconomiche e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

I commenti sui livelli tecnici si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream. Le previsioni sui livelli tecnici di interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli tecnici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse. Vi è inoltre un importante approfondimento di tipo grafico per individuare il price momentum migliore per entrare sul mercato delle valute e suggerire come prendere posizione sul cambio.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: [http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp), ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/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 Risso  
Cecilia Barazzetta

### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi, Maria Giovanna Cerini