

Inizio 2018 di forza per l'euro, dollaro in assestamento

EUR – La BCE migliora le stime di crescita ma mantiene invariata la politica monetaria. Nel meeting dello scorso 14 dicembre la BCE ha confermato tassi e QE ma ha migliorato le stime di crescita, Draghi ha sottolineato come la politica monetaria stia accompagnando la ripresa e come sia ancora necessaria affinché l'inflazione raggiunga il target della BCE. Nel complesso il messaggio di Draghi non ha offerto novità rilevanti rispetto alla riunione di fine ottobre, la BCE tornerà a riunirsi il 25 gennaio. Nonostante questo scenario di sostanziale conferma dell'approccio espansivo, l'inizio di 2018 ha visto una forte accelerazione del cambio euro/dollaro, salito a ridosso di 1,21 e ai massimi da quasi 3 anni, confermando quindi uno scenario di forza relativa della moneta unica. Nel lungo potrebbe prevalere la forza dell'euro, ma solo al termine delle misure espansive BCE, col possibile ritorno in area 1,18 e poi 1,22 in un orizzonte temporale di più ampio respiro.

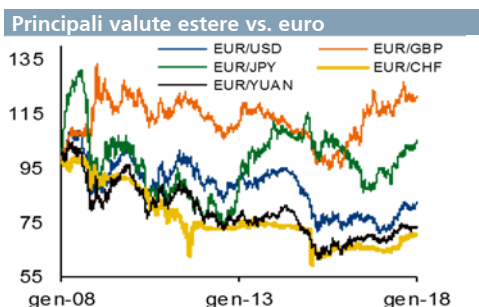
USD – Fed: poche novità dai verbali Fed di dicembre, il focus rimane su inflazione ed effetti della politica fiscale nel 2018. Il messaggio emerso dai verbali Fed della riunione di dicembre non offre particolari novità in merito al sentiero dei tassi nel 2018, mentre conferma l'ottimismo riguardo crescita e mercato del lavoro. L'incertezza sull'evoluzione dei prezzi condiziona le proiezioni per i tassi nel 2018. Archiviato il rialzo di dicembre, la maggior parte dei partecipanti al board della Fed continua a prevedere un sentiero di aumenti solo graduale, con la mediana che indica tre rialzi nel 2018, scenario che appare ancora di supporto al recupero del dollaro. Sullo sfondo resta l'apporto, in prospettiva, che potrebbe dare l'applicazione della riforma fiscale negli Stati Uniti, il cui iter di approvazione è stato più veloce di quanto atteso.

GBP – BoE di dicembre senza sorprese, i progressi nei negoziati fra UE e Gran Bretagna spingono la sterlina. La BoE ha preso atto dei progressi nei negoziati tra il Regno Unito e l'Unione Europea ma conferma che, in circostanze eccezionali, è possibile bilanciare la velocità con cui l'inflazione è salita e ha superato l'obiettivo con il sostegno che la politica monetaria deve fornire all'attività economica. In pratica, ha riconfermato la propria attenzione verso il processo di Brexit e la libertà nell'adeguare la propria azione in base alle esigenze del momento. La BoE ha segnalato inoltre come eventuali aumenti del tasso saranno ad un ritmo graduale e in misura limitata. In conclusione, l'atteggiamento cauto della Banca centrale inglese (prossimo meeting l'8 febbraio), pur prendendo atto degli sviluppi Brexit, non sta spingendo la sterlina, che consolida contro l'euro e guadagna marginalmente contro dollaro. Il passaggio alla "fase due" dei negoziati dovrebbe però riportare l'attenzione sull'andamento dell'economia e favorire il recupero della valuta.

JPY – La BoJ lascia i tassi fermi e prosegue il controllo della curva dei rendimenti. Nella riunione conclusasi il 21 dicembre scorso, la BoJ ha confermato il tasso a breve (a -0,10%) e l'obiettivo sui rendimenti a lunga (a zero), ribadendo la volontà di proseguire nel controllo della curva dei rendimenti dei JGB (i titoli di stato giapponesi). In alcune dichiarazioni di fine 2017, il governatore Kuroda aveva lasciato intendere che la BoJ avrebbe potuto pensare di ricalibrare i parametri della propria azione ma, nella conferenza stampa post-meeting, ha invece precisato che queste non preludevano ad un imminente cambio di policy. Qualora nel corso dell'anno si dovesse concretizzare una ricalibrazione dell'azione della BoJ, sarà probabilmente modesta e non dovrebbe disturbare l'allargamento atteso dei differenziali di tassi, lasciando inalterato il nostro scenario di possibile indebolimento dello yen.

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,2074	1,15	1,17	1,18	1,22	1,24
EUR/GBP	0,8913	0,87	0,87	0,86	0,88	0,88
EUR/JPY	136,17	131	135	137	142	145
Altre valute						
GBP/USD	1,3547	1,33	1,35	1,37	1,38	1,40
USD/JPY	112,77	114	115	116	117	118
GBP/JPY	152,77	149	152	152	152	148

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

5 gennaio 2018
11:18 CET
Data e ora di produzione

5 gennaio 2018
11:28 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	2,46
Bund 10A	0,44
Gilt 10A	1,23
JGB 10A	0,06

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Cambi	
EUR/USD	1,2074
USD/JPY	112,77
GBP/USD	1,3547
EUR/CHF	1,1764
EUR/SEK	9,82
EUR/NOK	9,74
EUR/DKK	7,4459
USD/CAD	1,2508
AUD/USD	0,7864
NZD/USD	0,7153
USD/ZAR	12,2779
EUR/JPY	136,17
EUR/GBP	0,8913
EUR/CAD	1,5103
EUR/AUD	1,5355
EUR/NZD	1,6881
EUR/ZAR	14,8254
EUR/ISK	125,38
EUR/HUF	308,22

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 04.01.2018 (salvo diversa indicazione).

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

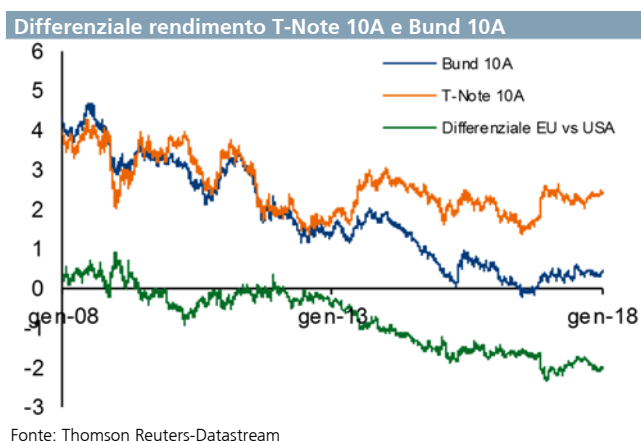
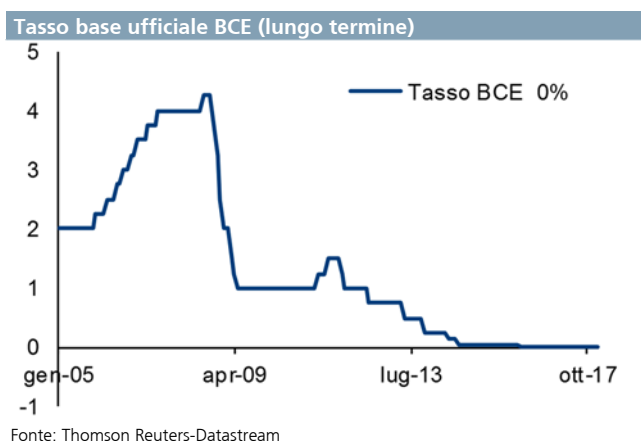
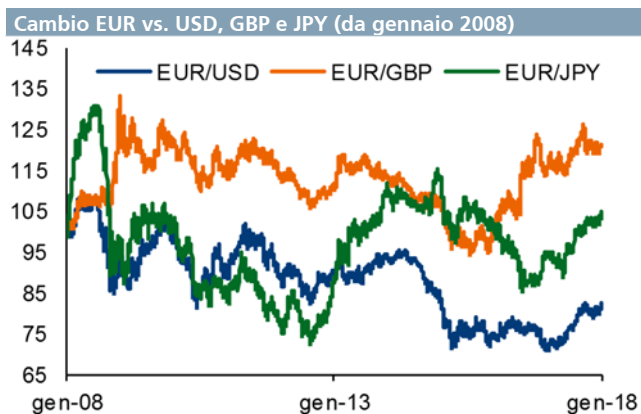
EUR: migliorano le stime di crescita per la BCE, l'euro se ne avvantaggia

BCE: migliorano le stime di crescita ma l'inflazione mantiene invariata la politica monetaria. Nel meeting dello scorso 14 dicembre la BCE ha confermato tassi e QE ma ha migliorato le stime di crescita, Draghi ha sottolineato come la politica monetaria stia accompagnando la ripresa e come sia ancora necessaria affinché l'inflazione raggiunga il target della BCE. In queste prime sedute dell'anno, proprio la fiducia nei dati macroeconomici dell'Eurozona ha spinto al rialzo la divisa unica. Il sentiero d'inflazione non viene però giudicato ancora pienamente auto-sostenibile, rendendo necessario nel prossimo futuro verificare come arriveranno le pressioni sui prezzi anche dal miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, attraverso un'auspicabile crescita dei salari. Comunque, la BCE, secondo le parole di Draghi, esprime una fiducia crescente sulla convergenza dell'inflazione verso il target. Nel complesso il messaggio di Draghi non ha offerto novità rilevanti rispetto alla riunione di fine ottobre e non sposta la bilancia dell'orientamento di politica monetaria della BCE, che tornerà a riunirsi il 25 gennaio. Nonostante questo scenario di sostanziale conferma dell'approccio espansivo, l'inizio di 2018 ha visto una forte accelerazione del cambio euro/dollaro, salito a ridosso di 1,21 e ai massimi da quasi 3 anni, confermando quindi uno scenario di forza relativa della moneta unica.

EUR/USD: la conferma dell'estensione del QE da parte di Draghi e il miglioramento delle stime economiche, seppur fattori di influenza opposta sull'euro, non hanno impedito alla valuta unica di esprimere un'inattesa forza, nelle prime sedute del 2018. Di contro, il dollaro appare trarre scarso beneficio della veloce approvazione della politica fiscale in USA, i cui effetti saranno comunque più diluiti del tempo e dei toni meno morbidi del previsto usciti dai verbali della Fed relativi al meeting di dicembre. Nel lungo potrebbe prevalere la forza dell'euro, ma solo al termine delle misure espansive BCE, col possibile ritorno in area 1,18 e poi 1,22 in un orizzonte temporale pari o superiore ai 12 mesi e 1,24 a 24 mesi.

EUR/GBP: la sterlina prova a recuperare contro le principali valute, visto l'ottimismo per i progressi sul fronte Brexit, ma solo marginalmente contro euro, vista la forza della divisa unica in questo inizio di 2018, in scia ai buoni dati macro dell'Eurozona. Rafforziamo l'idea che una *soft-Brexit* sia indispensabile per favorire un recupero strutturale della valuta inglese. Nel breve, il cambio EUR/GBP è visto a 0,87 a 1 e 3 mesi, e a 0,86 a 6 mesi; nel medio-lungo termine il cambio passa a 0,88 a 12 e 24 mesi.

EUR/JPY: la forza dell'euro, inattesa in questo inizio di 2018, ha consentito la rottura del canale laterale 130-135, sul cambio euro/yen. Se a questo fattore si sommano le rassicurazioni di Kuroda, nell'ultimo meeting BoJ che allontana la riduzione dello stimolo monetario espansivo, vista la distanza dal target del 2%, spieghiamo come il cambio sia riuscito a risalire sopra area 135. Le stime a 6 mesi sono viste a 137, mentre nel lungo l'intervallo resta a 142-145.



USD: i verbali della Fed confermano tre rialzi nel 2018, il dollaro si assesta

Fed: poche novità dai verbali Fed di dicembre, il focus rimane su inflazione ed effetti della politica fiscale nel 2018. Il messaggio emerso dai verbali Fed della riunione di dicembre non offre particolari novità in merito al sentiero dei tassi nel 2018, mentre conferma l'ottimismo riguardo crescita e mercato del lavoro. L'incertezza sull'evoluzione dei prezzi condiziona le proiezioni per i tassi nel 2018. Archiviato il rialzo di dicembre, la maggior parte dei partecipanti al board della Fed continua a prevedere un sentiero di aumenti solo graduale, con la mediana che indica tre rialzi nel 2018, scenario che appare ancora di supporto al recupero del dollaro. I maggiori rischi di rialzo dei tassi dipendono da un aumento più rapido delle pressioni inflazionistiche: rischi di un numero minore di rialzi dei tassi dipendono dall'ulteriore debolezza dell'inflazione. In conclusione, dalla pubblicazione dei verbali non sono emersi significativi elementi di novità; lo scenario per il 2018 rimane incerto con la Fed intenta a valutare da un lato l'impatto della riforma tributaria e dall'altro l'evoluzione dell'inflazione. In occasione della prossima riunione in calendario per il 31 gennaio, non sono attese modifiche alla politica monetaria.

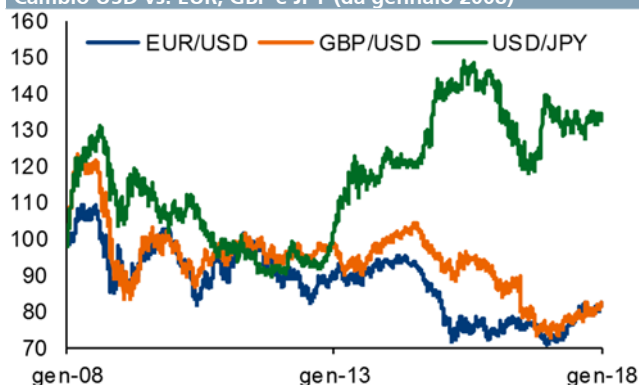
EUR/USD: consolida il dollaro, costretto a fronteggiare la forza dell'euro in questo inizio di 2018. La moneta USA sfrutta la lettura incoraggiante degli ultimi dati macro su manifattura e settore edilizio e l'intonazione dei verbali Fed, inaspettatamente meno espansivi di quanto il mercato supponesse. Sullo sfondo resta l'apporto, in prospettiva, che potrebbe dare l'applicazione della riforma fiscale negli Stati Uniti, il cui iter di approvazione è stato più veloce di quanto atteso, segnando una decisa vittoria per l'Amministrazione Trump. Nel lungo potrebbe prevalere la forza dell'euro, ma solo al termine delle misure espansive BCE, col possibile ritorno in area 1,18 e poi 1,22 in un orizzonte temporale di più ampio respiro.

GBP/USD: dollaro in consolidamento nonostante il buon esito dell'iter parlamentare della riforma fiscale e 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 1,36. Riconfermiamo come una *soft-Brexit* sia basilare per vedere un recupero strutturale della divisa inglese unito al sostegno della BoE. Le stime sul GBP/USD sono 1,33 e 1,35 a 1 e 3 mesi; nel medio-lungo a 1,37-1,38, per poi salire a 1,40 a 24 mesi.

USD/JPY: il principale *driver* del cambio, in questo inizio di 2018 sarà certamente l'approvazione definitiva, negli Stati Uniti, della riforma fiscale voluta dal presidente Donald Trump e i riflessi sul dollaro. Il nulla di fatto nel meeting di politica monetaria della Banca del Giappone, di fine 2017, e la chiusura dei mercati giapponesi a cavallo d'anno hanno consentito un consolidamento del cambio in area 112-113. Sul cambio permane l'effetto della politica monetaria divergente da parte della BoJ nei confronti della Federal Reserve, con

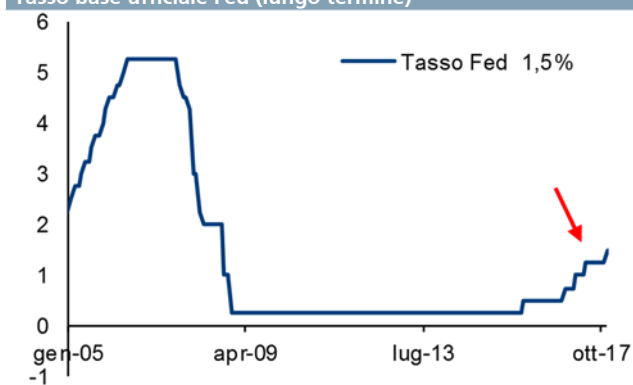
quest'ultima che ha confermato i 3 rialzi nel 2018 (due nel 2019, uno nel 2020), mentre il governatore Kuroda probabilmente aspetterà la propria riconferma, in aprile, prima di ipotizzare un cambio nella politica monetaria, ora prematuro. Nel breve l'USD/JPY è visto a 114-115; il range di medio termine è 116-117 mentre quello di lungo resta a 118.

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



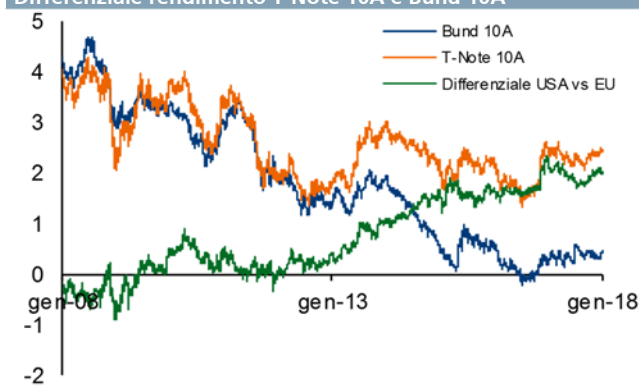
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

GBP: in possibile rafforzamento ma servono la *soft-Brexit* e il sostegno BoE

BoE di dicembre senza sorprese, i progressi nei negoziati fra UE e Gran Bretagna spingono la sterlina. Nella riunione dello scorso 14 dicembre, la Banca centrale d'Inghilterra (BoE) ha confermato all'unanimità di mantenere il tasso di interesse allo 0,50% e non ha variato gli stock di acquisti di obbligazioni societarie (10 miliardi di sterline) e acquisti di titoli di stato (435 miliardi di sterline) del Regno Unito. Il Comitato per la politica monetaria della Banca d'Inghilterra (MPC) ha confermato di voler perseguire l'obiettivo di inflazione del 2%, continuando però a sostenere la crescita e l'occupazione. Circa la Brexit, la BoE ha preso atto dei progressi nei negoziati sull'articolo 50 tra il Regno Unito e l'Unione Europea, ma conferma che, in circostanze eccezionali, è possibile bilanciare la velocità con cui l'inflazione è salita e ha superato l'obiettivo con il sostegno che la politica monetaria deve fornire all'attività economica. In pratica, la Banca centrale ha riconfermato la propria attenzione verso il processo di Brexit e la libertà nell'adeguare la propria azione in base alle esigenze del momento. Alla luce di questo quadro, la BoE, nel suo precedente incontro, aveva giudicato opportuno alzare i tassi dello 0,25%. Ora ha invece segnalato come eventuali ulteriori aumenti del tasso saranno a un ritmo graduale e in misura limitata. In conclusione, l'atteggiamento cauto della BoE (prossimo meeting l'8 febbraio), pur prendendo atto degli sviluppi di Brexit, non sta spingendo la sterlina, che consolida contro l'euro e guadagna marginalmente contro dollaro. Il passaggio alla "fase due" dei negoziati dovrebbe però riportare l'attenzione sull'andamento dell'economia e favorire il recupero della valuta.

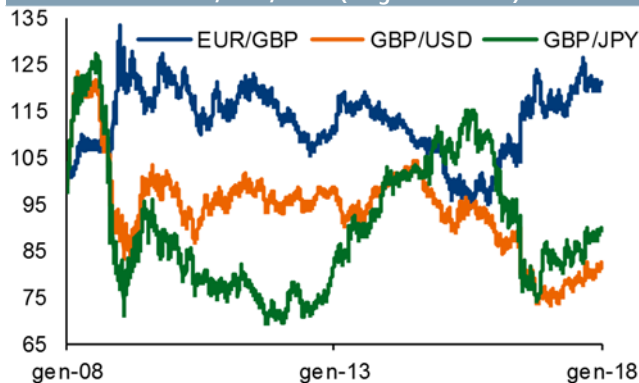
EUR/GBP: l'ottimismo per i progressi sul fronte Brexit vede protagonista sul mercato dei cambi la sterlina, che prova a recuperare contro le principali valute ma solo marginalmente contro euro, vista la forza della divisa unica in questo inizio di 2018. Rafforziamo l'idea che una *soft-Brexit* sia necessaria per favorire un recupero strutturale della valuta inglese. Nel breve, l'EUR/GBP è visto a 0,87 a 1 e 3 mesi, e a 0,86 a 6 mesi; nel medio-lungo termine il cambio passa a 0,88 a 12 e 24 mesi.

GBP/USD: un possibile accordo fra Regno Unito ed Europa per la Brexit continua a sostenere la sterlina spintasi, in questo inizio 2018, ai massimi da oltre 3 mesi, contro il dollaro, verso quota 1,36. Riconfermiamo come una *soft-Brexit* sia fondamentale per vedere un recupero strutturale della divisa inglese, visto anche il sostegno al ciclo economico ribadito dalla BoE anche nel meeting dello scorso dicembre. Le stime sul GBP/USD sono 1,33 e 1,35 a 1 e 3 mesi; nel medio-lungo a 1,37-1,38, per poi salire a 1,40 a 24 mesi.

GBP/JPY: prosegue la forza della sterlina visto il possibile concretizzarsi di una *soft-Brexit* e dopo la riunione BoE di dicembre che ha confermato il tasso di interesse allo 0,50% e ha mantenuto invariati gli stock di acquisti di obbligazioni societarie (10 miliardi di sterline) e acquisti di titoli di stato (435 miliardi di sterline) del Regno Unito. Dal lato dello yen, il governatore della BoJ Kuroda ha stoppato sul nascere le possibili indiscrezioni circa l'ipotesi di un cambio di passo, in

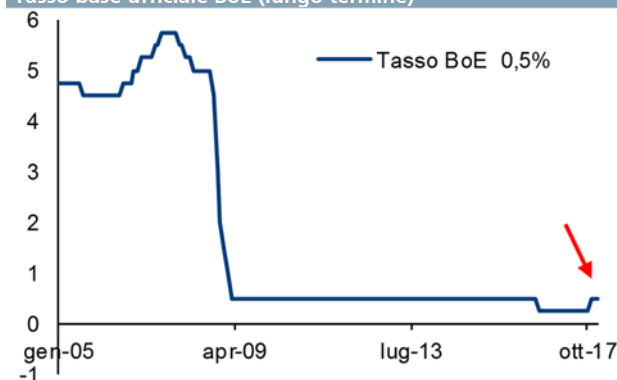
senso restrittivo, della Banca del Giappone. Resta valida l'idea che Kuroda possa attendere la propria riconferma, prevista ad aprile, prima di ipotizzare una policy dell'istituto centrale differente da quella attuale. Le stime si attestano in area 149-152 a 1 e 3 mesi, nel medio a 152 e nel lungo a 148.

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



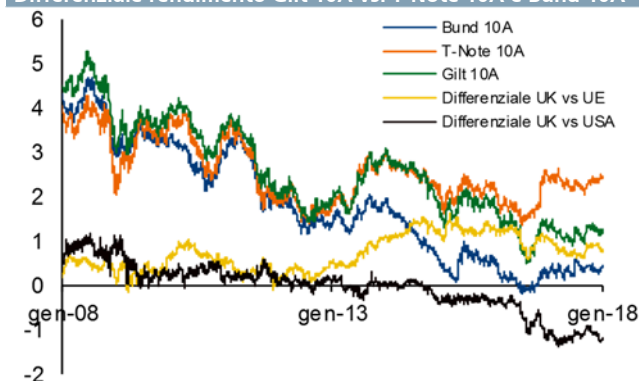
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BoE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

JPY: yen in marginale indebolimento, la BoJ conferma la sua linea espansiva

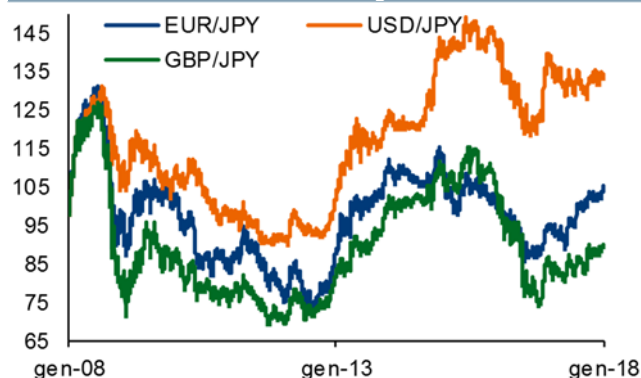
La BoJ lascia i tassi fermi e prosegue il controllo della curva dei rendimenti. Nella riunione conclusasi il 21 dicembre scorso, la BoJ ha confermato il tasso a breve (a -0,10%) e l'obiettivo sui rendimenti a lunga (a zero), ribadendo la volontà di proseguire nel controllo della curva dei rendimenti dei JGB (i titoli di stato giapponesi). In alcune dichiarazioni di fine 2017, il governatore Kuroda aveva lasciato intendere che la BoJ avrebbe potuto pensare di ricalibrare i parametri della propria azione in futuro; nella conferenza stampa post-meeting ha invece precisato che tali dichiarazioni non intendevano indicare un imminente cambio di policy. Qualora nel corso dell'anno appena iniziato si dovesse concretizzare una qualsiasi ricalibrazione dell'azione della BoJ, sarà probabilmente modesta e non dovrebbe disturbare l'allargamento atteso dei differenziali di tassi, lasciando inalterato il nostro scenario di possibile indebolimento dello yen. Le autorità monetarie di Tokyo non hanno particolare urgenza di avviare la riduzione dello stimolo in quanto l'inflazione, pur in presenza di una buona congiuntura, rimane ancora distante dal target del 2%. La BoJ tornerà a riunirsi il 23 gennaio.

EUR/JPY: le rassicurazioni di Kuroda, nell'ultimo meeting BoJ (che allontana la riduzione dello stimolo monetario espansivo, vista la distanza dal target del 2%), spiegano come il cambio sia riuscito a risalire sopra area 135. A questo fattore si somma la forza dell'euro, inattesa in questo inizio di 2018, che ha consentito la rottura del canale laterale 130-135, sul cambio euro/yen. Le stime a 6 mesi sono viste a 137), mentre nel lungo l'intervallo resta a 142-145.

USD/JPY: il nulla di fatto nel meeting di politica monetaria della Banca del Giappone di fine 2017 e la chiusura dei mercati giapponesi a cavallo d'anno hanno consentito un consolidamento del cambio in area 112-113. Il principale driver del cambio, in questo inizio di 2018, sarà certamente l'approvazione definitiva negli Stati Uniti della riforma fiscale voluta dal presidente Donald Trump, con i relativi riflessi sul dollaro. Nel breve l'USD/JPY è visto in area 114-115; il range di medio termine sarà 116-117 mentre quello di lungo resta a 118.

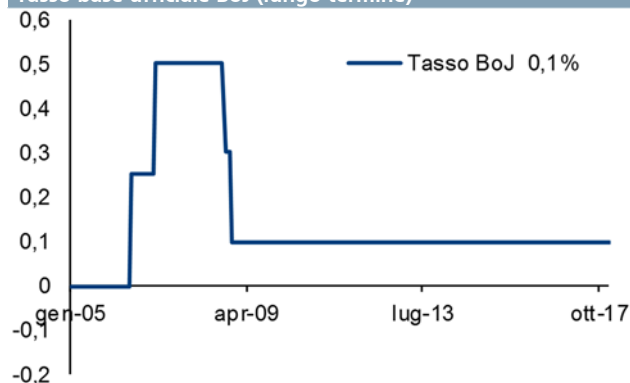
GBP/JPY: il governatore della Banca del Giappone Kuroda ha stoppato sul nascere le possibili indiscrezioni circa l'ipotesi di un cambio di passo, in senso restrittivo, della BoJ. Resta valido però lo snodo politico in seno alla Banca centrale, ovvero che Kuroda attenderà la propria riconferma, prevista 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* e dopo la riunione BoE di dicembre, che ha confermato all'unanimità di mantenere il tasso di interesse allo 0,50%. Il Comitato ha anche mantenuto invariati gli stock di acquisti di obbligazioni societarie (10 miliardi di sterline) e acquisti di titoli di stato (435 miliardi di sterline) del Regno Unito. Le stime si attestano in area 149-152 a 1 e 3 mesi, nel medio a 152 e nel lungo a 148.

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



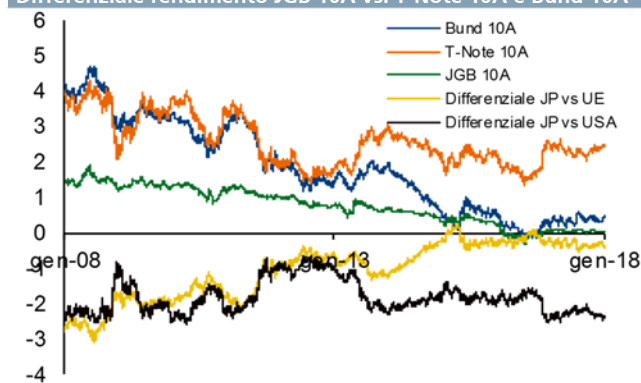
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 06.12.2017.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, e verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Il presente documento sarà disponibile per i clienti di Banca IMI nella sezione Market Hub del sito internet di Banca IMI (https://markethub.bancaimi.com/home_public.html).

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.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, 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 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
Cecilia Barazzetta

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Monica Bosi