

EUR/USD: trend discendente vista la volatilità in Europa

EUR – Le scelte della BCE alla base della futura dinamica dell'euro. Dai verbali della BCE della riunione del 26 aprile emerge che la fiducia in un ritorno dell'inflazione al target è rimasta immutata nonostante il rallentamento dell'economia dell'area euro da inizio anno. Sul fronte dell'inflazione, invece, dai verbali traspare che la dinamica di crescita dei prezzi risulta ancora modesta e per lo più legata ai rincari del petrolio. Tale considerazione non esclude comunque la conclusione del programma di acquisto titoli (QE) nel 2018. Alla luce di questo quadro, non escludiamo ulteriori ribassi dell'euro contro dollaro e verso le principali valute, in vista poi della conferma di Weidmann come probabile successore di Draghi alla presidenza dell'Istituto centrale. Uno scenario che ci spinge ad ipotizzare una maggiore forza del dollaro consentendoci di esprimere previsioni sul cambio EUR/USD a: 1,16 e 1,15 rispettivamente a 1-3 mesi; 1,17 a 6 mesi; 1,20 a 12 mesi e infine 1,24 a 24 mesi.

USD – Fed: pronta al rialzo di giugno; il rincaro dei rendimenti dei Treasury spinge il dollaro. I verbali della riunione di maggio della Fed segnalano che la Banca centrale USA è pronta a muovere un altro passo sul sentiero dei rialzi dei tassi, confermando l'aspettativa di una mossa il prossimo 13 giugno. La Fed non muta lo scenario con il PIL e il tasso di disoccupazione nel 2018 marginalmente rivisti rispettivamente al ribasso e al rialzo per via della debolezza di inizio anno. Con un rendimento di oltre il 3% sul Treasury a 10 anni, lo spostamento dei flussi sui titoli di stato USA e quindi sul dollaro è apparso giustificato specie dopo le riconferme, anche nei verbali, dell'approccio restrittivo sui tassi. A favorire il dollaro anche la tregua fra Cina e USA sui dazi, aspetto che scongiura lo scenario di guerra commerciale delle scorse settimane.

GBP – La BoE lascia i tassi fermi ma frenano PIL e inflazione mentre si complica il processo Brexit. Nella riunione del 10 maggio scorso la Banca d'Inghilterra (BoE) ha confermato il tasso allo 0,50% col voto favorevole di 7 membri contro 2 contrari oltre allo stock di acquisti di titoli di stato per 435 miliardi di sterline e di obbligazioni societarie per 10 miliardi. La BoE prende tempo, valuta la dinamica dell'inflazione e della crescita oltre che il prosieguo dei negoziati per la Brexit prima del prossimo meeting in calendario il 21 giugno. Questo atteggiamento riteniamo rallenterà la sterlina nel suo processo di apprezzamento contro le principali valute. In conclusione, all'indesiderato rallentamento nella crescita economica si somma un maggior scetticismo circa una possibile *soft* Brexit, quadro che spinge la BoE a una maggior prudenza prima di inasprire ulteriormente il costo del denaro.

JPY – La BoJ conferma il proprio approccio espansivo di politica monetaria. In vista del prossimo meeting del 15 giugno, il governatore della Banca centrale giapponese ha ribadito che l'Istituto farà sapere ai mercati come intende abbandonare la propria politica ultra-accomodante ma solo quando le condizioni per centrare il target di inflazione del 2% saranno concrete. Lo scenario per la politica monetaria rimane quindi invariato per tutto il 2018: difficilmente la BoJ si sbilancerà prima dell'autunno con indicazioni sulle prossime mosse per il 2019, lasciando intatte le attese di mercato per un costante, anche se non eccessivo, deprezzamento dello yen.

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1671	1,16	1,15	1,17	1,20	1,24
EUR/GBP	0,8780	0,88	0,88	0,89	0,91	0,92
EUR/JPY	126,90	126	125	129	134	143
Altre valute						
GBP/USD	1,3293	1,32	1,31	1,31	1,32	1,35
USD/JPY	108,74	109	109	110	112	115
GBP/JPY	144,55	149	150	151	150	147

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

1 giugno 2018
15:10 CET

Data e ora di produzione

1 giugno 2018
15:15 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	2,86
Bund 10A	0,37
Gilt 10A	1,23
JGB 10A	0,05

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Cambi	
EUR/USD	1,1671
USD/JPY	108,74
GBP/USD	1,3293
EUR/CHF	1,1491
EUR/SEK	10,29
EUR/NOK	9,55
EUR/DKK	7,4431
USD/CAD	1,2956
AUD/USD	0,7566
NZD/USD	0,6999
USD/ZAR	12,683
EUR/JPY	126,90
EUR/GBP	0,8780
EUR/CAD	1,5120
EUR/AUD	1,5426
EUR/NZD	1,6676
EUR/ZAR	14,8011
EUR/ISK	122,11
EUR/HUF	319,67

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 31.05.2018 (salvo diversa indicazione).

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

EUR: la BCE conferma la fine del QE, nonostante politica e bassa crescita

Le scelte della BCE alla base della futura dinamica dell'euro.

Dai verbali della BCE della riunione del 26 aprile emerge che la fiducia in un ritorno dell'inflazione al target è rimasta immutata nonostante il rallentamento dell'economia dell'area euro da inizio anno. Nel complesso, i rischi per la crescita rimangono ancora bilanciati. Sul fronte dell'inflazione, invece, dai verbali traspare che la dinamica di crescita dei prezzi risulta ancora modesta e per lo più legata ai rincari del petrolio. Tale considerazione non esclude comunque la conclusione del programma di acquisto titoli (QE) nel 2018 con la garanzia che una volta concluso il programma, lo stock di titoli detenuti dalla BCE resti costante grazie alla politica di reinvestimento mantenendolo sui livelli attuali ben oltre la fine degli acquisti. Alla luce di questo scenario, non escludiamo ulteriori ribassi dell'euro contro dollaro e verso le principali valute, in vista poi della conferma di Weidmann come probabile successore di Draghi alla Presidenza dell'Istituto centrale e viste le turbolenze politiche in atto in Spagna e Italia che rendono il quadro ancora più volatile. Il prossimo meeting BCE del 14 giugno.

EUR/USD: il cambio prosegue il ritracciamento in atto da alcune settimane che lo ha portato sotto 1,17 complice anche le turbolenze politiche in Italia e Spagna. Il disimpegno BCE dal QE non pare essere in discussione sebbene il surriscaldamento dei prezzi dovuto al rincaro del petrolio a cui si somma il rallentamento del ciclo economico, rende il quadro in Europa ancora critico. Prosegue senza pause il trend di forza del dollaro, vista la conferma di tre rialzi Fed nel 2018 e il rincaro dei rendimenti dei Treasury. Uno scenario che ci spinge ad ipotizzare una maggiore forza del dollaro consentendoci di esprimere previsioni sul cambio EUR/USD a: 1,16 e 1,15 rispettivamente a 1-3 mesi; 1,17 a 6 mesi; 1,20 a 12 mesi e infine 1,24 a 24 mesi.

EUR/GBP: la BCE conferma il disimpegno dal QE, questo nonostante il surriscaldamento dei prezzi sia dovuto al rincaro del petrolio e sia in atto un deciso rallentamento del ciclo in Europa. Il peggioramento della crescita e un generale rallentamento dei parametri economici inglesi oltre alle forti difficoltà sulla Brexit difficilmente spingeranno la BoE a fare qualsiasi mossa il 21 giugno, soli pochi giorni prima del fondamentale vertice europeo a Bruxelles del 28 e 29 giugno sul costo del denaro, rallentando il recupero della sterlina. Nel breve, l'EUR/GBP è visto a 0,88; nel medio termine a 0,89 mentre nel lungo termine (12 e 24 mesi) rispettivamente a 0,91 e 0,92.

EUR/JPY: Draghi ha ribadito che, finché i prezzi non riprenderanno a salire a un ritmo soddisfacente, la BCE manterrà i tassi bassi pur confermando però che la fine del programma di acquisto avverrà comunque entro fine anno, nonostante il rallentamento economico in atto in Europa. Il cambio EUR/JPY torna sotto 128, con lo yen che si apprezza nei confronti della valuta unica, svolgendo il ruolo di bene rifugio nella situazione di confusione politica che regna in

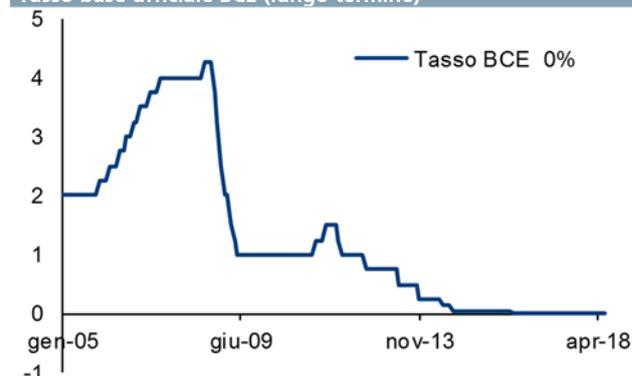
Europa, dopo i casi Italia e Spagna. Questo nonostante Kuroda abbia ribadito che non intende dare una svolta all'approccio espansivo della BoJ prima del prossimo anno. Le stime di breve indicano 126-125 (1-3 mesi). Nel medio-lungo: 129 (6 mesi) e 134 (12 mesi) e 143 (24 mesi).

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



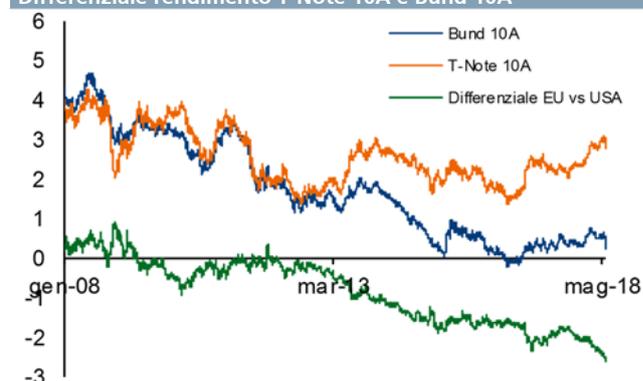
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

USD: la Fed conferma i tre rialzi, il movimento sui Treasury spinge il dollaro

Fed: pronta al rialzo di giugno; il rincaro dei rendimenti dei Treasury spinge il dollaro. I verbali della riunione di maggio della Fed segnalano che la Banca centrale USA è pronta a muovere un altro passo sul sentiero dei rialzi dei tassi, confermando l'aspettativa di una mossa il prossimo 13 giugno. La Fed non muta lo scenario economico, con il PIL e il tasso di disoccupazione nel 2018 marginalmente rivisti rispettivamente al ribasso e al rialzo per via della debolezza di inizio anno. Nel complesso, i membri del board della Fed appaiono più preoccupati per i rischi di un'inflazione al di sotto del 2% che per quelli di un eventuale rialzo sopra il target, esprimendo una tolleranza che è apparsa inattesa. Con un rendimento di oltre il 3% sul Treasury a 10 anni, lo spostamento dei flussi di capitale sui titoli di stato USA e quindi sul dollaro è apparso giustificato specie dopo le riconferme, anche nei verbali Fed, dell'approccio restrittivo sui tassi. A favorire la forza del dollaro anche la tregua fra Cina e USA sul fronte dei dazi, aspetto che scongiura lo scenario di guerra commerciale che caratterizzava le scorse settimane. Uno quadro che ci consente di restare fiduciosi sulla forza di fondo del dollaro e che ci spinge a orientare maggiormente le nostre previsioni sul cambio EUR/USD a favore della valuta americana.

EUR/USD: prosegue senza pause il trend di forza del dollaro, vista la conferma di tre rialzi Fed nel 2018 e il rincaro dei rendimenti dei Treasury. Il cambio euro/dollaro prosegue il ritracciamento in atto da alcune settimane che lo ha portato fino a sotto 1,17. La BCE ha certificato questa situazione segnalando come la crescita sia in rallentamento e l'inflazione in rialzo, a causa del rincaro delle quotazioni petrolifere. Fattori che complicano il quadro nell'Eurozona ma che non impediranno alla BCE di chiudere il QE entro fine anno preparando il mercato al possibile cambio di passo, in senso restrittivo, anche in Europa. Uno scenario che ci spinge ad ipotizzare una maggiore forza del dollaro consentendoci di esprimere previsioni sul cambio EUR/USD a: 1,16 e 1,15 rispettivamente a 1-3 mesi; 1,17 a 6 mesi; 1,20 a 12 mesi e infine 1,24 a 24 mesi.

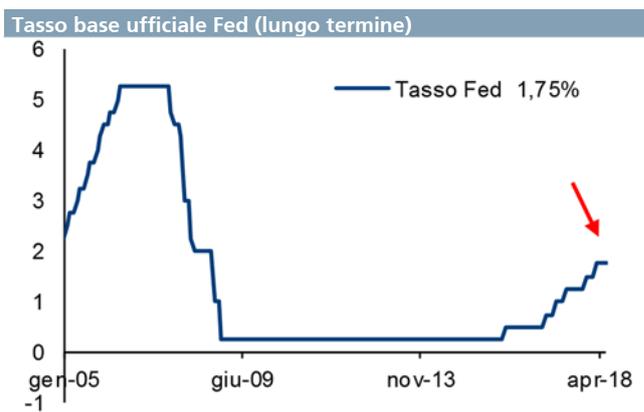
GBP/USD: l'incerto scenario inglese penalizza la sterlina e fa da contro altare invece alla forza del dollaro, guidata dal rincaro dei rendimenti dei Treasury. Il ciclo di rialzo dei tassi promosso dalla Fed si è finalmente scaricato su tassi e valuta locale, frenando così la corsa al rialzo del cambio GBP/USD e sancendo un passaggio di consegne fra la precedente forza della sterlina e il ritorno del dollaro. Le stime di breve indicano 1,32 e 1,31; nel medio-lungo: 1,32 (12 mesi) e 1,35 (24 mesi).

USD/JPY: nelle scorse settimane il cambio dollaro/yen era salito a 111 segnalando come la dinamica di fondo del cambio sia comunque impostata al rialzo. Ovvero in grado di esprimere la forza del dollaro, visto il rincaro dei rendimenti dei Treasury e la stretta monetaria Fed e la conseguente debolezza dello yen, vista l'espansività della BoJ. Appare difficile per adesso ipotizzare un'inversione ribassista di tendenza: da un punto di

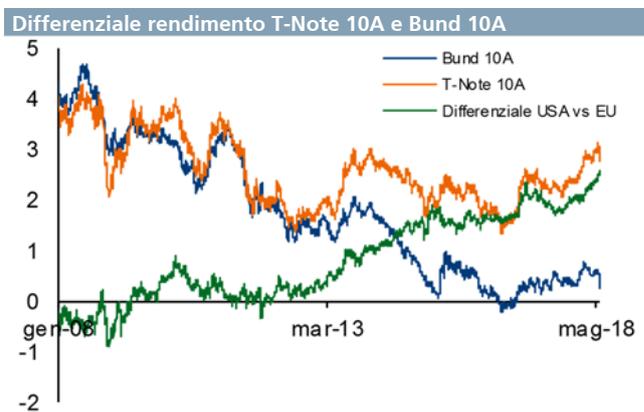
vista grafico, infatti, solo una discesa sotto 108,50 potrebbe fornire un segnale negativo di inversione della dinamica del cambio. Le stime di breve indicano 109; nel medio-lungo: 110 (6 mesi) e 112 a 12 mesi e 115 a 24 mesi.



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

GBP: l'incertezza sulla Brexit intralcia i piani della BoE e frena la sterlina

La BoE lascia i tassi fermi ma frenano PIL e inflazione mentre si complica il processo Brexit. Nella riunione del 10 maggio la Banca d'Inghilterra (BoE) ha confermato il tasso allo 0,50% col voto favorevole di 7 membri contro 2 oltre allo stock di acquisti di titoli di stato per 435 miliardi di sterline e di obbligazioni societarie per 10 miliardi. La BoE prende tempo, valuta la dinamica dell'inflazione e della crescita oltre che il prosieguo dei negoziati per la Brexit prima del prossimo meeting del 21 giugno. Questo atteggiamento riteniamo frenerà la sterlina nel suo processo di apprezzamento contro le principali valute. In conclusione, all'indesiderato rallentamento della crescita si somma un maggior scetticismo circa una possibile *soft* Brexit, quadro che spinge la BoE a una maggior prudenza prima di inasprire ulteriormente il costo del denaro. Il tema chiave, in vista dell'Eurogruppo di giugno è quello dell'unione doganale e la questione della frontiera irlandese. L'UE non vuole un effettivo confine tra la Repubblica d'Irlanda e l'Irlanda del Nord e ha proposto a quest'ultima di rimanere all'interno dell'Unione. Il governo della May, sostenuto dal DUP (il partito unionista dell'Irlanda del Nord), vede in questa proposta un affronto all'integrità territoriale del Regno Unito, specie in questo momento in cui si vuole abbandonare sia l'unione economica, che quella doganale, senza lasciare "un pezzo di territorio", sotto le regole della UE. La sterlina ha reagito positivamente agli intenti espressi dal Governo che avrebbe deciso che in mancanza di novità entro il 31 dicembre 2020 (termine del periodo di transizione), il Regno Unito resterà ancora per qualche tempo nell'unione doganale. Scenario che costringerà la May ad una resa dei conti coi partiti più oltranzisti e favorevoli alla *hard*-Brexit, prima del vertice a Bruxelles del 28 e 29 giugno.

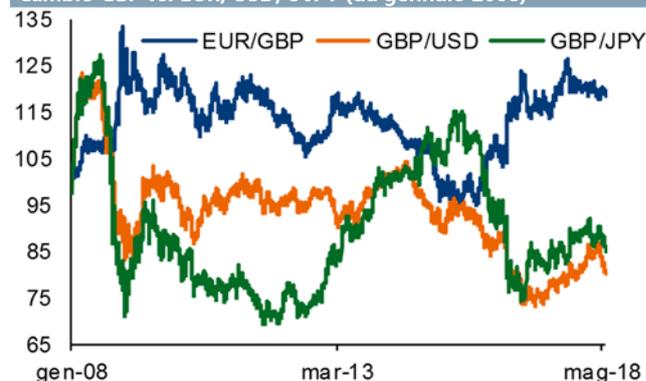
EUR/GBP: le future mosse della BoE appaiono ancora meno prevedibili, rispetto al mese scorso, quando Carney aveva preparato i mercati al mancato rialzo dei tassi che veniva, invece, dato per probabile. Il peggioramento della crescita e un generale rallentamento dei parametri economici inglesi oltre alle forti difficoltà sulla Brexit, difficilmente spingeranno la BoE a fare qualsiasi mossa il 21 giugno, soli pochi giorni prima del fondamentale vertice europeo a Bruxelles del 28 e 29 giugno sul costo del denaro, rallentando il recupero della sterlina. Nel breve, l'EUR/GBP è visto a 0,88; nel medio termine a 0,89 mentre nel lungo termine (12 e 24 mesi) rispettivamente a 0,91 e 0,92.

GBP/USD: l'incerto scenario inglese penalizza la sterlina e fa da contro altare invece alla forza del dollaro, guidata dal rialzo dei rendimenti dei Treasury. Il ciclo di rialzo dei tassi promosso dalla Fed si è finalmente scaricato su tassi e valuta locale, frenando così la corsa al rialzo del cambio GBP/USD e sancendo un passaggio di consegne fra la precedente forza della sterlina e il ritorno del dollaro. Le stime di breve indicano 1,32 e 1,31; nel medio-lungo: 1,32 (12 mesi) e 1,35 (24 mesi).

GBP/JPY: la sterlina frena il proprio apprezzamento a causa dell'incertezza della Brexit e sui dubbi circa i prossimi rialzi dei

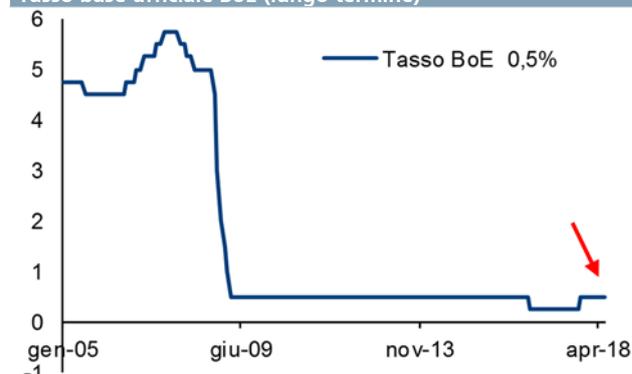
tassi della BoE. Questo mentre il deprezzamento dello yen sembra fermarsi dopo le parole di Kuroda che ritiene prematuro, ancora una volta, parlare di "normalizzazione" della politica monetaria espansiva della BoJ. Le stime di breve indicano 149-150; nel medio-lungo: 150 (12 mesi) e 147 (24 mesi).

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



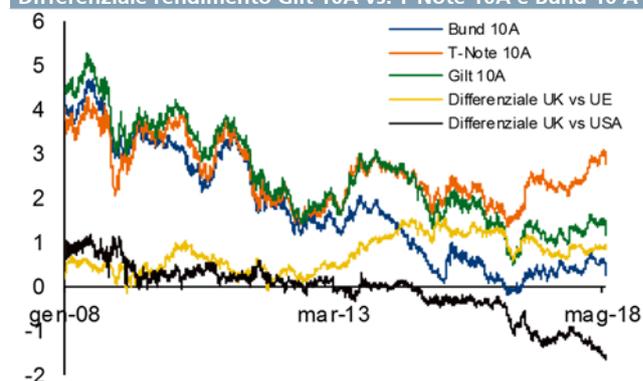
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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: Kuroda rassicura sulla “normalizzazione” della politica monetaria BoJ

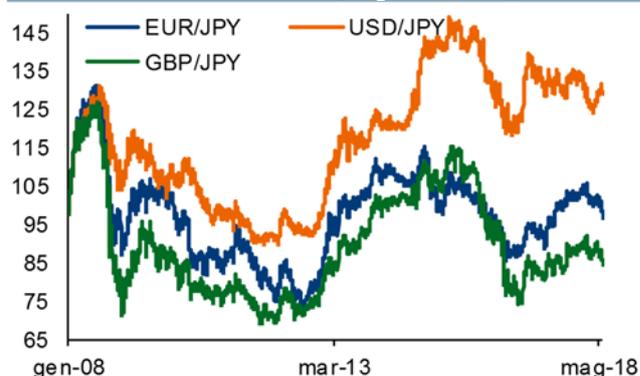
La BoJ conferma il proprio approccio espansivo di politica monetaria. In vista del prossimo meeting del 15 giugno, il governatore della Banca centrale giapponese ha ribadito che l'Istituto farà sapere ai mercati come intende abbandonare la propria politica ultra-accomodante, dichiarazione fatta parlando alla Camera Alta del Parlamento. Evento che si verificherà solo quando le condizioni per centrare il target di inflazione del 2% saranno concrete. Lo scenario per la politica monetaria rimane quindi invariato per tutto il 2018: difficilmente la BoJ si sbilancerà prima dell'autunno con indicazioni sulle prossime mosse per il 2019, lasciando intatte le attese di mercato per un costante, anche se non eccessivo, deprezzamento dello yen. Anche sul fronte del commercio con l'estero la blanda svalutazione dello yen ha favorito solo minimamente l'export, uno dei punti tradizionalmente forti dell'economia nipponica.

EUR/JPY: il cambio EUR/JPY torna sotto 128, con lo yen che si apprezza nei confronti della valuta unica, svolgendo il ruolo di bene rifugio nella situazione di confusione politica che regna in Europa, dopo i casi Italia e Spagna. Questo nonostante Kuroda abbia rimarcato che non intende dare una svolta restrittiva alla politica monetaria della BoJ prima del prossimo anno. Di contro, Draghi ha ribadito che, finché i prezzi non riprenderanno a salire a un ritmo soddisfacente, la BCE manterrà i tassi bassi pur confermando, però che la fine del programma di acquisto avverrà comunque entro fine anno, nonostante il rallentamento in atto in Europa. Le stime di breve indicano 126-125 (1-3 mesi). Nel medio-lungo: 129 (6 mesi) e 134 (12 mesi) e 143 (24 mesi).

USD/JPY: nelle scorse settimane il cambio dollaro/yen era salito a 111 segnalando come la dinamica di fondo del cambio sia comunque impostata al rialzo. Ovvero in grado di esprimere la forza del dollaro, visto il rincaro dei rendimenti dei Treasury, la stretta monetaria Fed e la conseguente debolezza dello yen, visto l'approccio monetario espansivo della BoJ. Appare difficile per adesso ipotizzare un'inversione ribassistica di tendenza: da un punto di vista grafico, infatti, solo una discesa sotto 108,50 potrebbe fornire un segnale negativo di inversione della dinamica del cambio. Le stime di breve indicano 109; nel medio-lungo: 110 (6 mesi) e 112 a 12 mesi e 115 a 24 mesi.

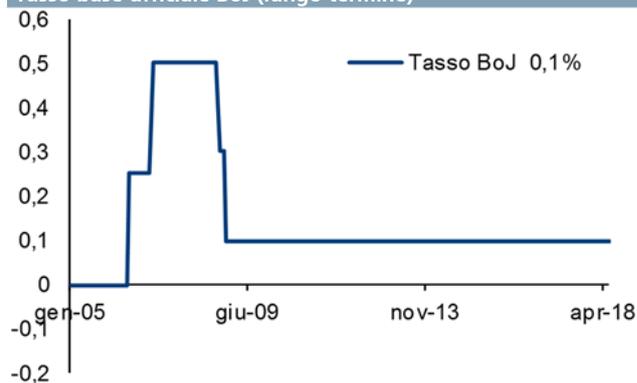
GBP/JPY: la sterlina frena il proprio apprezzamento a causa dell'incertezza della Brexit che pare dubbiosa sui prossimi rialzi dei tassi della BoE. Questo mentre il deprezzamento dello yen sembra fermarsi dopo le parole rassicuranti di Kuroda che ritiene prematuro, ancora una volta, parlare di “normalizzazione” della politica monetaria espansiva della BoJ. Le stime di breve indicano 149-150; nel medio-lungo: 150 (12 mesi) e 147 (24 mesi).

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



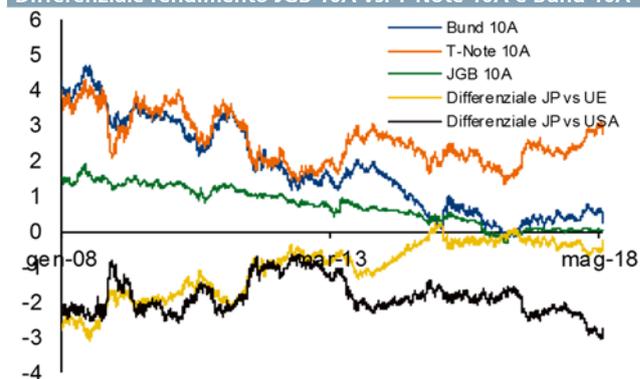
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BoJ (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Glossario

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

Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 04.05.2018.

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

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp

Note Metodologiche

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

Certificazione dell'analista

L'analista che ha predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo è riportato nella prima pagina del documento, dichiara che:

- (a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'analista;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;
- (c) l'analista citato nel documento è socio AIAF.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi

Fulvia Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Monica Bosi