

Mercato dei cambi alle prese con le tensioni commerciali

EUR – La BCE annuncia la fine del QE, ma resta ferma sui tassi. Nell'ultimo meeting della BCE, Mario Draghi ha sottolineato come un aggiustamento del sentiero d'inflazione verso l'obiettivo inferiore ma vicino al 2% è in corso. Questa è la motivazione sottostante la decisione di porre fine al programma di acquisto titoli a dicembre 2018, programma che aveva preso il via a gennaio del 2015. L'euro ha reagito a questo quadro indebolendosi, anche se la volatilità delle ultime sedute appare maggiormente legata alle conseguenze delle imposizioni dei dazi USA su molte delle merci importate dall'Europa. Il timore è che una tariffazione eccessivamente penalizzante mini il recupero del ciclo economico in Europa, costringendo la BCE a rivedere le sue previsioni e a modificare, di conseguenza, l'approccio di politica monetaria (la prossima riunione BCE sarà il 26 luglio). Questo scenario ci spinge a confermare una maggiore forza del dollaro almeno nel breve/medio periodo e ad esprimere previsioni sul cambio EUR/USD a: 1,16 e 1,15 rispettivamente a 1-3 mesi; 1,17 a 6 mesi; 1,18 (da 1,20) a 12 mesi e 1,24 a 24 mesi.

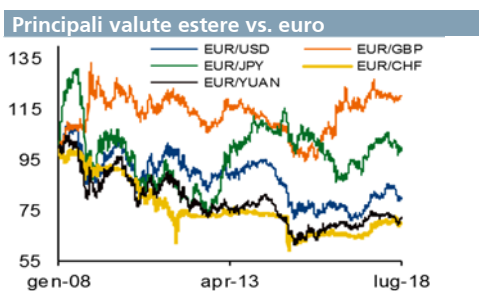
USD – La Fed aumenta i tassi ed inasprisce il sentiero di rialzo per il 2018. Per l'anno in corso la Fed prevede 4 rialzi dei tassi anziché 3 come precedentemente annunciato; per il 2019 si mantengono 3 rialzi; per il 2020 il punto di arrivo è invariato, con indicazione di un solo rialzo. La valutazione del quadro macro USA è migliorata e questo ha contribuito al rafforzamento del dollaro. Gli investitori restano tuttavia incerti sul fronte delle tensioni commerciali, mostrandosi diffidenti rispetto all'impostazione che la Casa Bianca vorrà dare ai rapporti con la Cina. Da Washington continuano infatti ad arrivare indicazioni contrastanti sulle mosse future, quadro che rende volatile il dollaro ma che non sembra indebolirlo oltre misura.

GBP – La BoE lascia i tassi fermi ma rivede il livello di tasso bancario "target" da cui iniziare a ridurre l'APF. Nella riunione del 21 giugno la Banca d'Inghilterra (BoE) ha confermato il tasso allo 0,50% col voto favorevole di 6 membri contro 3 contrari, oltre a ribadire lo stock di acquisti di titoli di stato per 435 miliardi di sterline e di obbligazioni societarie per 10 miliardi. Alla luce delle nuove linee-guida sul programma di acquisto titoli (APF), che verrà ridotto a partire dal raggiungimento di quota 1,5% sui tassi bancari, la sterlina ha reagito apprezzandosi marginalmente contro euro e dollaro, sfruttando anche il buon dato sul PIL del 2° trimestre, rivisto in senso migliorativo. A zavorrare la divisa resta l'incertezza sulla Brexit, visto il magro risultato ottenuto nel Consiglio UE del 28 e 29 giugno. La BoE darà ulteriori chiarimenti sulle sue future mosse ad agosto, quando verrà pubblicato anche il nuovo Inflation Report.

JPY – La Banca centrale del Giappone lascia la politica monetaria invariata, yen in indebolimento. La Banca centrale del Giappone (BoJ) lascia invariata nel suo ultimo meeting la politica monetaria ultra-espansiva, in linea con un'inflazione che stenta a risalire: segnala quindi prospettive più deboli sulla dinamica dei prezzi rispetto a quanto avesse fatto in aprile, malgrado gli ultimi indizi di una blanda ripresa dell'economia. Il Governatore Kuroda, in vista della prossima riunione del 31 luglio, prova a rassicurare i mercati sull'impegno espansivo della BoJ. L'aumento dell'acquisto di titoli di stato giapponesi (il primo in quattro anni) è in netto contrasto con le ultime scelte dell'Istituto, che invece aveva ridotto gli acquisti su alcuni segmenti della curva dei tassi, lasciando ipotizzare al mercato una sorta di processo di "normalizzazione".

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1684	1,16	1,15	1,17	1,18	1,24
EUR/GBP	0,8847	0,88	0,88	0,90	0,89	0,92
EUR/JPY	129,36	126	127	130	132	143
Altre valute						
GBP/USD	1,3207	1,32	1,31	1,31	1,32	1,35
USD/JPY	110,76	109	111	111	112	115
GBP/JPY	146,24	146	146	147	150	144

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

2 luglio 2018

15:46 CET

Data e ora di produzione

2 luglio 2018

15:56 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	2,83
Bund 10A	0,31
Gilt 10A	1,27
JGB 10A	0,03

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Cambi

EUR/USD	1,1684
USD/JPY	110,76
GBP/USD	1,3207
EUR/CHF	1,1570
EUR/SEK	10,45
EUR/NOK	9,52
EUR/DKK	7,4508
USD/CAD	1,3133
AUD/USD	0,7405
NZD/USD	0,6768
USD/ZAR	13,725
EUR/JPY	129,36
EUR/GBP	0,8847
EUR/CAD	1,5347
EUR/AUD	1,5787
EUR/NZD	1,7267
EUR/ZAR	16,0362
EUR/ISK	123,20
EUR/HUF	329,26

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 29.06.2018 (salvo diversa indicazione).

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

EUR: la BCE spiega la fine QE, l'euro resta volatile a causa del tema dazi

La BCE annuncia la fine del QE ma resta ferma sui tassi. Nell'ultimo meeting della BCE, Mario Draghi ha sottolineato come un aggiustamento del sentiero d'inflazione verso l'obiettivo inferiore ma vicino al 2% è in corso. Questa è la motivazione sottostante la decisione di porre fine al programma di acquisto titoli a dicembre 2018, programma che aveva preso il via a gennaio del 2015. Draghi ha sottolineato che le misure non convenzionali restano accomodanti, con: a) un'ulteriore estensione degli acquisti di tre mesi, seppur ad un ritmo dimezzato; b) il reinvestimento dei titoli in scadenza, che assicurerà per un lungo periodo di tempo il bilancio della Banca centrale sui livelli attuali; c) i tassi che resteranno sui livelli correnti ancora per un anno. Nel complesso, Draghi ha garantito la condizionalità delle decisioni della BCE su: 1) termine degli acquisti; 2) lunghezza della politica di reinvestimenti; 3) *forward guidance* sui tassi, dando sostanzialmente molta importanza al futuro flusso di dati. L'euro ha reagito a questo quadro indebolendosi, anche se la volatilità delle ultime sedute appare più legata alle conseguenze dell'imposizione dei dazi USA su molte delle merci importate dall'Europa. Il timore è che una tariffazione eccessivamente penalizzante mini il recupero del ciclo economico in Europa, costringendo la BCE a rivedere le sue previsioni e a modificare, di conseguenza, l'approccio di politica monetaria. La prossima riunione BCE sarà il 26 luglio.

EUR/USD: il cambio è stato respinto da quota 1,1720 e ha accusato una rapida correzione confermando un andamento tecnico di breve piuttosto contrastato. Uno scenario di recupero della valuta unica sarebbe possibile soltanto se venisse infranta la barriera posta a quota 1,1840-1,1850, confermando una inversione rialzista del trend. Viceversa, dopo il cedimento di 1,16, una discesa sotto il sostegno posto a quota 1,15 rischierebbe di dare un segnale di ulteriore indebolimento del trend in atto. Questo scenario ci spinge a confermare una maggiore forza del dollaro almeno nel breve/medio periodo e ad esprimere previsioni sul cambio EUR/USD a: 1,16 e 1,15 rispettivamente a 1-3 mesi; 1,17 a 6 mesi; 1,18 (da 1,20) a 12 mesi e 1,24 a 24 mesi.

EUR/GBP: la sterlina ha reagito apprezzandosi marginalmente contro euro dopo l'annuncio delle nuove linee guida sul programma di acquisto titoli (APF) promosse dalla BoE. A limitare la sterlina resta l'incertezza sulla Brexit, anche alla luce del magro risultato ottenuto nel Consiglio UE del 28 e 29 giugno. Nel breve, l'EUR/GBP è visto a 0,88; nel medio termine a 0,90 (da 0,89) mentre nel lungo termine (12 e 24 mesi) rispettivamente a 0,89 (da 0,91) e 0,92.

EUR/JPY: il cambio EUR/JPY, spintosi fin sotto area 126 (con lo yen in deciso apprezzamento nei confronti della valuta unica, nel suo ruolo di bene-rifugio a seguito delle incertezze dei dazi), ha poi ritracciato tornando in area 129. La notizia che, per la prima volta da 4 anni, la BoJ ha aumentato gli acquisti di titoli di stato giapponesi, ha consentito allo yen di deprezzarsi marginalmente contro euro. Di contro, Draghi ha ribadito la

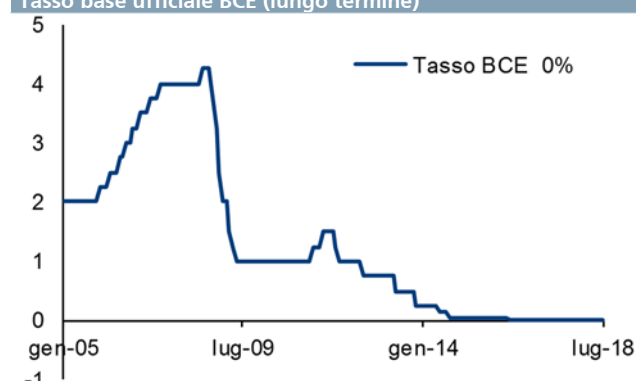
conclusione del QE per fine 2018, anche se la BCE manterrà i tassi bassi ancora a lungo, visto il rallentamento in atto in Europa. Le stime di breve indicano 126-127 a 1-3 mesi. Nel medio-lungo: 130 (da 129) a 6 mesi; 132 (da 134) a 12 mesi; 143 (24 mesi).

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



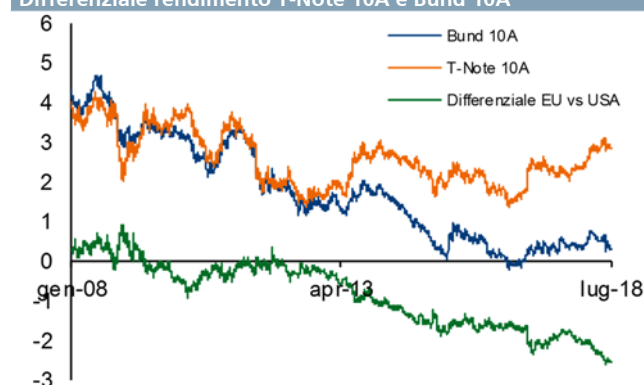
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

USD: i dazi rendono volatile il dollaro ma la Fed ostenta ottimismo sul ciclo

La Fed alza i tassi ed inasprisce il sentiero di rialzo per il 2018.

L'ultima riunione della Fed si è conclusa, come ampiamente atteso, con un rialzo di 25pb del tasso sui fed funds, che è stato portato nel corridoio compreso tra 1,75% e 2%. Il rialzo è stato votato all'unanimità. Se la mossa non ha colto di sorpresa il mercato, qualche novità è invece emersa sul fronte del futuro sentiero dei tassi e sull'orientamento complessivo della Banca centrale. Per il 2018 la Fed prevede 4 rialzi dei tassi, non 3 come precedentemente detto; per il 2019 si mantengono 3 rialzi; per il 2020 il punto di arrivo è invariato, con indicazione di un solo rialzo. La valutazione del quadro macro USA è migliorata: si registrano una crescita "solida", una riduzione del tasso di disoccupazione e il rafforzamento di consumi e investimenti, con l'inflazione *core* vicina al 2% e aspettative invariate. Nel complesso, la riunione di giugno ha evidenziato che la Fed è più ottimista rispetto a qualche mese fa sull'andamento dell'economia, il cui ritmo di crescita viene infatti definito solido. Inoltre il presidente Powell non ha manifestato preoccupazioni per le nuove incognite dello scenario, dalle tensioni in Europa ai conflitti commerciali. In attesa del prossimo meeting, in calendario il 1° agosto, il dollaro è apparso beneficiare del miglioramento del quadro statunitense e dell'inasprimento della politica monetaria. La volatilità sulla divisa appare determinata solo dalle incertezze circa le politiche commerciali in via di definizione da parte dell'Amministrazione Trump.

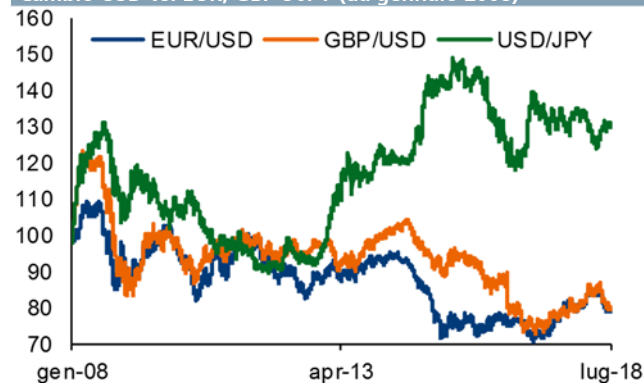
EUR/USD: gli investitori restano incerti sul fronte delle tensioni commerciali, mostrandosi diffidenti rispetto all'impostazione che la Casa Bianca vorrà dare ai rapporti con la Cina. Da Washington continuano infatti ad arrivare indicazioni contrastanti sulle future mosse dell'Amministrazione, quadro che rende volatile il dollaro ma che non sembra indebolirlo oltre misura. Questo scenario ci spinge a confermare una maggiore forza del dollaro almeno nel breve/medio periodo e ad esprimere previsioni sul cambio EUR/USD a: 1,16 e 1,15 rispettivamente a 1-3 mesi; 1,17 a 6 mesi; 1,18 (da 1,20) a 12 mesi e 1,24 a 24 mesi.

GBP/USD: alla forza del dollaro, guidata dall'aumento dei rendimenti dei Treasury dopo l'inasprimento del ciclo di rialzo dei tassi promosso dalla Fed, si contrappone l'incerto scenario inglese, che continua a non supportare la sterlina. Le stime di breve indicano 1,32 e 1,31; nel medio-lungo: 1,32 (12 mesi) e 1,35 (24 mesi).

USD/JPY: il cambio dollaro/yen consolida sopra 110, confermando la dinamica rialzista di fondo. La forza del dollaro non sembra essere scalfita più di tanto dalle incertezze legate alle tensioni commerciali; il cambio di passo restrittivo della Fed e il rincaro dei rendimenti dei Treasury non fanno che rafforzare questo quadro a favore della divisa USA. 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. Il quadro è confermato dal fatto che la BoJ

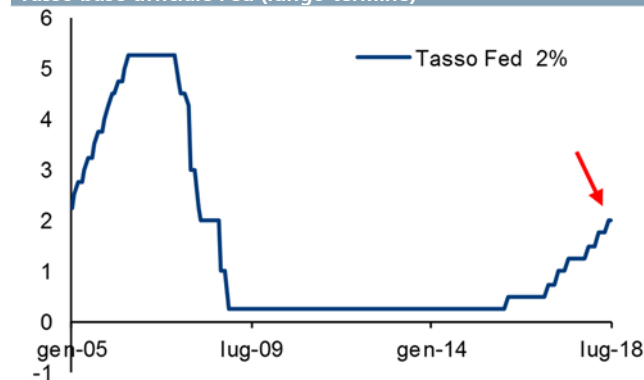
ha rinnovato il proprio impegno per una politica monetaria espansiva che indebolisca lo yen. Le stime a 1 mese indicano 109. Nel medio-lungo: 111 (da 110) a 6 mesi, 112 a 12 mesi e 115 a 24 mesi.

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



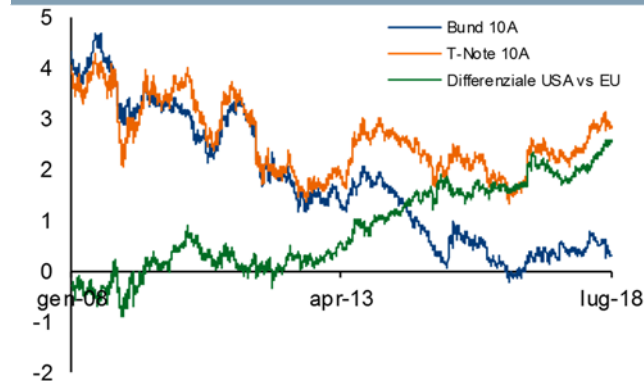
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

GBP: la BoE modifica la sua *guidance* sull'APF e attende l'esito della Brexit

La BoE lascia i tassi fermi ma rivede il livello di tasso bancario "target" da cui iniziare a ridurre l'APF. Nella riunione del 21 giugno la Banca d'Inghilterra (BoE) ha confermato il tasso allo 0,50% col voto favorevole di 6 membri contro 3 contrari, oltre a ribadire lo stock di acquisti di titoli di stato per 435 miliardi di sterline e di obbligazioni societarie per 10 miliardi. La forte novità risiede nella decisione di rivedere le linee-guida sul livello di tasso bancario "target" a partire dal quale iniziare a ridurre la quantità di titoli e obbligazioni corporate da acquistare, nell'ambito del programma APF (Asset Purchase Facility). La BoE fissa così all'1,5% (rispetto alla *guidance* precedente del 2%) il livello del tasso interbancario a partire dal quale avviare la riduzione degli acquisti. La mossa della BoE rientra pertanto nel solco del cosiddetto "processo di normalizzazione" delle politiche monetarie che sta caratterizzando tutte le principali Banche centrali, ormai giunte alla fine della loro azione a sostegno delle economie. In conclusione, se l'economia restasse in linea con le proiezioni dell'Inflation Report di maggio, un inasprimento della politica monetaria potrebbe essere opportuno al fine di riportare l'inflazione all'obiettivo del 2%. La BoE si riunirà nuovamente il 2 agosto, quando verrà pubblicato il nuovo Inflation Report.

Dopo il Consiglio UE restano intatti i dubbi sulla Brexit. Nel testo approvato dai leader europei vengono sottolineati i progressi nella trattativa ma, al contempo, si nota lo stallo su alcuni punti chiave (su tutti la questione che riguarda l'Irlanda e l'Irlanda del Nord) e si richiama la necessità di intensificare gli sforzi per chiudere l'accordo il più presto possibile. Le soluzioni per risolvere il nodo doganale fra UE e Regno Unito sono almeno tre: 1) applicare una serie di tariffe aggregate, e non sui singoli prodotti o singole categorie; 2) tenere comunque aperto ai trasporti merci, per un periodo ponte di alcune settimane, il tunnel della Manica; 3) mantenere valide le regole europee di volo e sbarco delle merci.

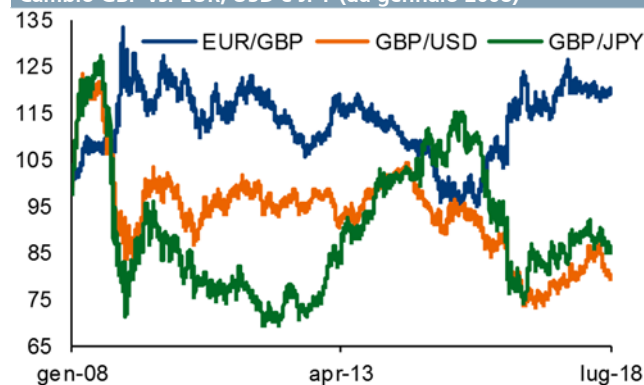
EUR/GBP: alla luce delle nuove linee-guida sul programma di acquisto titoli (APF), la sterlina ha reagito apprezzandosi marginalmente contro euro, sfruttando anche il buon dato sul PIL del 1° trimestre, rivisto in positivo. A zavorrare la divisa resta l'incertezza sulla Brexit, visto il magro risultato ottenuto nel Consiglio UE del 28 e 29 giugno. La BoE darà ulteriori chiarimenti sulle sue future mosse ad agosto, quando verrà pubblicato anche il nuovo Inflation Report. Nel breve, l'EUR/GBP è visto a 0,88; nel medio termine a 0,90 (da 0,89) mentre nel lungo termine (12 e 24 mesi) rispettivamente a 0,89 (da 0,91) e 0,92.

GBP/USD: l'incerto scenario inglese continua a non supportare la sterlina a cui si contrappone invece la forza del dollaro, guidato dal rialzo dei rendimenti dei Treasury dopo l'inasprimento del ciclo di rialzo dei tassi promosso dalla Fed. 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 nonostante il cambio di *guidance* sulle soglie di acquisto delle attività finanziarie, una mossa da

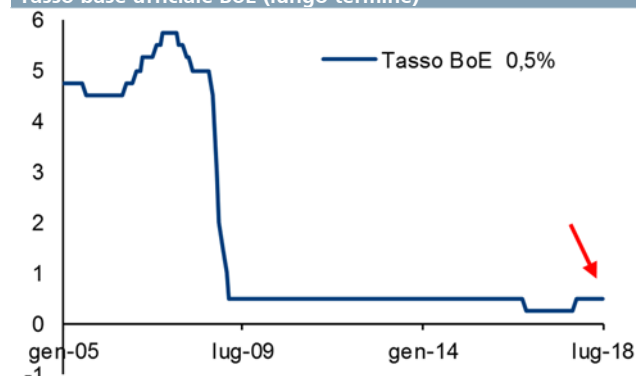
interpretarsi come restrittiva. Questo mentre il deprezzamento dello yen consolida, dopo le parole di Kuroda che rassicura circa l'impegno ad una politica monetaria ancora espansiva della BoJ. Le stime di breve indicano 146 (da 149-150). Nel medio-lungo: 150 (12 mesi) e 144 (da 147) a 24 mesi.

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



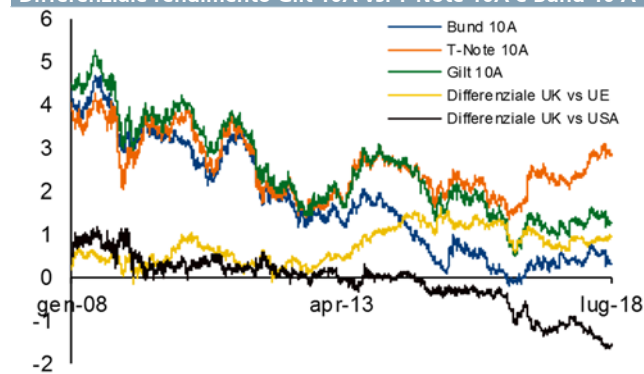
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BoE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

JPY: la BoJ rinnova il proprio impegno per una politica monetaria espansiva

La Banca centrale del Giappone lascia la politica monetaria invariata, yen in indebolimento. La Banca centrale del Giappone (BoJ) lascia invariata la politica monetaria ultra-espansiva nel suo ultimo meeting, in linea con un'inflazione che stenta a risalire; l'Istituto segnala quindi prospettive più deboli sull'inflazione rispetto a quanto avesse fatto in aprile, malgrado le ultime indicazioni di una blanda ripresa dell'economia. La decisione di mantenere fermi i tassi d'interesse è stata presa con otto voti favorevoli contro uno. Il Governatore Kuroda ha deciso di lasciare immutato il piano di acquisto delle obbligazioni governative, che punta a mantenere il rendimento sui bond decennali a zero. Kuroda pertanto, in vista della prossima riunione del 31 luglio, prova a rassicurare circa l'impegno espansivo della BoJ, finalizzato a sostenere l'economia e svalutare lo yen. Non a caso, nell'ultimo bollettino che elenca le azioni di acquisto della BoJ si evidenzia come la Banca centrale abbia aumentato gli investimenti nei titoli di stato giapponesi (JGB) di 2.100 miliardi di yen (USD 19,1 miliardi) nel primo trimestre del 2018 rispetto al trimestre precedente, per un totale di 171.300 miliardi di yen. Questa mossa rappresenta il primo aumento dei volumi in 4 anni, in netto contrasto con le ultime scelte dell'Istituto, che invece aveva ridotto l'acquisto su alcuni segmenti della curva dei tassi, lasciando ipotizzare al mercato che anche la BoJ fosse prossima ad una sorta di processo di "normalizzazione".

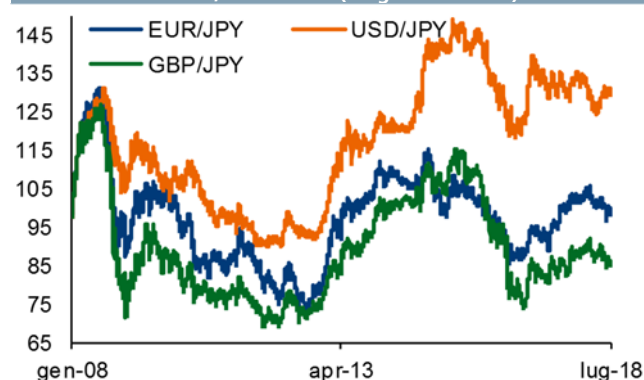
EUR/JPY: il cambio EUR/JPY, spintosi fin sotto area 126, con lo yen in deciso apprezzamento nei confronti della valuta unica e nel pieno del suo ruolo di moneta rifugio (a seguito delle incertezze sui dazi), ha poi ritracciato tornando in area 129. La notizia secondo cui la BoJ, per la prima volta da 4 anni, ha ampliato i suoi acquisti di JGB, ha consentito allo yen di deprezzarsi marginalmente contro euro. Di contro, Draghi ha ribadito la conclusione del QE, ma la BCE manterrà i tassi bassi visto il rallentamento in Europa, con un euro molto volatile e incerto. Le stime di breve indicano 126-127 a 1-3 mesi. Nel medio-lungo: 130 (da 129) a 6 mesi, 132 (da 134) a 12 mesi e 143 (24 mesi).

USD/JPY: il dollaro/yen consolida sopra 110 confermando come la dinamica di fondo del cambio sia impostata al rialzo. La BoJ rinnova il proprio impegno per una politica monetaria espansiva che indebolisca lo yen, mentre la forza del dollaro non sembra venire scalfita più di tanto dalle incertezze legate alle tensioni commerciali. Il cambio di passo restrittivo della Fed e il rincaro dei rendimenti dei Treasury non fanno che rafforzare la divisa USA. Appare difficile ipotizzare un'inversione ribassista: da un punto di vista grafico, infatti, solo una discesa sotto 108,50 potrebbe fornire un segnale negativo di inversione della dinamica. Le stime di breve indicano 109. Nel medio-lungo: 111 (da 110) a 6 mesi, 112 a 12 mesi e 115 a 24 mesi.

GBP/JPY: il deprezzamento dello yen sembra consolidare dopo le parole di Kuroda che rassicura circa l'impegno ad una politica

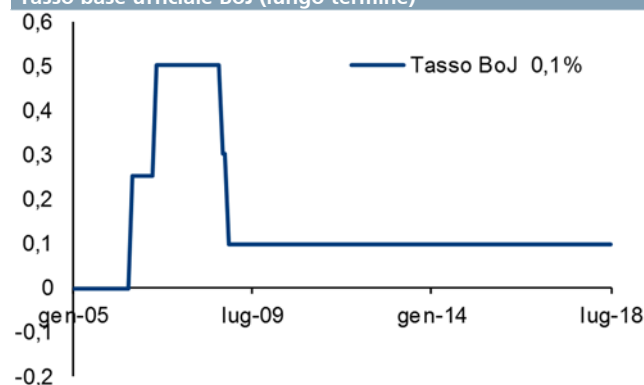
monetaria ancora espansiva della BoJ. Questo mentre la sterlina frena il proprio apprezzamento a causa dell'incertezza della Brexit e nonostante il cambio di *guidance* sulle soglie di acquisto delle attività finanziarie, una mossa da interpretarsi come restrittiva. Le stime di breve indicano 146 (da 149-150). Nel medio-lungo: 150 (12 mesi) e 144 (da 147) a 24 mesi.

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



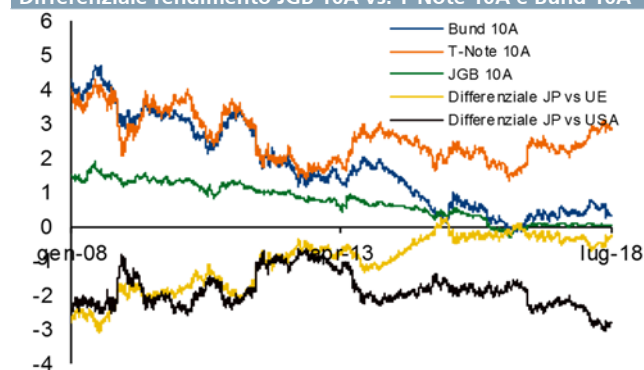
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BoJ (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Glossario

Benchmark	Parametro di riferimento
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni ed importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni ed importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati)
Bridge loans	Prestiti a breve termine concessi in attesa che il 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 1.06.2018.

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/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.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

Certificazione dell'analista

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi
Fulvia Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Daniela Piccinini