

EUR/USD: trend discendente dopo i meeting Fed e BCE

EUR – BCE: tassi invariati ma Draghi riconferma i dubbi sulle tempistiche di chiusura del QE e sulle dinamiche di economia ed inflazione. Come da attese, la BCE ha confermato invariati i livelli del corridoio e i target del programma di acquisto titoli attualmente in essere (QE) nella riunione del 26 aprile scorso. Il Consiglio ha ribadito che continuerà a condurre gli acquisti nell'ambito del programma di stimolo al nuovo ritmo mensile di 30 miliardi fino a settembre 2018 o oltre, se necessario, e in ogni caso finché non risconterà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione. Draghi ha confermato che i tassi resteranno agli attuali livelli ben oltre la fine del programma di acquisto titoli, un quadro di prosieguo della politica monetaria espansiva della BCE che consentirà all'euro di ridurre la sua forza. Più volte avevamo detto che il mercato sembrava aver troppo anticipato il cambio di passo restrittivo della BCE. Le nostre previsioni sul cambio EUR/USD indicano un consolidamento sui valori attuali nel breve periodo (1,19-1,22 nel range 1-3 mesi). Nel medio-lungo è probabile un euro più forte contro dollaro (a 1,24 a 6 mesi e 1,26 a 12 e 24 mesi), in vista del disimpegno della BCE dal QE.

USD – Fed: tassi fermi, inflazione verso l'obiettivo "simmetrico" del 2%. La riunione Fed si è conclusa con la decisione unanime degli 8 membri del Board di confermare i tassi tra l'1,5% e l'1,75%, livello cui erano stati portati lo scorso marzo, con una stretta di 25 punti base. Sul fronte della crescita, il comunicato ha sottolineato come il mercato del lavoro sia in continuo miglioramento e l'attività economica sia cresciuta a una velocità moderata. L'inflazione è attesa "intorno all'obiettivo simmetrico del 2% nel medio termine". Nel complesso, il messaggio Fed resta per ora di attesa e non ci sono indicazioni chiare di un aumento del ritmo dei rialzi (3 nel 2018, come da attese), il prossimo dei quali sarà a giugno. Ad ostacolare la forza del dollaro resta solo l'ipotesi di un inasprirsi della guerra commerciale fra Stati Uniti e Cina (ed in generale con tutti i principali partner commerciali degli USA, Unione Europea *in primis*) attraverso l'imposizione reciproca di tariffe su molti prodotti.

GBP – I dubbi sul rialzo dei tassi della BoE, la frenata della crescita e la Brexit deprimono la sterlina. Aumentano i dubbi sulle prossime mosse della Banca d'Inghilterra, che si riunirà il prossimo 10 maggio. Per il 2018, le attese restano invariate e sono per almeno un altro rialzo, che fino a qualche settimana fa era dato per probabile proprio nella riunione di maggio, in coincidenza della pubblicazione dell'Inflation Report a cura della Banca d'Inghilterra. Il peggioramento della crescita e un generale rallentamento dei parametri economici inglesi hanno spinto Carney (governatore BoE) a smorzare le aspettative circa un inasprimento del costo del denaro, rallentando il recupero della sterlina. Il maggior scetticismo circa una possibile *soft Brexit* spinge la BoE a una maggior prudenza prima di inasprire ulteriormente il costo del denaro.

JPY – La BoJ non apporta modifiche alla politica monetaria. La Banca centrale del Giappone (BoJ) ha lasciato invariata la politica monetaria nella riunione dello scorso 27 aprile. Gli obiettivi sulla curva restano immutati, così come gli acquisti annui di JGB per un ammontare di circa 80.000 milioni di yen; invariato anche l'ammontare degli acquisti delle altre attività. La BoJ ha chiarito che non modificherà l'approccio della politica monetaria fino a quando l'inflazione non avrà superato il 2% e resterà sopra l'obiettivo in modo stabile, regolandosi in base all'evoluzione del quadro macro. Lo scenario per la politica monetaria giapponese rimane quindi invariato per tutto il 2018: difficilmente la Banca centrale si sbilancerà prima dell'autunno con indicazioni sulle mosse che intenderà effettuare nel 2019, lasciando inalterate 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	1,1988	1,19	1,22	1,24	1,26	1,26
EUR/GBP	0,8827	0,87	0,87	0,88	0,89	0,89
EUR/JPY	130,86	129	134	139	145	145
Altre valute						
GBP/USD	1,3582	1,36	1,36	1,37	1,38	1,41
USD/JPY	109,15	108	110	112	115	115
GBP/JPY	148,24	151	152	153	151	147

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Principali valute estere vs. euro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

4 maggio 2018

14:16 CET

Data e ora di produzione

4 maggio 2018

14:26 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	2,94
Bund 10A	0,53
Gilt 10A	1,39
JGB 10A	0,05

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Cambi

EUR/USD	1,1988
USD/JPY	109,15
GBP/USD	1,3582
EUR/CHF	1,1962
EUR/SEK	10,55
EUR/NOK	9,64
EUR/DKK	7,4496
USD/CAD	1,285
AUD/USD	0,7527
NZD/USD	0,7039
USD/ZAR	12,5742
EUR/JPY	130,86
EUR/GBP	0,8827
EUR/CAD	1,5404
EUR/AUD	1,5928
EUR/NZD	1,7031
EUR/ZAR	15,0743
EUR/ISK	122,21
EUR/HUF	313,93

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 03.05.2018 (salvo diversa indicazione).

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

EUR: Draghi conferma i dubbi sulla fine del QE, sull'inflazione e sulla crescita

BCE: Draghi riconferma i dubbi sulle tempistiche di chiusura del QE e sulle dinamiche di economia ed inflazione. Come da attese, la BCE ha confermato invariati i livelli del corridoio e i target del programma di acquisto titoli attualmente in essere (QE) nella riunione del 26 aprile scorso. Il Consiglio ha ribadito che continuerà a condurre gli acquisti nell'ambito del programma di stimolo al nuovo ritmo mensile di 30 miliardi fino a settembre 2018 o oltre, se necessario, e in ogni caso finché non risconterà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione. Draghi ha confermato che i tassi resteranno agli attuali livelli ben oltre la fine del programma di acquisto titoli, che continuerà almeno fino a settembre 2018. La BCE ha ammesso che è in corso una moderazione nella crescita economica. Resta cruciale il monitoraggio del cambio e di altri indicatori finanziari, oltre alle scelte protezionistiche dell'Amministrazione Trump. Un quadro che lascia aperti spiragli di possibile prosieguo della politica monetaria espansiva della BCE e che consentirà all'euro di ridurre la sua forza. Più volte infatti avevamo detto che il mercato sembrava aver, con troppo anticipo, dato per scontato un cambio di passo in senso restrittivo dell'Istituto centrale europeo.

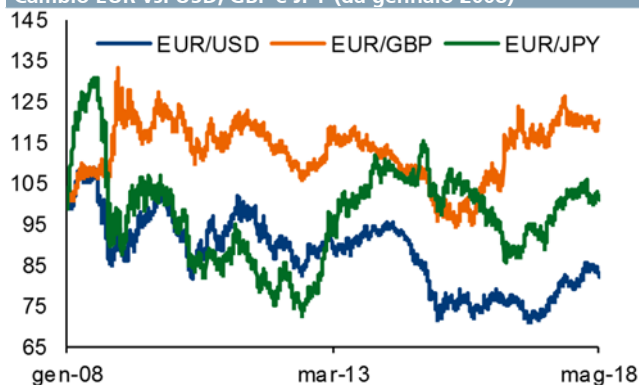
EUR/USD: la ritrovata forza del dollaro, vista la conferma di tre rialzi Fed nel 2018, discende dalla corsa al rialzo dei rendimenti dei Treasury e dalle scelte restrittive della Fed. Il cambio euro/dollaro prosegue il ritracciamento in atto da alcune settimane che lo ha portato sotto 1,20, proprio dopo il meeting della Banca centrale americana. Draghi dal canto suo, nel meeting BCE di fine aprile, ha confermato che i tassi resteranno agli attuali livelli ben oltre la fine del programma di acquisto di titoli, che continuerà almeno fino a settembre 2018. Le nostre previsioni sul cambio EUR/USD indicano un consolidamento sui valori attuali nel breve periodo (1,19-1,22 nel range 1-3 mesi). Nel medio-lungo termine è probabile un euro più forte contro dollaro (a 1,24 a 6 mesi e 1,26 a 12 e 24 mesi), in vista del disimpegno della BCE dal QE.

EUR/GBP: Draghi ha confermato che i tassi resteranno agli attuali livelli ben oltre la fine del programma di acquisto di titoli, che continuerà almeno fino a settembre 2018. Di contro, le future mosse della BoE appaiono meno certe rispetto ad un mese fa, quando il mercato dava per molto probabile un rialzo dei tassi il 10 maggio, in coincidenza con la pubblicazione dell'Inflation Report a cura della Banca d'Inghilterra, rallentando il recupero della sterlina. Il cambio EUR/GBP è così passato da area 0,8650 a 0,88 come risultato del deprezzamento della sterlina. Nel breve, l'EUR/GBP è visto a 0,87-0,88; nel medio-lungo termine a 0,89 (12 e 24 mesi).

EUR/JPY: il cambio EUR/JPY torna in area 130. Draghi ha ribadito che finché i prezzi non riprenderanno a salire a un ritmo soddisfacente e la crescita non si confermerà stabile, la BCE manterrà i tassi bassi anche oltre la fine del QE, smussando la forza dell'euro. Lo yen si apprezza nei confronti

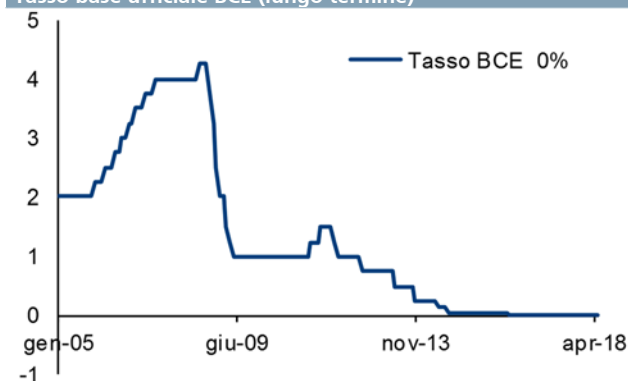
della valuta unica, svolgendo il ruolo di bene rifugio nella diatriba commerciale fra Europa e Stati Uniti, dopo il rinvio di un mese da parte americana dei dazi su acciaio e alluminio provenienti dall'Unione Europea. Questo nonostante la BoJ abbia chiarito che non darà una svolta all'approccio espansivo prima del 2019. Le stime di breve indicano 129-134 (1-3 mesi). Nel medio-lungo: 139 (6 mesi) e 145 (12 mesi e 24 mesi).

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



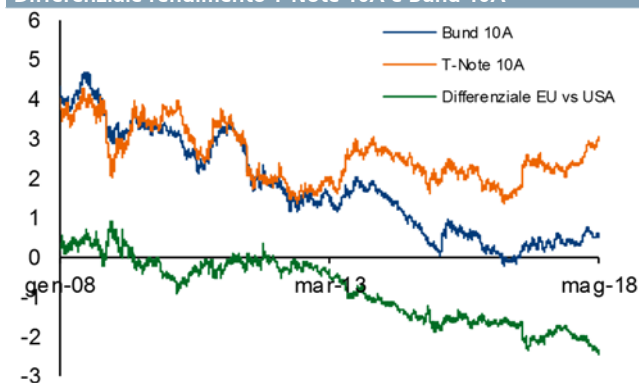
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 la sua linea restrittiva ampliando la forza del dollaro

Fed: tassi fermi, inflazione verso l'obiettivo "simmetrico" del 2%. La riunione Fed si è conclusa con la decisione unanime degli 8 membri del Board di confermare i tassi tra l'1,5% e l'1,75%, livello cui erano stati portati lo scorso marzo, con una stretta di 25 punti base. Sul fronte della crescita, il comunicato ha sottolineato come il mercato del lavoro sia in continuo miglioramento e l'attività economica sia cresciuta a una velocità moderata. Le novità più rilevanti riguardano la valutazione sulla dinamica dei prezzi: l'inflazione è infatti attesa "intorno all'obiettivo simmetrico del 2% nel medio termine". Affermazione interpretabile come un segnale di tolleranza di modesti sforamenti sia al di sopra sia al di sotto del 2%. Nel complesso, il messaggio del Comitato resta per ora di attesa e non ci sono indicazioni chiare di un aumento del ritmo dei rialzi (tre nel 2018, come da attese), il prossimo dei quali sarà a giugno. La valutazione sull'andamento dei prezzi lascia tuttavia aperta la porta a un possibile quarto rialzo nel corso dell'anno. I dati del 2° trimestre, soprattutto quelli relativi all'inflazione, nonché l'aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche, saranno cruciali per eventuali indicazioni in tal senso. Tutto il quadro resta comunque favorevole ad un consolidamento della forza del dollaro, salvo non ci siano novità negative legate alle politiche commerciali dell'Amministrazione Trump.

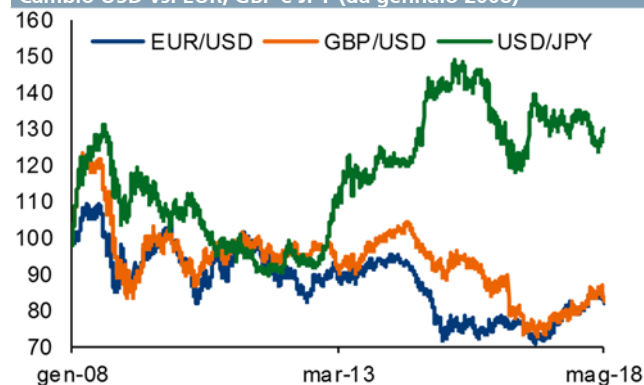
EUR/USD: la ritrovata forza del dollaro, vista la conferma di tre rialzi Fed nel 2018, discende dalla corsa al rialzo dei rendimenti dei Treasury e dalle scelte restrittive della Fed. Il cambio euro/dollaro prosegue il ritracciamento in atto da alcune settimane che lo ha portato sotto 1,20. Ad ostacolare la forza del dollaro resta solo l'ipotesi di un inasprirsi della guerra commerciale fra Stati Uniti e Cina (ed in generale con tutti i principali partner commerciali degli USA, Unione Europea in primis) attraverso l'imposizione reciproca di tariffe su molti prodotti. Le nostre previsioni sul cambio EUR/USD indicano un consolidamento sui valori attuali nel breve periodo (1,19-1,22 nel range 1-3 mesi). Nel medio-lungo termine è probabile un euro più forte contro dollaro (a 1,24 a 6 mesi e 1,26 a 12 e 24 mesi), in vista del disimpegno della BCE dal QE.

GBP/USD: il "cable", dopo essersi spinto fino a 1,42, ha dato vita ad un forte ritracciamento che lo ha riportato in area 1,36, complice la forza del dollaro, amplificatasi dopo la riunione Fed del 2 maggio scorso. Di contro, la sterlina ha ridotto il proprio apprezzamento nei confronti della divisa USA sui dubbi sul rialzo dei tassi, che era dato invece per probabile il 10 maggio. Il deterioramento dei dati economici sta spingendo la BoE a prendersi più tempo per valutare la situazione e decidere se inasprire ancora il costo del denaro. Già solo questa ipotesi di attesa sta togliendo alla sterlina il supporto di cui aveva beneficiato nelle ultime settimane. Le stime di breve indicano 1,36; nel medio-lungo: 1,38 (12 mesi) e 1,41 (24 mesi).

USD/JPY: la forza del dollaro discende dalle rassicurazioni Fed circa i tre rialzi dei tassi per quest'anno e dal rialzo dei rendimenti dei Treasury, quadro che consolida il

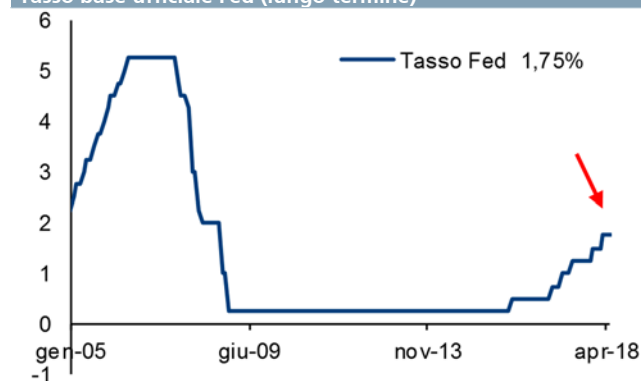
deprezzamento dello yen contro dollaro. Di contro, il Governatore della BoJ Kuroda ha smentito il cambio di passo restrittivo della Banca centrale nella riunione dello scorso 27 aprile. La Banca del Giappone non modificherà la propria politica monetaria e questo consentirà allo yen di deprezzarsi, anche se solo marginalmente. Le stime di breve indicano 108-110; nel medio-lungo: 112 (6 mesi) e 115 (12 e 24 mesi).

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



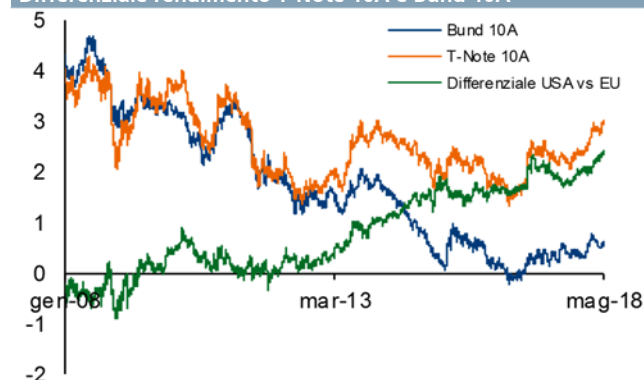
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

GBP: i dubbi sul rialzo dei tassi della BoE, il 10 maggio, deprimono la sterlina

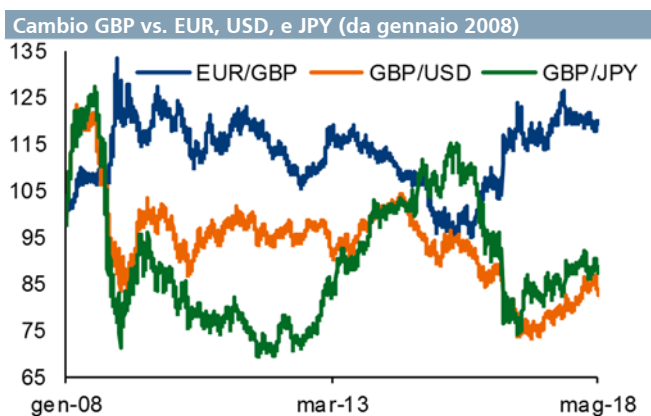
I dubbi sul rialzo dei tassi della BoE, la frenata della crescita e la Brexit deprimono la sterlina. Aumentano i dubbi sulle prossime mosse della Banca d'Inghilterra, che si riunirà il prossimo 10 maggio. I tassi di interesse in Gran Bretagna si attestano attualmente allo 0,5%, dopo l'aumento di 25 punti base dello scorso novembre, il primo rialzo dei tassi da parte della Banca centrale in oltre un decennio. Per il 2018, le attese restano invariate e sono per almeno un altro rialzo, che fino a qualche settimana fa era dato per probabile proprio nella riunione di maggio, in coincidenza della pubblicazione dell'Inflation Report a cura della Banca d'Inghilterra. Il peggioramento della crescita e un generale rallentamento dei parametri economici inglesi hanno spinto Carney (governatore BoE) a smorzare le aspettative circa un inasprimento del costo del denaro, rallentando il recupero della sterlina. 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. Questo scenario sta penalizzando la sterlina, che ha così interrotto il proprio trend di rafforzamento in atto già da alcuni mesi.

EUR/GBP: le future mosse della BoE appaiono meno certe rispetto a un mese fa, quando il mercato dava per molto probabile un rialzo dei tassi per il 10 maggio. Il peggioramento della crescita e un generale rallentamento dei parametri economici inglesi hanno spinto Carney a smorzare le aspettative circa un inasprimento del costo del denaro, rallentando il recupero della sterlina. Il cambio EUR/GBP è così passato da area 0,8650 a 0,88 come risultato del deprezzamento della sterlina. Di contro, Draghi ha confermato che i tassi resteranno agli attuali livelli ben oltre la fine del programma di acquisto di titoli, che continuerà almeno fino a settembre 2018. Nel breve, l'EUR/GBP è visto a 0,87-0,88; nel medio-lungo termine è atteso a 0,89 (12 e 24 mesi).

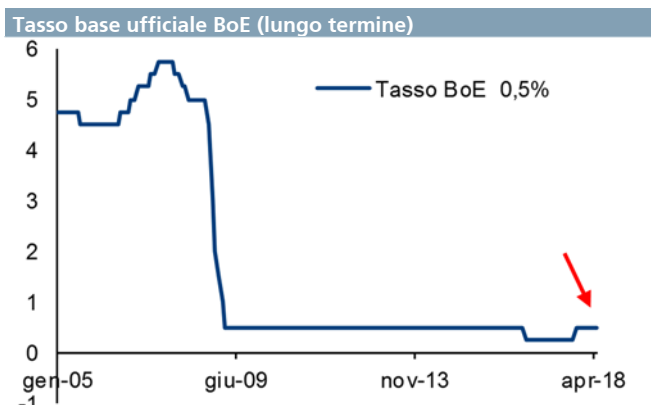
GBP/USD: la sterlina inglese ha ridotto il suo apprezzamento nei confronti della divisa USA, a causa dei dubbi sul rialzo dei tassi dato per probabile il prossimo 10 maggio, visto il deterioramento dei dati economici inglesi. E' probabile che la BoE assuma un atteggiamento attendista prima di inasprire ulteriormente il costo del denaro. Questa ipotesi è stata sufficiente a togliere alla sterlina il supporto di cui aveva beneficiato nelle ultime settimane. Il "cable", pertanto, dopo essersi spinto fino a 1,42, ha dato vita a un forte ritracciamento che lo ha riportato in area 1,36, complice la forza del dollaro, amplificatasi dopo il meeting Fed di qualche giorno fa. Le stime di breve indicano 1,36; nel medio-lungo: 1,38 (12 mesi) e 1,41 (24 mesi).

GBP/JPY: la sterlina frena il proprio apprezzamento a causa di dati macro che indicano un indesiderato rallentamento nella crescita economica inglese, a cui si somma un maggior scetticismo circa una possibile *soft Brexit*. A questo scenario si aggiungono le dichiarazioni del governatore Carney (Banca d'Inghilterra), volte a smorzare le aspettative di un rialzo dei tassi

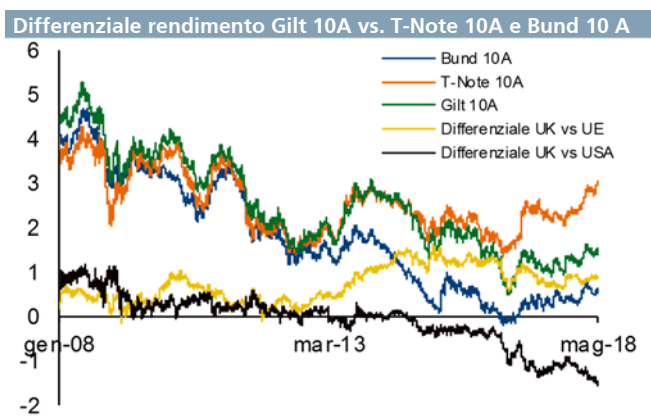
il 10 maggio prossimo. Questo mentre il deprezzamento dello yen appare più evidente dopo le parole rassicuranti di Kuroda, che sposta a fine 2018 ogni decisione circa le prossime strategie della BoJ per il 2019. Le stime di breve indicano 151-152; nel medio-lungo: 151 (12 mesi) e 147 (24 mesi).



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

JPY: Kuroda sposta a fine anno ogni decisione sulle strategie 2019 della BoJ

La BoJ non apporta modifiche alla politica monetaria. La Banca centrale del Giappone (BoJ) ha lasciato invariata la politica monetaria nella riunione dello scorso 27 aprile. Gli obiettivi sulla curva restano immutati così come gli acquisti annui di JGB per un ammontare di circa 80.000 milioni di yen; invariato anche l'ammontare degli acquisti delle altre attività. La BoJ ha chiarito che non modificherà l'approccio della politica monetaria fino a quando l'inflazione non avrà superato il 2% e resterà sopra l'obiettivo in modo stabile, regolandosi in base all'evoluzione dello scenario. La BoJ ha rilevato che l'inflazione e la dinamica salariale appaiono slegate dal tasso di disoccupazione in calo, ma si prevede un graduale rialzo dei prezzi verso il 2%; non a caso, la Banca centrale ha eliminato l'affermazione secondo cui l'inflazione raggiungerà l'obiettivo del 2% intorno al 2019. La BoJ ha registrato marginali revisioni verso l'alto della crescita, a 1,6% nel 2018 e a 0,8% sia per il 2019 che per il 2020, per via dell'attesa restrizione fiscale. Esprime invece stabilità per le stime di inflazione: 1,4% nel 2018 e 1,8% negli anni 2019-20, al netto del rialzo dell'imposta sui consumi. 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.

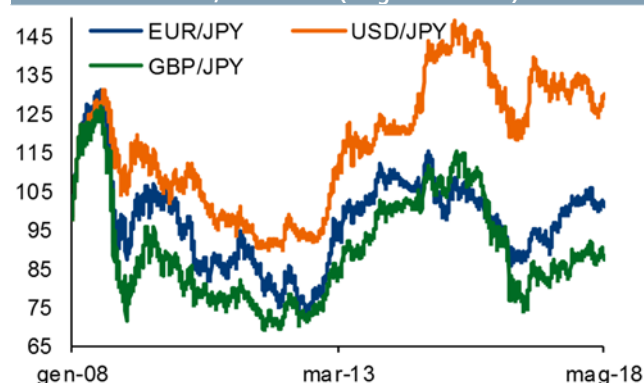
EUR/JPY: il cambio EUR/JPY torna in area 130, con lo yen che si apprezza nei confronti della valuta unica, svolgendo il ruolo di bene rifugio nella diatriba commerciale fra Europa e Stati Uniti, dopo il rinvio dei dazi. Questo nonostante la BoJ abbia chiarito che non intende dare una svolta al proprio approccio espansivo 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 anche oltre la fine del programma di acquisto, smussando la forza dell'euro. Le nostre stime di breve indicano 129-134 (1-3 mesi). Nel medio-lungo: 139 (6 mesi) e 145 (12 mesi e 24 mesi).

USD/JPY: consolida il deprezzamento dello yen contro dollaro a seguito del meeting della Fed, in cui sono state confermate le prossime mosse restrittive dell'Istituto centrale americano. Di contro, Kuroda ha smentito il possibile cambio di passo restrittivo della BoJ nella riunione dello scorso 27 aprile. La Banca del Giappone non modifica la propria politica monetaria e questo consentirà allo yen di deprezzarsi, anche se solo marginalmente. Le stime di breve indicano 108-110; nel medio-lungo: 112 (6 mesi) e 115 (12 e 24 mesi).

GBP/JPY: nonostante il mercato tenda a premiare ancora la valuta nipponica come asset rifugio nelle fasi di tensione sui mercati, il deprezzamento dello yen appare più evidente dopo le parole rassicuranti di Kuroda, che sposta a fine 2018 ogni decisione circa le prossime strategie della BoJ per il 2019. Di contro, la sterlina ha frenato nel suo trend di apprezzamento a causa di dati macro che indicano un indesiderato rallentamento

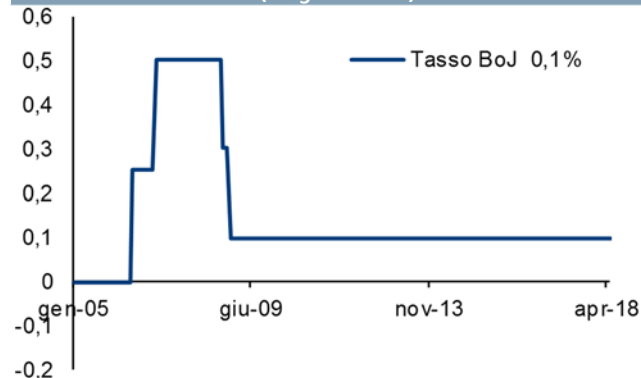
della crescita economica inglese, a cui si somma un maggior scetticismo circa una possibile *soft-Brexit*. A questo scenario si aggiunge che il Governatore della Banca d'Inghilterra Carney ha smorzato le aspettative di un rialzo dei tassi il 10 maggio, sottolineando che quest'anno ci saranno altre occasioni e che non è il caso di accelerare i tempi. Le stime di breve indicano 151-152; nel medio-lungo: 151 (12 mesi) e 147 (24 mesi).

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



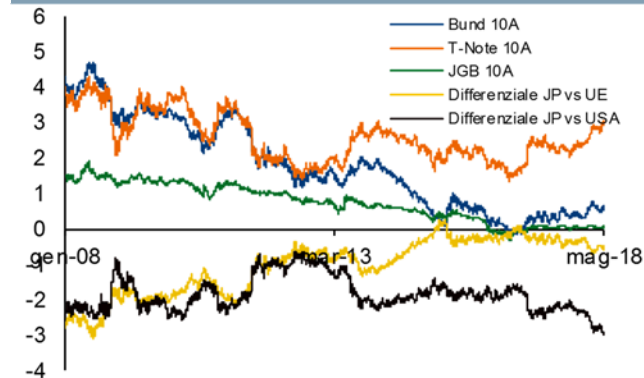
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 05.04.2018.

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: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi