

EUR/USD ancora volatile ma le stime premiano l'euro

EUR – BCE: nessuna novità su tassi e QE, l'euro si avvantaggia. La riunione della Banca Centrale Europea di ottobre si è conclusa con un comunicato che non porta alcuna novità in termini di policy. Il prossimo meeting è in agenda il 13 dicembre. Resta valido lo scenario di sostanziale attesa per la valuta unica europea, in vista della risoluzione del processo Brexit. Draghi si è mostrato coerente con quanto precedentemente affermato riguardo alla conclusione del Quantitative Easing entro fine anno. La BCE considera l'insieme di deboli dati in Europa come un fatto non in grado di mutare il positivo scenario di fondo, motivo per cui non cambierà il percorso di uscita dalla politica monetaria espansiva. Resta l'impressione che le condizioni economiche in cui starebbe maturando l'avvio della stretta monetaria siano molto fragili, in un contesto globale in cui si moltiplicano i rischi e le incertezze. Questo scenario però rafforza la valuta unica che si avvantaggia della imminente svolta restrittiva della BCE e delle chiarite sulla questione Brexit. Il cambio EUR/USD è visto a 1,14 a 1 mese e 1,15 a 3 mesi, a 1,16 a 6 mesi, 1,17 a 12 mesi e 1,24 a 24 mesi.

USD – Fed ed elezioni di *midterm* guidano la dinamica del dollaro. La riunione di novembre della Fed si è dimostrata interlocutoria e priva di particolari spunti. La Fed ha mantenuto, come ampiamente previsto, i tassi invariati a 2-2,25%. Lo scenario macroeconomico rafforza le previsioni per un rialzo dei tassi a dicembre e altri rialzi nel 2019. Sulle elezioni di *midterm*, tra le tante conseguenze dell'esito del voto, che ha visto i Repubblicani perdere la Camera a favore dei Democratici (dividendo così il Congresso), c'è anche quella di un momentaneo indebolimento del dollaro. Pensiamo inoltre che la strategia di Trump volta a criticare la Fed, accusata di una politica troppo aggressiva sul costo del denaro, verrà riproposta puntualmente, al fine di ottenere il risultato di smussare gli effetti eccessivamente rialzisti sulla valuta USA.

GBP – I passi avanti sulla Brexit leniscono l'attendismo della BoE e spingono la sterlina. Nell'ultima riunione la Banca d'Inghilterra (BoE) ha confermato il tasso di riferimento allo 0,75% col voto unanime dei Membri del Consiglio (prossimo meeting il 20 dicembre). Le proiezioni economiche, recentemente inserite nell'Inflation Report di novembre, seppur discrete, sono apparse condizionate da moderato rialzo dei tassi reali di mercato e dai possibili risultati della Brexit. La sterlina prosegue la sua marcia rialzista dopo che l'UE ha accettato l'ipotesi di Londra di non istituire una dogana fisica fra le due Irlande. Fattore che da un lato lascia inalterati i rapporti doganali fra il Regno Unito e l'UE, dall'altro evita al Governo della May di violare uno dei punti dell'accordo con le fazioni armate dell'indipendentismo irlandese, tematica da sempre al centro della trattativa con l'Unione Europea.

JPY – La Banca del Giappone conferma la politica espansiva ma rivede al ribasso le stime sull'inflazione. Come largamente atteso, la Banca del Giappone (BoJ) ha confermato la propria politica monetaria lo scorso 31 ottobre, ma sottolineando di non avere fretta di ridurre il programma di acquisto titoli. Ancora una volta la BoJ ha ribadito che le tensioni commerciali in atto rischiano di minare la crescita economica globale influenzando il ciclo giapponese. Il governatore Kuroda ha escluso l'ipotesi di un aumento dei tassi nel breve termine (prossimo meeting in calendario il 20 dicembre), aspetto che sta consentendo allo yen di mantenersi debole nei confronti del dollaro USA, confermando così il trend di marginale deprezzamento della valuta in atto.

9 novembre 2018

14:55 CET

Data e ora di produzione

9 novembre 2018

15:00 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	3,21
Bund 10A	0,43
Gilt 10A	1,53
JGB 10A	0,12

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

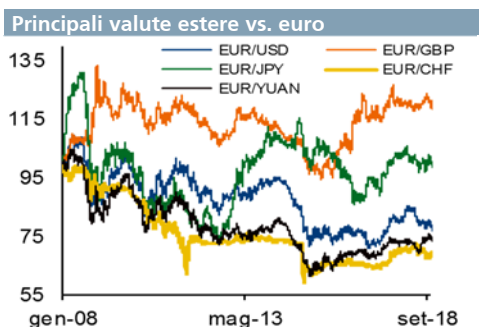
Cambi

EUR/USD	1,1393
USD/JPY	113,96
GBP/USD	1,3091
EUR/CHF	1,1445
EUR/SEK	10,26
EUR/NOK	9,52
EUR/DKK	7,4586
USD/CAD	1,3109
AUD/USD	0,7282
NZD/USD	0,6775
USD/ZAR	14,0959
EUR/JPY	129,83
EUR/GBP	0,8703
EUR/CAD	1,4933
EUR/AUD	1,5646
EUR/NZD	1,6815
EUR/ZAR	16,0592
EUR/ISK	138,24
EUR/HUF	320,97

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1393	1,14	1,15	1,16	1,17	1,24
EUR/GBP	0,8703	0,88	0,91	0,92	0,91	0,94
EUR/JPY	129,83	129	130	132	135	140
Altre valute						
GBP/USD	1,3091	1,29	1,27	1,29	1,30	1,32
USD/JPY	113,96	113	113	114	115	113
GBP/JPY	149,19	146	148	146	150	150

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 08.11.2018 (salvo diversa indicazione).

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

EUR: le scelte della BCE spingono l'euro ma restano dubbi sulla crescita

BCE: nessuna novità su tassi e QE, l'euro si avvantaggia. La riunione della Banca Centrale Europea di ottobre si è conclusa con un comunicato che non porta alcuna novità in termini di policy. I tassi restano invariati a -0,40% per i depositi, 0% per il tasso di rifinanziamento principale e 0,2% per il tasso di rifinanziamento marginale e il QE prosegue fino a dicembre, con un importo pari a 15 miliardi al mese nell'ultimo trimestre dell'anno. Il prossimo meeting è in agenda il 13 dicembre. Draghi si è mostrato coerente con quanto precedentemente affermato riguardo alla conclusione del Quantitative Easing entro fine anno. La BCE considera l'insieme di deboli dati in Europa come un fatto non in grado di mutare il positivo scenario di fondo, motivo per cui non cambierà il percorso di uscita dalla politica monetaria espansiva. Resta l'impressione che le condizioni economiche in cui starebbe maturando l'avvio della stretta monetaria siano molto fragili, in un contesto globale in cui si moltiplicano i rischi e le incertezze. Questo scenario però rafforza la valuta unica che si avvantaggia della imminente svolta restrittiva della BCE e delle schiarite sulla questione Brexit. Restiamo vigili sulla crescita dell'Eurozona, un altro fattore che potrebbe influenzare lo scenario in Europa e rendere meno scontato il cambio di passo restrittivo della BCE e il conseguente apprezzamento dell'euro.

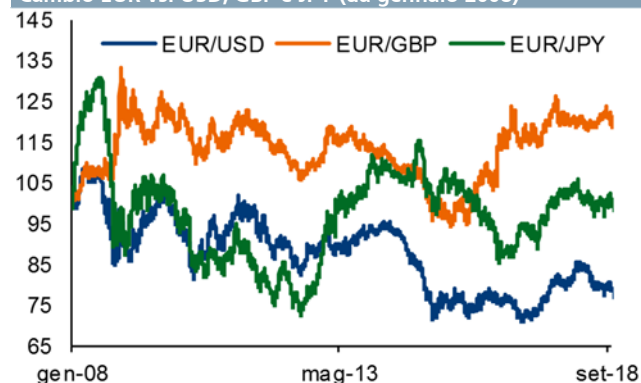
EUR/USD: la fase di incertezza in Europa è dovuta a tre fattori: le difficoltà sulla Brexit, il rallentamento economico generalizzato e i dubbi del mercato sulle scelte economiche in Italia. Tutti aspetti che renderanno ancora volatile l'euro anche se resta l'idea che la BCE sia pronta alla svolta restrittiva sul costo del denaro. Di contro, dopo le elezioni di *midterm* negli USA, il focus resta sulle mosse di Trump, sia dal lato della guerra dei dazi che dal lato della critica all'operato della Fed. Temi che rischiano di aumentare la volatilità sul dollaro e che potrebbero limitarne l'apprezzamento, nonostante la posizione restrittiva della Fed. Questo scenario ci spinge a modificare la nostra idea di maggiore forza del dollaro, propendendo invece per un recupero dell'euro più strutturale. Il cambio EUR/USD è visto a 1,14 a 1 mese e 1,15 a 3 mesi, a 1,16 a 6 mesi, 1,17 a 12 mesi e 1,24 a 24 mesi.

EUR/GBP: l'apprezzamento della sterlina contro euro è motivata dalle schiarite in atto nelle trattative sulla Brexit. Quadro che consente di smussare gli effetti negativi legati all'atteggiamento attendista della Banca d'Inghilterra, restia ad alzare i tassi. Rimandare il rialzo dei tassi, per contrastare l'inflazione in Gran Bretagna, riteniamo vada inteso come un'occasione per la BoE di riabbassarli, qualora l'effetto finale della Brexit fosse negativo. Nel breve il cambio EUR/GBP è visto a 0,88; nel medio termine attorno a 0,91-0,92 (3-6 e 12 mesi), mentre nel lungo termine (24 mesi) a 0,94.

EUR/JPY: nonostante la forza dell'euro delle ultime sedute, lo yen prosegue il suo deprezzamento a seguito della conferma dell'approccio espansivo della BoJ a cui si somma il rasserenarsi del clima sui mercati che potrebbe consolidare il movimento dello yen contro euro. Restiamo scettici sul fatto che questo possa continuare strutturalmente, in quanto anche la BoJ

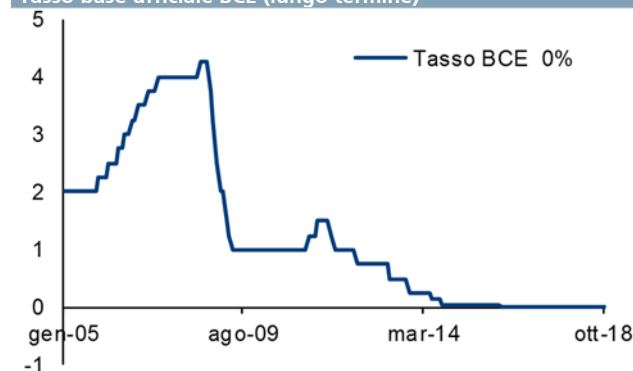
dovrà, primo o poi, avviare la fase di "normalizzazione" della sua politica, situazione che verrà gestita da Kuroda nei prossimi anni come ampiamente espresso in più occasioni. Le stime di breve indicano 129-130 a 1-3 mesi. Nel medio-lungo: 132 a 6 mesi, 135 a 12 mesi, 140 a 24 mesi.

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



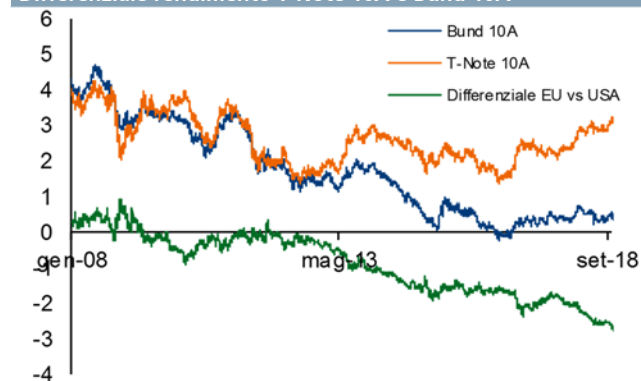
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

USD: volatile dopo le elezioni di *midterm* e il meeting Fed di novembre

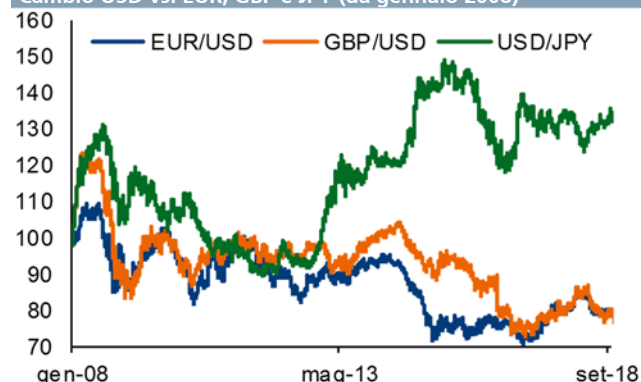
Fed ed elezioni di *midterm* guidano la dinamica del dollaro. La riunione di novembre della Fed si è dimostrata interlocutoria e priva di particolari spunti. La Fed ha mantenuto, come ampiamente previsto, i tassi invariati a 2-2,25%. Lo scenario macroeconomico resta immutato e caratterizzato da una forte crescita occupazionale, un calo del tasso di disoccupazione, una forte dinamica dei consumi e un tasso d'inflazione prossimo al 2%. L'unica differenza con settembre è il riconoscimento che la dinamica degli investimenti fissi è rallentata rispetto ai trimestri precedenti. Questo scenario rafforza le previsioni per un rialzo dei tassi a dicembre e altri rialzi nel 2019. Sulle elezioni di *midterm*, tra le tante conseguenze dell'esito del voto, che ha visto i Repubblicani perdere la Camera a favore dei Democratici (dividendo così il Congresso), c'è anche quella di un momentaneo indebolimento del dollaro. Politicamente, Trump potrebbe puntare sulle azioni esecutive dirette, per sfruttare al massimo il potere dato dalla Costituzione al Presidente, aggirando possibili obiezioni del Congresso alle sue scelte. Il vero driver per le prossime settimane riteniamo sarà però ancora l'economia in rafforzamento e l'aumento dei salari, il tutto sullo sfondo di una Fed che prosegue il suo processo di normalizzazione dei tassi. Pensiamo inoltre che la strategia di Trump volta a criticare la Fed, accusata di una politica troppo aggressiva sul costo del denaro, verrà riproposta puntualmente, al fine di ottenere il risultato di smussare gli effetti eccessivamente rialzisti sulla valuta USA.

EUR/USD: dopo le elezioni di *midterm* il focus resta sulle mosse di Trump, sia dal lato della guerra dei dazi che dal lato della critica all'operato della Fed. Temi che potrebbero limitarne l'apprezzamento, nonostante la chiara posizione restrittiva della Fed. Di contro, la fase di incertezza in Europa è dovuta a tre fattori: le difficoltà sulla Brexit, il rallentamento economico generalizzato e i dubbi del mercato sulle scelte economiche in Italia. Aspetti che riteniamo renderanno ancora volatile l'euro in vista della BCE pronta alla svolta restrittiva sul costo del denaro. Questo scenario modifica la nostra idea di maggiore forza del dollaro, propendendo invece per un recupero dell'euro. Il cambio EUR/USD è visto a 1,14 a 1 mese e 1,15 a 3 mesi, a 1,16 a 6 mesi, 1,17 a 12 mesi e 1,24 a 24 mesi.

GBP/USD: la volatilità del dollaro si contrappone alla forza della sterlina. La valuta USA sta metabolizzando il passaggio alle urne per le elezioni di *midterm* appena concluso. Elezioni che hanno visto Trump uscirne parzialmente sconfitto ma senza grosse sorprese, in linea con le attese di mercato. Con la Fed intenta a proseguire il suo percorso di rialzo dei tassi, crediamo che continueranno a non mancare le dichiarazioni di Trump circa un'eccessiva azione restrittiva della Fed che rischia di scaricarsi sul dollaro, rafforzandolo oltremodo. Di contro, la sterlina beneficia del rasserenarsi dell'orizzonte sulla Brexit. Le stime di breve sul cambio vedono 1,29 e 1,27 rispettivamente a 1 e 3 mesi. Nel medio-lungo: 1,29 a 6 mesi, 1,30 a 12 mesi e 1,32 a 24 mesi.

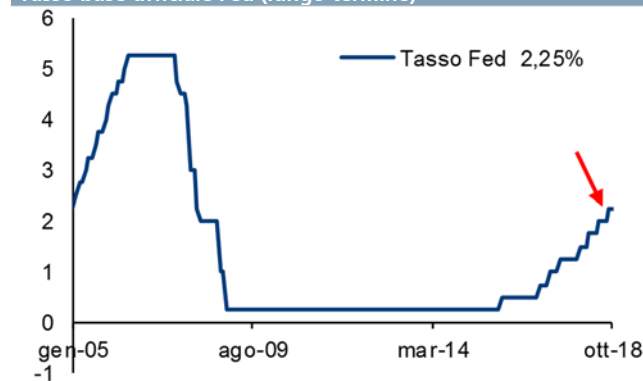
USD/JPY: la maggiore incognita per il cambio riteniamo restino le scelte politiche di Trump, specie dopo il passaggio elettorale per le elezioni di *midterm* appena concluso. Lo scenario di apprezzamento ulteriore dello yen appare sfumare, lasciando spazio a un consolidamento delle posizioni attuali che vedono la valuta giapponese deprezzarsi grazie alla ritrovata calma sui mercati. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 113, nel medio-lungo: 114 a 6 mesi, 115 a 12 mesi e 113 a 24 mesi.

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



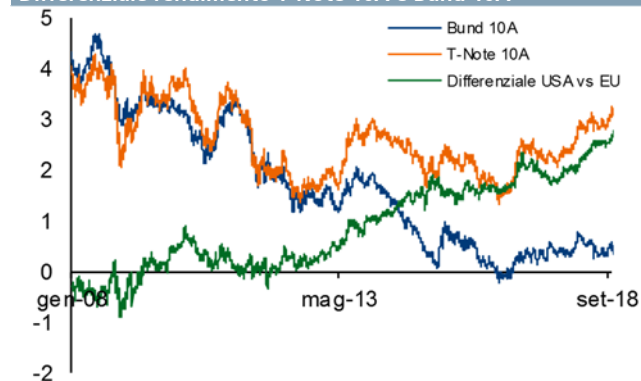
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

GBP: in rialzo grazie alle schiarite sulla Brexit e all'attendismo della BoE

I passi avanti sulla Brexit leniscono l'attendismo della BoE e spingono la sterlina. Nell'ultima riunione, la Banca d'Inghilterra (BoE) ha confermato il tasso di riferimento allo 0,75% col voto unanime dei Membri del Consiglio (prossimo meeting il 20 dicembre). Nelle proiezioni economiche più recenti, inserite nell'Inflation Report di novembre e condizionate da un moderato rialzo dei tassi di mercato e da un aggiustamento graduale ai possibili risultati della Brexit, il PIL dovrebbe crescere di circa l'1,75% per il periodo di previsione, mentre l'inflazione dovrebbe restare sopra il target per la maggior parte dell'orizzonte temporale considerato per poi raggiungere il 2% alla fine del prossimo triennio. In particolare, sul fronte della domanda, la BoE riconosce che mentre i consumi restano solidi, gli investimenti risentono dell'aumentata incertezza riguardo all'esito della Brexit. Nel complesso, il giudizio è molto simile alle valutazioni fatte in settembre con la BoE che di fatto continua a mettere l'accento sull'incertezza relativa a Brexit, che condiziona i possibili scenari futuri, sottolineando come le implicazioni in termini di un appropriato sentiero di politica monetaria dipenderanno dal saldo degli effetti su domanda, offerta e tasso di cambio e che pertanto la risposta della BoE a Brexit, qualsiasi forma essa prenda, non sarà automatica e potrebbe essere in entrambe le direzioni. In conclusione, la sterlina prosegue la sua marcia rialzista dopo che l'UE ha accettato l'ipotesi di Londra di non istituire una dogana fisica fra le due Irlande. Fattore che da un lato lascia inalterati i rapporti doganali fra il Regno Unito e l'UE, dall'altro evita al Governo della May di violare uno dei punti (l'assenza di un confine fra le due Irlande) dell'accordo con le fazioni armate dell'indipendentismo irlandese, tematica da sempre al centro della trattativa con l'Unione e su cui la May non intendeva transigere.

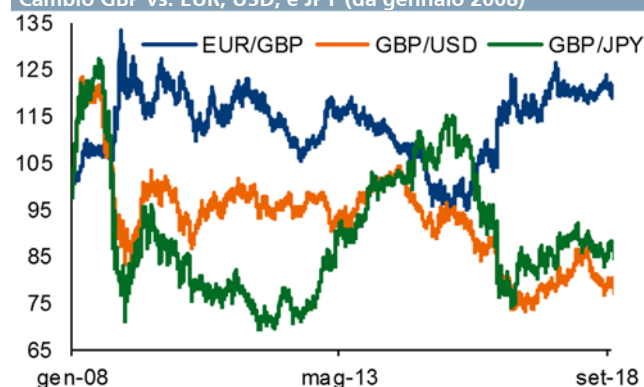
EUR/GBP: si prospetta un finale d'anno di apprezzamento per la sterlina grazie alle schiarite in atto nelle trattative sulla Brexit, aspetto che consente di smussare gli effetti negativi legati all'atteggiamento attendista della Banca d'Inghilterra. Resta valida l'idea che il rimandare il rialzo dei tassi per contrastare l'inflazione in Gran Bretagna, vada comunque inteso come un'occasione per la BoE di riabbassarli, qualora l'effetto finale della Brexit fosse negativo. Nel breve il cambio EUR/GBP è visto a 0,88; nel medio termine attorno a 0,91-0,92 (3-6 e 12 mesi), mentre nel lungo termine (24 mesi) a 0,94.

GBP/USD: il rasserenarsi dell'orizzonte sulla Brexit spinge al rialzo la sterlina, a cui si contrappone invece la volatilità del dollaro, dopo le elezioni di *midterm* appena concluse che hanno visto Trump uscirne parzialmente sconfitto ma senza sorprese, in linea con le attese di mercato. Con la Fed che prosegue il suo percorso di rialzo dei tassi, crediamo che continueranno a non mancare le dichiarazioni di Trump circa un'eccessiva azione restrittiva della Fed, con effetti negativi per il dollaro quali un indesiderato apprezzamento. Le stime di breve vedono 1,29 e 1,27 rispettivamente a 1 e 3 mesi. Nel medio-lungo: 1,29 a 6 mesi, 1,30 a 12 mesi e 1,32 a 24 mesi.

GBP/JPY: il cambio appare influenzato dalla forza della sterlina, originata dalla possibile svolta positiva nel processo Brexit che

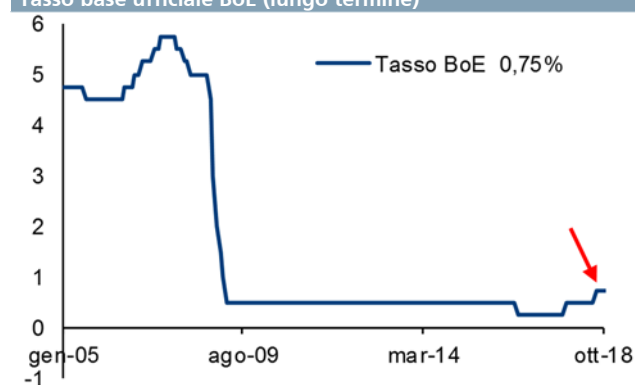
smussa l'effetto negativo dell'attendismo della BoE nel rialzare i tassi. Il deprezzamento dello yen resta invece legato alle rassicurazioni circa l'impegno della BoJ per una politica monetaria ancora espansiva. Le stime di breve indicano 146 a 1 mese e 148 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 146 a 6 mesi, 150 a 12 mesi e 24 mesi.

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



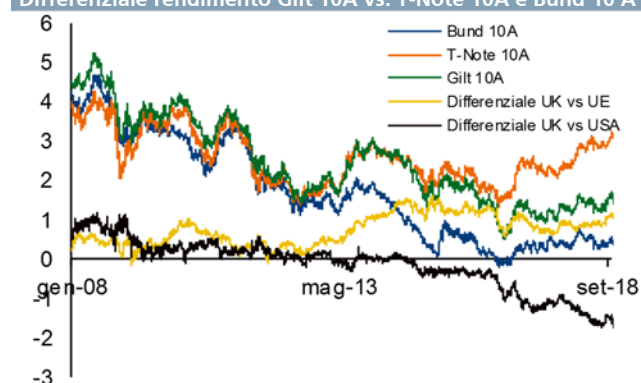
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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: in deprezzamento su BoJ ancora espansiva e propensione al rischio

La Banca del Giappone conferma la politica espansiva ma rivede al ribasso le stime sull'inflazione. Come largamente atteso la Banca del Giappone (BoJ) ha confermato la propria politica monetaria lo scorso 31 ottobre, ma sottolineando di non avere fretta di ridurre il programma di acquisto titoli. Ancora una volta la BoJ ha ribadito che le tensioni commerciali in atto rischiano di minare la crescita economica globale influenzando il ciclo giapponese. L'Istituto centrale ha utilizzato toni più preoccupati nel descrivere i rischi finanziari rispetto a tre mesi fa, evidenziando i crescenti timori che tassi molto bassi per troppi anni possano finire per penalizzare gli utili delle banche, limitando l'incremento del credito. La BoJ ha confermato l'impegno a guidare i tassi a breve termine a -0,1% e quelli a più lungo termine intorno allo zero. Infine ha rivisto al ribasso le stime sull'inflazione per l'attuale anno fiscale, che terminerà a marzo 2019, a +0,9% da +1,1% indicato tre mesi fa. Limate le stime d'inflazione anche per i due anni successivi, ora indicate a 1,5%, livello che resterebbe comunque sotto il target del 2%. Il governatore BoJ, Kuroda, ha escluso l'ipotesi di un aumento dei tassi nel breve termine (prossimo meeting in calendario il 20 dicembre), aspetto che sta consentendo allo yen di mantenersi debole nei confronti del dollaro USA, confermando così il trend di marginale deprezzamento della valuta in atto da qualche seduta.

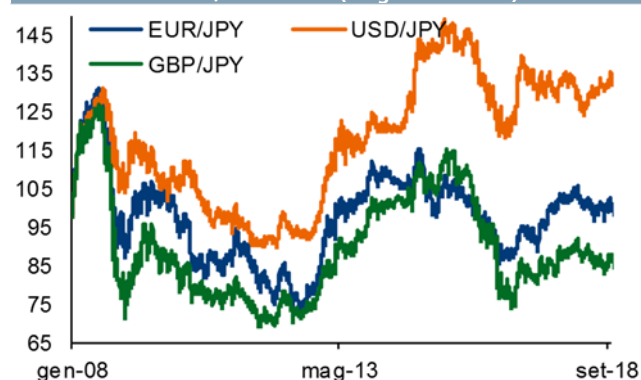
EUR/JPY: a seguito della volatilità sui mercati delle ultime settimane, la valuta giapponese aveva svolto a pieno il suo ruolo di moneta rifugio, quadro che aveva spinto il cambio fin sotto 128. La conferma dell'approccio espansivo della BoJ e il rasserenarsi del clima sui mercati potrebbe consolidare il movimento di deprezzamento dello yen contro euro, in atto da alcuni giorni. Restiamo scettici sul fatto che questo possa continuare strutturalmente, anche la BoJ, infatti, dovrà primo o poi avviare la fase di "normalizzazione" della sua politica, situazione che verrà gestita da Kuroda nei prossimi anni come ampiamente espresso in più occasioni. Le stime di breve indicano 129-130 a 1-3 mesi. Nel medio-lungo: 132 a 6 mesi, 135 a 12 mesi, 140 a 24 mesi.

USD/JPY: la maggiore incognita per il dollaro/yen restano le scelte politiche di Trump, specie dopo il passaggio elettorale delle elezioni di *midterm*, appena concluso. Nonostante l'economia giapponese sia riuscita ad evitare l'applicazione dei dazi USA, minacciati come rappresaglia per il surplus commerciale (69 miliardi di dollari) accumulato dal Giappone nei confronti degli Stati Uniti, resta forte l'allerta per una economia, come quella giapponese, basata sulle esportazioni e quindi sensibile alle tariffazioni penalizzanti e alle fluttuazioni dello yen. Lo scenario di apprezzamento ulteriore dello yen appare sfumare, lasciando spazio a un consolidamento delle posizioni. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 113, nel medio-lungo: 114 a 6 mesi, 115 a 12 mesi e 113 a 24 mesi.

GBP/JPY: il cambio appare influenzato dalla forza della sterlina, originata dalla possibile svolta positiva nel processo Brexit che

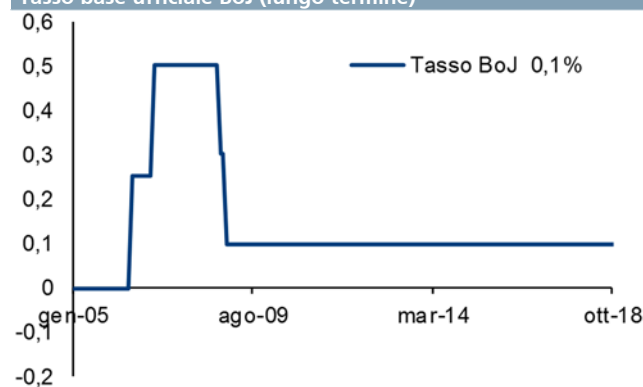
lenisce l'effetto negativo dell'attendismo della BoE nel rialzare i tassi. Il deprezzamento dello yen resta invece legato alle rassicurazioni circa l'impegno della BoJ per una politica monetaria ancora espansiva. Le stime di breve indicano 146 a 1 mese e 148 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 146 a 6 mesi, 150 a 12 mesi e 24 mesi.

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



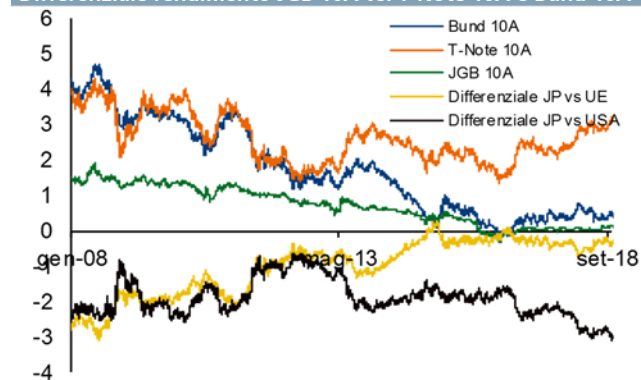
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 prestatore 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 17.10.2018.

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