

EUR/USD molto volatile, pesano le incertezze della BCE

EUR – La BCE si interroga sulle prossime mosse, mentre aumentano le tensioni sui mercati e sull'euro.

La BCE ha confermato il suo impegno a rispondere in maniera puntuale a qualsiasi cambiamento (in negativo) dell'outlook dell'Eurozona. Il punto chiave diventa ora quali saranno le prossime mosse BCE e come queste verranno comunicate al mercato, a partire dal prossimo meeting del 25 ottobre. In recenti interventi, Draghi ha ribadito come la crescita economica stia rallentando, mentre l'inflazione di fondo rimane stabile attorno all'1% e quella futura, stimata dalla stessa BCE, resterà sotto il target del 2% fino ad almeno il 2020. Le condizioni economiche in cui starebbe maturando l'avvio della stretta monetaria nell'Eurozona sono quindi molto fragili, inadatte a questa svolta. Chiarito questo punto, risulta meno complicato capire perché l'euro stia attraversando una fase di ampia volatilità, destinata a perdurare. Questo scenario ci spinge a confermare una maggiore forza del dollaro almeno nel breve/medio termine, col cambio EUR/USD a 1,16 a 1 mese e 1,15 a 3 mesi. Recupero dell'euro a 1,18 a 6 mesi e 12 mesi e 1,24 a 24 mesi.

USD – Fed: il terzo rialzo del 2018 segna la fine della politica monetaria accomodante. La riunione del 26 settembre scorso si è conclusa, come atteso, con un aumento di 25pb del tasso dei Fed funds, a 2-2,25%. Il comunicato ha mantenuto invariato il giudizio sull'economia, descritta come forte, e sull'inflazione, che resta stabile intorno al target del 2%. L'unica modifica al testo è stata l'eliminazione della valutazione della politica monetaria come "accomodante", segnale formale di un definitivo cambio di passo della Fed. La politica dell'amministrazione Trump sembra essere il contenitore di tutti i prossimi fattori di influenza sul dollaro. Le critiche di Trump alla Fed, accusata di una politica sui tassi troppo aggressiva, stanno ottenendo il risultato di smussare gli effetti eccessivamente rialzisti sulla valuta USA. Il tutto in vista delle elezioni di *mid-term* negli USA, vero banco di prova della politica del Presidente.

GBP – Le difficoltà sulla Brexit e l'attendismo della BoE deprimono la sterlina. Ennesima fumata nera fra Europa e Gran Bretagna sui termini della Brexit, dopo il faccia a faccia tra il ministro britannico Raab e il rappresentante della UE Barnier, avvenuto negli scorsi giorni. La sterlina ha confermato la sua debolezza anche nel 3° trimestre; i fattori alla base restano i soliti: peggioramento dell'economia, difficoltà nelle trattative sulla Brexit e un atteggiamento attendista della Banca d'Inghilterra. Il rialzo dei tassi per contrastare l'inflazione in Gran Bretagna, scenario piuttosto remoto in questa fase di turbolenza, andrebbe comunque inteso come un'occasione per la BoE di riabbassarli, qualora l'effetto finale della Brexit fosse molto negativo. Resta valido lo scenario di sostanziale attesa, per la valuta, in vista della risoluzione del processo Brexit. Il prossimo meeting della Banca d'Inghilterra è in calendario il 1° novembre.

JPY – La BoJ resta espansiva in vista del meeting del 31 ottobre. La Banca centrale del Giappone (BoJ) è entrata in una fase in cui deve considerare non solo i pregi ma anche i difetti del proprio massiccio programma di stimolo monetario. Kuroda ha sottolineato però come l'impegno di mantenere i tassi molto bassi per un periodo prolungato non significhi obbligatoriamente che i tassi resteranno permanentemente vicino allo zero e che l'istituto centrale potrebbe alzare il costo del denaro se l'inflazione accelererà eccessivamente. Dal lato politico poi, ci si aspetta che finalmente il premier Abe faccia approvare, il prossimo anno, l'aumento dell'IVA al 10%, già rinviato due volte: con queste entrate si cercherà di ridurre il debito pubblico e finanziare il sistema di welfare. E' probabile che lo yen, in questo scenario di costante incertezza, prosegua nel suo consolidamento.

17 ottobre 2018

16:05 CET

Data e ora di produzione

17 ottobre 2018

16:15 CET

Data e ora di prima diffusione

Nota mensile

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per investitori
privati e PMI

Mario Romani
Analista Finanziario

Titoli di Stato

Scadenza	Rendimento %
T-Note 10A	3,16
Bund 10A	0,48
Gilt 10A	1,59
JGB 10A	0,15

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Cambi

EUR/USD	1,1583
USD/JPY	112,17
GBP/USD	1,3187
EUR/CHF	1,1464
EUR/SEK	10,31
EUR/NOK	9,42
EUR/DKK	7,461
USD/CAD	1,2923
AUD/USD	0,714
NZD/USD	0,6594
USD/ZAR	14,1943
EUR/JPY	129,93
EUR/GBP	0,8784
EUR/CAD	1,4969
EUR/AUD	1,6223
EUR/NZD	1,7567
EUR/ZAR	16,4423
EUR/ISK	136,60
EUR/HUF	321,84

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Previsioni tassi di cambio

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1583	1,16	1,15	1,18	1,18	1,24
EUR/GBP	0,8784	0,89	0,91	0,92	0,91	0,94
EUR/JPY	129,93	131	130	135	136	140
Altre valute						
GBP/USD	1,3187	1,30	1,27	1,29	1,30	1,32
USD/JPY	112,17	113	113	114	115	113
GBP/JPY	147,92	146	146	147	146	152

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Principali valute estere vs. euro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 16.10.2018 (salvo diversa indicazione).

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

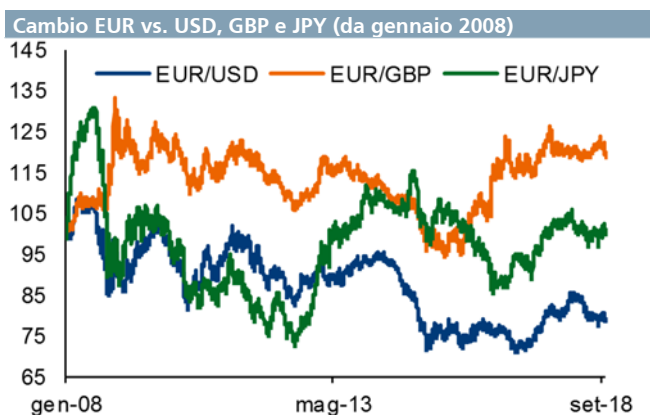
EUR: volatile a causa delle turbolenze di mercato e delle incertezze sulla BCE

La BCE si interroga sulle prossime mosse, mentre aumentano le tensioni sui mercati e sull'euro. Stando a quanto affermato dalla Banca Centrale Europea nella sua ultima riunione di settembre, il protezionismo crescente resta il tema di massimo allarme ed è stato discusso, nei verbali BCE, in misura ancor più dettagliata che in passato. Con specifico riguardo all'economia dell'Eurozona, si confermano rischi bilanciati; la BCE ha ribadito il suo impegno a rispondere in maniera puntuale a qualsiasi cambiamento dell'outlook. Il punto chiave diventa ora quali saranno le prossime mosse BCE e come queste verranno comunicate al mercato, a partire dal prossimo meeting del 25 ottobre. In seno alla BCE emergono sempre di più i distinguo su come orientarsi, sui tassi, in futuro. Il governatore austriaco Nowotny resta dubbioso sul fatto che i tassi nell'Eurozona possano restare così bassi a lungo, sostenendo la necessità, in particolare, di iniziare ad alzare quelli sui depositi overnight. Coeuré e Praet ritengono che la BCE debba preparare i mercati, comunicando i tempi della svolta e delle condizioni economiche alle quali i tassi verranno alzati. Di contro, Draghi, il cui mandato sta per scadere, continua a confermare che i tassi rimarranno fermi "fino all'estate dell'anno prossimo" e che il QE sarà azzerato dopo la fine di quest'anno. Sempre Draghi ribadisce come la crescita economica stia rallentando, mentre l'inflazione di fondo rimane stabile attorno all'1% e quella futura, stimata dalla stessa BCE, resterà sotto il target del 2% fino ad almeno il 2020. Le condizioni economiche in cui starebbe maturando l'avvio della stretta monetaria nell'Eurozona sono quindi molto fragili, inadatte a questa svolta. Chiarito questo punto, risulta meno complicato capire perché l'euro stia attraversando una fase di ampia volatilità, destinata a perdurare.

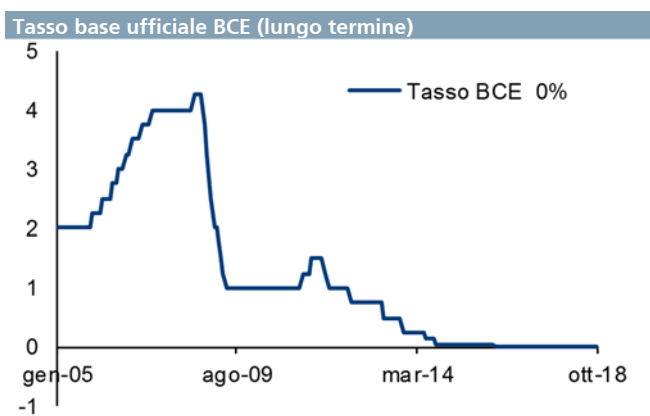
EUR/USD: frena il cambio euro/dollaro (sotto area 1,16) dopo aver lambito, nelle scorse settimane, area 1,1450, ai minimi dall'estate del 2017. Le turbolenze nell'Eurozona legate alle tensioni sui titoli periferici e la forza del dollaro hanno reso volatile il cambio. L'incertezza circa le possibili nuove azioni della BCE, se necessarie, dopo la fine del Quantitative Easing hanno poi completato il quadro. Questo scenario ci spinge a confermare una maggiore forza del dollaro almeno nel breve/medio termine, col cambio EUR/USD a 1,16 a 1 mese e 1,15 a 3 mesi. Recupero dell'euro a 1,18 a 6 mesi e 12 mesi e 1,24 a 24 mesi.

EUR/GBP: la sterlina ha confermato la sua debolezza anche nel 3° trimestre. I fattori-chiave restano i soliti: peggioramento dell'economia, difficoltà nelle trattative sulla Brexit e un atteggiamento attendista della Banca d'Inghilterra circa un futuro rialzo dei tassi. L'ipotesi di non giungere ad un accordo sulla Brexit farebbe emergere la necessità di prepararsi ad uno scenario di uscita senza accordo del Regno Unito dell'Unione. Nel breve il cambio EUR/GBP è visto a 0,89; nel medio termine attorno a 0,91-0,92, mentre nel lungo termine (12 e 24 mesi) rispettivamente a 0,91 e 0,94.

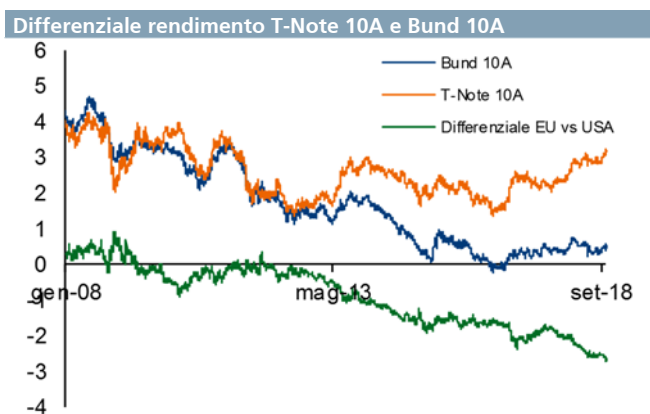
EUR/JPY: la volatilità sui mercati ha accentuato l'avversione al rischio degli operatori, consentendo alla valuta giapponese di recitare a pieno il ruolo di moneta rifugio. Benché il cambio sia attualmente in area 130, lo yen fatica a deprezzarsi nel breve contro euro, malgrado la BoJ confermi il suo approccio espansivo. Le stime di breve indicano 131-130 a 1-3 mesi. Nel medio-lungo: 135 a 6 mesi; 136 a 12 mesi; 140 a 24 mesi.



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

USD: volatile sulle dichiarazioni di Trump; la Fed prosegue nel rialzo tassi

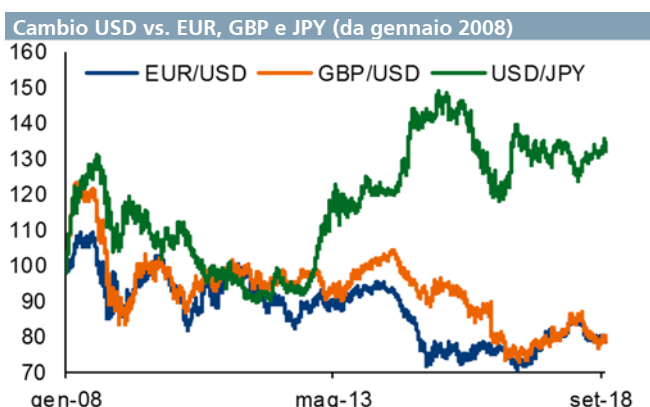
Fed: il terzo rialzo del 2018 segna la fine della politica monetaria accomodante. La riunione del 26 settembre si è conclusa con un aumento di 25pb del tasso dei Fed funds, a 2-2,25%. Il rialzo, votato all'unanimità, è il terzo da inizio anno. L'economia viene definita forte mentre l'inflazione resta stabile intorno al target del 2%. L'unica modifica al testo è stata l'eliminazione della valutazione della politica monetaria come "accomodante", segnale formale di un definitivo cambio di passo della Fed. Sullo scenario tassi, Powell ha affermato che una rapida accelerazione dell'inflazione produrrebbe un sentiero più aggressivo di rialzi, ma che al momento non vi sono segnali in questo senso, confermando il 4° e ultimo rialzo per fine anno ma non l'8 novembre.

Fattori chiave sul dollaro. A nostro avviso, ci sono alcuni fattori-chiave da monitorare sul dollaro. Oltre al già citato ultimo rialzo Fed, previsto per fine anno, la politica dell'Amministrazione Trump sembra essere il contenitore di tutti i prossimi fattori di tensione per la divisa USA. Le critiche di Trump alla Fed, accusata di una politica sui tassi troppo aggressiva, stanno ottenendo il risultato di smussare gli effetti eccessivamente rialzisti sulla valuta USA. Il tutto in vista delle elezioni di *mid-term* negli USA, vero banco di prova della politica del Presidente. Vedremo infatti se il rinnovo del Congresso porterà vantaggio al Presidente Trump consolidando la sua politica estera aggressiva di dazi, tariffe, embargo petrolifero (Iran) e critica al sistema dei cambi internazionale. Il tutto attuato però cercando di non scaricare eccessivamente sul dollaro i costi, in termini di apprezzamento, delle sue scelte politiche. Più difficile interpretare lo scenario in caso di sconfitta alle elezioni. Probabile un approccio più moderato nella seconda parte del mandato, seppur in un quadro di economia forte, Fed a guardia dei tassi e dollaro non eccessivamente rivalutato.

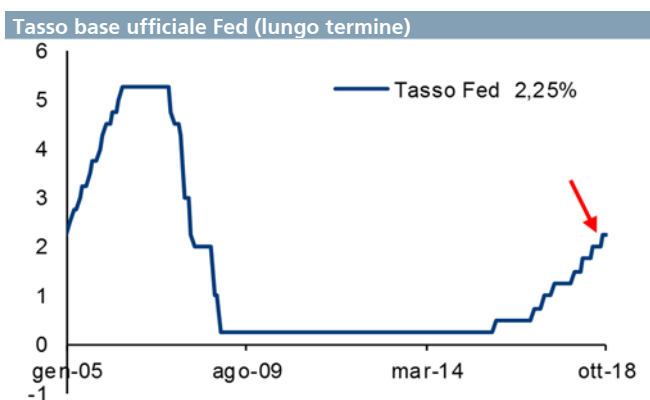
EUR/USD: le mosse di Trump, sia dal lato della guerra dei dazi che dal lato della critica all'operato della Fed, hanno aumentato la volatilità sul dollaro ma ne hanno limitato l'apprezzamento, vista la chiara posizione restrittiva della Banca centrale. Di contro, la fase di decisa turbolenza in Europa, dovuta a tre fattori – le difficoltà sulla Brexit, il rallentamento economico generalizzato e i dubbi del mercato sulle scelte economiche in Italia – ha reso più volatile l'euro. Questo scenario ci spinge a confermare una maggiore forza del dollaro almeno nel breve/medio termine, col cambio EUR/USD a 1,16 a 1 mese e 1,15 a 3 mesi. Atteso un recupero dell'euro a 1,18 a 6 mesi e 1,24 a 24 mesi.

GBP/USD: le dichiarazioni di Trump circa un'eccessiva foga restrittiva della Fed hanno contribuito a creare incertezza sul dollaro in vista dell'ultimo rialzo Fed, previsto entro fine anno. L'ambiguo scenario sulla Brexit continua a penalizzare la sterlina, a cui si contrappone invece la volatilità del dollaro, in balia delle mosse dell'Amministrazione Trump sul commercio e in generale sulla politica estera, che hanno ovvi riflessi sulla curva dei rendimenti dei Treasury. Le stime di breve sul cambio vedono 1,30 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.

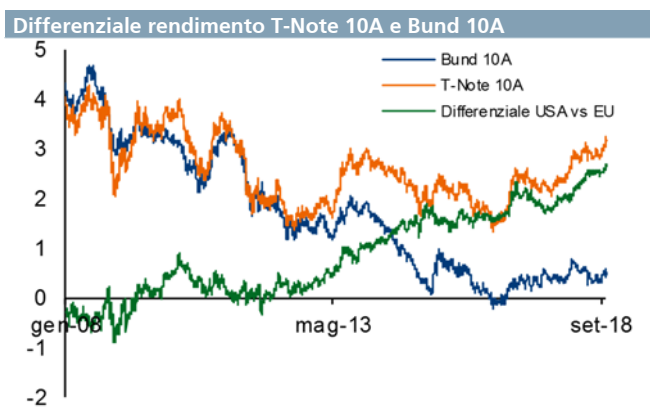
USD/JPY: superata la diatriba commerciale fra USA e Giappone, sul dollaro/yen pesano le scelte (opposte) di Fed (restrittiva) e BoJ (espansiva), seppur in un quadro di volatilità e incertezza che rischia di far apprezzare ancora lo yen in quanto asset difensivo, ampliando gli effetti negativi sull'economia giapponese. 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.



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

GBP: le difficoltà sulla Brexit e l'attendismo della BoE pesano sulla sterlina

Le difficoltà sulla Brexit deprimono la sterlina. Ennesima fumata nera fra Europa e Gran Bretagna sui termini della Brexit; resta infatti ancora aperto il tema dei confini irlandesi. La sterlina appare debole contro le principali valute, pagando lo scotto dell'ennesimo nulla di fatto sulla questione irlandese, in seno al tema più ampio del distacco di Londra dall'Unione Europea. Il dossier "Irlanda del Nord" è ormai diventato il vero ostacolo al possibile accordo, opinione espressa anche dalla stessa Theresa May, che ha precisato come l'intoppo rimasto su questo punto, dopo i colloqui a Bruxelles, resti "un problema significativo". Londra infatti rigetta l'ipotesi che si possa ricostituire un confine fra Irlanda del Nord e Sud, anche se con controlli doganali blandi. Insomma nessun accordo sul cosiddetto *backstop*, il meccanismo di salvaguardia che dovrebbe assicurare lo status quo in Irlanda almeno fino a una successiva intesa definitiva ma che la premier May sembra poter accettare solo a termine. Non tanto per i motivi di carattere economico, che appaiono molto smussati, ma perché questa condizione romperebbe l'accordo in seno all'attuale Governo, vista la sua dipendenza dal sostegno del DUP, il partito unionista pro-Brexit nord-irlandese. Più sullo sfondo, occorre dirlo, restano anche le posizioni legate agli accordi con gli indipendentisti irlandesi, e in particolare con le frange armate, il cui cessate il fuoco ormai pluriennale è legato anche alla mancanza di barriere e confini fra le due Irlande.

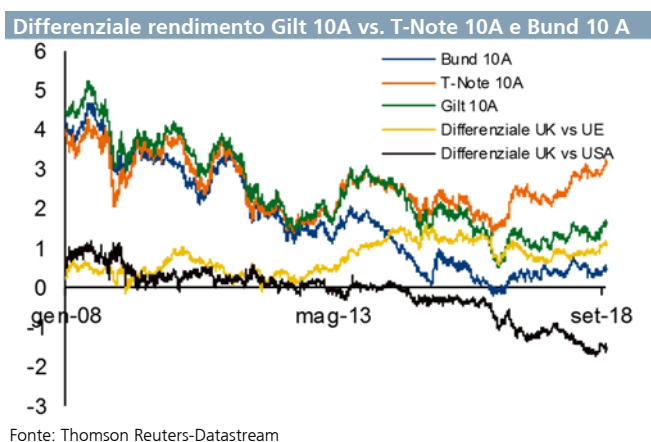
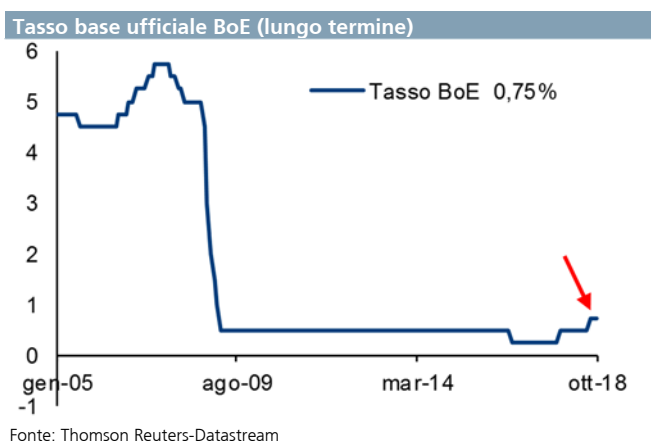
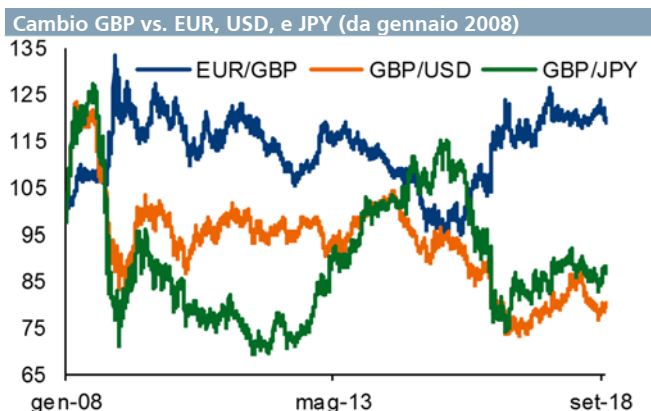
La BoE conferma il tasso allo 0,75%, a settembre, ma resta vigile sulla Brexit. Il mercato continua a pensare che l'aumento del tasso di interesse di agosto rientri nel processo di "normalizzazione" della politica monetaria della BoE ed abbia lo scopo di frenare l'inflazione. Resta valido lo scenario di sostanziale attesa, per la valuta, in vista della risoluzione del processo Brexit. Il prossimo meeting della Banca d'Inghilterra è in calendario il 1° novembre.

EUR/GBP: la sterlina ha confermato la sua debolezza anche nel 3° trimestre; i fattori alla base restano i soliti: peggioramento dell'economia, difficoltà nelle trattative sulla Brexit e un atteggiamento attendista della Banca d'Inghilterra. Il rialzo dei tassi per contrastare l'inflazione in Gran Bretagna, scenario piuttosto remoto in questa fase di turbolenza, andrebbe comunque inteso come un'occasione per la BoE di riabbassarli, qualora l'effetto finale della Brexit fosse molto negativo. Nel breve il cambio EUR/GBP è visto a 0,89; nel medio termine attorno a 0,91-0,92, mentre nel lungo termine (12 e 24 mesi) rispettivamente a 0,91 e 0,94.

GBP/USD: l'ambiguo scenario sulla Brexit continua a penalizzare la sterlina, a cui si contrappone invece la volatilità del dollaro, costantemente in balia delle mosse dell'amministrazione Trump sul commercio, e in generale sulla politica estera, che hanno ovvi riflessi sulla curva dei rendimenti dei Treasury. Le dichiarazioni di Trump circa un'eccessiva foga restrittiva della Fed hanno contribuito a creare ulteriore incertezza in vista dell'ultimo rialzo Fed, previsto entro fine anno. Le stime di breve sul cambio vedono 1,30 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: la sterlina frena l'apprezzamento in atto contro yen a causa dell'incertezza sulla Brexit. A questo ha contribuito anche

l'attendismo della BoE, mentre il deprezzamento dello yen consolida, dopo le rassicurazioni circa l'impegno della BoJ per una politica monetaria ancora espansiva. Le stime di breve indicano 146 (a 1 e 3 mesi). Nel medio-lungo: 147 a 6 mesi, 146 a 12 mesi e 152 a 24 mesi.



JPY: la BoJ resta espansiva ma la ricerca di beni rifugio spinge al rialzo lo yen

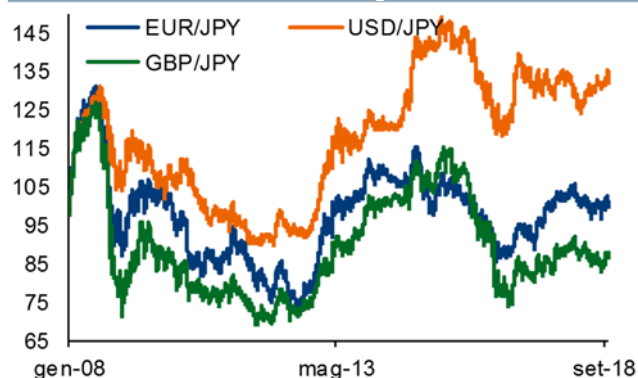
La BoJ resta espansiva in vista del meeting del 31 ottobre. La Banca centrale del Giappone (BoJ) è entrata in una fase in cui deve considerare non solo i pregi ma anche i difetti del proprio massiccio programma di stimolo monetario. Questi commenti del governatore Kuroda evidenziano i crescenti timori della BoJ circa l'aumento dei costi e la diminuzione dei benefici del programma di stimolo all'economia, che ha eroso gli utili delle banche senza riuscire a far risalire l'inflazione verso il target del 2%. Kuroda ha sottolineato però come l'impegno di mantenere i tassi molto bassi per un periodo prolungato non significhi obbligatoriamente che essi resteranno permanentemente vicino allo zero e che l'Istituto centrale potrebbe alzare il costo del denaro se l'inflazione accelererà eccessivamente. Dal lato politico poi, ci si aspetta che finalmente il premier Abe faccia approvare, il prossimo anno, l'aumento dell'IVA al 10%, già rinviato due volte: con queste entrate si cercherà di ridurre il debito pubblico e finanziare il sistema di welfare. Abe, durante il summit con Trump di fine settembre, è riuscito a evitare l'applicazione dei dazi che avrebbero avuto un effetto depressivo sull'economia giapponese, fortemente sbilanciata sulle esportazioni. E' probabile che lo yen, in questo scenario di costante incertezza, prosegua nel suo oscillare fra 126-132 contro euro e 110-112 contro dollaro, almeno nel breve.

EUR/JPY: la valuta giapponese, nelle ultime settimane, ha svolto a pieno il suo ruolo di moneta rifugio (a seguito della volatilità sui mercati), e scambia da qualche seduta in area 130 contro euro. Nonostante la BoJ confermi il suo approccio espansivo, lo yen fatica a deprezzarsi strutturalmente contro euro anche a causa delle considerazioni, ritenute di stampo più "normalizzante", espresse da Kuroda sui tassi giapponesi. Le stime di breve indicano 131-130 a 1-3 mesi. Nel medio-lungo: 135 a 6 mesi, 136 a 12 mesi, 140 a 24 mesi.

USD/JPY: la maggiore incognita per il dollaro/yen restano le scelte politiche di Trump, nonostante l'economia giapponese sia riuscita ad evitare l'applicazione dei dazi USA, diretti a contrastare l'eccessivo surplus commerciale (69 miliardi di dollari) accumulato del Giappone nei confronti degli Stati Uniti. Un'economia come quella giapponese, basata sulle esportazioni, ne sarebbe uscita oltremodo penalizzata. Scongiurata, per ora, la guerra commerciale tra Tokyo e Washington, 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.

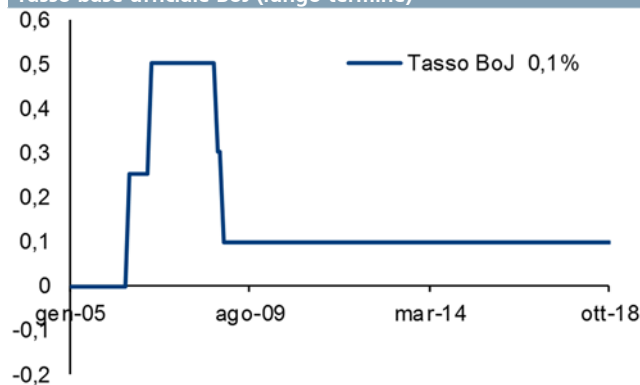
GBP/JPY: la sterlina frena l'apprezzamento in atto contro lo yen a causa dell'incertezza sulla Brexit, cui si somma anche l'attendismo della BoE nel rialzare i tassi. Il deprezzamento dello yen è dovuto alle rassicurazioni circa l'impegno della BoJ per una politica monetaria ancora espansiva. Le stime di breve indicano 146 (a 1 e 3 mesi). Nel medio-lungo: 147 a 6 mesi, 146 a 12 mesi e 152 a 24 mesi.

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



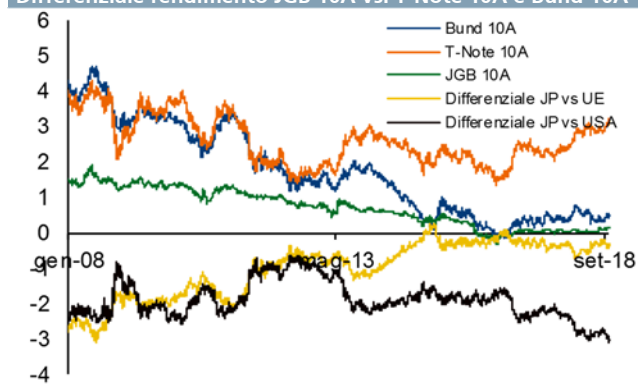
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 3.09.2018.

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: Cristina Baiardi, Maria Giovanna Cerini, Daniela Piccinini