

EUR/USD tra BCE, Brexit e tensioni dalla guerra sui dazi

EUR – La BCE si avvicina alla fine del QE ma aumentano le tensioni sui mercati e sull'euro. La BCE si avvicina alla scadenza del programma di acquisto dei titoli di Stato che è prevista a fine anno. I soldi già impegnati verranno reinvestiti allo scadere dei titoli, ma non verrà immessa nuova liquidità ogni mese, come invece accadeva fino ad ora. La prossima riunione BCE sarà il 13 settembre. In questo quadro si innestano altri due fattori di squilibrio. La volatilità sull'euro legata alle trattative con la Gran Bretagna sulla Brexit, che va vista in un'ottica di destabilizzazione della valuta unica, intesa come sintesi della forza dell'Unione Europea. Ed infine le tensioni esogene legate alla guerra dei dazi promossa dall'Amministrazione Trump, che sta coinvolgendo tutte le principali aree economiche del mondo e le loro valute. Questo scenario ci spinge a confermare una maggiore forza del dollaro almeno nel breve/medio termine, col cambio EUR/USD a 1,15 a 1 e 3 mesi. Recupero dell'euro a 1,18 a 6 mesi; 1,18 anche a 12 mesi e 1,24 a 24 mesi.

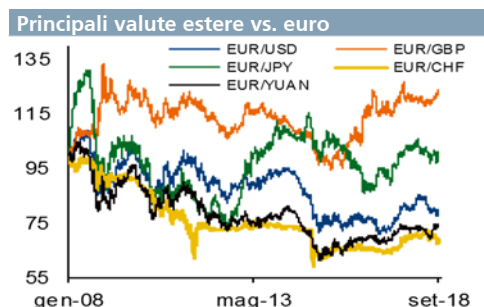
USD – Powell conferma la strategia della Fed nonostante le critiche di Trump. Al simposio di Jackson Hole (Wyoming) il presidente della Fed, Jerome Powell, è stato chiarissimo: "se la forte crescita di reddito e lavoro continuerà, è probabile che si procederà ad ulteriori aumenti graduali dei tassi". Nessun passo indietro da parte del numero uno della Fed anche a fronte delle critiche espresse dal presidente Trump, che ha manifestato la propria perplessità sulla strategia della Banca centrale statunitense. Trump ha sostenuto che il rialzo dei tassi di interesse (altri due da qui a fine anno) rischia di frenare l'economia americana, che dovrebbe invece essere aiutata di più dalla Fed. Questo ha dato adito a Trump per un'ulteriore critica sul futuro apprezzamento del dollaro, ritenuto eccessivo, che rischia di agevolare altre valute concorrenti come euro e yen.

GBP – La BoE alza i tassi ma restano forti timori sul buon esito della Brexit. L'eventualità di un mancato accordo produrrebbe conseguenze talmente vaste da costringere a redigere una serie di linee guida al fine di prepararsi a questo scenario. Nelle prossime settimane saranno resi noti ulteriori documenti tecnici che entrino nello specifico dei possibili cambiamenti. Questo rende l'idea di quanto sia ancora farraginoso e incerto lo scenario post-Brexit, motivo per cui molte tensioni si stanno scaricando sulla sterlina, indebolitasi molto nonostante il rialzo dei tassi attuato dalla BoE nella riunione di agosto. Il rialzo dei tassi consentirebbe inoltre alla BoE di avere la possibilità di riabbassarli, qualora il definitivo effetto Brexit fosse negativo.

JPY – La BoJ resta espansiva ma lo yen è sotto pressione a causa dei negoziati commerciali fra USA e Giappone. La Banca centrale del Giappone, lo scorso 31 luglio, ha mantenuto il costo del denaro vicino allo zero ma non ha fatto mistero del fatto che ci vorrà "più tempo rispetto a quanto previsto" affinché venga raggiunto il target d'inflazione del 2% (fissato ormai da tempo al 2020 inoltrato). La maggiore incognita per lo yen riguarda le scelte politiche di Trump. Un mancato esito positivo dei negoziati circa la riduzione del deficit commerciale bilaterale fra USA e Giappone potrebbe costringere l'Amministrazione Trump a minacciare dazi sulle auto "made in Japan". Settore che pesa mezzo punto percentuale della crescita nipponica. Inoltre, qualora la guerra commerciale tra Tokio e Washington dovesse diventare più intensa generando volatilità e incertezza, questo finirebbe per far apprezzare ulteriormente lo yen, amplificando gli effetti negativi sull'economia giapponese.

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1602	1,15	1,15	1,18	1,18	1,24
EUR/GBP	0,8955	0,90	0,91	0,92	0,91	0,94
EUR/JPY	128,84	128	130	135	136	140
Altre valute						
GBP/USD	1,2960	1,28	1,27	1,29	1,30	1,32
USD/JPY	111,03	112	113	114	115	113
GBP/JPY	143,92	143	143	145	149	153

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

3 settembre 2018

14:02 CET

Data e ora di produzione

3 settembre 2018

14:12 CET

Data e ora di prima diffusione

Nota mensile

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per investitori
privati e PMI

Mario Romani
Analista Finanziario

Titoli di Stato

Scadenza	Rendimento %
T-Note 10A	2,86
Bund 10A	0,34
Gilt 10A	1,44
JGB 10A	0,12

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Cambi

EUR/USD	1,1602
USD/JPY	111,03
GBP/USD	1,2960
EUR/CHF	1,1242
EUR/SEK	10,60
EUR/NOK	9,73
EUR/DKK	7,4555
USD/CAD	1,304
AUD/USD	0,7189
NZD/USD	0,6622
USD/ZAR	14,6887
EUR/JPY	128,84
EUR/GBP	0,8955
EUR/CAD	1,5128
EUR/AUD	1,6137
EUR/NZD	1,7515
EUR/ZAR	17,0405
EUR/ISK	124,92
EUR/HUF	326,60

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 31.08.2018 (salvo diversa indicazione).

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

EUR: la BCE si avvicina alla fine del QE, l'euro resta volatile a causa dei dazi

La BCE si avvicina alla fine del QE ma aumentano le tensioni sui mercati e sull'euro. La BCE si avvicina alla scadenza del programma di acquisto dei titoli di Stato che è prevista a fine anno. I soldi già impegnati verranno reinvestiti allo scadere dei titoli, ma non verrà immessa nuova liquidità ogni mese, come invece accadeva fino ad ora. Se la Grecia dopo 8 anni dice addio alla Troika ed esce dal programma di aiuti, non calano le tensioni sul debito periferico in Europa. Nervosismi che finiscono per scaricarsi sulla valuta unica europea, percepita come sintesi dell'Unione e come tale resa volatile in questa fase in cui la BCE sta, seppur lentamente, abbandonando il mercato dei titoli di stato. Sulla divisa unica pesano le parole del capo economista della BCE Praet, che ha affermato come il rischio associato a una politica definita troppo accomodante debba essere tenuto sotto controllo. Praet non ha negato però che possa esserci ancora bisogno di una politica monetaria paziente, prudente e persistente. La prossima riunione BCE sarà il 13 settembre. In questo quadro si innestano altri due fattori di squilibrio. La volatilità sull'euro legata alle trattative con la Gran Bretagna sulla Brexit, che va vista in un'ottica di destabilizzazione della valuta unica, intesa come sintesi della forza dell'Unione Europea. Ed infine le tensioni esogene legate alla guerra dei dazi promossa da Trump, che sta coinvolgendo tutte le principali aree economiche e le loro valute.

EUR/USD: frena il cambio euro/dollaro (sotto area 1,17) dopo aver lambito, negli scorsi giorni, area 1,1750, al massimo da un mese. Uno storno che arriva dopo la corsa degli ultimi giorni ma che spiega come lo sfociare di tensioni sui titoli periferici potrebbe portare a nuove azioni della BCE, se necessarie, dopo la fine del Quantitative Easing. A questo si sommano la tensione sulla Brexit, viste le difficoltà con la Gran Bretagna nel trovare un accordo, e le tensioni sui dazi, fomentate dal presidente Trump. Questo scenario ci spinge a confermare una maggiore forza del dollaro almeno nel breve/medio termine col cambio EUR/USD a 1,15 a 1 e 3 mesi. Recupero dell'euro a 1,18 a 6 mesi; 1,18 anche a 12 mesi e 1,24 a 24 mesi.

EUR/GBP: l'incertezza sulla Brexit pesa sulla sterlina, al punto da costringere il Governo inglese a pubblicare le linee guida (per ora generiche) in caso di mancato accordo con la UE. La BoE, dopo aver alzato i tassi allo 0,75% ad agosto, si riunisce il 13 settembre, costretta a fronteggiare la mancanza di progressi nelle trattative, col rischio di un deterioramento del ciclo economico. Nel breve il cambio EUR/GBP è visto a 0,90; nel medio termine attorno a 0,91, mentre nel lungo termine (12 e 24 mesi) rispettivamente a 0,91 e 0,94.

EUR/JPY: la volatilità in atto sui mercati ha consentito alla valuta giapponese di recitare a pieno il suo ruolo di moneta rifugio a seguito dei dissidi commerciali fra gli USA e il Giappone. Benché il cambio sia in area 130, lo yen fatica a deprezzarsi strutturalmente contro euro, nonostante la BoJ abbia confermato il suo approccio espansivo. Le stime di breve

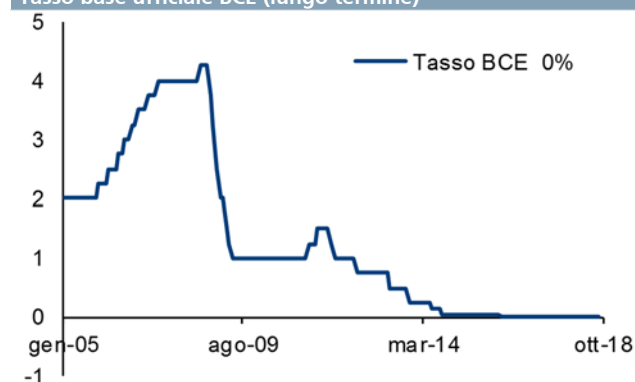
indicano 128-130 a 1-3 mesi. Nel medio-lungo: 135 a 6 mesi; 136 a 12 mesi; 140 a 24 mesi.

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



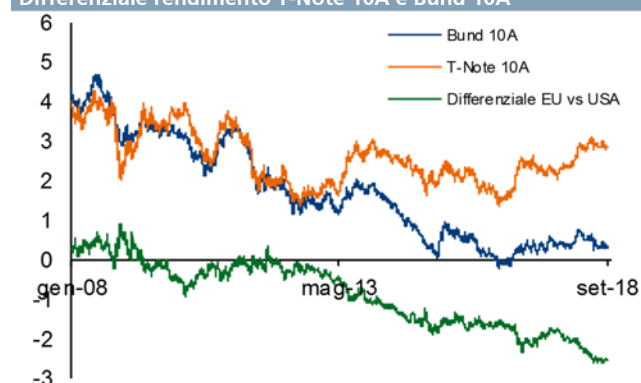
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

USD: la strategia Fed e la guerra commerciale sono i due driver del dollaro

Powell conferma la strategia della Fed nonostante le critiche di Trump. Al simposio di Jackson Hole (Wyoming) il presidente della Fed, Powell, è stato chiarissimo: "se la forte crescita di reddito e lavoro continuerà, è probabile che si procederà ad ulteriori aumenti graduali dei tassi", a conferma della posizione che era già emersa nell'ultimo meeting. La Fed farà quanto necessario per tenere sotto controllo l'inflazione evitando che salga oltre il tasso del 2%, fissato come target. Powell ha sottolineato che ad oggi non ci sono segnali che portino a un cambio di strategia per la Fed, in vista del meeting del 26 settembre. Nessun passo indietro da parte del numero uno della Fed anche a fronte delle critiche espresse dal presidente Trump, che ha manifestato la propria perplessità sulla strategia della Banca centrale statunitense. Specie dopo la revisione al rialzo del PIL del 2° trimestre di un decimo di punto (a 4,2% dalla precedente stima 4,1%) che conferma lo scenario macroeconomico e che giustifica le scelte di Powell. Trump ha sostenuto che il rialzo dei tassi di interesse rischia di frenare l'economia americana. Per quanto riguarda i rialzi, la prossima stretta monetaria dovrebbe avvenire a settembre, mentre a dicembre potrebbe esserci l'ultima e quarta del 2018. Proprio la conferma di questa cronologia ha dato adito a Trump per un'ulteriore critica sul futuro apprezzamento del dollaro, ritenuto eccessivo, che rischia di agevolare altre valute concorrenti, come euro e yen. Infine, la lotta commerciale intrapresa da Trump non aiuta il dollaro. Se si è chiusa la trattativa col Messico, resta aperto il fronte col Canada: ci sarà tempo fino a fine settembre riformare il NAFTA, l'accordo per il libero scambio dell'area nord-americana.

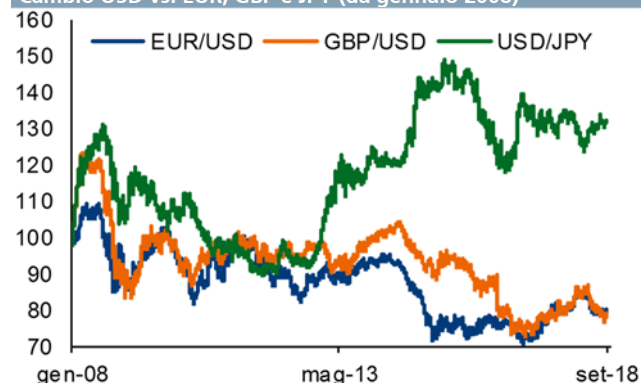
EUR/USD: le tensioni commerciali restano al centro del mercato valutario e guidano gli operatori nelle scelte di investimento. Le mosse di Trump, sia dal lato della guerra dei dazi che dal lato della critica all'operato della Fed, hanno aumentato la volatilità. In particolare, Trump è critico sul possibile eccessivo apprezzamento del dollaro che deriverebbe dalla strategia di rialzo dei tassi. In un momento in cui gli USA sono nel pieno delle trattative commerciali e il dollaro appare volatile, senza però ulteriori indebolimenti. Questo scenario ci spinge a confermare una maggiore forza del dollaro nel breve/medio termine, col cambio EUR/USD a 1,15 a 1 e 3 mesi. Recupero dell'euro a 1,18 a 6 mesi; 1,18 anche a 12 mesi e 1,24 a 24 mesi.

GBP/USD: l'incerto scenario sulla Brexit continua a penalizzare la sterlina, in una fase in cui la valuta USA appare molto volatile a causa delle mosse dell'Amministrazione Trump sul commercio e, in generale, sulla politica estera. A ciò si aggiungono le dichiarazioni di Trump circa un dollaro troppo forte, in contrasto col ciclo di rialzo dei tassi da parte della Fed. Il risultato di questo scontro è l'instabilità della divisa USA. Le stime di breve sul cambio vedono 1,28 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: sul dollaro/yen peserà l'esito della diatriba commerciale fra USA e Giappone. I negoziatori americani e giapponesi si sono incontrati ad agosto a Washington per la

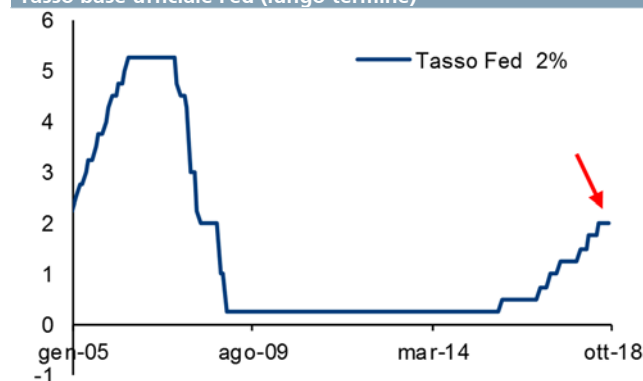
prima sessione di colloqui. Un quadro di volatilità e incertezza che rischia di far apprezzare ulteriormente lo yen, accrescendo gli effetti negativi sull'economia interna. Le stime a 1 mese indicano 112 (113 a 3 mesi). Nel medio-lungo: 114 a 6 mesi, 115 a 12 mesi e 113 a 24 mesi.

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



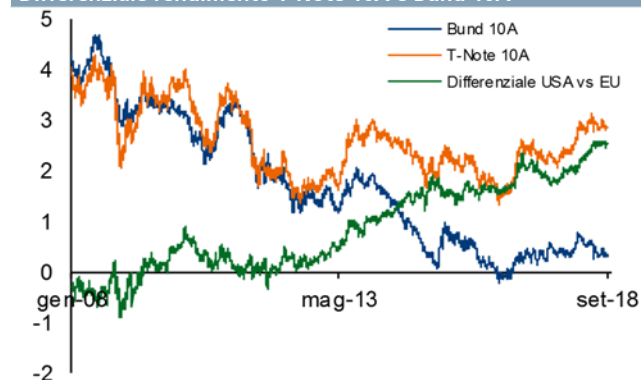
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

GBP: la BoE alza i tassi ma restano forti timori sul buon esito della Brexit

Lo stato del processo Brexit influenza negativamente la sterlina. Negli scorsi giorni il Governo inglese ha reso note le linee guida di comportamento, nel caso in cui il Paese esca dall'Unione Europea senza un accordo: il cosiddetto scenario "no deal" (nessun accordo), ovvero la peggiore conclusione possibile del processo Brexit. Il "no deal" scatterà nel marzo del 2019 nell'ipotesi che i negoziatori britannici ed europei non giungano a un accordo. L'eventualità di un mancato accordo produrrebbe conseguenze talmente vaste da costringere a redigere una serie di linee guida al fine di prepararsi a questo scenario. Nelle prossime settimane saranno resi noti ulteriori documenti tecnici che entrino nello specifico dei possibili cambiamenti. Questo rende l'idea di quanto sia ancora farraginoso e incerto lo scenario post-Brexit, motivo per cui molte tensioni si stanno scaricando sulla sterlina, indebolitasi molto nonostante il rialzo dei tassi attuato dalla BoE. L'ipotesi di non riuscire a trovare un accordo con l'Unione Europea per l'uscita della Gran Bretagna dal blocco, il prossimo anno, non viene eccessivamente drammatizzata da parte del Primo Ministro Theresa May. La sterlina appare stabile contro dollaro ed euro dopo le dichiarazioni del negoziatore UE Michel Barnier degli scorsi giorni che ha affermato come l'Europa sia pronta a negoziare comunque con la Gran Bretagna, evitando in tal modo una Brexit non regolamentata, deleteria per entrambi i soggetti.

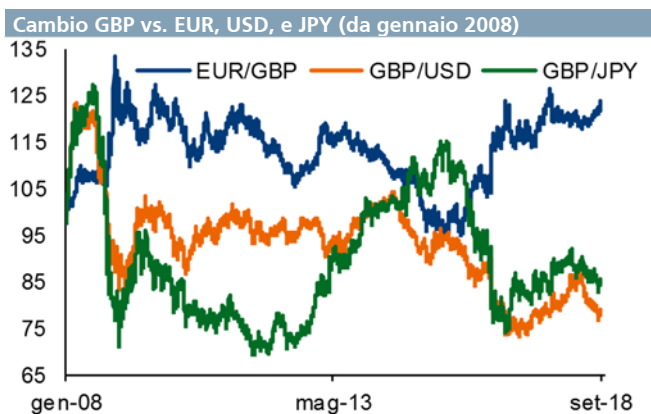
La BoE alza i tassi ma resta vigile sulla Brexit. La decisione BoE di alzare i tassi dello 0,25% (allo 0,75%) ad agosto è parsa come una mossa che rientra nel processo di "normalizzazione" dei tassi, e ha lo scopo di frenare l'inflazione che è al di sopra dell'obiettivo; aspetto che potrebbe soffocare gli investimenti delle imprese, impegnate con il processo della Brexit. Il rialzo dei tassi consentirebbe alla BoE di avere la possibilità di riabbassarli, qualora l'effetto Brexit fosse negativo. La sterlina ha beneficiato in maniera molto marginale di questa mossa, in vista del prossimo meeting della Banca d'Inghilterra del 13 settembre.

EUR/GBP: sulla divisa inglese resta l'incertezza sulla Brexit, visto il magro risultato ottenuto nel Consiglio UE del 28 e 29 giugno e i successivi improduttivi incontri fra i negoziatori inglesi e la UE. La BoE, dopo aver alzato i tassi allo 0,75% ad agosto, si riunisce nuovamente il 13 settembre e dovrà tener conto degli scarsissimi progressi nelle trattative, col rischio di un deterioramento del ciclo economico. Nel breve il cambio EUR/GBP è visto a 0,90; nel medio termine in area 0,91, mentre nel lungo termine (12 e 24 mesi) rispettivamente a 0,91 e 0,94.

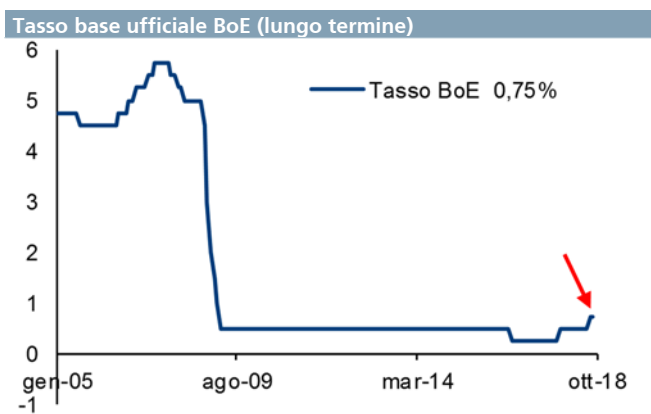
GBP/USD: l'incerto scenario sulla Brexit continua a penalizzare la sterlina, a cui si contrappone invece la volatilità del dollaro, costantemente in balia delle mosse dell'Amministrazione Trump sul commercio e in generale sulla politica estera. Le dichiarazioni di Trump circa un dollaro troppo forte hanno avuto poi l'effetto di mitigare l'inasprimento del ciclo di rialzo dei tassi da parte della Fed. Le stime di breve sul cambio vedono 1,28 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 il proprio apprezzamento a causa dell'incertezza della Brexit e nonostante il rialzo dei tassi da parte

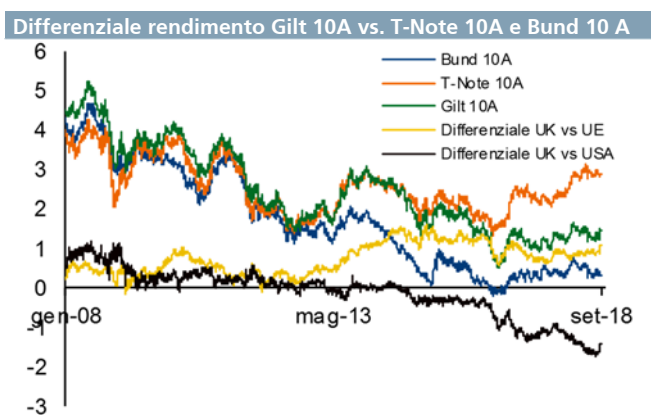
della BoE, mentre il deprezzamento dello yen consolida, dopo le rassicurazioni circa l'impegno della BoJ per una politica monetaria ancora espansiva. Le stime di breve indicano 143 (a 1 e 3 mesi). Nel medio-lungo: 145 a 6 mesi, 149 a 12 mesi e 153 a 24 mesi.



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

JPY: BoJ espansiva ma la guerra commerciale USA/Giappone pesa sullo yen

La BoJ resta espansiva ma lo yen è sotto pressione a causa dei negoziati commerciali fra USA e Giappone. La Banca centrale del Giappone, lo scorso 31 luglio, ha mantenuto il costo del denaro vicino allo zero (sui titoli decennali attorno allo zero e sui titoli a breve a -0,1%) ma non ha fatto mistero del fatto che ci vorrà "più tempo rispetto a quanto previsto" affinché venga raggiunto il target d'inflazione del 2% (fissato ormai da tempo al 2020 inoltrato). Fra le misure annunciate dalla BoJ: l'acquisto più flessibile di titoli da parte del proprio programma e l'impegno di acquistare JGB (i titoli di stato giapponesi) a un ritmo annuale di circa 80 trilioni di yen per ancorare i rendimenti a 10 anni al loro obiettivo. Infine, in risposta alle critiche sul fatto che la sua politica dei tassi d'interesse negativi stia erodendo la redditività delle banche giapponesi, la BoJ ha anche annunciato che ridurrà l'ammontare del saldo di riserva delle banche su cui applicare tassi negativi (l'attuale livello medio di riserva per le banche è di 10 trilioni di yen). Sul fronte politico, con un PIL in recupero nel 2° trimestre 2018 a un tasso dell'1,9% a/a (+0,5% t/t), il primo ministro Abe rafforza ulteriormente la possibilità di essere rieletto (a settembre) alla guida del Partito Liberaldemocratico, aumentando le sue probabilità di ottenere un nuovo mandato triennale alla guida del Giappone, specie in questa fase di colloqui commerciali con gli USA. E' probabile che lo yen, in questo scenario, possa continuare a oscillare in un range definito sia contro euro (126-132) sia contro dollaro (110-112), almeno nel breve.

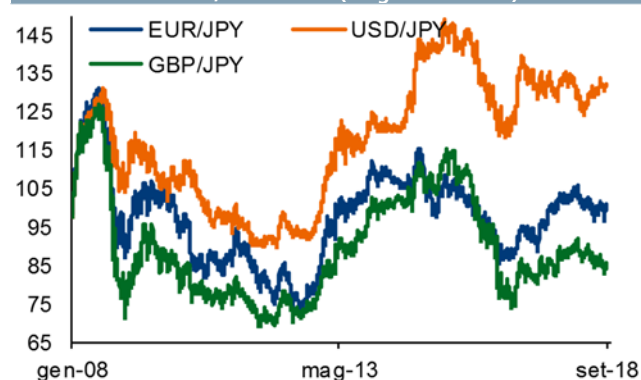
EUR/JPY: la valuta giapponese, che ha recitato a pieno il suo ruolo di moneta rifugio (a seguito delle incertezze sulle tariffe commerciali), scambia da qualche seduta in area 130. Nonostante la BoJ confermi il suo approccio espansivo, lo yen fatica a deprezzarsi strutturalmente contro euro. Le stime di breve indicano 128-130 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 riguarda le scelte politiche di Trump. Un mancato esito positivo dei negoziati circa la riduzione del deficit commerciale bilaterale fra USA e Giappone, i cui colloqui iniziati a Washington ad agosto proseguiranno a New York fra qualche settimana, potrebbe costringere l'Amministrazione Trump a minacciare dazi sulle auto "made in Japan". Settore che pesa mezzo punto percentuale della crescita nipponica. Inoltre, qualora la guerra commerciale tra Tokio e Washington dovesse diventare più intensa generando volatilità e incertezza, questo finirebbe per far apprezzare ulteriormente lo yen, amplificando gli effetti negativi sull'economia giapponese. Le stime a 1 mese indicano 112 (113 a 3 mesi). Nel medio-lungo: 114 a 6 mesi, 115 a 12 mesi e 113 a 24 mesi.

GBP/JPY: il deprezzamento dello yen contro la sterlina si basa sulle rassicurazioni circa l'impegno della BoJ per una politica monetaria ancora espansiva. Di contro, la sterlina frena il proprio apprezzamento a causa dell'incertezza circa la Brexit e nonostante

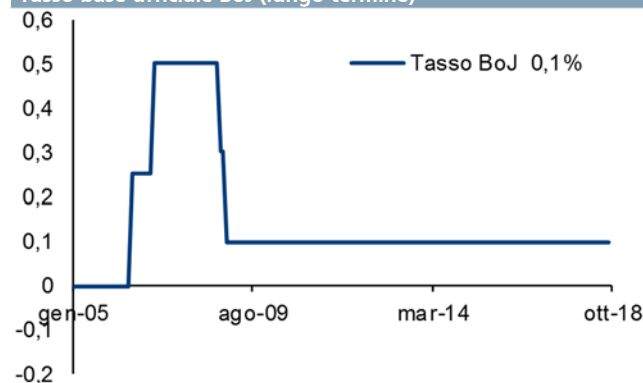
il rialzo dei tassi da parte della BoE. Le stime di breve indicano 143 (a 1 e 3 mesi). Nel medio-lungo: 145 a 6 mesi, 149 a 12 mesi e 153 a 24 mesi.

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



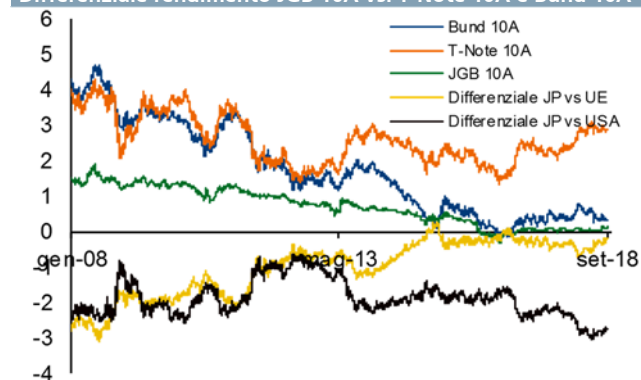
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 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 02.07.2018.

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