

## L'EUR/USD risente ancora delle decisioni di Fed e BCE

**EUR – BCE: tassi fermi per tutto il 2019 e possibilità di nuove misure espansive, euro in calo.** Tra i molti interventi dei banchieri della BCE in agenda nelle scorse settimane, successivi al meeting del 7 marzo, spiccano le parole di Draghi, che afferma come l'istituto centrale abbia ancora qualche arma espansiva qualora la situazione peggiorasse ulteriormente. Frasi che non hanno più di tanto scosso il trend del cambio euro/dollaro. Il presidente della BCE Draghi aveva già riconosciuto un rallentamento della crescita nell'area euro più persistente del previsto; nell'ultima occasione ha anche affermato che la BCE resta pronta ad "accompagnare l'economia aggiustando la *forward guidance* sui tassi per riflettere le nuove prospettive dell'inflazione". A queste notizie l'euro ha reagito deprezzandosi. Il cambio EUR/USD è visto a: 1,14 (da 1,12) a 1 mese; 1,15 (da 1,13) a 3 mesi; 1,16 a 6 mesi (stabile); 1,20 (stabile) a 12 mesi e 1,22 (da 1,25) a 24 mesi.

**USD – Dollaro in ripresa nonostante il messaggio più accomodante espresso dalla Fed a marzo.** Le prospettive per la valuta statunitense e, nel complesso, per gli asset finanziari e per lo scenario macroeconomico statunitense restano condizionate dall'evoluzione di alcuni rischi per lo scenario globale, come Brexit e le relazioni commerciali tra USA e Cina. Il dollaro ha trovato un driver importante nell'impostazione più espansiva delle previsioni espressa dalla Fed nella riunione di marzo. La Fed ha mostrato un atteggiamento decisamente preventivo trovandosi in una fase del ciclo monetario ben più avanti rispetto alla BCE, che ha anch'essa sorpreso i mercati in senso *dovish* a marzo. Il quadro che ne emerge è di maggior allineamento fra le posizioni della Fed e di Trump, volte a non inasprire il costo del denaro, favorendo la crescita statunitense e impedendo un eccessivo apprezzamento del dollaro.

**GBP – Sterlina in balia della Brexit, anche la BoE resta in attesa di capire l'esito della vicenda.** La sterlina è in attesa di chiarite sul fronte politico dopo che la premier May intende fare un ultimo tentativo di alleanza trasversale coi laburisti e chiedere un rinvio ulteriore della Brexit. Anche la Banca d'Inghilterra resta alla finestra e attende l'esito della vicenda. Viene ribadito, ancora una volta, che la risposta della politica monetaria alla Brexit, qualunque sia la sua forma, non sarà automatica e potrebbe essere in entrambe le direzioni. Confermiamo come la sterlina abbia già dimostrato di reagire positivamente solo a fronte di una Brexit condivisa e accettata nell'insieme delle sue regole soft, indebolendosi invece in caso di altre soluzioni più drastiche.

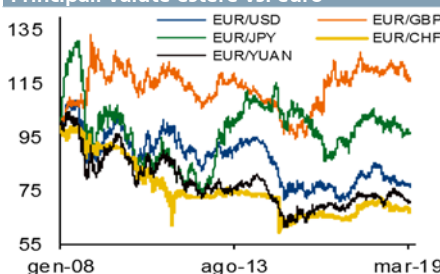
**JPY – La BoJ non esclude di espandere ulteriormente la propria politica monetaria.** Nella riunione dello scorso 15 marzo la Banca centrale giapponese ha espresso una visione più pessimistica sulla crescita dell'economia e ha confermato la propria politica monetaria ultra-accomodante. I membri del Board della Bank of Japan (BoJ) sono arrivati alla conclusione che l'economia nipponica resta caratterizzata da una fragile crescita, mentre l'inflazione ostinatamente si attesta al di sotto dell'obiettivo del 2%. La Banca centrale ha espresso la sua preoccupazione per le conseguenze del rallentamento cinese sul ciclo interno e per l'impatto dell'aumento dell'IVA sui consumi. La discussione fra i membri è pertanto ruotata intorno alla considerazione di varare ulteriori misure di allentamento monetario. Un quadro che in vista del meeting del 25 aprile conferma il nostro Outlook di probabile deprezzamento dello yen, specie contro dollaro, ma resta vincolato all'eccesso di avversione al rischio che potrebbe svilupparsi sui mercati finanziari.

### Previsioni tassi di cambio

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
<b>Euro</b>						
EUR/USD	1,1244	1,14	1,15	1,16	1,20	1,22
EUR/GBP	0,8538	0,86	0,87	0,88	0,91	0,92
EUR/JPY	125,34	126	127	129	134	134
<b>Altre valute</b>						
GBP/USD	1,3170	1,32	1,32	1,32	1,32	1,32
USD/JPY	111,47	110	111	111	112	110
GBP/JPY	146,80	147	147	148	148	150

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

### Principali valute estere vs. euro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

4 aprile 2019

14:05 CET

Data e ora di produzione

4 aprile 2019

14:10 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	2,50
Bund 10A	-0,01
Gilt 10A	1,08
JGB 10A	-0,04

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

### Cambi

EUR/USD	1,1244
USD/JPY	111,47
GBP/USD	1,3170
EUR/CHF	1,1213
EUR/SEK	10,42
EUR/NOK	9,62
EUR/DKK	7,4644
USD/CAD	1,3313
AUD/USD	0,7121
NZD/USD	0,6789
USD/ZAR	14,1472
EUR/JPY	125,34
EUR/GBP	0,8538
EUR/CAD	1,4969
EUR/AUD	1,5791
EUR/NZD	1,6564
EUR/ZAR	15,9077
EUR/ISK	133,97
EUR/HUF	319,79

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 03.04.2019 (salvo diversa indicazione).

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

## EUR: la BCE afferma di non aver esaurito le misure di sostegno, euro in calo

**BCE: tassi fermi per tutto il 2019 e possibilità di nuove misure espansive, euro in calo.** Tra i molti interventi dei banchieri della BCE in agenda nelle scorse settimane, successivi al meeting del 7 marzo, spiccano le parole di Draghi, che afferma come l'istituto centrale abbia ancora qualche arma espansiva qualora la situazione peggiorasse ulteriormente. Frasi che non hanno più di tanto scosso il trend del cambio euro/dollaro. Il presidente della BCE Draghi aveva già riconosciuto un rallentamento della crescita nell'area euro più persistente del previsto; nell'ultima occasione ha anche affermato che la BCE resta pronta ad "accompagnare l'economia aggiustando la *forward guidance* sui tassi per riflettere le nuove prospettive dell'inflazione". Anche dai movimenti sui bond europei è evidente come il ruolo della BCE resti cruciale per le prospettive future. A queste notizie l'euro ha reagito deprezzandosi: confermiamo peraltro che il mercato da tempo sottolineava come le condizioni economiche in cui anche solo si ipotizzava l'avvio della stretta monetaria fossero nettamente più fragili. Aver procrastinato il rialzo del costo del denaro sta impedendo l'apprezzamento dell'euro, indesiderato in questa fase di debolezza del ciclo europeo. Un euro meno forte sarebbe un volano per l'export, già in difficoltà negli ultimi mesi. La BCE tornerà a riunirsi il prossimo 10 aprile.

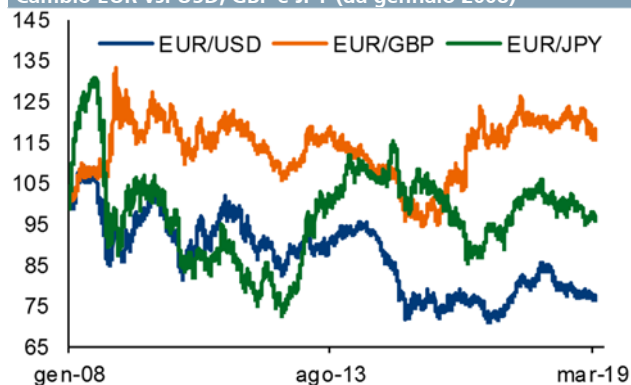
**EUR/USD:** il cambio euro/dollaro resta guidato dalla somma di due fattori: da un lato, l'apprezzamento del dollaro nei confronti del basket delle principali valute, che deriva dalla ripresa della propensione al rischio pur in un quadro in cui la Fed appare decisamente più accomodante; dall'altro, la debolezza dell'euro dopo le scelte della BCE e le successive dichiarazioni di Draghi e altri membri del Board. I tassi resteranno su livelli pari a quelli attuali almeno fino alla fine del 2019 e, in ogni caso, finché sarà necessario per assicurare che l'inflazione continui stabilmente a convergere su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine. Uno scenario che non dovrebbe favorire l'apprezzamento dell'euro. Il cambio EUR/USD è visto a: 1,14 (da 1,12) a 1 mese; 1,15 (da 1,13) a 3 mesi; 1,16 a 6 mesi (stabile); 1,20 (stabile) a 12 mesi e 1,22 (da 1,25) a 24 mesi.

**EUR/GBP:** sul cambio pesa il tema della Brexit, che lo stesso Draghi non manca mai di ribadire essere uno dei temi di criticità che hanno spinto la BCE al cambio di *guidance*, decisamente più espansiva rispetto alle attese di qualche mese fa. Uno scenario che nei fatti sta allontanando un eccessivo apprezzamento della valuta unica. La sterlina, di contro, sembra beneficiare di un cauto ottimismo circa la possibile risoluzione della questione in direzione di una *soft-Brexit* da tutti auspicata. Nel breve l'EUR/GBP è visto a 0,86 a 1 mese (da 0,85) e 0,87 a 3 mesi (da 0,86); nel medio termine attorno a 0,88-0,91 (6 e 12 mesi), a 0,92 (da 0,95) a 24 mesi.

**EUR/JPY:** il clima di cauto ottimismo sulle trattative USA-Cina non sembra frenare l'avversione al rischio sui mercati, complice anche la lunga trattativa sulla Brexit in Europa. Il fattore di massimo disturbo sullo yen, ovvero l'avversione al rischio, resta

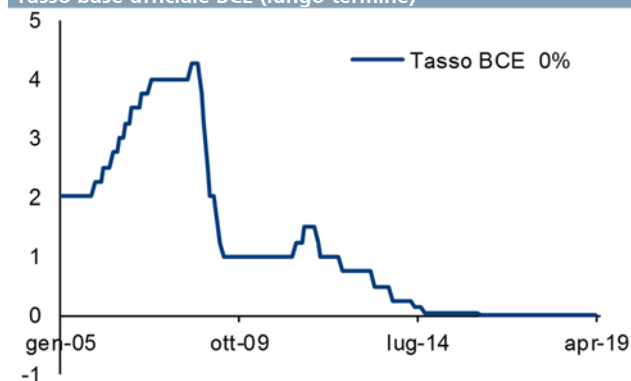
il principale ostacolo al deprezzamento nei confronti dell'euro, a cui però si aggiunge un'inattesa debolezza della valuta unica. Lo yen torna così vicino ai massimi contro euro (area 125), rafforzandosi ulteriormente nonostante la riconferma dell'approccio espansivo della Banca del Giappone. Le stime indicano 126-127 (da 124-125) a 1-3 mesi. Nel medio-lungo: 129 a 6 mesi, 134 a 12 mesi e ancora 134 (da 138) a 24 mesi.

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



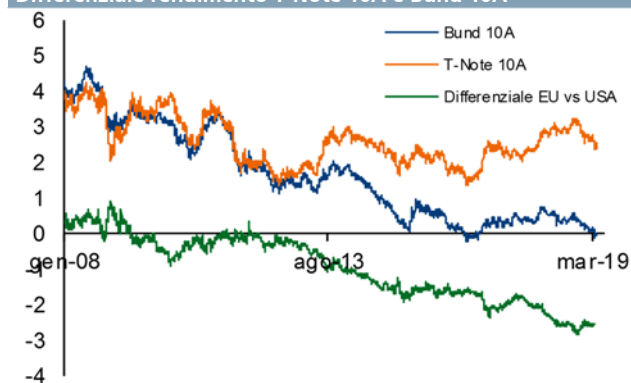
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## USD: dollaro comunque solido dopo il messaggio accomodante della Fed

**Dollaro in ripresa nonostante il messaggio più accomodante espresso dalla Fed a marzo.** Le prospettive per la valuta statunitense e, nel complesso, per gli asset finanziari e per lo scenario macroeconomico statunitense restano condizionate dall'evoluzione di alcuni rischi per lo scenario globale, come Brexit e le relazioni commerciali tra USA e Cina. Gli Stati Uniti e la Cina si aspettano di fare altri progressi, questa settimana, nei colloqui sul commercio, pur ammettendo che ci sono ancora diverse questioni da affrontare la cui soluzione non è vicina. Il Consiglio di Stato cinese ha confermato che restano in sospeso i dazi supplementari sui veicoli USA e sulla componentistica sempre del settore automobilistico, un segnale di apertura dopo la decisione americana di rinviare il rialzo dei dazi sui beni cinesi, un quadro che aumenta la propensione al rischio e premia la valuta USA. Dollaro che ha trovato un driver importante nell'impostazione più espansiva delle previsioni espressa dalla Fed nella riunione di marzo. La Fed ha mostrato un atteggiamento decisamente preventivo trovandosi in una fase del ciclo monetario ben più avanti rispetto alla BCE, che ha anch'essa sorpreso i mercati in senso *dovish* a marzo. Il quadro che ne emerge è di maggior allineamento fra le posizioni della Fed e di Trump, volte a non inasprire il costo del denaro, favorendo la crescita statunitense e impedendo un eccessivo apprezzamento del dollaro.

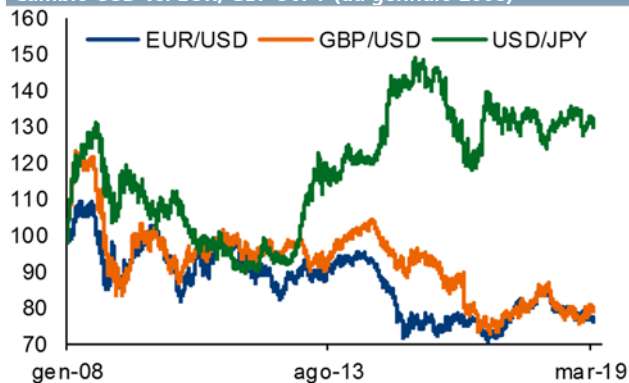
**EUR/USD:** la forza del dollaro nei confronti del basket delle principali valute, e quindi anche dell'euro, deriva dalla ripresa dell'appetito per il rischio, nonostante un approccio decisamente meno restrittivo espresso dalla Fed nel meeting di marzo. Trump ha ribadito come non gradisca un apprezzamento troppo forte della valuta e la Fed è parsa allinearsi in questo senso. Il cambio EUR/USD è visto a: 1,14 (da 1,12) a 1 mese; 1,15 (da 1,13) a 3 mesi; 1,16 a 6 mesi (stabile); 1,20 (stabile) a 12 mesi e 1,22 (da 1,25) a 24 mesi.

**GBP/USD:** la forza del dollaro è il frutto della somma di due aspetti: il cauto ottimismo sugli accordi commerciali fra USA e Cina e la nuova posizione, più accomodante, della Fed, meno rigorosa rispetto al percorso di rialzo dei tassi. Il recupero del dollaro non sta in alcun modo disturbando il trend di apprezzamento della sterlina. La valuta inglese da tempo auspica l'esito (positivo) della Brexit esprimendo, nel proprio trend di apprezzamento, un sentiment di cauto ottimismo. Le stime sul cambio risentono dello stallo sulla Brexit e vedono 1,32 distribuito su tutto l'arco temporale di previsione.

**USD/JPY:** la valuta USA ha riguadagnato terreno in scia all'ottimismo intorno alla trattativa sui dazi con la Cina. Tale aspetto però non ha diminuito l'avversione al rischio sui mercati e questo ha comunque spinto gli investitori verso le valute più difensive, come appunto lo yen. A questo scenario si somma la riconfermata linea morbida della BoJ, che continuerà almeno fino al 2020 e si contrappone alla posizione attendista della Fed, che sta comunque esercitando una pressione rialzista sul dollaro.

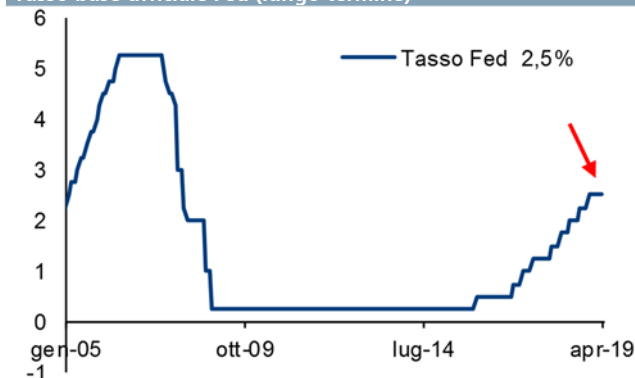
Lo yen consolida pertanto il suo deprezzamento contro dollaro anche per l'inatteso rafforzamento del dollaro. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 110 e 111. Nel medio-lungo: 111 a 6 mesi, 112 a 12 mesi e 110 a 24 mesi.

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



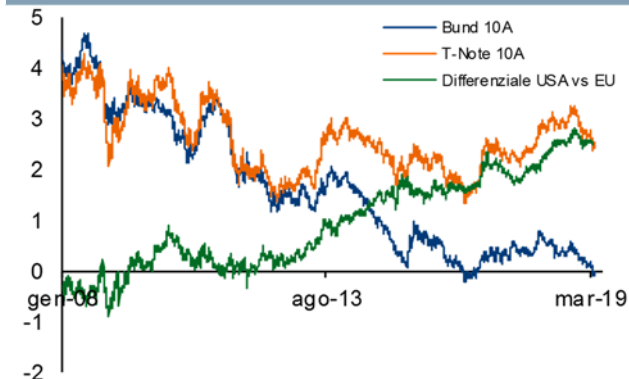
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## GBP: il dilungarsi della Brexit non mina il cauto ottimismo sulla sterlina

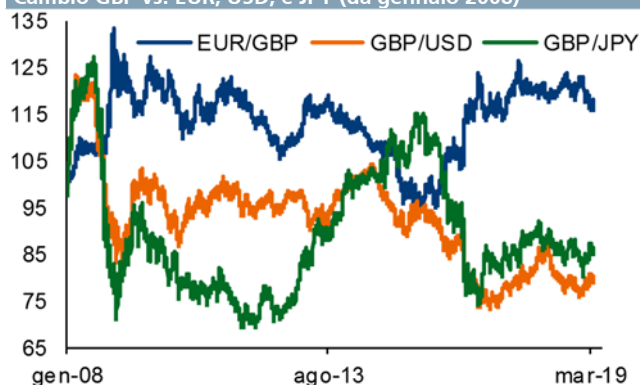
**Sterlina in balia della Brexit, anche la BoE resta in attesa di capire l'esito della vicenda.** La sterlina è in attesa di schiarite sul fronte politico dopo che la premier May intende fare un ultimo tentativo di alleanza trasversale coi laburisti e chiedere un rinvio ulteriore della Brexit. Al momento in cui scriviamo, la Camera dei Comuni ha approvato, con un solo voto di scarto, una proposta di Legge che obbliga il Governo a richiedere una lunga estensione all'Unione Europea, e che attribuisce al Parlamento il potere di modificare la data della proroga. La proposta di legge dovrà essere approvata in seconda lettura dalla Camera dei Lord, che la esaminerà nei prossimi giorni. La Premier sarebbe invece intenzionata a chiedere una breve estensione fino al 22 maggio e ha avviato un dialogo fra Governo e opposizione laburista, il cui primo incontro è stato definito "costruttivo". L'esito finale resta ancora molto incerto, con diversi scenari possibili. Anche la Banca d'Inghilterra resta alla finestra e attende l'esito della vicenda. Nell'ultimo meeting di marzo la BoE, in linea con le conclusioni già espresse a febbraio, ha sottolineato che le prospettive economiche continueranno a dipendere in modo significativo dalla natura del ritiro dall'UE, in particolare rispetto alla forma dei nuovi accordi commerciali tra le parti. Viene ribadito ancora una volta che la risposta della politica monetaria alla Brexit, qualunque sia la sua forma, non sarà automatica e potrebbe essere in entrambe le direzioni. Il prossimo meeting della Banca d'Inghilterra è in calendario il 2 maggio 2019. Concludiamo ribadendo, ancora una volta, come la sterlina abbia già dimostrato di reagire positivamente solo a fronte di una Brexit condivisa e accettata nell'insieme delle sue regole *soft*, indebolendosi invece in caso di soluzioni più drastiche.

**EUR/GBP:** il focus degli investitori sulla sterlina resta ancora una volta immutato. La questione Brexit è il fattore che muove il cambio euro/sterlina; la BoE, dopo essersi cautelata con alcune mosse volte a porre in sicurezza il sistema bancario, è in una posizione di attesa. Dal lato politico, la May proverà con tutte le sue energie a trovare un accordo che soddisfi le istanze interne e che consenta un distacco dall'Unione Europea senza traumi, arrivando a ipotizzare un accordo con l'Opposizione. Da tempo ripetiamo che una Brexit regolata e condivisa appare lo scenario più favorevole per la ripresa strutturale della sterlina. Nel breve l'EUR/GBP è visto a 0,86 a 1 mese (da 0,85) e 0,87 a 3 mesi (da 0,86); nel medio termine attorno a 0,88-0,91 (6 e 12 mesi), a 0,92 (da 0,95) a 24 mesi.

**GBP/USD:** il recupero del dollaro non sta in alcun modo disturbando il trend di apprezzamento della sterlina. La valuta inglese da tempo auspica l'esito (positivo) della Brexit esprimendo, nel proprio trend di apprezzamento, un sentiment di cauto ottimismo. E' evidente che un accordo vada però trovato a tutti i costi; anche la Banca d'Inghilterra, nel suo ultimo meeting di marzo, ha nuovamente sospeso ogni azione/giudizio in attesa della conclusione della procedura di Brexit. La BoE ha però sottolineato il grado di incertezza che questa attesa diffonde sull'economia inglese. Le stime sul cambio risentono dello stallo sulla Brexit e vedono 1,32 distribuito su tutto l'arco temporale di previsione.

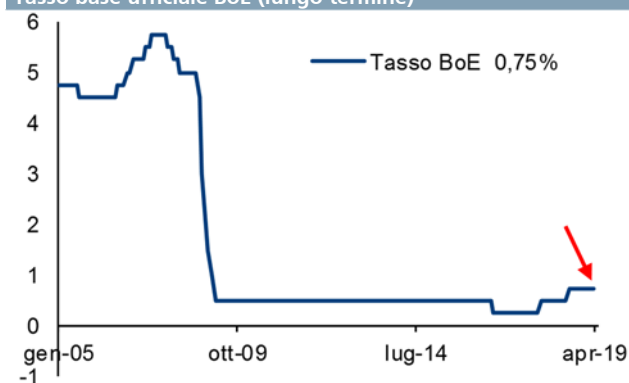
**GBP/JPY:** il rinvio del processo Brexit e l'attesa per un accordo definitivo generano tensioni positive sulla sterlina, aspetti che restano di maggiore influenza sul cambio GBP/JPY. Le stime di breve sono 147 (da 146) a 1 mese, 147 a 3 mesi (da 146). Nel medio-lungo: 148 (da 146) a 6 mesi, 148 (da 147) a 12 mesi e 150 (da 149) a 24 mesi.

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



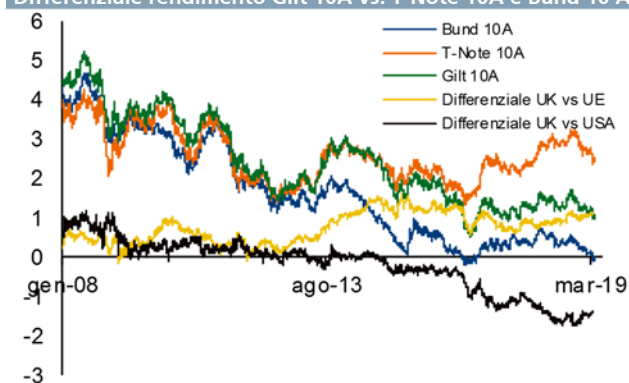
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BoE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



## JPY: consolida mentre la BoJ conferma di essere pronta ad espandere ancora

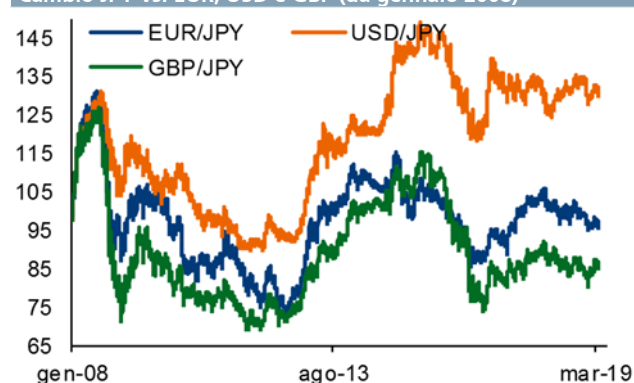
**La BoJ non esclude di espandere ulteriormente la propria politica monetaria.** Nella riunione dello scorso 15 marzo la Banca centrale giapponese ha espresso una visione più pessimistica sulla crescita dell'economia e ha confermato la propria politica monetaria ultra-accomodante. I membri del Board della Bank of Japan (BoJ) sono arrivati alla conclusione che l'economia nipponica resta caratterizzata da una fragile crescita mentre l'inflazione ostinatamente si attesta al di sotto dell'obiettivo del 2%. La BoJ ha affermato che l'economia proseguirà nella sua moderata espansione, nonostante sia colpita dal rallentamento delle economie estere. Nei verbali pubblicati successivamente la Banca centrale ha espresso la sua preoccupazione per le conseguenze del rallentamento cinese sul ciclo interno e per l'impatto dell'aumento dell'IVA sui consumi. La discussione è ruotata intorno al varo di ulteriori misure di allentamento monetario. La fiducia dei grandi produttori giapponesi circa i risultati economici del Paese è peggiorata a marzo rispetto ai dati di dicembre, come riportano i dati diffusi dalla Banca del Giappone. Giappone e Stati Uniti faticano a redigere un calendario per i negoziati bilaterali sul commercio, a causa del protrarsi dei colloqui tra Stati Uniti e Cina che, stando almeno alle ultime indiscrezioni, potrebbero proseguire almeno sino al mese di giugno. Sia Tokyo che Washington puntavano ad avviare i negoziati già questo mese, col premier Abe deciso ad affrontare i negoziati nella maniera più rapida possibile, offrendo così un successo politico a Trump e sperando in un ammorbidimento delle richieste verso Tokyo. Un quadro che in vista del meeting BoJ del 25 aprile conferma il nostro Outlook di deprezzamento dello yen, specie contro dollaro, ma resta vincolato all'eccesso di avversione al rischio che potrebbe svilupparsi sui mercati.

**EUR/JPY:** lo yen torna vicino ai massimi contro euro (area 125), rafforzandosi ulteriormente nonostante la riconferma dell'approccio espansivo della Banca del Giappone. Il fattore di massimo disturbo sullo yen, ovvero l'avversione al rischio, resta il principale ostacolo al deprezzamento nei confronti di tutte le valute, compreso l'euro. Il clima di cauto ottimismo sulle trattative USA-Cina non sembra frenare l'avversione al rischio sui mercati, complice l'affaire Brexit. Le stime di breve indicano 126-127 (da 124-125) a 1-3 mesi. Nel medio-lungo: 129 a 6 mesi; 134 a 12 mesi e ancora 134 (da 138) a 24 mesi.

**USD/JPY:** lo yen consolida il suo deprezzamento contro dollaro non solo per il riconfermato approccio espansivo della Banca del Giappone ma anche per un inatteso rafforzamento del dollaro. La valuta USA ha riguadagnato terreno in scia all'ottimismo intorno alla trattativa sui dazi con la Cina e alla posizione attendista della Fed che sta comunque esercitando una pressione rialzista. Aspetto che però non ha diminuito l'avversione al rischio e questo ha comunque spinto gli investitori verso le valute più difensive come lo yen. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 110 e 111. Nel medio-lungo: 111 a 6 mesi, 112 a 12 mesi e 110 a 24 mesi.

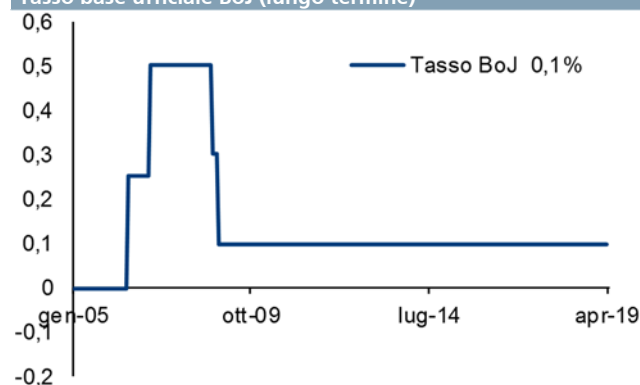
**GBP/JPY:** il rinvio del processo Brexit e l'attesa per un accordo definitivo generano tensioni positive sulla sterlina, aspetti che restano di maggiore influenza sul cambio GBP/JPY. Le stime di breve sono 147 (da 146) a 1 mese, 147 a 3 mesi (da 146). Nel medio-lungo: 148 (da 146) a 6 mesi, 148 (da 147) a 12 mesi e 150 (da 149) a 24 mesi.

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



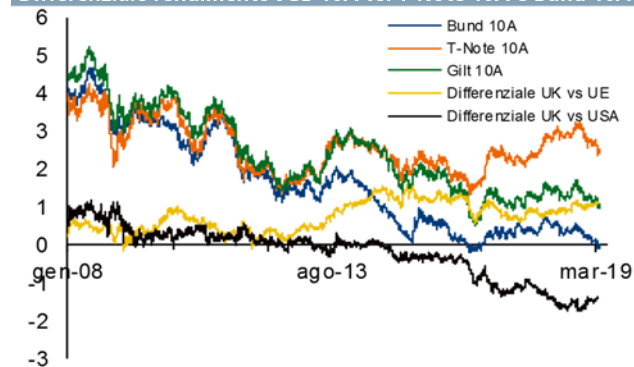
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 08.03.2019.

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 Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo ([www.intesaspaolo.com](http://www.intesaspaolo.com)) e per i clienti di Banca IMI nella sezione Market Hub del sito internet di Banca IMI ([https://markethub.bancaimi.com/home\\_public.html](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/scriptsir0/si09/studi/ita\\_elenco\\_raccomandazioni.jsp](http://www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/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/scriptsir0/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/scriptsir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/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](http://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  
Andrea Volpi

**Analista Valute e Materie prime**

Mario Romani

**Editing:** Cristina Baiardi