

Fed e BCE pronte alla svolta sui tassi, EUR/USD volatile

EUR – La BCE sottolinea i rischi al ribasso sulla crescita e dà appuntamento a marzo, l'euro interrompe il suo apprezzamento. Draghi ribadisce che la BCE è pronta ad aggiustare qualsiasi strumento se il deteriorarsi, ulteriore, della crescita lo rendesse necessario, preparando probabilmente la strada a una modifica della *guidance* nella riunione del 7 marzo, se i dati dovessero confermare il rallentamento. Va detto che il mercato da tempo sottolineava come le condizioni economiche in cui stava pericolosamente maturando l'avvio della stretta monetaria fossero molto più fragili di quanto non si credesse. Già ora, il movimento dei tassi impliciti allontana la prospettiva di un ritocco al rialzo del costo del denaro per fine anno, quadro che dovrebbe impedire un eccessivo apprezzamento dell'euro. Ipotesi che di certo rappresenterebbe un volano per l'export europeo, già in difficoltà negli ultimi trimestri in cui l'euro era parso anticipare con troppa enfasi la svolta restrittiva della BCE.

USD – La Fed più accomodante delle attese sottintende una svolta nella politica monetaria? Anche se la valutazione dell'economia resta solida e positiva, il FOMC segnala di essere davvero alla finestra ad aspettare l'evoluzione dei dati e degli eventi sia economici sia politici. Mentre la posizione della Fed lascerebbe presagire uno stop all'apprezzamento del dollaro, il consolidamento contro le principali controparti registrato ultimamente è stato sostenuto da una ripresa dell'appetito per il rischio. Aggiungiamo che, pur senza avere un peso formale ma sottolineandone l'impatto politico, assume un ruolo non secondario l'incontro fra Trump e Powell, il presidente della Fed, alla Casa Bianca. E' stato il loro primo incontro dopo mesi di critiche verso la Banca centrale per aver alzato i tassi di interesse e, a detta di Trump, posto a rischio la crescita economica. Senza dubbio una vittoria del presidente Trump rispetto ad un dollaro che rischiava di apprezzarsi eccessivamente.

GPB – La Bank of England conferma tasso e acquisto titoli e taglia la crescita del Regno Unito, sterlina volatile. La Banca d'Inghilterra (BoE) ha ribadito il tasso di riferimento allo 0,75%, lo stock di acquisti di obbligazioni societarie (10 miliardi) e di titoli di Stato del Regno Unito (435 miliardi di sterline), nel meeting del 7 febbraio. La crescita economica del Regno Unito ha rallentato verso la fine del 2018 e sembra essersi indebolita ulteriormente all'inizio del 2019. Questo rallentamento riflette non solo la frenata del commercio estero ma soprattutto le incertezze sulla Brexit. Il prossimo meeting della Banca d'Inghilterra è in calendario il 21 marzo 2019. Le aspettative sono per una BoE ancora attendista e di una sterlina che reagirà positivamente solo a fronte di una Brexit condivisa e accettata nell'insieme delle sue regole "soft" che il mercato ha già dimostrato di gradire.

JPY – La Banca del Giappone riconferma la politica espansiva. Nella riunione dello scorso 23 gennaio, l'aggiornamento dell'Outlook for Activity and Prices ha visto, come da attese, forti modifiche alle previsioni di inflazione e crescita della BoJ. In termini di politica monetaria, la BoJ ha mantenuto la previsione di graduale ritorno dell'inflazione verso il 2%, nonostante il ritardo dei prezzi, per il 2019, sia causato in gran parte dalla correzione dei prezzi energetici. Secondo Kuroda, non ci sono cambiamenti dei fondamentali che inducano modifiche dello scenario, anche se la BoJ resta pronta a intervenire, se necessario. La BoJ probabilmente manterrà la politica monetaria invariata ben oltre il 2019. A disturbare i piani della BoJ, in termini di deprezzamento dello yen, resta l'*appeal* esercitato verso gli investitori che cercano asset difensivi quando l'avversione al rischio si fa sentire sui mercati.

7 febbraio 2019

14:33 CET

Data e ora di produzione

7 febbraio 2019

14:40 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	2,69
Bund 10A	0,16
Gilt 10A	1,21
JGB 10A	-0,01

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Cambi

EUR/USD	1,1376
USD/JPY	109,75
GBP/USD	1,2952
EUR/CHF	1,1394
EUR/SEK	10,45
EUR/NOK	9,71
EUR/DKK	7,4643
USD/CAD	1,319
AUD/USD	0,7126
NZD/USD	0,6842
USD/ZAR	13,551
EUR/JPY	124,85
EUR/GBP	0,8783
EUR/CAD	1,5004
EUR/AUD	1,5963
EUR/NZD	1,6626
EUR/ZAR	15,4149
EUR/ISK	136,98
EUR/HUF	318,68

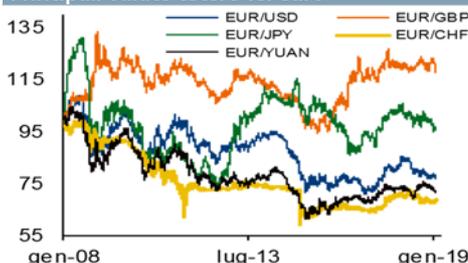
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Previsioni tassi di cambio

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1376	1,14	1,15	1,16	1,17	1,24
EUR/GBP	0,8783	0,92	0,91	0,92	0,91	0,94
EUR/JPY	124,85	125	125	129	133	140
Altre valute						
GBP/USD	1,2952	1,26	1,27	1,29	1,30	1,32
USD/JPY	109,75	109	109	111	114	113
GBP/JPY	142,15	144	146	148	150	147

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 06.02.2019 (salvo diversa indicazione).

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

EUR: il rallentamento globale spinge la BCE ad essere più cauta nelle scelte

La BCE sottolinea i rischi al ribasso sulla crescita e dà appuntamento a marzo. La BCE, nell'ultima riunione di gennaio, si è vista costretta a rivedere verso il basso i rischi sulla crescita economica, con Draghi che ha ammesso come i dati inferiori alle attese non appaiano più il riflesso solo di una decelerazione temporanea. D'altra parte, sottolinea Draghi, persistono anche fattori di sostegno come il mercato del lavoro, i salari e il supporto stesso della BCE. Resta invece sostanzialmente invariato lo scenario d'inflazione, su cui di fatto si basa la decisione di mantenere invariata la politica monetaria. Nel complesso, Draghi ha sottolineato che la BCE è pronta ad aggiustare qualsiasi strumento se lo scenario lo rendesse necessario, preparando probabilmente la strada a una modifica della *guidance* nella riunione del 7 marzo se i dati dovessero confermare il rallentamento. Va detto che il mercato da tempo sottolineava come le condizioni economiche in cui stava pericolosamente maturando l'avvio della stretta monetaria fossero molto più fragili di quanto non si credesse. Già ora, il movimento dei tassi impliciti allontana la prospettiva di un ritocco al rialzo del costo del denaro per fine anno, quadro che dovrebbe impedire un eccessivo apprezzamento dell'euro. Ipotesi che di certo rappresenterebbe un volano per l'export europeo, già in difficoltà negli ultimi trimestri in cui l'euro "forte" era parso anticipare con troppa enfasi la svolta restrittiva della BCE.

EUR/USD: la BCE, dalle parole di Draghi, lascia intendere che la svolta restrittiva non avverrà nel breve ma rimanda tutto alla prossima riunione di marzo. Il consolidamento del dollaro contro le principali controparti appare originare da una ripresa dell'appetito per il rischio, che ha anche spinto al rialzo i rendimenti dei Treasury. La Fed intende garantirsi la massima flessibilità nella gestione del rialzo del costo del denaro, in un quadro di rallentamento generale che rischia di coinvolgere anche il ciclo USA. La pausa della Fed è probabile che impedisca un eccessivo apprezzamento della valuta. Il cambio EUR/USD è visto a: 1,14 a 1 mese; 1,15 (da 1,14) a 3 mesi; 1,16 a 6 mesi; 1,17 a 12 mesi e 1,24 a 24 mesi.

EUR/GBP: sul cambio pesa il tema della Brexit; Draghi ha sottolineato come anche questa vicenda sia un fattore di criticità che spinge la BCE verso un cambio di *guidance* meno restrittiva rispetto alle attese di qualche mese fa. Quadro che scongiura un eccessivo apprezzamento della valuta unica. La dichiarazione del presidente della Commissione Europea, Juncker, di apertura verso un nuovo accordo col primo ministro britannico May lascia intendere spazi di manovra circa una nuova intesa sulla Brexit. Un quadro che va nella direzione della soft-Brexit da tutti auspicata. Nel breve l'EUR/GBP è visto a 0,92 (da 0,91); nel medio termine attorno a 0,91-0,92 (3-6 e 12 mesi), mentre nel lungo termine (24 mesi) a 0,94.

EUR/JPY: lo yen si indebolisce leggermente contro euro vista la riconferma dell'approccio espansivo della Banca del Giappone. Perde pertanto qualche posizione allontanandosi dai massimi sotto 124 raggiunti nel cambio con la valuta unica. Solo una

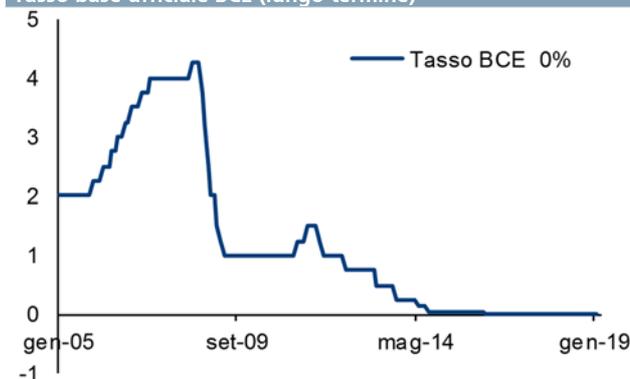
riduzione strutturale dell'avversione al rischio degli operatori potrebbe consolidare questo mini-trend di deprezzamento. Le stime di breve indicano 125 (da 125-128) a 1-3 mesi. Nel medio-lungo: 129 (da 132) a 6 mesi, 133 (da 135) a 12 mesi, 140 a 24 mesi.

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



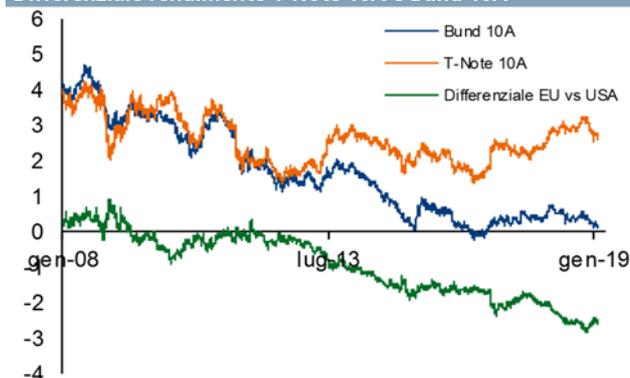
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

USD: Powell conferma l'attendismo della Fed, pronta una svolta espansiva?

Dollaro sotto i riflettori: la Fed più accomodante delle attese sottintende una svolta nella politica monetaria? La riunione del FOMC del 30 gennaio scorso, la prima del 2019, ha lasciato i tassi invariati (Fed funds nel corridoio 2,25-2,5%). Se la conferma del livello dei tassi era ampiamente attesa dai mercati. La Fed non si è infatti limitata ad indicare una pausa nel sentiero dei rialzi per raccogliere informazioni sui fattori di rischio ma ha eliminato le indicazioni relative ad ulteriori rialzi. Anche se la valutazione dell'economia resta solida il FOMC segnala di essere davvero alla finestra ad aspettare l'evoluzione degli eventi sia economici sia politici. Mentre la posizione della Fed lascerebbe presagire uno stop all'apprezzamento del dollaro, il consolidamento contro le principali controparti registrato ultimamente è stato sostenuto da una ripresa dell'appetito per il rischio. Aggiungiamo che, pur senza avere un peso formale ma sottolineandone l'impatto politico, assume un ruolo non secondario l'incontro fra Trump e Powell, il presidente Fed, alla Casa Bianca. E' stato il primo incontro dopo mesi di critiche verso la Banca centrale per aver alzato i tassi e, a detta di Trump, posto a rischio la crescita economica. A livello politico, si è trattato senza dubbio di una vittoria del presidente Trump rispetto a un dollaro che rischiava di apprezzarsi eccessivamente.

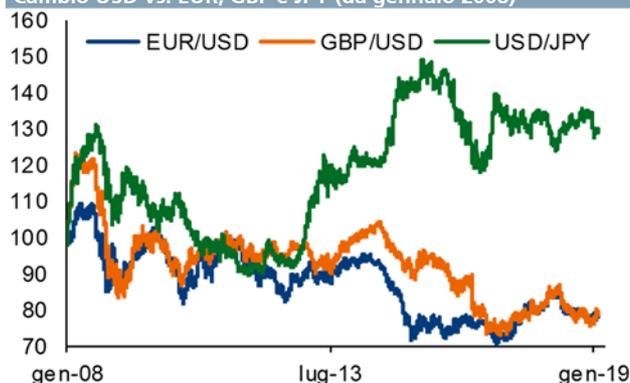
EUR/USD: il consolidamento del dollaro nei confronti del basket delle principali valute deriva dalla ripresa dell'appetito per il rischio, che ha anche spinto al rialzo i rendimenti dei titoli di stato USA. La Fed vuole essere il più possibile flessibile nella gestione del rialzo del costo del denaro, visto il rallentamento generale che rischia di coinvolgere anche l'economia americana. La pausa della Fed è probabile che impedisca un apprezzamento della valuta troppo forte. Il cambio EUR/USD è visto a: 1,14 a 1 mese; 1,15 (da 1,14) a 3 mesi; 1,16 a 6 mesi; 1,17 a 12 mesi e 1,24 a 24 mesi.

GBP/USD: Powell ha lasciato chiaramente intendere che la Fed non ha nessuna intenzione di inasprire il costo del denaro in maniera asettica ma vuole valutare attentamente, ad ogni riunione, quale sia la situazione sul campo. Una linea simile a quella della BoE che da tempo attende l'esito della Brexit prima di stabilire la propria condotta di politica monetaria. L'insieme di queste due scelte vede una sterlina probabilmente in marginale apprezzamento verso il dollaro, con punte di maggior forza a seconda delle indiscrezioni, positive, sull'esito dell'uscita dell'Inghilterra dalla UE. Le stime di breve sul cambio vedono 1,26 (da 1,25) e 1,27 rispettivamente a 1 e 3 mesi. Nel medio-lungo: 1,29 a 6 mesi, 1,30 a 12 mesi e 1,32 a 24 mesi.

USD/JPY: la valuta USA ha riguadagnato terreno contro lo yen a seguito dell'ottimismo intorno alla trattativa sui dazi con la Cina. Situazione che ha ridotto l'avversione al rischio sui mercati spostando gli investitori dagli asset difensivi a quelli con rendimenti superiori, come il dollaro. La politica monetaria espansiva della BoJ continuerà fino al 2020; il rischio è però

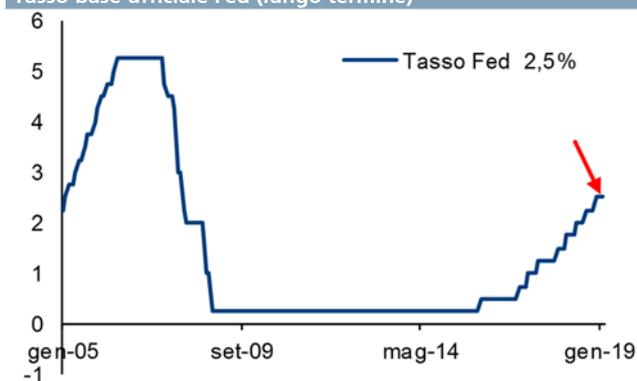
rappresentato dalla nuova posizione della Fed che intende rallentare se non addirittura azzerare il rialzo dei tassi nel 2019. Questo potrebbe far ripartire il trend di apprezzamento dello yen col rischio che diventi però strutturale. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 109 (da 110 e 112). Nel medio-lungo: 111 (da 114) a 6 mesi, 114 (da 115) a 12 mesi e 113 a 24 mesi.

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



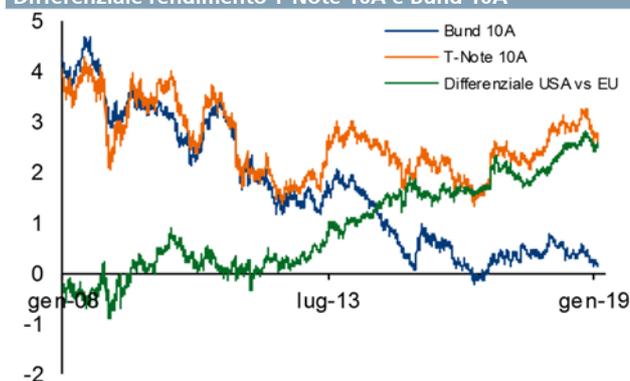
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

GBP: BoE taglia la crescita UK e auspica una soft-Brexit che spinga la sterlina

La Bank of England conferma tasso e acquisto titoli e taglia la crescita del Regno Unito, sterlina volatile. La Banca d'Inghilterra (BoE) ha ribadito il tasso di riferimento allo 0,75%, lo stock di acquisti di obbligazioni societarie (10 miliardi) e di titoli di Stato del Regno Unito (435 miliardi di sterline), nel meeting del 7 febbraio. La crescita economica del Regno Unito ha rallentato verso la fine del 2018 e sembra essersi indebolita ulteriormente all'inizio del 2019. Questo rallentamento riflette non solo la frenata del commercio estero ma soprattutto le incertezze sulla Brexit. Nelle proiezioni della Bank of England il PIL per quest'anno è stimato all'1,2% rispetto al precedente 1,7%, per il 2020 a 1,5% dal precedente 1,7% e per il 2021 è stato alzato a 1,9% dal precedente 1,7%. Sul fronte dei prezzi, l'inflazione ha rallentato, nel mese di dicembre, a 2,1% dal 2,3% precedente ed è prevista in progressivo rallentamento, fino a scendere al di sotto del target del 2% anche nei prossimi mesi, in scia al calo dei prezzi dei carburanti in atto ormai da novembre. Come nelle conclusioni di dicembre, la BoE sottolinea come le prospettive economiche continueranno a dipendere in modo significativo dalla natura del ritiro dall'UE, in particolare in relazione alla forma dei nuovi accordi commerciali tra le due 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 21 marzo 2019. Le aspettative sono per una BoE ancora attendista e di una sterlina che reagirà positivamente solo a fronte di una Brexit condivisa e accettata nell'insieme delle sue regole "soft" che il mercato ha già dimostrato di gradire.

EUR/GBP: la questione Brexit è il fattore che muove il cambio euro/sterlina; la BoE, dopo il voto sugli emendamenti del 29 gennaio, attenderà che la May torni da Bruxelles con una buona rinegoziazione dei termini dell'accordo di novembre che il Parlamento ha bocciato a gennaio. La May ritornerà poi a Westminster il 13 febbraio per sottoporre al voto l'eventuale nuova bozza di intesa con l'Unione Europea. Nel breve l'EUR/GBP è visto a 0,92 (da 0,91); nel medio termine a 0,91-0,92 (3-6 e 12 mesi); nel lungo termine (24 mesi) a 0,94.

GBP/USD: la BoE da tempo attende l'esito della Brexit prima di stabilire la propria condotta di politica monetaria. Una linea simile a quella della Fed, che ha lasciato chiaramente intendere che non ha intenzione di inasprire il costo del denaro in maniera asettica ma vuole valutare attentamente, ad ogni riunione, quale sia la situazione sul campo. L'insieme di queste due scelte vede una sterlina probabilmente in marginale apprezzamento verso il dollaro, con punte di maggior forza a seconda delle indiscrezioni, positive, sull'esito della Brexit. Le stime di breve sul cambio vedono 1,26 (da 1,25) e 1,27 rispettivamente a 1 e 3 mesi. Nel medio-lungo: 1,29 a 6 mesi, 1,30 a 12 mesi e 1,32 a 24 mesi.

GBP/JPY: il cambio resta influenzato dalla sterlina. Quest'ultima resta in attesa della schiarita definitiva nel processo Brexit. Il voto

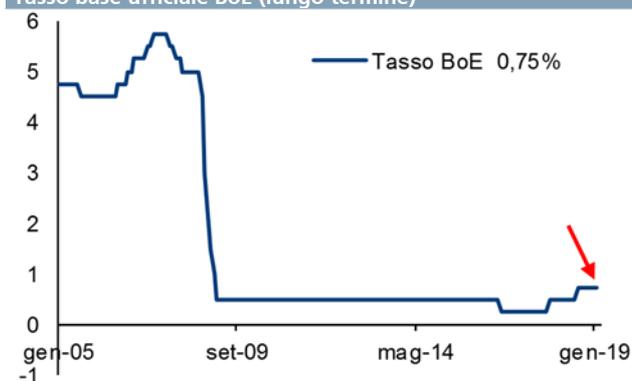
sugli emendamenti del 29 gennaio vedrà la May tornare a Bruxelles e negoziare modifiche all'accordo di novembre. La premier tornerà poi a Westminster il 13 febbraio per sottoporlo al voto. Le stime di breve indicano 144 (da 146) a 1 mese, 146 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 148 (da 147) a 6 mesi, 150 a 12 mesi e 147 a 24 mesi.

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



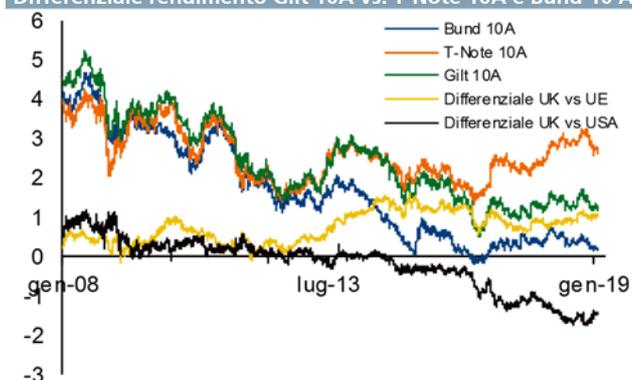
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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: la BoJ conferma l'espansione ma l'avversione al rischio disturba lo yen

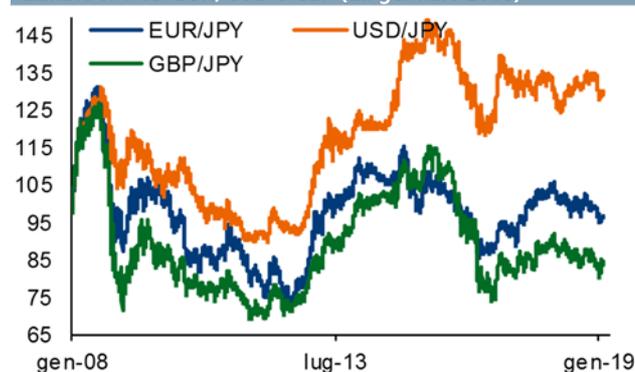
La Banca del Giappone riconferma la politica espansiva. Nella riunione dello scorso 23 gennaio, l'aggiornamento dell'Outlook for Activity and Prices ha visto, come da attese, forti modifiche alle previsioni di inflazione e crescita della BoJ: le stime sull'andamento dei prezzi al consumo (al netto del rialzo atteso dell'imposta sui consumi) sono riviste marginalmente verso il basso (a 0,8% da 0,9% per l'anno fiscale 2018, che termina a marzo); decisamente più ampio è il taglio alle attese di crescita nell'anno fiscale 2019, a 0,9% da 1,4%, mentre per gli anni successivi ci sono marginali revisioni verso l'alto. In termini di politica monetaria, la BoJ ha mantenuto la previsione di graduale ritorno dell'inflazione verso il 2%, nonostante il ritardo dei prezzi, per il 2019, sia causato in gran parte dalla correzione dei prezzi energetici. Secondo Kuroda non ci sono cambiamenti dei fondamentali che inducano modifiche dello scenario, anche se la BoJ resta pronta a intervenire, se necessario, dopo aver esaminato i rischi per l'economia. La Banca probabilmente manterrà la politica monetaria invariata oltre il 2019, avendo scarsi margini di manovra per aumentare lo stimolo monetario pur continuando a mancare l'obiettivo di inflazione. A disturbare i piani della BoJ, in termini di deprezzamento dello yen, resta l'*appeal* esercitato verso gli investitori che cercano asset difensivi quando l'avversione al rischio si fa sentire sui mercati.

EUR/JPY: lo yen, ancora forte contro euro, si allontana però dai suoi massimi indebolendosi leggermente dopo la riconferma dell'approccio espansivo della Banca del Giappone. Il fattore di disturbo sullo yen, che ne impedisce il deprezzamento come vorrebbe la BoJ, è rappresentato dall'avversione al rischio. Ogni qual volta quest'ultima si accentua sui mercati, la valuta giapponese intercetta la necessità degli operatori di asset difensivi, specie nelle fasi turbolente di mercato. Appare quindi difficile che la Banca del Giappone possa avviare la fase di "normalizzazione" della politica monetaria che viene rimandata almeno al 2020. Le stime di breve indicano 125 (da 125-128) a 1-3 mesi. Nel medio-lungo: 129 (da 132) a 6 mesi, 133 (da 135) a 12 mesi, 140 a 24 mesi.

USD/JPY: lo yen perde più di una posizione contro dollaro non tanto per il riconfermato approccio espansivo della Banca del Giappone ma soprattutto per il rafforzamento del dollaro. La valuta USA ha riguadagnato terreno a seguito dell'ottimismo intorno alla trattativa sui dazi con la Cina. Situazione che ha ridotto l'avversione al rischio sui mercati spostando gli investitori dalle valute più difensive, come lo yen, a quelle con rendimenti maggiori. La linea morbida della BoJ continuerà almeno fino al 2020 ma dovrà fare i conti con la nuova posizione della Fed, che intende rallentare se non addirittura azzerare il rialzo dei tassi nel 2019. Questo potrebbe far ripartire il trend di apprezzamento dello yen col rischio che diventi strutturale. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 109 (da 110 e 112). Nel medio-lungo: 111 (da 114) a 6 mesi, 114 (da 115) a 12 mesi e 113 a 24 mesi.

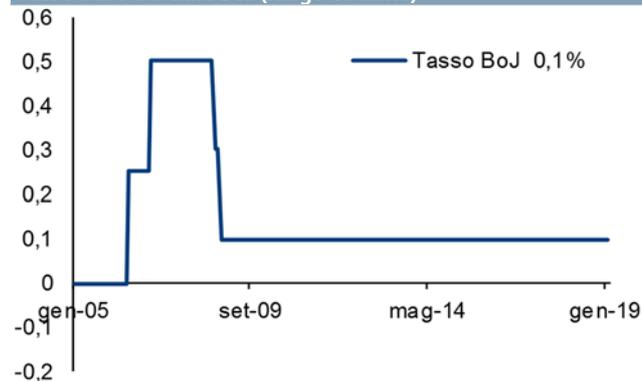
GBP/JPY: il cambio resta influenzato dalla sterlina, mentre il peso delle scelte della BoJ appare marginale con la BoE che resta in attesa della schiarita nel processo Brexit. Le stime di breve sono 144 (da 146) a 1 mese, 146 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 148 (da 147) a 6 mesi, 150 a 12 mesi e 147 a 24 mesi.

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



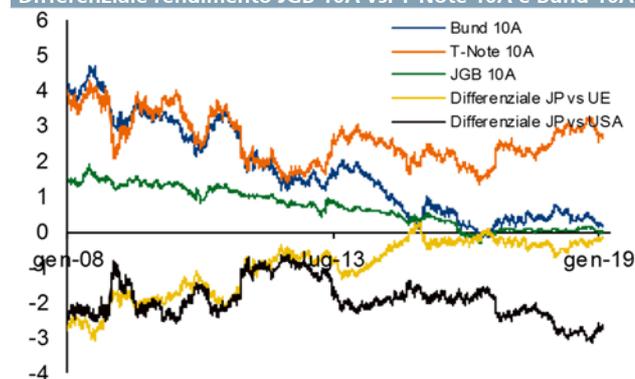
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 09.01.2019.

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.intesasanpaolo.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).

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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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
Andrea Volpi

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi