

## Temi stabili per EUR/USD, prevale la forza del dollaro

**BCE: riunione priva di spunti, ribadito il quadro di policy e macroeconomico con conseguente indebolimento dell'euro.** La riunione di aprile non è stata una riunione operativa ma una riunione di strategia e pianificazione, in cui si è ulteriormente dettagliata la composizione del quadro in termini macroeconomici e di posizionamento operativo della BCE. Il messaggio che ne è uscito è che permane la preoccupazione per l'evoluzione delle dinamiche di crescita e inflazione nonostante le scelte espansive prese a marzo, che confermano una posizione della BCE decisamente accomodante ma vigile. L'euro ha reagito deprezzandosi riconfermando, ancora una volta, come il mercato da tempo sottolineasse come le condizioni economiche in cui anche solo si ipotizzava l'avvio della stretta monetaria fossero in contrasto con la reale fragilità del ciclo economico europeo. Aver ribadito l'allontanamento del rialzo del costo del denaro impedisce un indesiderato apprezzamento dell'euro, in questa fase di debolezza economica. Il cambio EUR/USD è visto a: 1,12 (da 1,14) a 1 mese; 1,13 (da 1,15) a 3 mesi; 1,15 a 6 mesi (da 1,16); 1,20 (stabile) a 12 mesi e 1,22 (stabile) a 24 mesi.

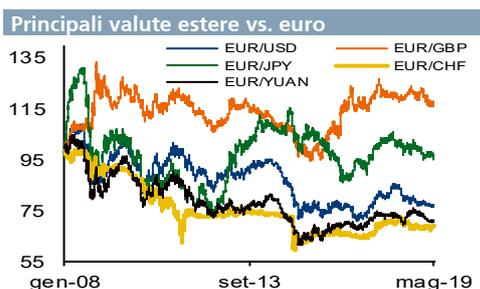
**USD – La Fed di maggio conferma il tono attendista.** Nella riunione del 1° maggio la Fed ha confermato l'approccio "paziente". Il contesto macroeconomico si mantiene infatti ancora positivo, coerente con una prosecuzione dell'espansione in corso a ritmi moderati, malgrado il rallentamento di consumi e investimenti registrato all'inizio dell'anno. Era plausibile attendersi un calo delle quotazioni del biglietto verde a fronte dell'inversione di rotta nell'approccio monetario, ma così non è stato. Anzi, il dollaro si è addirittura apprezzato rispetto a gran parte delle sue controparti valutarie per una serie di ragioni, tra cui il fatto che la mossa della Fed ha innescato decisioni analoghe anche da parte di altre Banche centrali, col risultato di far apprezzare, in relativo, la divisa USA.

**GPB – La sterlina consolida dopo il rinvio della Brexit, con la BoE che resta in attesa dell'esito della vicenda.** Nel corso della riunione del 2 maggio, la Banca d'Inghilterra (BoE) ha confermato il tasso di riferimento allo 0,75% col voto unanime dei Membri del Consiglio. La premier May ha intensificato gli appelli al leader dell'opposizione Corbyn perché acconsenta a un accordo tra i partiti. La risposta del partito laburista è stata che l'accordo è necessario e va sottoscritto in fretta, ma l'opposizione ha accusato la May di non fornire i dettagli dell'intesa oggetto delle trattative, mettendo così a rischio i negoziati. Sterlina in consolidamento, resta valido lo scenario di sostanziale attesa per la valuta, in vista della risoluzione del processo Brexit, con la solita idea che una Brexit concordata e condivisa è forse la miglior prospettiva per un recupero ancor più strutturale della sterlina.

**JPY – BoJ: tiene banco la tempistica di un potenziamento dello stimolo monetario.** Nella riunione dello scorso 25 aprile la Banca centrale giapponese ha mantenuto invariata la politica monetaria e si è impegnata a tenere i tassi di interesse molto bassi almeno fino alla primavera 2020, pur senza dare una traccia precisa di quali saranno le future mosse. Anche il mercato dei cambi è stato scosso dalle recenti dichiarazioni di Trump sui dazi, che hanno inasprito le tensioni commerciali fra USA e Cina. Lo yen si è leggermente apprezzato intercettando le paure degli investitori e svolgendo il classico ruolo di bene rifugio. Ribadiamo come l'ostacolo principale sullo yen, ovvero l'avversione al rischio, impedisca il deprezzamento nei confronti di tutte le principali valute. Ciò nonostante confermiamo il nostro outlook di svalutazione dello yen, specie contro dollaro, pur restando vincolato all'eccesso di avversione al rischio che potrebbe ulteriormente diffondersi sui mercati.

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
<b>Euro</b>						
EUR/USD	1,1175	1,12	1,13	1,15	1,20	1,22
EUR/GBP	0,8558	0,86	0,86	0,87	0,91	0,92
EUR/JPY	123,30	125	127	129	134	134
<b>Altre valute</b>						
GBP/USD	1,3058	1,30	1,31	1,32	1,32	1,32
USD/JPY	110,34	112	112	112	112	110
GBP/JPY	144,08	147	146	147	149	152

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

8 maggio 2019

15:57 CET

Data e ora di produzione

8 maggio 2019

16:05 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	2,42
Bund 10A	-0,06
Gilt 10A	1,10
JGB 10A	-0,05

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

### Cambi

EUR/USD	1,1175
USD/JPY	110,34
GBP/USD	1,3058
EUR/CHF	1,1412
EUR/SEK	10,73
EUR/NOK	9,78
EUR/DKK	7,4657
USD/CAD	1,3471
AUD/USD	0,7006
NZD/USD	0,6594
USD/ZAR	14,4439
EUR/JPY	123,30
EUR/GBP	0,8558
EUR/CAD	1,5053
EUR/AUD	1,5951
EUR/NZD	1,6948
EUR/ZAR	16,1419
EUR/ISK	136,81
EUR/HUF	324,28

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 07.05.2019 (salvo diversa indicazione).

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

## EUR: la BCE conferma l'approccio accomodante ma vigile, euro ancora in calo

**BCE: riunione priva di spunti, ribadito il quadro di policy e macroeconomico, con conseguente indebolimento dell'euro.** Anche nel meeting dello scorso 10 aprile Draghi ha confermato le indicazioni di policy dopo le novità introdotte a marzo, quando aveva spostato la *forward guidance* per il primo rialzo dei tassi a fine 2019 e aveva annunciato nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine per le banche. Draghi afferma che la BCE resta pronta ad aggiustare tutti gli strumenti in base alle necessità dello scenario; la riunione di aprile non è stata una riunione operativa ma una riunione di strategia e pianificazione, in cui si è ulteriormente dettagliata la composizione del quadro in termini macroeconomici e di posizionamento operativo della BCE. Il messaggio che ne è uscito è stato: permane la preoccupazione per l'evoluzione delle dinamiche di crescita e inflazione nonostante le scelte espansive prese a marzo, che confermano una posizione della BCE decisamente accomodante ma vigile. L'euro ha reagito deprezzandosi riconfermando, ancora una volta, come il mercato da tempo sottolineasse come le condizioni economiche in cui anche solo si ipotizzava l'avvio della stretta monetaria fossero in contrasto con la reale fragilità del ciclo economico europeo. Aver ribadito l'allontanamento del rialzo del costo del denaro impedisce un indesiderato apprezzamento dell'euro, in questa fase di debolezza economica. La BCE tornerà a riunirsi il 6 giugno.

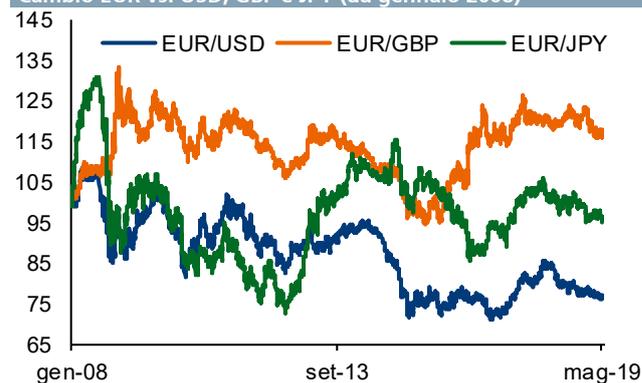
**EUR/USD:** temi immutati sul cambio euro/dollaro, che resta guidato dalla somma di due fattori: da un lato, l'apprezzamento del dollaro nei confronti delle principali valute, in un quadro in cui la Fed appare decisamente più accomodante; dall'altro, la debolezza dell'euro dopo le scelte della BCE di marzo, ribadite anche nel meeting di aprile. I tassi resteranno su livelli pari a quelli attuali almeno fino alla fine del 2019 e, in ogni caso, finché sarà necessario. Uno scenario che non dovrebbe favorire l'apprezzamento dell'euro. Il cambio EUR/USD è visto a: 1,12 (da 1,14) a 1 mese; 1,13 (da 1,15) a 3 mesi; 1,15 a 6 mesi (da 1,16); 1,20 (stabile) a 12 mesi e 1,22 (stabile) a 24 mesi.

**EUR/GBP:** sul cambio pesa ancora l'attesa per la risoluzione del tema Brexit, che lo stesso Draghi non manca mai di ribadire come fattore di instabilità per l'Eurozona e che ha in parte contribuito al cambio di *guidance* della BCE. Uno scenario che conferma un quadro di deprezzamento della valuta unica. La sterlina, di contro, continua a beneficiare di un cauto ottimismo circa la possibile risoluzione della questione nell'ottica di una *soft-Brexit*. Nel breve l'EUR/GBP è visto a 0,86 a 1 mese (stabile) e 0,86 a 3 mesi (da 0,87); nel medio termine attorno a 0,87-0,91 (6 e 12 mesi), a 0,92 (stabile) a 24 mesi.

**EUR/JPY:** le marginali tensioni sulle trattative USA-Cina hanno riaperto un minimo di avversione al rischio sui mercati. Questo fattore resta il principale ostacolo al deprezzamento dello yen 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 123,50), rafforzandosi ulteriormente

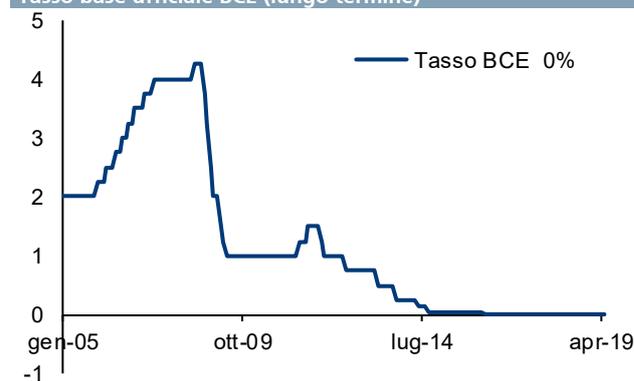
nonostante la riconferma dell'approccio espansivo della Banca del Giappone. Le stime indicano 125-127 (da 126-127) a 1-3 mesi. Nel medio-lungo: 129 a 6 mesi, 134 a 12 mesi e ancora 134 (stabile) a 24 mesi.

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



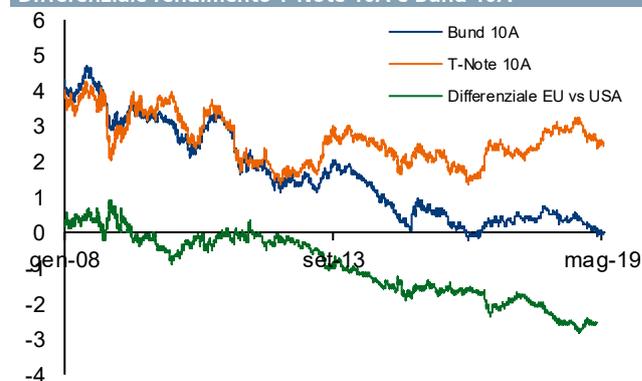
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## USD: nonostante il messaggio attendista della Fed il dollaro resta solido

**La Fed di maggio conferma il tono attendista.** Nella riunione del 1° maggio la Fed ha confermato l'approccio "paziente". Il contesto macroeconomico si mantiene infatti ancora positivo, coerente con una prosecuzione dell'espansione in corso a ritmi moderati, malgrado il rallentamento di consumi e investimenti registrato all'inizio dell'anno. La Fed ha inoltre sottolineato come le pressioni al rialzo sui prezzi siano ancora modeste. Fino allo scorso novembre i mercati davano per scontato che l'istituto centrale guidato da Powell avrebbe continuato nel suo percorso di "normalizzazione" con una nuova serie di rialzi dei tassi anche per il 2019. Tuttavia, i timori di un possibile rallentamento dell'economia globale, con riflessi sul ciclo economico statunitense, hanno spinto la Fed a rinviare ogni decisione sui tassi e a interrompere il piano di riduzione del bilancio. Era plausibile attendersi pertanto un calo delle quotazioni del biglietto verde a fronte dell'inversione di rotta nell'approccio della politica monetaria, ma così non è stato. Anzi, il dollaro si è addirittura apprezzato rispetto a gran parte delle sue controparti valutarie per una serie di ragioni, tra cui il fatto che questa mossa della Fed ha innescato decisioni analoghe anche da parte di altre Banche centrali, prima fra tutte la BCE. Il dollaro ha potuto beneficiare di un ciclo economico domestico consistente, come dimostra la recente rilevazione del PIL del 1° trimestre. E' emerso quindi un maggior allineamento fra le posizioni della Fed e di Trump, volte a non inasprire il costo del denaro e a favorire la crescita statunitense, con l'imprevisto però di un eccessivo apprezzamento del dollaro, nelle ultime settimane.

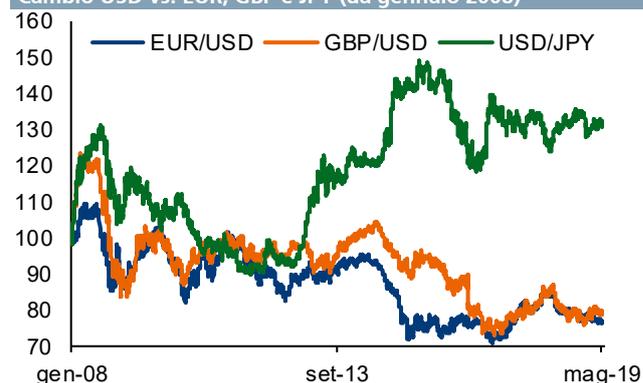
**EUR/USD:** consolida la forza del dollaro nei confronti del basket delle principali valute, e quindi anche dell'euro, nonostante un approccio decisamente meno restrittivo espresso dalla Fed anche nel meeting di maggio. Trump ha ribadito come non gradisca un apprezzamento eccessivo della valuta e la Fed riconferma il proprio allineamento, almeno a parole. Il cambio EUR/USD è visto a: 1,12 (da 1,14) a 1 mese; 1,13 (da 1,15) a 3 mesi; 1,15 a 6 mesi (da 1,16); 1,20 (stabile) a 12 mesi e 1,22 (stabile) a 24 mesi.

**GBP/USD:** la forza del dollaro deriva ancora una volta dalla somma di due fattori: il cauto ottimismo sugli accordi commerciali fra USA e Cina, nonostante le ultime tensioni in atto, e la posizione accomodante della Fed, che sembra abbia abbandonato l'idea del percorso di rialzo dei tassi nel 2019, salvo imprevisti futuri. Ribadiamo da tempo come la valuta inglese auspichi l'esito (positivo) della Brexit, come si evince dal rafforzamento in atto. Le stime sul cambio vedono 1,30 a 1 mese e 1,31 a 3 mesi. Poi 1,32 distribuito su tutto l'arco temporale di previsione.

**USD/JPY:** la valuta USA consolida anche in questa ultimissima fase in cui l'avversione al rischio sui mercati è parsa in ripresa, spingendo gli investitori verso le valute più difensive, come appunto lo yen. A questo fattore si aggiunge la riconfermata

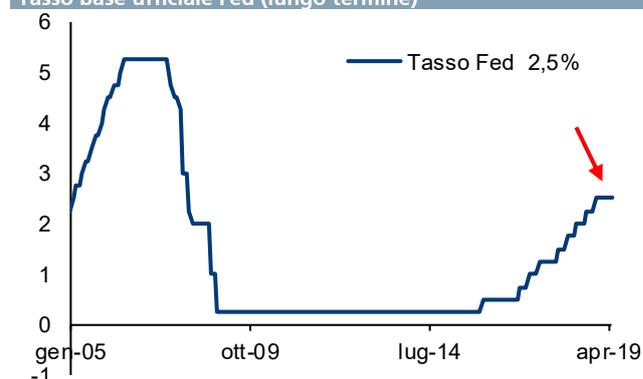
linea accomodante della BoJ, che continuerà almeno fino al 2020. Lo yen oscilla in un range piuttosto ristretto contro dollaro anche per l'inatteso rafforzamento della valuta USA. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 112. Nel medio-lungo: 112 a 6 mesi e 12 mesi e 110 a 24 mesi.

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



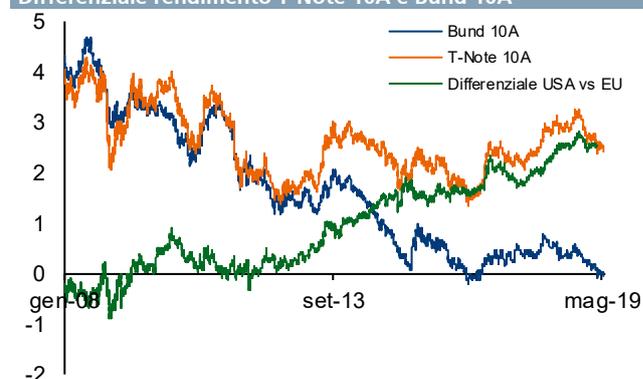
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## GBP: permane il prudente ottimismo sulla sterlina dopo il rinvio della Brexit

La sterlina consolida dopo il rinvio della Brexit, con la BoE che resta in attesa dell'esito della vicenda. Nel corso della riunione del 2 maggio, la Banca d'Inghilterra (BoE) ha confermato il tasso di riferimento allo 0,75% col voto unanime dei Membri del Consiglio. Il Comitato ha inoltre confermato all'unanimità lo stock di acquisti di obbligazioni societarie (10 miliardi) e di titoli di Stato del Regno Unito (435 miliardi di sterline). Le proiezioni aggiornate contenute nell'Inflation Report su crescita e inflazione di maggio appaiono aggiustate sulla base degli ipotetici scenari relativi al definitivo accordo sui rapporti commerciali del Regno Unito con l'Unione Europea. Secondo la BoE, l'economia britannica dovrebbe essere cresciuta di 0,5% t/t nel 1° trimestre dell'anno (prevedeva 0,3% t/t a marzo), spinta dall'accumulo di scorte da parte delle imprese come anticipazione della Brexit. Tale spinta dovrebbe venir meno nel 2° trimestre, che dovrebbe patire un rallentamento dell'espansione a 0,2% t/t. Nel complesso, l'economia britannica dovrebbe quindi concludere l'anno in crescita a 1,5% (rivista al rialzo da un precedente 1,2%), al di sopra di quanto previsto precedentemente ma ancora al di sotto del potenziale. Per quanto riguarda invece la dinamica dei prezzi, l'inflazione si è confermata a 1,9% a/a nel mese di marzo, come a febbraio e, al netto della volatilità mensile, dovrebbe mantenersi nell'intorno del target della Banca centrale anche nei prossimi mesi (prossimo meeting il 20 giugno). La premier May ha intensificato gli appelli al leader dell'opposizione Corbyn perché acconsenta a un accordo tra i partiti. La risposta del partito laburista è stata che l'accordo è necessario e va sottoscritto in fretta, ma l'opposizione ha accusato la May di non fornire i dettagli dell'intesa oggetto delle trattative, mettendo così a rischio i negoziati. Sterlina in consolidamento, resta valido lo scenario di sostanziale attesa per la valuta, in vista della risoluzione del processo Brexit, con la solita idea che una Brexit concordata e condivisa è probabilmente la miglior prospettiva per un recupero ancor più strutturale della sterlina.

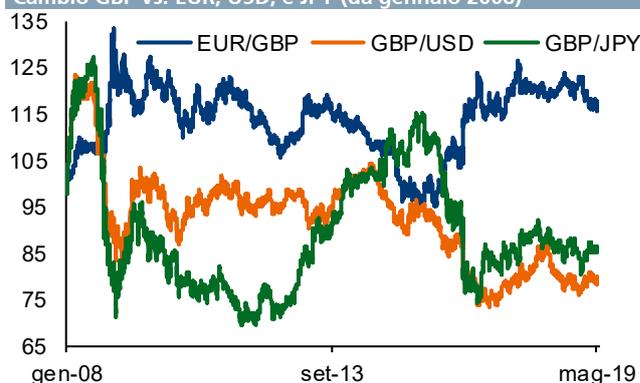
**EUR/GBP:** non cambia il focus degli investitori sulla sterlina, che resta ancora una volta indirizzato sulla questione Brexit, che appare l'unico fattore che muove il cambio con l'euro. La BoE conferma anche nell'ultimo meeting la propria posizione di attesa. Sterlina in consolidamento visto il prosieguo delle trattative fra Governo e opposizione inglesi. Nel breve l'EUR/GBP è visto a 0,86 a 1 mese (stabile) e 0,86 a 3 mesi (da 0,87); nel medio termine attorno a 0,87-0,91 (6 e 12 mesi), a 0,92 (stabile) a 24 mesi.

**GBP/USD:** la forza del dollaro, anche nelle ultime settimane, non ha in alcun modo disturbato il trend di consolidato apprezzamento della sterlina. La valuta inglese resta in attesa dell'esito (positivo) della Brexit come espresso inequivocabilmente dal trend di apprezzamento in atto, anche dopo il rinvio formale dell'accordo fra Gran Bretagna e Unione Europea. Anche la Banca d'Inghilterra, nel suo ultimo meeting, ha nuovamente sospeso ogni azione/giudizio in attesa della conclusione della procedura di Brexit. Le stime sul cambio

vedono 1,30 a 1 mese e 1,31 a 3 mesi. Poi 1,32 distribuito su tutto l'arco temporale rimanente.

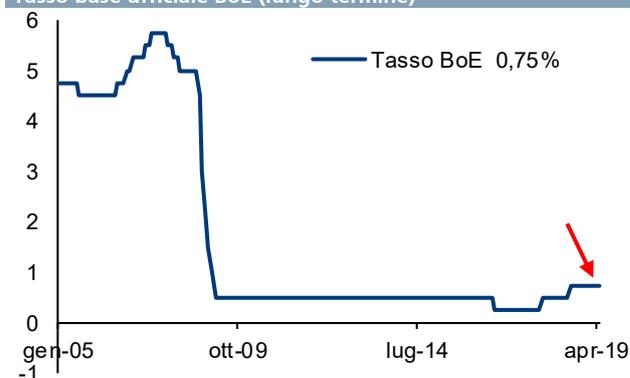
**GBP/JPY:** il rinvio del processo Brexit e l'attesa per un accordo condiviso anche con l'opposizione laburista al Governo generano tensioni positive sulla sterlina, aspetti che restano di maggiore influenza anche sul cambio GBP/JPY. Le stime di breve sono 147 a 1 mese e 146 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 147 a 6 mesi, 149 a 12 mesi e 152 a 24 mesi.

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



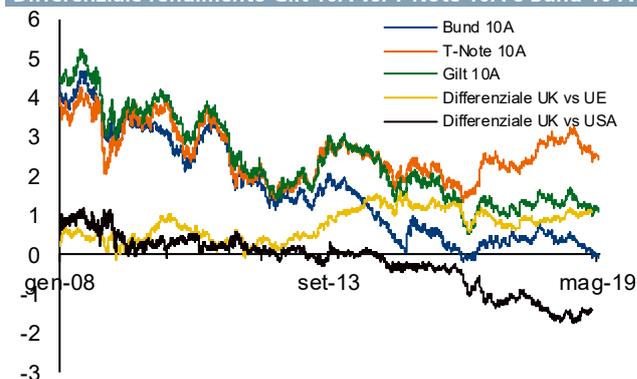
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 terrà i tassi fermi fino al 2020, yen sostenuto solo dall'avversione

**BoJ: tiene banco la tempistica di un potenziamento dello stimolo monetario.** Nella riunione dello scorso 25 aprile la Banca centrale giapponese ha mantenuto invariata la politica monetaria e si è impegnata a tenere i tassi di interesse molto bassi almeno fino alla primavera 2020, pur senza dare una traccia precisa di quali saranno le future mosse. L'obiettivo del 2% di inflazione non sarà raggiunto prima del 2022. In vista proprio del meeting di aprile, la Banca del Giappone (BoJ) aveva tagliato gli acquisti di bond della parte lunga della curva (160 miliardi di dollari rispetto ai 180 miliardi previsti), in particolare da 10 a 25 anni. Il suo piano di acquisto non subiva variazioni da oltre due mesi. Tale mossa aveva sorpreso gli operatori vista l'imminenza della riunione, ma è risultata sensata se valutata nell'ottica delle lunghe vacanze relative alla Golden Week, in Giappone, e alla salita al trono del nuovo Imperatore, che hanno tenuto i mercati nipponici chiusi dal 29 aprile al 6 maggio. Anche il mercato dei cambi è stato scosso dalle recenti dichiarazioni di Trump sui dazi, che hanno inasprito le tensioni commerciali fra USA e Cina. Lo yen si è leggermente apprezzato intercettando le paure degli investitori e svolgendo il classico ruolo di bene rifugio. Ciò nonostante confermiamo il nostro outlook di deprezzamento dello yen, specie contro dollaro, pur restando vincolato all'eccesso di avversione al rischio che potrebbe ulteriormente diffondersi sui mercati.

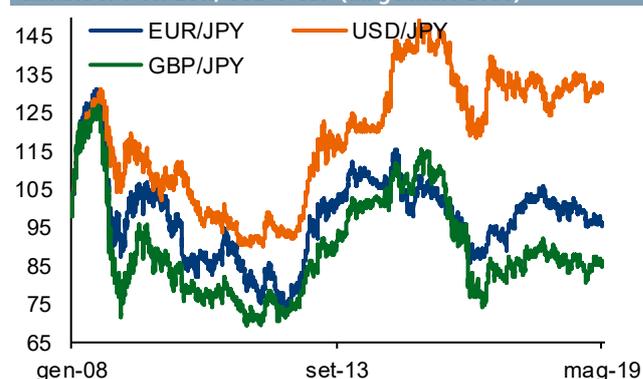
**EUR/JPY:** lo yen torna vicino ai massimi contro euro (area 123,50), rafforzandosi ulteriormente nonostante la riconferma dell'approccio espansivo della Banca del Giappone. Ribadiamo come l'ostacolo principale sullo yen, ovvero l'avversione al rischio, impedisca il deprezzamento nei confronti di tutte le principali valute, compreso l'euro. Il possibile inasprirsi delle trattative USA-Cina, nelle ultime giornate, ha aumentato l'avversione al rischio sui mercati. Le stime indicano 125-127 (da 126-127) a 1-3 mesi. Nel medio-lungo: 129 a 6 mesi, 134 a 12 mesi e ancora 134 (stabile) a 24 mesi.

**USD/JPY:** lo yen riduce solo parzialmente il suo deprezzamento contro dollaro nonostante il riconfermato approccio espansivo della Banca del Giappone ma anche per un inatteso rafforzamento del dollaro, che si è sommato all'avversione al rischio sui mercati. La trattativa sui dazi con la Cina e la posizione attendista della Fed non sembrano allentare la pressione rialzista sul biglietto verde. La ripresa dell'avversione al rischio delle ultime sedute ha comunque spinto gli investitori verso le valute più difensive come lo yen. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 112. Nel medio-lungo: 112 a 6 mesi e 12 mesi e 110 a 24 mesi.

**GBP/JPY:** il rinvio del processo Brexit e l'attesa per un accordo condiviso anche con l'opposizione laburista al Governo generano tensioni positive sulla sterlina, che influenzano anche il cambio GBP/JPY. Le stime di breve sono 147 a 1 mese e 146 a

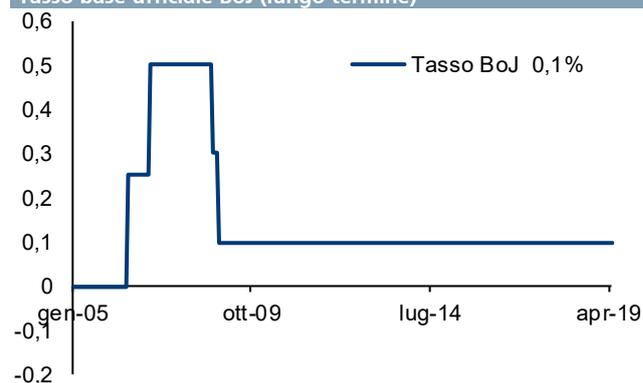
3 mesi. Nel medio-lungo: 147 a 6 mesi, 149 a 12 mesi e 152 a 24 mesi.

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



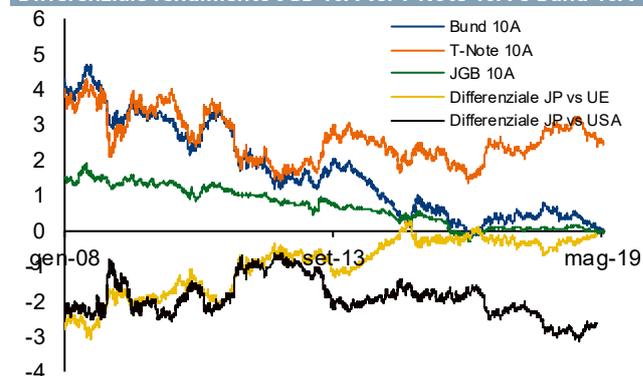
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BoJ (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## Glossario

Benchmark	Parametro di riferimento
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni ed importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni ed importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati)
Bridge loans	Prestiti a breve termine concessi in attesa che il 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 04.04.2019.

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](http://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](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](http://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](http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp), ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](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