

L'EUR/USD metabolizza le opposte scelte di Fed e BCE

EUR – BCE: tassi fermi per tutto il 2019 e nuova TLTRO, l'euro perde terreno. La riunione della Banca Centrale Europea (BCE) si è conclusa con una serie di decisioni di policy inattese, che hanno sorpreso il mercato nella tempistica. Le scelte sono il risultato della presa di coscienza di uno scenario di crescita e inflazione inferiori alle precedenti stime, che ha costretto la BCE ad un orientamento più espansivo. A queste notizie l'euro ha reagito deprezzandosi: va peraltro 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. Aver allontanato il rialzo del costo del denaro dovrebbe impedire un apprezzamento ulteriore dell'euro, almeno nel breve. Evento indesiderato in questo momento di frenata del ciclo europeo. Una divisa unica meno forte rappresenterebbe un volano per l'export europeo, già in difficoltà negli ultimi mesi.

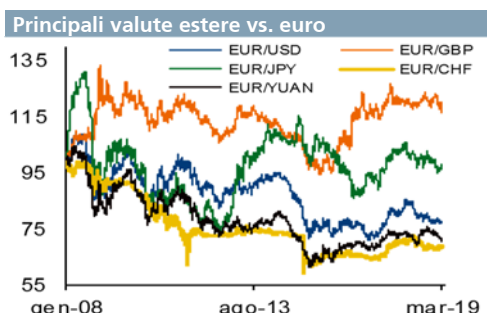
USD – Dollaro in ripresa dopo che Powell riporta la Fed su binari restrittivi, suscitando il disappunto di Trump. In attesa della riunione Fed del 20 marzo, ricapitoliamo la posizione della Banca centrale USA, che ha subito varie modifiche nelle ultime settimane, provocando l'apprezzamento del dollaro. Powell, nella sua doppia audizione al Parlamento statunitense, aveva smussato le attese del mercato circa una Fed espansiva e intenzionata ad interrompere, già nel 2019, il suo percorso di rialzo dei tassi, smentendo così le interpretazioni eccessivamente accomodanti precedentemente circolate. Il movimento di recupero del dollaro ha spinto Trump, nuovamente, a tuonare contro una Fed troppo restrittiva, che apprezzando il dollaro finisce per ostacolare l'export statunitense facendo il male dell'economia. Tutte queste tensioni si stanno scaricando sul dollaro, che rischia di accentuare il proprio apprezzamento, beneficiando anche del clima di ottimismo sulle trattative commerciali USA-Cina.

GPB – Il rinvio dell'accordo sulla Brexit, oltre il 29 marzo, resta il fattore chiave sulla sterlina. La sterlina consolida in scia al possibile (breve) rinvio della Brexit che aumenta le possibilità di soft-Brexit, scenario che rafforzerebbe la valuta inglese. La premier May ha guadagnato due settimane di tregua dal Parlamento visto il respingimento del piano alternativo su Brexit presentato dal Partito Laburista, che ora sosterrà ufficialmente solo un secondo referendum sul tema. L'obiettivo politico della May diventa ora evitare un "no-deal" e, nel caso, dividere le responsabilità del fallimento con l'arco parlamentare, visto il voto "esplicito" che Westminster sarà costretta ad esprimere se non si giungerà a una soluzione entro il 29 marzo. La BoE si cautela chiedendo aiuto alla BCE per mettere in sicurezza il sistema bancario inglese.

JPY – Accordi USA-Cina, calo dell'avversione al rischio e BoJ espansiva deprimono lo yen. Il rinnovato ottimismo circa una risoluzione delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina ha ridotto l'avversione al rischio sui mercati. Questo favorirà l'ulteriore indebolimento dello yen, inteso come valuta difensiva, incentivando le prese di profitto sulla divisa giapponese. A beneficiarne sono tutte le monete legate alle commodity e quindi considerate più remunerative. La data del 27 marzo resta il possibile giorno in cui Washington e Pechino sigleranno l'accordo per porre fine alla guerra tariffaria. Ad influenzare al ribasso l'andamento dello yen è stato l'annuncio fatto dal governatore della BoJ Kuroda che ha rassicurato circa il prosieguo della politica monetaria espansiva della Banca centrale giapponese. Un quadro che, in vista del meeting del 15 marzo, conferma il nostro outlook di costante deprezzamento dello yen, specie contro dollaro.

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1225	1,12	1,13	1,16	1,20	1,25
EUR/GBP	0,8550	0,85	0,86	0,92	0,91	0,95
EUR/JPY	125,31	124	125	129	134	138
Altre valute						
GBP/USD	1,3129	1,31	1,32	1,35	1,30	1,32
USD/JPY	111,63	110	111	111	112	110
GBP/JPY	146,55	146	146	146	147	149

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

8 marzo 2019

15.55 CET

Data e ora di produzione

8 marzo 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	2,64
Bund 10A	0,06
Gilt 10A	1,18
JGB 10A	-0,03

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Cambi

EUR/USD	1,1225
USD/JPY	111,63
GBP/USD	1,3129
EUR/CHF	1,1342
EUR/SEK	10,58
EUR/NOK	9,81
EUR/DKK	7,4601
USD/CAD	1,344
AUD/USD	0,7027
NZD/USD	0,6764
USD/ZAR	14,5026
EUR/JPY	125,31
EUR/GBP	0,8550
EUR/CAD	1,5086
EUR/AUD	1,5974
EUR/NZD	1,6597
EUR/ZAR	16,2801
EUR/ISK	136,37
EUR/HUF	315,88

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 07.03.2019 (salvo diversa indicazione).

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

EUR: la BCE si convince a varare nuove misure di sostegno, euro in calo

BCE: tassi fermi per tutto il 2019 e nuova TLTRO, l'euro perde terreno. La riunione della Banca Centrale Europea (BCE) si è conclusa con una serie di decisioni di policy inattese, che hanno sorpreso il mercato nella tempistica. Le scelte sono il risultato della presa di coscienza di uno scenario di crescita e inflazione inferiori alle precedenti stime, che ha costretto la BCE ad un orientamento più espansivo. I tassi di riferimento restano invariati (a -0,40% per i depositi, 0% per il tasso di rifinanziamento principale e 0,2% per il tasso di rifinanziamento marginale) ma cambia la *forward guidance* sui tassi, che porta avanti di circa sei mesi (dall'estate del 2019 a fine 2019) il possibile primo rialzo. In aggiunta, la BCE lancia una nuova TLTRO sotto forma di operazioni trimestrali mirate al rifinanziamento a più lungo termine. Il sostegno partirà da settembre 2019 fino a marzo 2021: ciascuna operazione avrà scadenza di due anni. La nuova TLTRO dalla BCE possiede caratteristiche meno favorevoli rispetto alle precedenti, tra cui la durata che sarà di meno di due anni invece che di quattro. A queste notizie l'euro ha reagito deprezzandosi: va detto peraltro che il mercato da tempo sottolineava come le condizioni economiche in cui stava maturando l'avvio della stretta monetaria fossero più fragili. Aver allontanato il rialzo del costo del denaro dovrebbe impedire l'apprezzamento ulteriore dell'euro, indesiderato in questa fase di frenata del ciclo. Un euro meno forte sarebbe un volano per l'export, già in difficoltà negli ultimi mesi.

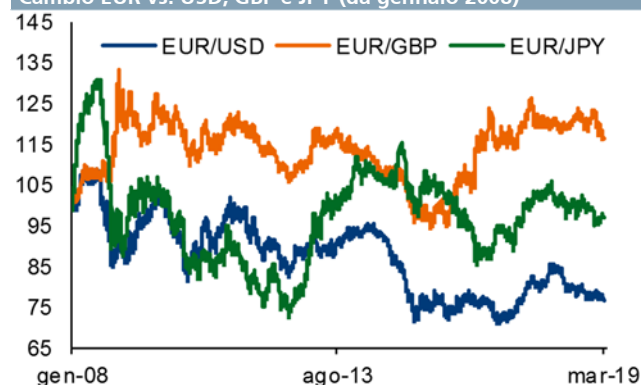
EUR/USD: il cambio euro/dollaro è mosso dall'unione di due forze. Da un lato l'apprezzamento del dollaro nei confronti del basket delle principali valute, che deriva dalla ripresa della propensione al rischio e dal ritorno a un approccio restrittivo della Fed; dall'altro la debolezza dell'euro dopo le scelte della BCE. 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: un quadro che non dovrebbe favorire un ulteriore apprezzamento dell'euro, almeno nel breve. Il cambio EUR/USD è visto a: 1,12 (da 1,14) a 1 mese; 1,13 (da 1,15) a 3 mesi; 1,16 a 6 mesi (stabile); 1,20 (da 1,17) a 12 mesi e 1,25 (da 1,24) a 24 mesi.

EUR/GBP: sul cambio pesa il tema della Brexit, che lo stesso Draghi ha sottolineato come uno dei temi di criticità che hanno spinto la BCE al cambio di *guidance*, meno restrittiva rispetto alle attese di qualche mese fa: uno scenario che scongiura probabilmente un eccessivo apprezzamento della valuta unica. La sterlina, di contro, sembra beneficiare di un cauto ottimismo circa la possibile risoluzione della questione: un quadro che va nella direzione della *soft*-Brexit da tutti auspicata. Nel breve l'EUR/GBP è visto a 0,85 a 1 mese (da 0,92) e 0,86 a 3 mesi (da 0,91); nel medio termine attorno a 0,91-0,92 (6 e 12 mesi), a 0,95 (da 0,94) a 24 mesi.

EUR/JPY: lo yen si è indebolito ulteriormente contro euro dopo la riconferma dell'approccio espansivo della BoJ. Va detto che a guidare il ribasso della valuta giapponese è anzitutto il clima

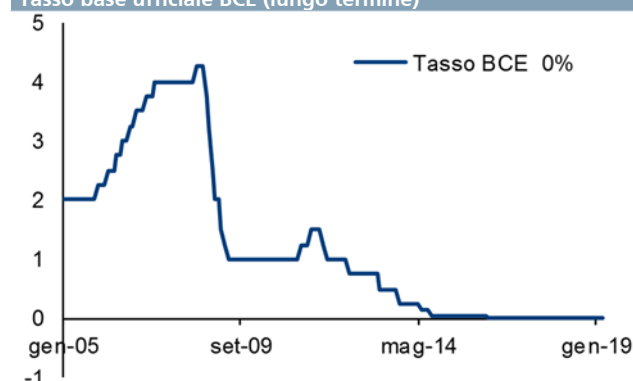
di cauto ottimismo sulle trattative USA/Cina. Situazione che ridurrà ancora l'avversione al rischio sui mercati facendo venir meno l'appeal dello yen come valuta difensiva. Le stime di breve indicano 124-125 (da 125) a 1-3 mesi. Nel medio-lungo: 129 a 6 mesi; 134 (da 133) a 12 mesi; 138 (da 140) a 24 mesi.

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



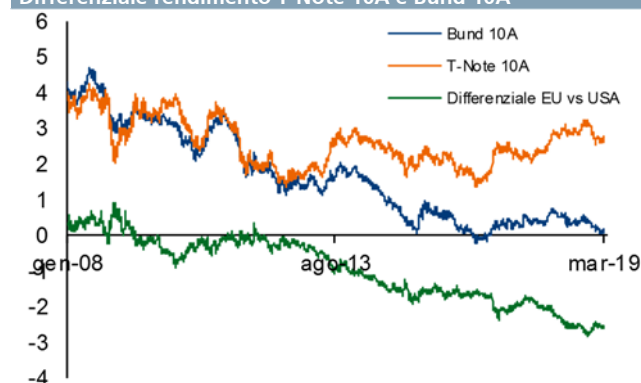
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

USD: tornano le tensioni Trump/Powell in vista di una Fed ancora restrittiva

Dollaro in ripresa dopo che Powell riporta la Fed su binari restrittivi, suscitando il disappunto di Trump. In attesa della riunione Fed del 20 marzo, ricapitoliamo la posizione della Banca centrale USA che ha subito varie modifiche nelle ultime settimane, provocando l'apprezzamento del dollaro. Powell, nella sua doppia audizione al Parlamento statunitense, aveva smussato le attese del mercato circa una Fed espansiva e intenzionata a interrompere, già nel 2019, il suo percorso di rialzo dei tassi, smentendo così le interpretazioni eccessivamente accomodanti precedentemente circolate. Questo ha da subito favorito l'apprezzamento del dollaro contro le principali valute, facendolo rientrare in quell'outlook di forza della valuta statunitense, dettato dall'atteggiamento restrittivo della Fed. La tregua fra Trump e Powell è durata però pochi giorni. Il movimento di apprezzamento del dollaro ha spinto Trump, nuovamente, a tuonare contro una Fed troppo restrittiva che, apprezzando il dollaro, finisce per ostacolare l'export statunitense facendo il male dell'economia. Al contempo Trump fa pressione sull'OPEC, affinché cessi di controllare la produzione di petrolio, impedendo alle quotazioni di scendere. Un petrolio meno caro terrebbe basse le aspettative d'inflazione, creando le condizioni perché la Fed possa allentare la stretta sui tassi, che viceversa in caso di surriscaldamento dei prezzi sarebbe necessaria. Va detto che, visto il rallentamento del ciclo globale in atto, a tutti conviene che la prima Banca centrale al mondo allenti un po' la sua politica monetaria. Questo infatti darebbe alle altre Banche centrali maggiore respiro sui propri tassi. Tutte queste tensioni si stanno scaricando sul dollaro, che rischia di accentuare il proprio apprezzamento, beneficiando anche del clima di ottimismo sulle trattative commerciali USA-Cina.

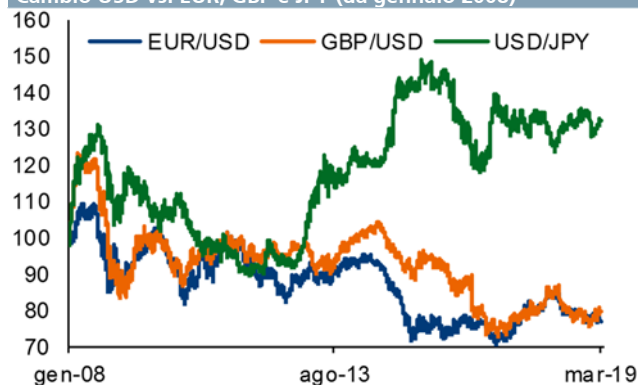
EUR/USD: la forza del dollaro nei confronti del basket delle principali valute, e quindi anche dell'euro, deriva dalla ripresa dell'appetito per il rischio e dal ritorno a un approccio restrittivo della Fed. Trump ha chiarito come non gradisca un apprezzamento troppo forte della valuta. Il cambio è visto a: 1,12 (da 1,14) a 1 mese; 1,13 (da 1,15) a 3 mesi; 1,16 a 6 mesi; 1,20 (da 1,17) a 12 mesi e 1,25 (da 1,24) 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 l'effetto della nuova posizione della Fed, più restrittiva rispetto al percorso di rialzo dei tassi. Il recupero del dollaro non inficia il trend di apprezzamento della sterlina. La valuta inglese da tempo attende l'esito (positivo) della Brexit ma nel frattempo sta continuando ad esprimere un sentiment di cauto ottimismo sull'esito della vicenda, consolidando la sua forza. Le stime di breve sul cambio vedono 1,31 (da 1,26) e 1,32 (da 1,27) rispettivamente a 1 e 3 mesi. Nel medio-lungo: 1,35 (da 1,29) a 6 mesi, 1,30 a 12 mesi e 1,32 a 24 mesi (stabili).

USD/JPY: la valuta USA ha riguadagnato terreno contro lo yen a seguito dell'ottimismo intorno alla trattativa sui dazi con la Cina.

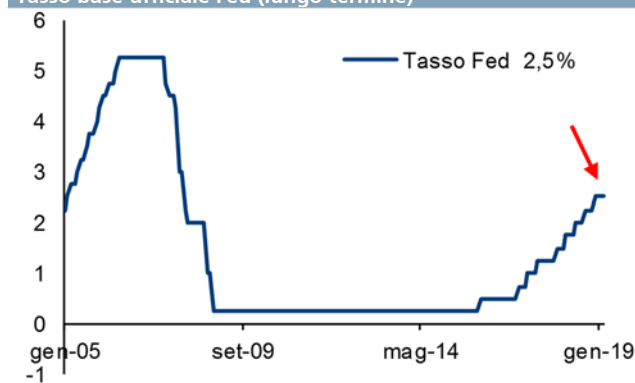
Tale aspetto ha diminuito l'avversione al rischio spostando gli investitori dalle valute più difensive, come appunto quella giapponese, a quelle più remunerative, come il dollaro. Lo yen accentua il suo deprezzamento contro il dollaro anche per il riconfermato approccio espansivo della BoJ. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 110 e 111 (da 109). Nel medio-lungo: 111 a 6 mesi, 112 (da 114) a 12 mesi e 110 a 24 mesi (da 113).

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



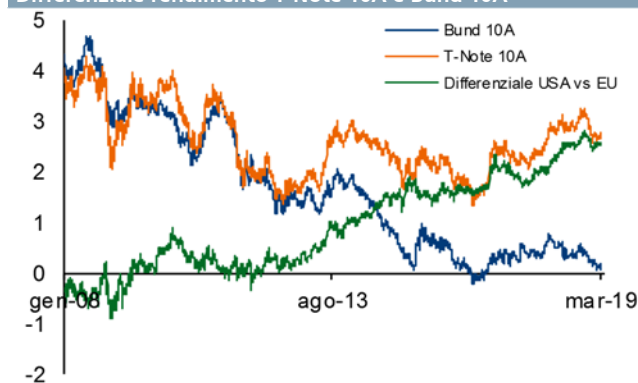
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

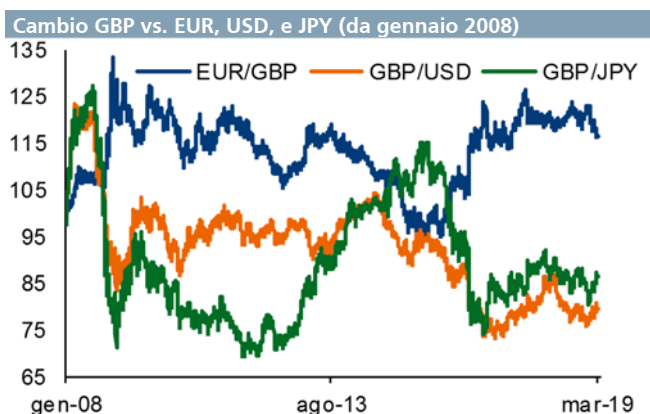
GBP: il rinvio della Brexit non mina le attese di esito positivo per la sterlina

Il rinvio dell'accordo sulla Brexit, oltre il 29 marzo, resta il fattore chiave sulla sterlina. La sterlina consolida in scia al possibile (breve) rinvio della Brexit che aumenta le possibilità di *soft*-Brexit, scenario che rafforzerebbe la valuta inglese. Il capo negoziatore UE Barnier, in un'intervista, ha affermato che non avrebbe molto senso estendere ulteriormente le trattative oltre il 29 marzo, perché aggiungerebbe solo incertezza, salvo in caso di una proroga "tecnica" di poche settimane, non oltre le elezioni europee. Sul fronte interno, la premier May ha guadagnato due settimane di tregua dal Parlamento visto il respingimento del piano alternativo su Brexit presentato dal Partito Laburista, che ora sosterrà ufficialmente solo un secondo referendum sul tema. L'obiettivo politico della May diventa ora evitare un *no-deal* e, nel caso, dividere le responsabilità del fallimento con l'arco parlamentare, visto il voto "esplicito" che Westminster sarà costretta ad esprimere sulla cosiddetta *hard*-Brexit qualora non si giungesse a una soluzione condivisa entro il 29 marzo. Il momento è delicato e la sterlina ne sta risentendo solo marginalmente, consolidando la sua forza. Più preoccupata appare la Banca d'Inghilterra (BoE), il cui prossimo meeting è previsto il 21 marzo. In attesa di riunirsi e a soli fini precauzionali, l'istituto centrale ha attivato una linea di swap permanente con la Banca Centrale Europea: la Banca d'Inghilterra offrirà prestiti in euro alle banche britanniche e la BCE riceverà sterline dalla BoE in cambio di euro. La mossa della BoE è volta a rafforzare il sistema creditizio in vista di una possibile *hard*-Brexit o peggio di una *no-deal* Brexit, che innescherebbe una spirale recessiva con annessa contrazione del credito. Concludiamo ribadendo 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 in caso di altre soluzioni più drastiche.

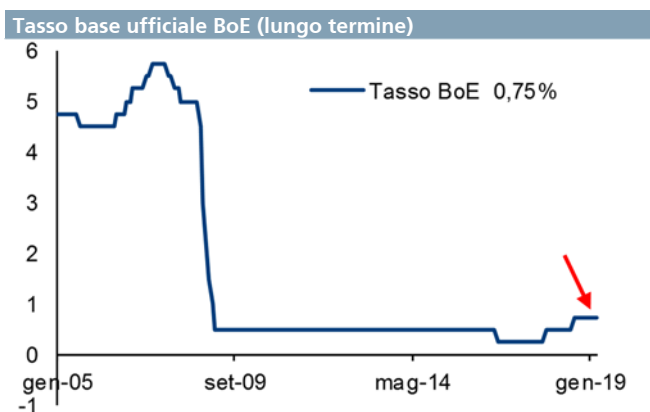
EUR/GBP: non cambia il focus degli investitori, la questione Brexit è il fattore che muove il cambio euro/sterlina; la BoE in vista della scadenza del 29 marzo si cautea con alcune mosse volte a porre in sicurezza il sistema bancario. Dal lato politico, la May proverà con tutte le sue energie a trovare un accordo che soddisfi le istanze interne e che consenta un distacco dall'Unione Europea senza traumi. E proprio una Brexit regolata e condivisa appare lo scenario più favorevole a una ripresa strutturale della sterlina. Nel breve l'EUR/GBP è visto a 0,85 a 1 mese (da 0,92) e 0,86 a 3 mesi (da 0,91); nel medio termine attorno a 0,91-0,92 (6 e 12 mesi); nel lungo termine (24 mesi) a 0,95 da 0,94.

GBP/USD: la valuta inglese da tempo attende l'esito (positivo) della Brexit ma nel frattempo sta continuando ad esprimere un sentiment di cauto ottimismo sull'esito della vicenda, consolidando la sua forza. Di contro, il recupero del dollaro, frutto del cauto ottimismo sugli accordi commerciali fra USA e Cina e visto il percorso di rialzo dei tassi Fed, confermato anche se in modalità meno energica rispetto al passato, non riesce a contrastare il recupero della sterlina. Le stime di breve sul cambio vedono 1,31 (da 1,26) e 1,32 (da 1,27) rispettivamente a 1 e 3 mesi. Nel medio-lungo: 1,35 (da 1,29) a 6 mesi, 1,30 a 12 mesi e 1,32 a 24 mesi (stabili).

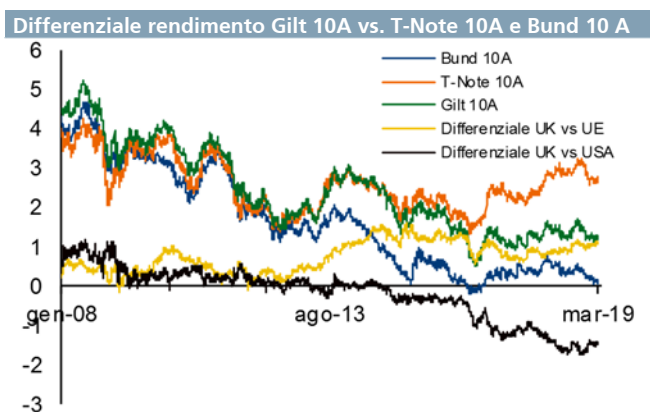
GBP/JPY: i temi di maggior influenza sul cambio sono il rinvio del processo Brexit e l'attesa per un accordo definitivo fra il Regno Unito e l'Europa. Un quadro che genera tensioni positive sulla sterlina nei confronti dello yen. Le stime di breve sono 146 (da 144) a 1 mese, 146 a 3 mesi (stabile). Nel medio-lungo: 146 (da 148) a 6 mesi, 147 (da 150) a 12 mesi e 149 (da 147) a 24 mesi.



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

JPY: debole, aumentano le indiscrezioni di ulteriore espansione della BoJ

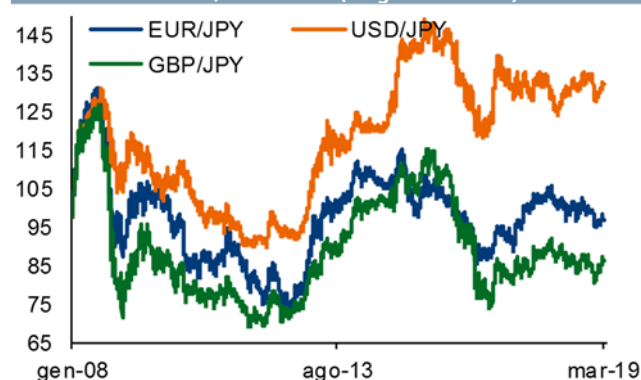
Accordi USA/Cina, calo dell'avversione al rischio e BoJ espansiva deprimono lo yen. Il rinnovato ottimismo circa una risoluzione delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina ha ridotto l'avversione al rischio sui mercati. Questo favorirà l'ulteriore indebolimento dello yen, inteso come valuta difensiva, incentivando le prese di profitto sulla divisa giapponese. A beneficiarne sono tutte le monete legate alle commodity e quindi considerate più remunerative. La data del 27 marzo resta il possibile giorno in cui Washington e Pechino sigleranno l'accordo per porre fine alla guerra tariffaria. Ad influenzare al ribasso l'andamento dello yen è stato anche l'annuncio fatto dal governatore della BoJ Kuroda che ha rassicurato circa il prosieguo della politica monetaria espansiva della Banca centrale giapponese. La BoJ si manterrà accomodante fino a quando l'economia lo richiederà. Kuroda, parlando al comitato di bilancio della Camera Alta, ha confessato che al momento non esiste una strategia specifica di uscita dalla politica espansiva in atto. Ci vorrà infatti un "tempo significativo" prima di raggiungere l'obiettivo di inflazione al 2%. Kuroda ha ribadito come i sei anni di stimolo monetario attuati dalla BoJ abbiano aiutato il Giappone a evitare la deflazione e ad aumentare i profitti delle imprese spingendo l'occupazione. Lo stesso primo ministro giapponese, Abe, ha affermato di avere fiducia nella capacità di Kuroda di guidare la politica monetaria della BoJ. Un quadro che in vista del meeting del 15 marzo conferma il nostro outlook di costante deprezzamento dello yen, specie contro dollaro.

EUR/JPY: lo yen prosegue il suo allontanamento dai massimi indebolendosi ulteriormente dopo la riconferma dell'approccio espansivo della Banca del Giappone. Anche il fattore di massimo disturbo sullo yen, ovvero l'avversione al rischio che ne aveva impedito il deprezzamento nelle scorse settimane, è in calo grazie al clima di cauto ottimismo sulle trattative USA-Cina. Le stime di breve indicano 124-125 (da 125) a 1-3 mesi. Nel medio-lungo: 129 a 6 mesi (stabile), 134 (da 133) a 12 mesi, 138 (da 140) a 24 mesi.

USD/JPY: lo yen accentua il suo deprezzamento contro dollaro non solo per il riconfermato approccio espansivo della Banca del Giappone ma anche per il rafforzamento del dollaro. La valuta USA ha riguadagnato terreno a seguito dell'ottimismo intorno alla trattativa sui dazi con la Cina. Aspetto che ha diminuito l'avversione al rischio sui mercati spostando gli investitori dalle valute più difensive, come lo yen, a quelle con rendimenti maggiori, come ad esempio quelle legate alle commodity. A questo scenario si somma la riconfermata linea morbida della BoJ che continuerà almeno fino al 2020, confrontandosi con la posizione restrittiva della Fed, seppur meno aggressiva degli scorsi anni. In conclusione, l'insieme di questi fattori potrebbe favorire il deprezzamento dello yen in maniera strutturale. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 110 e 111 (da 109). Nel medio-lungo: 111 a 6 mesi (stabile), 112 (da 114) a 12 mesi e 110 a 24 mesi (da 113).

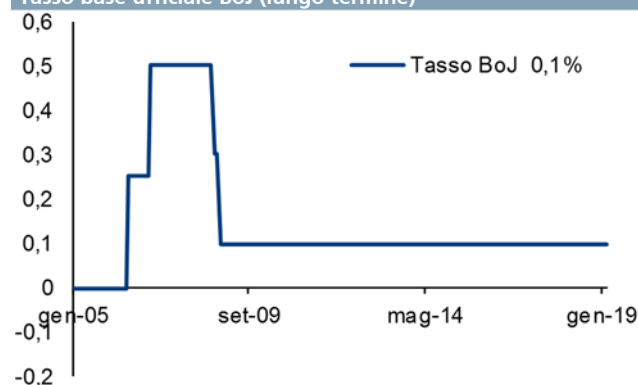
GBP/JPY: il rinvio del processo Brexit e l'attesa per un accordo definitivo generano tensioni positive sulla sterlina che restano il fattore che influenza maggiormente il cambio GBP/JPY. Le stime di breve sono 146 (da 144) a 1 mese, 146 a 3 mesi (stabile). Nel medio-lungo: 146 (da 148) a 6 mesi, 147 (da 150) a 12 mesi e 149 (da 147) a 24 mesi.

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



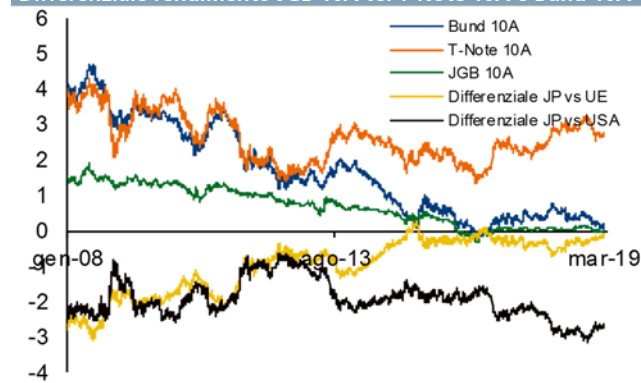
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 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 7.02.2019.

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/sir/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/sir/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/sir/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 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, Maria Giovanna Cerini