

Le tensioni sui dazi peseranno sui cambi anche nel 2020

EUR – La nuova presidente Lagarde ha già ribadito che la linea BCE resta nel solco di Draghi, ovvero di supporto all'economia. Nel meeting BCE di ottobre, l'ultimo sotto la guida di Mario Draghi, il presidente uscente ha confermato la protratta debolezza dell'economia dell'area euro, la persistenza di pronunciati rischi al ribasso per la crescita e l'assenza di una ripresa delle pressioni inflazionistiche. Anche la Lagarde ha già posto l'accento nello stesso senso su questi temi ma senza creare particolari aspettative sulla riunione BCE del 12 dicembre (peraltro in concomitanza con il voto in Gran Bretagna), la prima sotto la sua guida. Non cambia pertanto l'analisi di fondo: l'Eurozona dovrebbe cercare di affiancare alla politica monetaria una politica fiscale espansiva, sia a livello di singoli Paesi che di Unione Europea nel suo complesso, poiché il contesto economico-finanziario ha fatto emergere chiaramente come la sola politica monetaria non possa essere l'unico strumento da schierare a sostegno del ciclo. Del quadro di debolezza dell'economia ne pagherà le conseguenze l'euro, che resta mediamente fragile e in costante attesa di scelte forti da parte dell'Unione Europea.

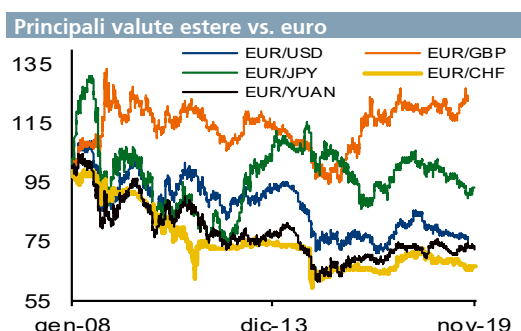
USD - Dollaro in balia delle tensioni commerciali. La Fed ha già "messo in pausa" il proprio ciclo di ribasso dei tassi, suscitando l'irritazione del Presidente Trump, che vorrebbe una riduzione del costo del denaro più repentina e un dollaro meno forte. Un quadro che difficilmente potrà indebolire più di tanto il dollaro, che invece subisce le incertezze che aleggiano intorno alla sigla dell'accordo finale con la Cina. Da tempo la dinamica della divisa USA dipende da questo scenario: il mercato si è convinto, infatti, che il dollaro sarà la moneta "vincente" nella trattativa USA/Cina. Questo fa sì che venga premiato quando l'accordo si avvicina e si deprezzi, invece, ogni qual volta le tensioni allontanano la sigla dell'intesa.

GBP - Le elezioni politiche del 12 dicembre saranno il punto di svolta per la Brexit e, quindi, per la sterlina. La questione Brexit resta al centro di qualsiasi analisi politica, in vista delle elezioni del 12 dicembre: se Boris Johnson riuscirà a ottenere una maggioranza in Parlamento potrà far passare il suo accordo per il distacco dall'Unione Europea mentre, in caso contrario, le opposizioni sono pronte a chiedere un secondo referendum. La sterlina appare solida da molte settimane, di pari passo con l'avvicinarsi del voto e della probabile vittoria di Johnson. Appare chiaro come la divisa britannica scommetta sulla definitiva conclusione della lunga vicenda Brexit (anche a scapito della qualità dell'accordo di uscita dalla UE) qualora il Premier conservatore ottenesse un deciso successo elettorale e attuasse il proprio piano. Sul fronte BoE sarà interessante vedere cosa deciderà il Board il prossimo 19 dicembre, quando l'esito del voto sarà metabolizzato, anche se le probabilità di un'azione sui tassi appaiono piuttosto basse.

JPY – Lo yen subisce più di tutti le rinnovate tensioni fra USA e Cina, in vista del meeting della Bank of Japan (BoJ) di dicembre. Si ravvivano marginalmente le tensioni commerciali a livello mondiale, pur permanendo un cauto ottimismo di fondo sull'accordo USA-Cina. Un quadro che ha ridotto l'avversione al rischio di fondo sul mercato, pur senza evitare picchi di tensione in concomitanza con dichiarazioni o inasprimenti delle polemiche fra le parti in causa. Questa situazione resta il vero ostacolo al deprezzamento strutturale dello yen. Le attese per il meeting del 19 dicembre della BoJ non sono di grossi sconvolgimenti nella attuale azione espansiva della Banca giapponese, anche se una sorpresa in senso ancora più accomodante non è da escludere.

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1078	1,10	1,12	1,15	1,17	1,20
EUR/GBP	0,8462	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86
EUR/JPY	120,60	117	121	126	131	136
Altre valute						
GBP/USD	1,3091	1,28	1,30	1,33	1,35	1,38
USD/JPY	108,86	106	108	110	112	114
GBP/JPY	142,51	142	141	141	142	146

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Refinitiv Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 04.12.2019 (salvo diversa indicazione).

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

5 dicembre 2019

12:54 CET

Data e ora di produzione

5 dicembre 2019

13:00 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	1,77
Bund 10A	-0,31
Gilt 10A	0,75
JGB 10A	-0,03

Fonte: Refinitiv Datastream

Cambi

EUR/USD	1,1078
USD/JPY	108,86
GBP/USD	1,3091
EUR/CHF	1,0959
EUR/SEK	10,54
EUR/NOK	10,15
EUR/DKK	7,4714
USD/CAD	1,3195
AUD/USD	0,6853
NZD/USD	0,6532
USD/ZAR	14,5956
EUR/JPY	120,60
EUR/GBP	0,8462
EUR/CAD	1,4617
EUR/AUD	1,6166
EUR/NZD	1,696
EUR/ZAR	16,1695
EUR/ISK	134,60
EUR/HUF	331,26

Fonte: Refinitiv Datastream

EUR: il rallentamento dell'Eurozona pesa sull'euro in vista del meeting BCE

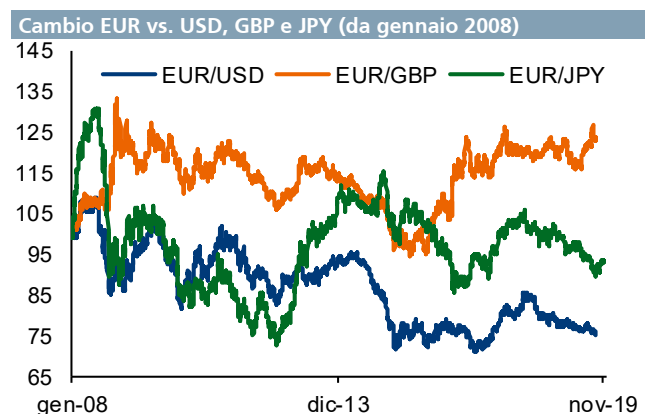
La Lagarde ha già ribadito la linea BCE che resta nel solco tracciato da Draghi, ovvero di supporto all'economia. Nel meeting BCE di ottobre, l'ultimo sotto la guida di Mario Draghi, il presidente uscente ha confermato la protratta debolezza dell'economia dell'area euro, la persistenza di pronunciati rischi al ribasso per la crescita e l'assenza di una ripresa delle pressioni inflazionistiche. Anche la nuova presidente Lagarde ha già posto l'accento nello stesso senso su questi temi ma senza creare particolari aspettative circa la riunione BCE del 12 dicembre (peraltro in concomitanza con il voto in Gran Bretagna), la prima sotto la sua guida. Non cambia pertanto l'analisi di fondo: l'Eurozona dovrebbe cercare di affiancare alla politica monetaria una politica fiscale espansiva, sia a livello di singoli Paesi che di Unione Europea nel suo complesso, poiché il contesto economico-finanziario ha fatto emergere chiaramente come la politica monetaria non possa essere l'unico strumento da schierare a sostegno del ciclo. Di questo quadro di debolezza paga le conseguenze l'euro, che resta mediamente fragile e in costante attesa di scelte forti da parte dell'Unione Europea.

EUR/USD: la dinamica del cambio EUR/USD resta vincolata alle scelte della BCE e della Fed ma entrambe le Banche centrali guardano con attenzione agli sviluppi delle trattative sul commercio. Da un lato, permane la debolezza dell'euro, dopo le scelte espansive della BCE; il quadro economico interno all'Eurozona resta debole, giustificando la possibilità di uno scenario di ulteriore deprezzamento della valuta unica. Dall'altro lato, la Fed ha già "messo in pausa" il proprio ciclo di ribasso dei tassi: un aspetto che difficilmente potrà indebolire più di tanto il dollaro, che invece subisce le incertezze che aleggiavano sulla sigla dell'accordo finale con la Cina. L'EUR/USD è visto a: 1,10 a 1 mese, 1,12 a 3 mesi, 1,15 a 6 mesi, 1,17 a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi.

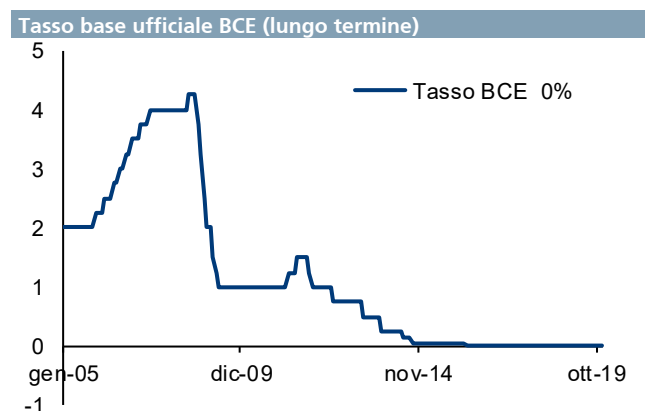
EUR/GBP: la sterlina attende il voto e, di conseguenza, la risoluzione della questione Brexit. Scenario che ha spinto addirittura due membri del Board della Bank of England a chiedere, nella passata riunione, un taglio del costo del denaro per fronteggiare la situazione. Resta l'idea che una conclusione, anche meno concordata, della Brexit sarebbe di supporto per la sterlina, che anela alla definitiva risoluzione di questa lunga diatriba. L'EUR/GBP è visto a 0,86 per tutto l'arco previsivo.

EUR/JPY: la valuta nipponica non registra particolari movimenti contro l'euro nonostante il possibile, ma non probabile, ampliamento dell'approccio espansivo della BoJ nel meeting di dicembre. Pur permanendo un cauto ottimismo di fondo sull'accordo USA-Cina, nelle ultime settimane è risalita la tensione sui mercati. Un quadro che ha ridotto l'avversione al rischio di fondo sul mercato, pur senza evitare picchi di tensione in concomitanza con dichiarazioni o inasprimento delle polemiche fra le parti in causa. Questa dinamica resta il vero ostacolo al deprezzamento strutturale dello yen. Le stime

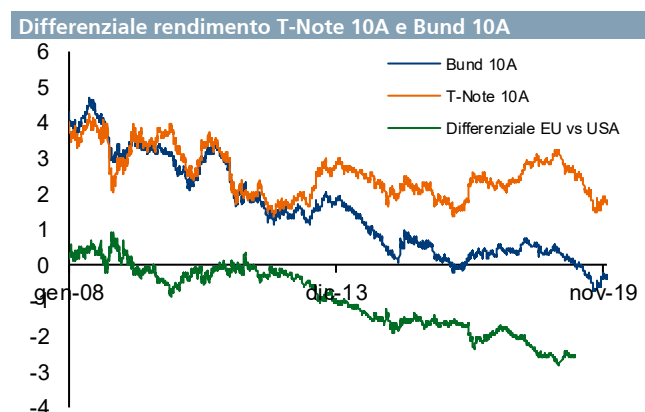
sono: 117 (da 116) a 1 mese, 121 a 3 mesi, a 126 a 6 mesi, 131 a 12 mesi e 136 a 24 mesi.



Fonte: Refinitiv Datastream



Fonte: Refinitiv Datastream



Fonte: Refinitiv Datastream

USD: le tensioni sul commercio saranno il driver del dollaro anche per il 2020

Dollaro in balia delle tensioni commerciali. Sono tre i fronti di tensione sul commercio che stanno influenzando il dollaro: a) la posizione dell'Europa, che si schiera unita nel respingere l'ipotesi che il Governo USA possa imporre altri dazi fino al 100% su 2,4 miliardi di dollari di beni di importazione dalla Francia, in risposta alla *digital tax* francese che lederebbe le società *tech* statunitensi; è allo studio la stessa azione su Italia, Austria e Turchia sempre in risposta alle rispettive *digital services tax*; b) la conferma da parte di Trump dell'imposizione di dazi USA nei confronti di Brasile e Argentina; c) le norme statunitensi a sostegno di Hong Kong, che irritano la Cina; in aggiunta, il 15 dicembre entreranno in vigore nuovi dazi su circa 156 miliardi di dollari di prodotti cinesi, in attesa di un eventuale rinvio o schiarita nelle trattative, che appaiono peraltro lontani. Trump suggerisce addirittura che sarebbe meglio concludere l'accordo con Pechino dopo le Presidenziali del novembre 2020. Da tempo la dinamica del dollaro dipende da questo scenario: il mercato si è convinto che il dollaro sarà la moneta "vincente" nella diatriba USA/Cina. Questo fa sì che venga premiato quando l'accordo si avvicina e si deprezzi, invece, ogni qual volta le tensioni lo allontanano.

Fed: scarso appeal per il meeting dell'11 dicembre. L'ultima riunione della Federal Reserve si è conclusa, come previsto, con un taglio dei tassi di 25pb (che ha portato l'intervallo di riferimento a 1,50-1,75%), con soli due voti contrari. La Fed tornerà a riunirsi il prossimo 11 dicembre ma è escluso che possa nuovamente intervenire, dando invece seguito alla "pausa nel ciclo di taglio dei tassi" e continuando a monitorare lo stato del ciclo economico USA.

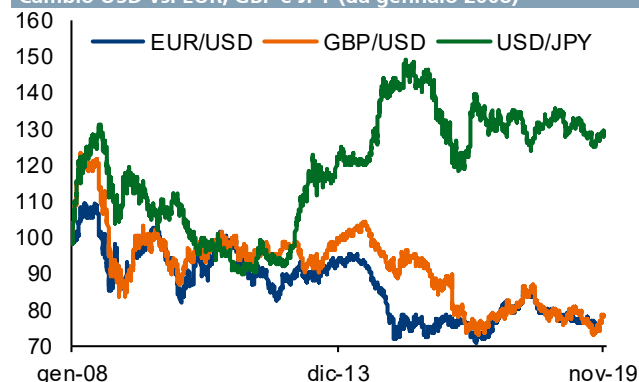
EUR/USD: la dinamica del cambio EUR/USD resta vincolata alle scelte della BCE e della Fed ma entrambe le Banche centrali guardano con attenzione agli sviluppi delle trattative sul commercio. Da un lato, la Fed ha già "messo in pausa" il proprio ciclo di ribasso dei tassi: questo aspetto difficilmente potrà indebolire più di tanto il dollaro, che invece subisce le incertezze che aleggiano sulla sigla dell'accordo finale con la Cina. Dall'altro lato, permane la debolezza dell'euro dopo le scelte espansive della BCE. Il quadro economico interno all'Eurozona resta debole, giustificando le possibilità di uno scenario di ulteriore deprezzamento della valuta unica. L'EUR/USD è visto a: 1,10 a 1 mese, 1,12 a 3 mesi, 1,15 a 6 mesi, 1,17 a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi.

GBP/USD: sterlina tonica contro dollaro in vista delle elezioni anticipate in Gran Bretagna (12 dicembre). Anche in questo caso prevale una certa solidità della valuta inglese che sembra ormai attendere, a qualsiasi costo, l'esito della lunga vicenda Brexit. Le stime vedono 1,28 (da 1,22) a 1 mese e 1,30 (da 1,25) a 3 mesi, 1,33 (da 1,28) a 6 mesi, 1,35 (da 1,32) a 12 mesi e 1,38 (da 1,35) a 24 mesi.

USD/JPY: lo yen, svolgendo il suo ruolo di valuta rifugio, risente delle oscillazioni nell'umore degli investitori e si muove di conseguenza nei confronti del dollaro, valuta che è

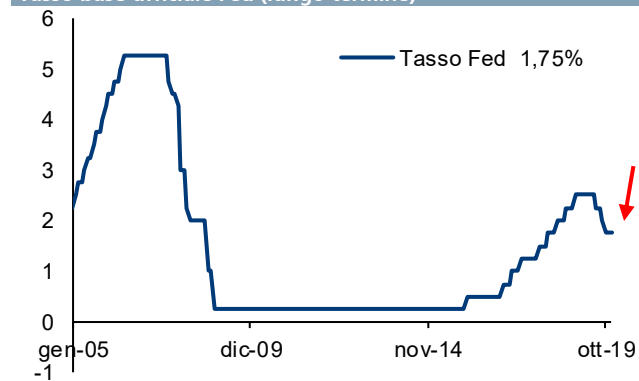
chiaramente indicata come vincente, qualora l'esito positivo delle "trade war" si concretizzasse. L'avversione al rischio è il driver principale dello yen, pur restando un cauto ottimismo sulla risoluzione, almeno parziale, della disattribution fra USA e Cina. Le stime indicano 106 a 1 mese (da 105) e 108 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 110 a 6 mesi, 112 a 12 mesi e 114 a 24 mesi.

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



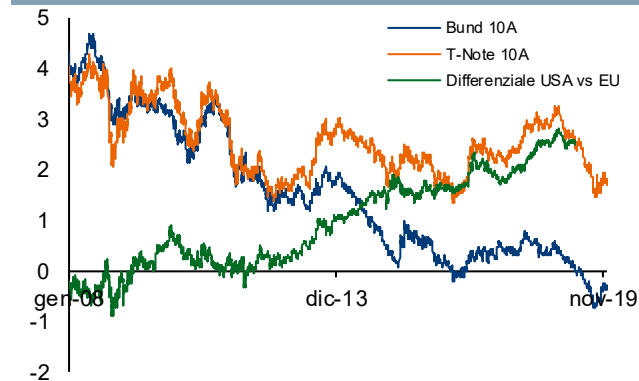
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv Datastream

GBP: si avvicinano le elezioni del 12 dicembre, evento chiave per la Brexit

Le elezioni politiche del 12 dicembre saranno il punto di svolta per la Brexit e quindi per la sterlina. La questione Brexit resta al centro di qualsiasi analisi politica, in vista delle elezioni del 12 dicembre. Se Boris Johnson riuscirà a ottenere una maggioranza in Parlamento potrà far passare il suo accordo per il distacco dall'Unione Europea mentre, in caso contrario, le opposizioni sono pronte a chiedere un secondo referendum. Un'ipotesi che ha portato il Brexit Party di Nigel Farage (che è stato il partito più votato nel Regno Unito alle elezioni europee di fine maggio) a stringere un patto coi Conservatori, per non presentare i propri candidati nei collegi a rischio. Appare di conseguenza favorita la vittoria in quei collegi della compagine di Johnson e si ottiene, come beneficio indiretto, di aumentare le *chance* di realizzazione della Brexit. Le ultime elezioni generali si sono svolte l'8 giugno 2017: Theresa May e i Conservatori si erano attestati al 42% e Corbyn al 40% con i Laburisti. La May ha governato fino al 24 luglio 2019, quando si è dimessa dopo il fallimento del suo accordo sulla Brexit, bocciato dal Parlamento inglese. La sterlina appare solida da molte settimane, di pari passo con l'avvicinarsi del voto e della probabile vittoria di Boris Johnson. Appare chiaro come la divisa britannica scommetta sulla definitiva conclusione della lunga vicenda Brexit, anche a scapito della qualità dell'accordo di uscita dalla UE, qualora il Premier conservatore ottenesse un deciso successo elettorale e attuasse il proprio piano.

BoE in attesa della Brexit. La Bank of England (BoE) ha confermato, col voto a maggioranza (7-2) dei membri del Consiglio, il tasso di riferimento allo 0,75%; due membri hanno quindi votato a favore di un taglio dei tassi già nella scorsa riunione. Sarà interessante vedere cosa deciderà il Board il prossimo 19 dicembre, quando l'esito del voto sarà metabolizzato, anche se le probabilità di un'azione sui tassi appaiono piuttosto basse.

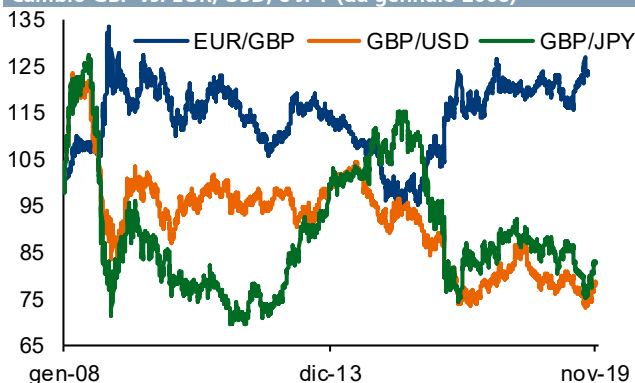
EUR/GBP: la sterlina attende il voto e, di conseguenza, la risoluzione della questione Brexit. Uno scenario che ha spinto addirittura due membri del Board della Bank of England a chiedere, nella passata riunione, un taglio del costo del denaro per fronteggiare la situazione. Resta l'idea che una conclusione, anche meno concordata, della Brexit possa essere di supporto per la sterlina, che anela alla definitiva risoluzione di questa lunga diatriba. L'EUR/GBP è visto a 0,86 per tutto l'arco previsivo.

GBP/USD: sterlina tonica anche contro dollaro in vista delle elezioni anticipate in Gran Bretagna (12 dicembre). Anche in questo caso prevale una certa solidità della valuta inglese che sembra ormai attendere, a qualsiasi costo, l'esito della lunga vicenda Brexit. Le stime vedono 1,28 (da 1,22) a 1 mese e 1,30 (da 1,25) a 3 mesi, 1,33 (da 1,28) a 6 mesi, 1,35 (da 1,32) a 12 mesi e 1,38 (da 1,35) a 24 mesi.

GBP/JPY: il rinvio della Brexit e le elezioni anticipate del 12 dicembre, a seguito della crisi politica del Governo Johnson, restano i fattori che gravano sulla sterlina, al di là delle scelte

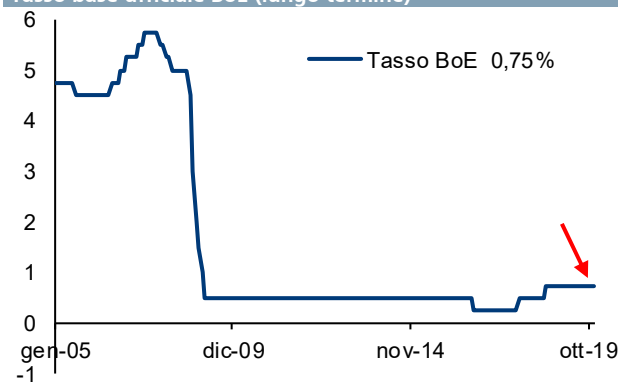
monetarie della Banca d'Inghilterra. Sul fronte giapponese, permangono le attese di una posizione della BoJ ancora più accomodante in futuro, pur senza la certezza che questo avvenga già il 19 dicembre. Le stime sono pari a 142 (da 135) a 1 mese e 141 (da 136) a 3 mesi. Nel medio-lungo: 141 (da 137) a 6 mesi, 142 (da 139) a 12 mesi e 146 (da 145) a 24 mesi.

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



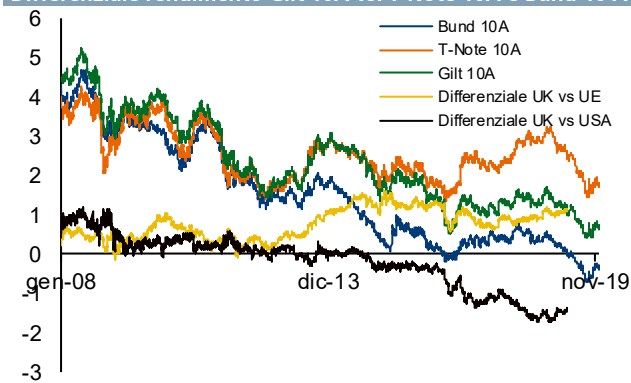
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale BoE (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

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



Fonte: Refinitiv Datastream

JPY: le tensioni sui dazi si scaricano sullo yen che si rafforza in vista della BoJ

Lo yen subisce più di tutti le rinnovate tensioni fra USA e Cina, in vista del meeting della Bank of Japan (BoJ) di dicembre. Salgono le tensioni fra USA e Cina e sale l'avversione al rischio degli investitori, che si rifugiano nello yen come asset difensivo. Le norme statunitensi a sostegno di Hong Kong irritano la Cina in prossimità del 15 dicembre, data in cui entreranno in vigore nuovi dazi su circa 156 miliardi di dollari di prodotti cinesi, a patto che non sopraggiunga un eventuale rinvio o una chiarita nelle trattative. Gli investitori stanno ridimensionando le posizioni sui mercati azionari globali, trasferendo la liquidità nei Treasury USA e sullo yen.

BoJ: il meeting del 19 dicembre rischia di essere irrilevante. In vista della riunione di dicembre, il Governatore della Bank of Japan Kuroda ha dichiarato, in un'audizione al Parlamento giapponese, che al momento non sta prendendo in considerazione un ulteriore allentamento monetario; ha inoltre aggiunto che non esiterà ad espandere ulteriormente la politica monetaria qualora cresca ancora la distanza col target del 2% di inflazione. Ha aggiunto però che la BoJ ha "ampio spazio" per un successivo allentamento, se necessario. Kuroda ha inoltre sottolineato come la politica accomodante della Banca centrale sia volta a raggiungere l'obiettivo di inflazione e non a sostenere la spesa pubblica dei Governi: un avvertimento alle blande pressioni spesso esercitate sull'Istituto centrale, che non può sostituirsi all'azione di governo. Un tema, quello del rapporto fra gli Istituti centrali e il potere politico, che (come abbiamo visto) è emerso con forza negli ultimi mesi non solo in Giappone ma anche in Europa e negli Stati Uniti. Le attese per il 19 dicembre non sono di grossi sconvolgimenti nella attuale azione espansiva della BoJ.

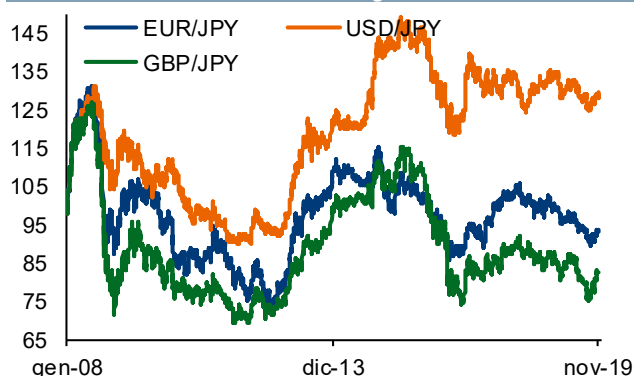
EUR/JPY: si ravvivano marginalmente le tensioni commerciali a livello mondiale, pur permanendo un cauto ottimismo di fondo sull'accordo USA-Cina. Un quadro che ha ridotto l'avversione al rischio di fondo sul mercato, pur senza evitare picchi di tensione in concomitanza con dichiarazioni o inasprimenti delle polemiche fra le parti in causa. Questa situazione resta il vero ostacolo al deprezzamento strutturale dello yen. Le stime sono: 117 (da 116) a 1 mese, 121 a 3 mesi, 126 a 6 mesi, 131 a 12 mesi e 136 a 24 mesi.

USD/JPY: l'avversione al rischio va di pari passo con l'aumento delle tensioni commerciali sui mercati ed è il driver principale dello yen, pur restando un cauto ottimismo sulla risoluzione, almeno parziale, della guerra commerciale fra USA e Cina. Lo yen, svolgendo il suo ruolo di valuta rifugio, risente quindi delle oscillazioni nell'umore degli investitori muovendosi di conseguenza nei confronti del dollaro (valuta che appare vincente, in caso di esito positivo delle "trade war"). Le stime indicano 106 a 1 mese (da 105) e 108 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 110 a 6 mesi, 112 a 12 mesi e 114 a 24 mesi.

GBP/JPY: permangono le attese di una posizione della BoJ ancora più accomodante in futuro, pur senza la certezza che

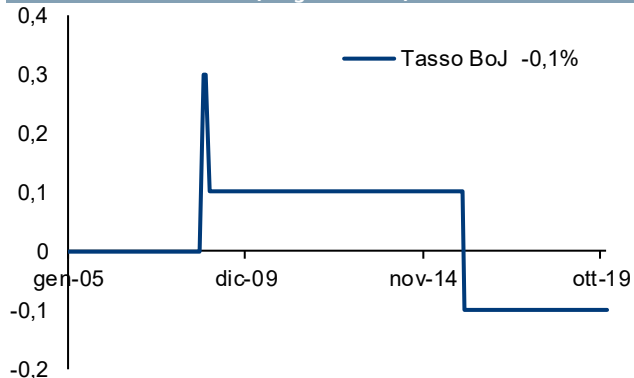
questo avvenga già il 19 dicembre. Il rinvio della Brexit e le elezioni anticipate del 12 dicembre, a seguito della crisi politica del Governo Johnson, restano i fattori che gravano sulla sterlina, al di là delle scelte monetarie della Banca d'Inghilterra. Le stime sono pari a 142 (da 135) a 1 mese e 141 (da 136) a 3 mesi. Nel medio-lungo: 141 (da 137) a 6 mesi, 142 (da 139) a 12 mesi e 146 (da 145) a 24 mesi.

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



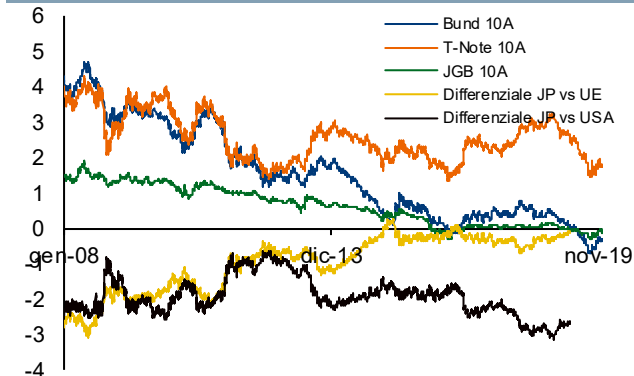
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale BoJ (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

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



Fonte: Refinitiv 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, Refinitiv Datastream, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 08.11.2019.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, e verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Il presente documento sarà disponibile per i clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo (www.intesaspaolo.com) 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.intesaspaolo.com/scriptsir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp

Note Metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <http://www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/si09/contentData/view/link?id=CNT-05-0000004DF584>.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, 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: Maria Giovanna Cerini