

## Le Banche centrali pianificano nuovi stimoli monetari

**EUR – Draghi spinge sull’acceleratore agendo su tre piani: strategia, strumenti e tempistica, con conseguente indebolimento dell’euro.** La BCE appare pronta a modificare la propria *forward guidance* (indicazioni sulle mosse future) su tutto lo spettro degli strumenti, come ulteriori tagli dei tassi e un riavvio del programma di acquisto titoli. L’attuale programma di acquisto è alla saturazione (ossia all’impossibilità di comprare altri titoli, visti i vincoli imposti dal programma stesso). Il Trattato fondativo della BCE ha peraltro la flessibilità per eventualmente decidere nuovi vincoli (e quindi un eventuale nuovo programma di acquisto) in risposta all’evoluzione dello scenario. Il discorso di Draghi ha inciso su tutta la curva dei tassi (oltre che sul cambio, indebolendo l’euro), da una parte alimentando le aspettative di taglio e, dall’altra, mantenendo sempre più compressi i rendimenti sulle scadenze più lunghe, vista la possibile riapertura del programma di acquisto titoli. Il cambio EUR/USD è visto a: 1,12 a 1 mese; 1,13 a 3 mesi; 1,14 a 6 mesi; 1,17 a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi.

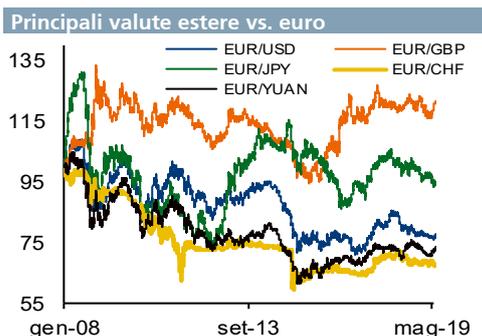
**USD – Fed pronta ad agire in modo preventivo, sulla scia delle incertezze globali; dollaro in indebolimento.** La riunione Fed si è conclusa con tassi di riferimento invariati nel corridoio 2,25%-2,5% ma con una chiara apertura verso possibili tagli legati agli sviluppi della trattativa commerciale USA-Cina e alle preoccupazioni per la crescita globale. La Fed ha abbandonato la strada della pazienza e ha esplicitato chiaramente di essere pronta ad agire in modo preventivo sul costo del denaro. Circa il futuro sentiero dei tassi, la mediana 2019 resta stabile a 2,4% (nessun taglio quest’anno). Lo stesso Powell ha lasciato intendere che l’ipotesi di ulteriori stimoli si è rafforzata e che si sta creando un consenso per due tagli preventivi, da attuare in tempi relativamente brevi. La Fed si è unita al coro di altre Banche centrali nel mettere in evidenza la necessità di un ulteriore stimolo monetario per rivalizzare la crescita. Il dollaro ha finalmente ceduto terreno dopo le parole dell’Istituto centrale USA: la posizione più esplicita di Powell ha così evitato la situazione verificatasi dopo il meeting di maggio, quando il dollaro si era addirittura apprezzato rispetto a gran parte delle sue controparti valutarie.

**GPB – BoE: tassi invariati, incide la Brexit, debole la sterlina.** Nell’ultima riunione, la Banca d’Inghilterra (BoE) ha confermato il tasso di riferimento allo 0,75% col voto unanime dei Membri del Consiglio; ha inoltre ribadito 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 macroeconomiche dell’Inflation Report di maggio sono state sostanzialmente confermate, ma sono aumentati i rischi al ribasso per la crescita. La BoE sottolinea come le prospettive economiche continueranno a dipendere in modo significativo dalle modalità del ritiro dall’UE. Di nuovo viene ribadito il concetto secondo cui la risposta della politica monetaria alla Brexit, qualunque sia la sua forma, non sarà automatica e potrebbe essere in entrambe le direzioni.

**JPY – La BoJ conferma lo stimolo monetario almeno fino a metà 2020 ma lo yen non si deprezza, causa avversione al rischio.** La Banca del Giappone (BoJ) ha lasciato la sua politica monetaria invariata, indicando come termine di mantenimento di questa situazione almeno fino alla primavera del 2020. Lo yen non accenna a deprezzarsi: anzi, proprio l’aver segnalato un aumento dei rischi sull’economia, legati alla diatriba commerciale USA-Cina, sta spingendo l’avversione al rischio e premiando le valute rifugio come lo yen.

| Previsioni tassi di cambio |        |      |      |      |      |      |
|----------------------------|--------|------|------|------|------|------|
| Cambio                     | Valore | 1M   | 3M   | 6M   | 12M  | 24M  |
| <b>Euro</b>                |        |      |      |      |      |      |
| EUR/USD                    | 1,1292 | 1,12 | 1,13 | 1,14 | 1,17 | 1,20 |
| EUR/GBP                    | 0,8889 | 0,89 | 0,91 | 0,93 | 0,93 | 0,94 |
| EUR/JPY                    | 121,23 | 122  | 125  | 128  | 131  | 132  |
| <b>Altre valute</b>        |        |      |      |      |      |      |
| GBP/USD                    | 1,2704 | 1,26 | 1,24 | 1,23 | 1,25 | 1,28 |
| USD/JPY                    | 107,35 | 109  | 111  | 112  | 112  | 110  |
| GBP/JPY                    | 136,38 | 137  | 137  | 139  | 141  | 138  |

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

21 giugno 2019  
15:28 CET

Data e ora di produzione

21 giugno 2019  
15:35 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      | 2,04         |
| Bund 10A        | -0,29        |
| Gilt 10A        | 0,84         |
| JGB 10A         | -0,16        |

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

| Cambi   |         |
|---------|---------|
| EUR/USD | 1,1292  |
| USD/JPY | 107,35  |
| GBP/USD | 1,2704  |
| EUR/CHF | 1,1077  |
| EUR/SEK | 10,63   |
| EUR/NOK | 9,67    |
| EUR/DKK | 7,466   |
| USD/CAD | 1,32    |
| AUD/USD | 0,692   |
| NZD/USD | 0,6589  |
| USD/ZAR | 14,3045 |
| EUR/JPY | 121,23  |
| EUR/GBP | 0,8889  |
| EUR/CAD | 1,4905  |
| EUR/AUD | 1,6318  |
| EUR/NZD | 1,7138  |
| EUR/ZAR | 16,1522 |
| EUR/ISK | 141,51  |
| EUR/HUF | 323,36  |

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 21.06.2019 (salvo diversa indicazione).

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

## EUR: da Sintra Draghi annuncia la nuova posizione espansiva della BCE

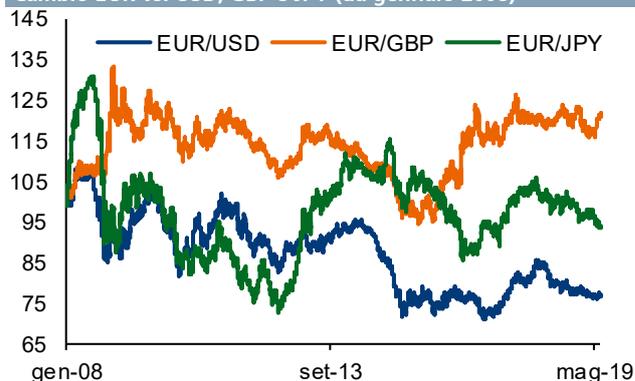
**Draghi spinge sull'acceleratore agendo su tre piani: strategia, strumenti e tempistica, con conseguente indebolimento dell'euro.** Il Presidente Draghi ancora una volta si prende la scena, come già accaduto in passato, e detta la linea della BCE, in un momento in cui la politica monetaria sta assumendo un compito forse ancora più determinante per le prospettive economiche e finanziarie dell'Eurozona. Al simposio di Sintra chiarisce i tre punti chiave della nuova tattica della BCE: 1) la strategia: in assenza di miglioramenti, saranno necessari ulteriori stimoli in modo da far tornare l'inflazione al di sotto ma non lontana da target del 2%; 2) gli strumenti: ulteriori tagli ai tassi ufficiali di interesse rimangono parte degli strumenti della Banca centrale, così come il programma di acquisto titoli; 3) la tempistica: nelle prossime settimane, il Consiglio direttivo delibererà su come adeguare gli strumenti in funzione della gravità del rischio per la stabilità dei prezzi. La BCE appare quindi pronta a modificare la propria *forward guidance* (indicazioni sulle mosse future) su tutto lo spettro degli strumenti, come ulteriori tagli dei tassi e un riavvio del programma di acquisto titoli. L'attuale programma di acquisto è alla saturazione (ossia all'impossibilità di comprare altri titoli, visti i vincoli imposti dal programma stesso) ma il Trattato fondativo della BCE ha la flessibilità per varare nuovi vincoli (e quindi un eventuale nuovo programma di acquisto) in risposta all'evoluzione dello scenario. Il discorso di Draghi ha inciso sulla curva dei tassi (oltre che sul cambio, indebolendo l'euro), da una parte alimentando le aspettative di taglio dei tassi e, dall'altra, mantenendo compressi i rendimenti sulle scadenze più lunghe, vista l'ipotesi di riapertura del programma.

**EUR/USD:** l'euro/dollaro resta vincolato alle scelte delle due Banche centrali di riferimento. Da un lato, la debolezza dell'euro dopo le parole di Draghi a Sintra è la conseguenza della posizione ancora più espansiva della BCE. Il taglio dei tassi e la riapertura del programma di acquisto titoli sono infatti azioni che la BCE reputa attuabili qualora la situazione lo rendesse necessario: uno scenario che non dovrebbe favorire l'apprezzamento dell'euro. Dall'altro lato, la Fed è stata ancora più esplicita rispetto alla BCE nel preventivare un taglio dei tassi e frenare l'apprezzamento del dollaro. Il cambio EUR/USD è visto a: 1,12 a 1 mese; 1,13 a 3 mesi; 1,14 a 6 mesi; 1,17 a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi.

**EUR/GBP:** da un lato la nuova posizione della BCE, espressa dalle parole di Draghi a Sintra, conferma la volontà accomodante dell'Istituto: uno scenario che indica un possibile deprezzamento della valuta unica. Di contro, la sterlina ha smesso di beneficiare del cauto ottimismo circa una possibile *soft-Brexit*. L'ascesa politica di Johnson, che si conferma favorito nella corsa a diventare leader del partito conservatore e premier britannico, è probabile che veda invece una rinegoziazione dell'accordo in termini più da *hard-Brexit*. L'EUR/GBP è visto a 0,89 a 1 mese e 0,91 a 3 mesi; nel medio termine attorno a 0,93 (6 e 12 mesi) e a 0,94 a 24 mesi.

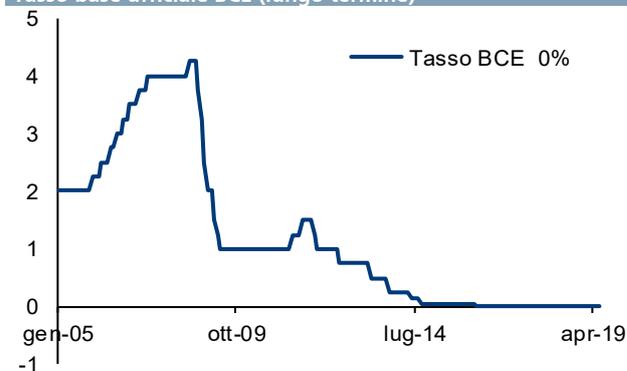
**EUR/JPY:** le tensioni USA-Cina hanno spinto l'avversione al rischio, fattore che resta il principale ostacolo al deprezzamento dello yen nei confronti dell'euro; a ciò si aggiunge la debolezza della valuta unica dopo le parole di Draghi a Sintra. Lo yen si rafforza contro euro nonostante la riconferma dell'approccio espansivo della Banca del Giappone nell'ultima riunione. Le stime sono 122-125 a 1-3 mesi. Nel medio-lungo: 128 a 6 mesi, 131 a 12 mesi e 132 a 24 mesi.

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



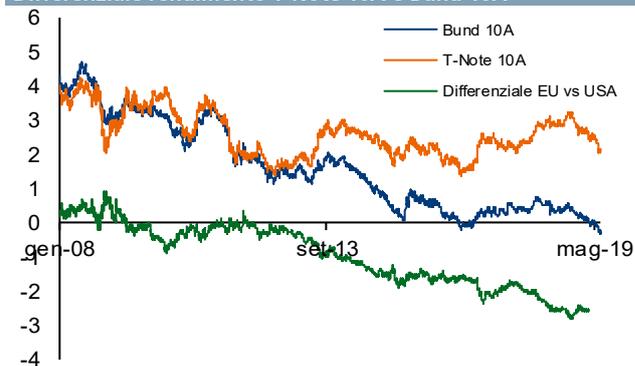
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## USD: finalmente si indebolisce, vista l'esplicita posizione espansiva della Fed

**Fed pronta ad agire in modo preventivo, sulla scia delle incertezze globali; dollaro in indebolimento.** La riunione Fed si è conclusa con tassi di riferimento invariati nel corridoio 2,25%-2,5%, ma con una chiara apertura verso possibili tagli legati agli sviluppi della trattativa commerciale USA-Cina e alle preoccupazioni per la crescita globale. La Fed ha abbandonato la strada della pazienza e ha esplicitato chiaramente di essere pronta ad agire in modo preventivo sul costo del denaro. Circa il futuro sentiero dei tassi, la mediana 2019 resta stabile a 2,4% (nessun taglio quest'anno). Lo stesso Powell ha lasciato intendere che l'ipotesi di ulteriori stimoli si è rafforzata e che si sta creando un consenso per due tagli preventivi, da attuare in tempi relativamente brevi. In conclusione, la Fed è pronta ad agire, in attesa che il quadro sulla trattativa commerciale fra USA e Cina si chiarisca e produca i suoi effetti. I dati macroeconomici in arrivo saranno sempre più rilevanti per le scelte sui tassi e molto dipenderà dal materializzarsi di ulteriori rischi. La Fed si è unita al coro di altre Banche centrali nel mettere in evidenza la necessità di un ulteriore stimolo monetario per rivitalizzare la crescita. Il dollaro ha finalmente ceduto terreno dopo le parole della Fed: la posizione più esplicita di Powell ha così evitato la situazione verificatasi dopo il meeting di maggio, quando la divisa USA si era addirittura apprezzata rispetto a gran parte delle sue controparti valutarie per una serie di ragioni, tra cui il fatto che la prudente dichiarazione espansiva della Fed aveva innescato decisioni analoghe anche da parte di altre Banche centrali, prima fra tutte la BCE.

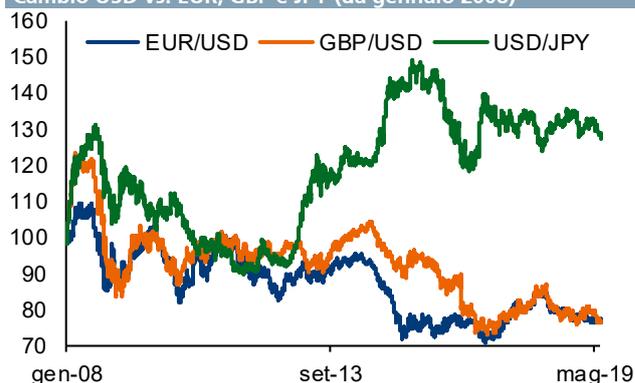
**EUR/USD:** il cambio appare volatile dopo le parole della Fed decisamente più accomodanti e pronta a tagliare i tassi nel breve. D'altra parte, la debolezza dell'euro dopo le parole di Draghi a Sintra ha costretto la Fed ad essere più decisa nei suoi toni circa il sentiero dei tassi, al fine di controbattere alla posizione ancora più espansiva della BCE. Il taglio dei tassi e la riapertura del programma di acquisto titoli sono azioni che la BCE ritiene applicabili qualora la situazione lo rendesse necessario: uno scenario che non dovrebbe favorire l'apprezzamento dell'euro. Il cambio EUR/USD è visto a: 1,12 a 1 mese; 1,13 a 3 mesi; 1,14 a 6 mesi; 1,17 a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi.

**GBP/USD:** la nuova posizione accomodante della Fed indebolisce il dollaro contro tutte le principali controparti, effetto che appare però più sfumato nei confronti della sterlina, che a sua volta risente delle vicende Brexit. Ribadiamo da tempo come la valuta inglese auspichi l'esito (positivo) della Brexit; la crisi politica inglese e l'ascesa di Johnson come successore della May non vanno però in questa direzione e indeboliscono la valuta. Le stime sul cambio vedono 1,26 a 1 mese e 1,24 a 3 mesi; 1,23 a 6 mesi; 1,25 a 12 mesi e 1,28 a 24 mesi.

**USD/JPY:** le rassicurazioni espansive della Fed stanno accentuando la debolezza del dollaro anche contro yen,

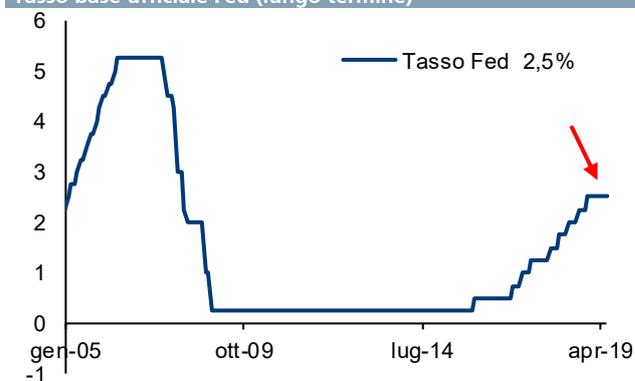
nonostante il riconfermato approccio espansivo della Banca del Giappone. Questo insieme di fattori si è sommato all'avversione al rischio sui mercati, evento che da sempre premia tutte le valute rifugio, *in primis* lo yen. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 109 e 111. Nel medio-lungo: 112 a 6 mesi e 12 mesi e 110 a 24 mesi.

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



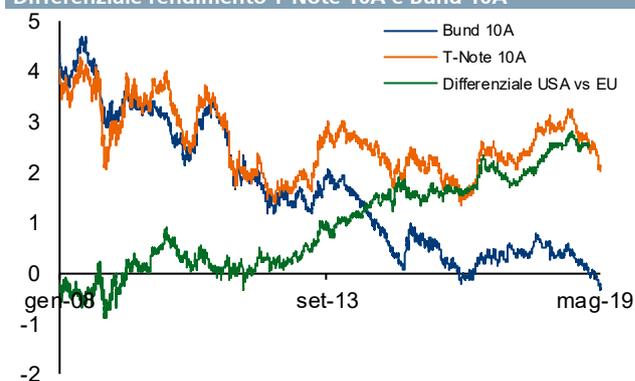
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## GBP: sterlina debole in attesa del superamento della crisi politica interna

**BoE: tassi invariati, incide la Brexit, debole la sterlina.** Nell'ultima riunione, la Banca d'Inghilterra (BoE) ha confermato il tasso di riferimento allo 0,75% col voto unanime dei Membri del Consiglio; ha inoltre ribadito 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 pubblicate nell'Inflation Report di maggio sono state sostanzialmente confermate, ma sono aumentati i rischi al ribasso per la crescita. A livello globale, le tensioni commerciali si sono intensificate, mentre a livello nazionale è aumentata la percezione di un'uscita scomposta dall'Unione Europea. In linea con le conclusioni di maggio, la BoE sottolinea come le prospettive economiche continueranno a dipendere in modo significativo dalle modalità del ritiro dall'UE, in particolare in relazione alla forma dei nuovi accordi commerciali tra le due parti. Di nuovo viene ribadito il concetto secondo cui la risposta della politica monetaria alla Brexit, qualunque sia la sua forma, non sarà automatica e potrebbe essere in entrambe le direzioni. Il prossimo meeting della Banca d'Inghilterra è in calendario il 1° agosto 2019. La sterlina sta reagendo in modo volatile alla riunione ma senza apparentemente mutare il trend di debolezza contro le principali valute. Sebbene il mercato scontasse l'immobilismo dell'Istituto, il deterioramento del quadro politico interno renderà il processo Brexit ancora più macchinoso. La sterlina ha già dimostrato di reagire positivamente solo ad ipotesi di *soft-Brexit*, scenario che appare però incompatibile vista l'ascesa politica di Boris Johnson, grande sostenitore della *hard-Brexit*.

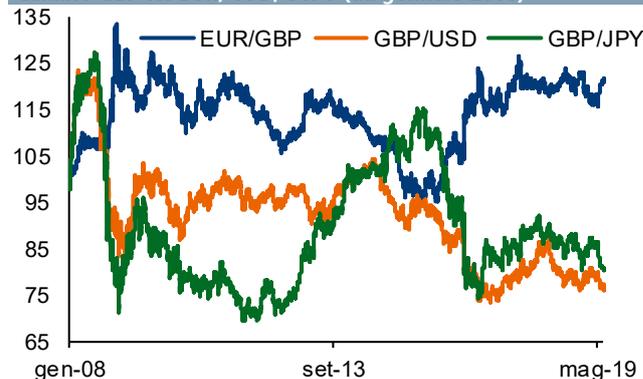
**EUR/GBP:** da un lato la nuova posizione della BCE, espressa dalle parole di Draghi a Sintra, conferma la volontà accomodante dell'Istituto: uno scenario che anticipa un quadro di possibile deprezzamento della valuta unica. D'altra parte, la BoE ribadisce anche nell'ultimo meeting la propria posizione di attesa. L'EUR/GBP è visto a 0,89 a 1 mese e 0,91 a 3 mesi; nel medio termine attorno a 0,93 (6 e 12 mesi) e a 0,94 a 24 mesi.

**GBP/USD:** la valuta inglese spera nell'esito (positivo) della Brexit anche dopo le dimissioni della May e in vista dell'incarico a Boris Johnson. Dal canto suo la Banca d'Inghilterra, nell'ultimo meeting, ha nuovamente sospeso ogni azione/giudizio in attesa della conclusione della procedura di Brexit, sottolineando come l'incertezza non faccia bene all'economia e nemmeno alla sterlina. Le stime sul cambio vedono 1,26 a 1 mese e 1,24 a 3 mesi; 1,23 a 6 mesi; 1,25 a 12 mesi e 1,28 a 24 mesi.

**GBP/JPY:** l'ascesa politica di Boris Johnson come successore della May accresce le probabilità di uno scenario di *hard-Brexit* che danneggia la sterlina, indebolendola. A questo fattore si aggiunge la BoJ, che segnala con forza un'espansione dei rischi sull'economia, legati alla diatriba commerciale USA-Cina: un aspetto a cui consegue un aumento dell'avversione al rischio, che premia le valute rifugio come lo yen. Il cambio GBP/JPY nelle ultime settimane è stato caratterizzato da una forte discesa, che riflette proprio questi aspetti di forza dello yen e debolezza della valuta britannica. Le stime sono 137 a 1

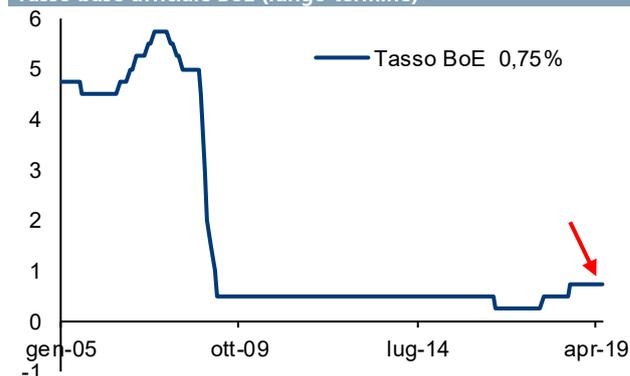
mese e 3 mesi. Nel medio-lungo: 139 a 6 mesi, 141 a 12 mesi e 138 a 24 mesi.

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



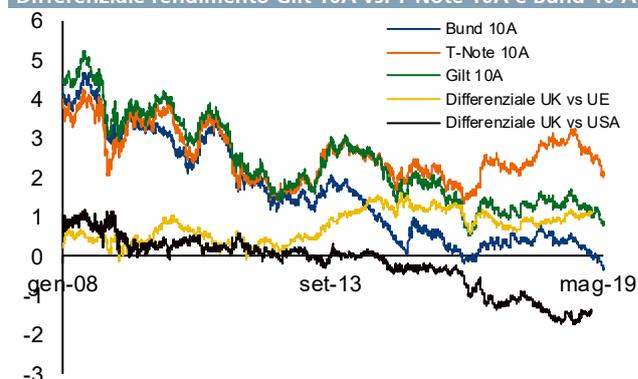
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 espansiva fino al 2020, yen ancora forte sull'avversione al rischio

La BoJ conferma lo stimolo monetario almeno fino a metà 2020 ma lo yen non si deprezza causa avversione al rischio. La Banca del Giappone (BoJ) ha lasciato la sua politica monetaria invariata indicando, come periodo di mantenimento di questa situazione, almeno fino alla primavera del 2020. La BoJ ha segnalato un incremento dei rischi legati alla guerra commerciale tra USA e Cina, che rende l'economia più esposta a tensioni. Inoltre, la Banca centrale giapponese non ha fatto menzione della possibilità di incrementare gli stimoli monetari, in un momento storico in cui sia la Fed che la BCE hanno invece già ventilato la possibilità di un atteggiamento più espansivo. La Banca del Giappone ha mantenuto il suo obiettivo di rendimenti dei titoli di Stato giapponesi decennali intorno allo zero e il tasso sui depositi a breve termine a -0,1%. Nonostante la forte posizione espansiva della BoJ, lo yen non accenna a deprezzarsi: anzi, proprio l'aver segnalato un aumento dei rischi sull'economia, legati alla diatriba commerciale USA-Cina, sta spingendo l'avversione al rischio e premiando le valute rifugio come lo yen. Ciò nonostante, confermiamo il nostro outlook di marginale deprezzamento della divisa giapponese, pur vincolandolo all'eccesso di avversione al rischio che potrebbe ulteriormente diffondersi sui mercati.

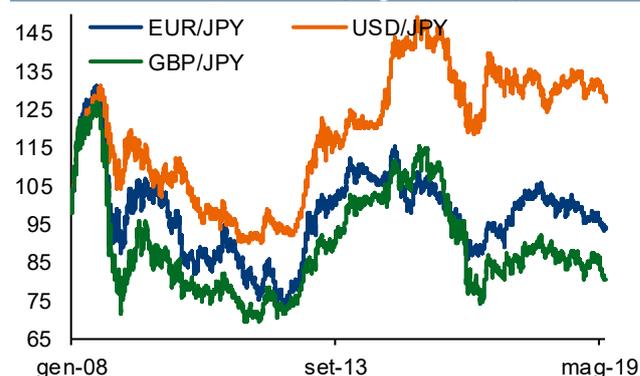
**EUR/JPY:** le tensioni sulle trattative USA-Cina hanno ampliato l'avversione al rischio sui mercati ostacolando il deprezzamento dello yen nei confronti dell'euro; a ciò si aggiunge la debolezza della valuta unica dopo le parole di Draghi a Sintra. Lo yen pertanto si rafforza, nonostante la riconferma dell'approccio espansivo della Banca del Giappone, nell'ultima riunione. Le stime indicano 122-125 a 1-3 mesi. Nel medio-lungo: 128 a 6 mesi, 131 a 12 mesi e ancora 132 a 24 mesi.

**USD/JPY:** lo yen accentua la sua forza contro dollaro nonostante il riconfermato approccio espansivo della Banca del Giappone ma anche a causa dell'indebolimento del dollaro, viste le rassicurazioni altrettanto espansive della Fed. Questo quadro si è sommato all'avversione al rischio sui mercati, evento da sempre premiante per tutte le valute rifugio. La trattativa sui dazi USA-Cina è in sospenso fino al G20 di Osaka, quando Trump dovrebbe dialogare con Xi Jinping: fino ad allora, è probabile che gli investitori siano spinti verso le valute più difensive come lo yen. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 109 e 111. Nel medio-lungo: 112 a 6 mesi e 12 mesi e 110 a 24 mesi.

**GBP/JPY:** alla BoJ che segnala con forza un'espansione dei rischi sull'economia, legati alla diatriba commerciale USA-Cina (con conseguente aumento dell'avversione al rischio che premia le valute rifugio come lo yen) si sommano le tensioni sulla Brexit. L'ascesa politica di Boris Johnson come successore della May accresce le probabilità di uno scenario di *hard-Brexit* che danneggia la sterlina, indebolendola. Il cambio GBP/JPY nelle ultime settimane è stato caratterizzato da una forte discesa, che riflette proprio questi aspetti di forza dello yen e

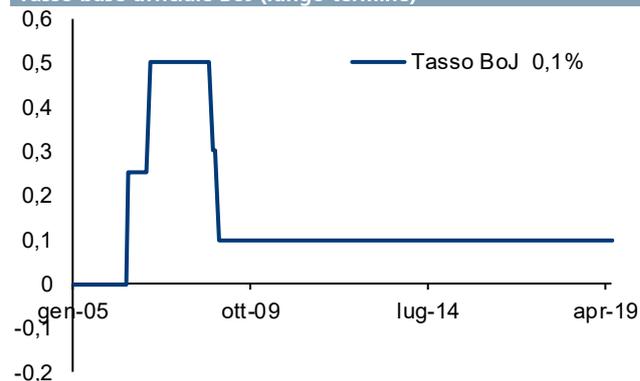
debolezza della valuta britannica. Le stime sono 137 a 1 mese e 3 mesi. Nel medio-lungo: 139 a 6 mesi, 141 a 12 mesi e 138 a 24 mesi.

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



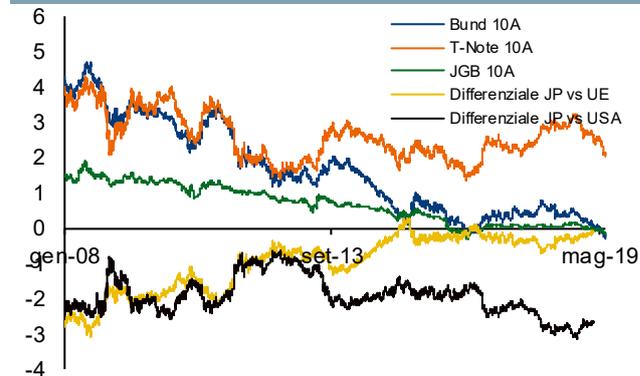
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 8.05.2019.

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:** Maria Giovanna Cerini, Daniela Piccinini