

Il differenziale di crescita UE-USA peserà ancora sull'euro

EUR – Draghi, nell'ultimo meeting BCE sotto la sua guida, ribadisce la necessità di una politica fiscale espansiva. Nella scorsa riunione di ottobre, l'ultima sotto la guida di Mario Draghi, il presidente uscente ha confermato la protratta debolezza dell'economia dell'area euro. Uno scenario che conferma la necessità di mantenere una politica monetaria accomodante. Il principale rischio resta un ulteriore rallentamento del ciclo economico. Appare chiaro come l'Eurozona debba cercare di affiancare alla politica monetaria una politica fiscale espansiva, sia a livello di singoli Paesi che di Unione Europea nel suo complesso, in grado di far convergere l'inflazione verso il target del 2%, poiché il contesto economico-finanziario ha fatto emergere chiaramente come la sola politica monetaria non possa essere l'unico strumento da schierare. Di questa situazione di incertezza ne paga le conseguenze l'euro che resta mediamente debole ed in costante attesa di scelte forti da parte dell'Unione Europea.

USD – Il dollaro consolida grazie a dati economici discreti e cauto ottimismo circa l'accordo con la Cina. La riunione della Federal Reserve si è conclusa, come previsto, con un taglio dei tassi di 25pb portando l'intervallo di riferimento a 1,50-1,75% con soli due voti contrari. La valutazione dello scenario non ha subito sostanziali modifiche rispetto alla riunione precedente con una crescita definita "moderata" a fronte di investimenti delle imprese ed esportazioni che sono rimasti "deboli", mentre resta solido il mercato del lavoro. La limatura sui tassi era ampiamente scontata, meno il fatto che la Fed abbia comunicato l'inizio di una fase di pausa nel ciclo dei ribassi del costo del denaro. È possibile dunque che la Fed lasci i tassi invariati nel corso della riunione dell'11 dicembre. Se a questo quadro si aggiunge il cauto ottimismo circa il possibile accordo denominato "fase uno" sul commercio, fra USA e Cina, ecco che permane più di un dubbio sul possibile deprezzamento del dollaro, almeno nel breve.

GBP - Il rinvio della Brexit e le elezioni politiche del 12 dicembre aumentano l'incertezza. La Bank of England (BoE) ha confermato, col voto a maggioranza (7-2) dei membri del Consiglio, il tasso di riferimento allo 0,75%. La sterlina si è marginalmente deprezzata dando maggior peso al fatto che 2 membri su 9 abbiano comunque scelto di votare per un taglio immediato dei tassi di interesse, sottolineando così una certa preoccupazione per lo stato attuale dell'economia a causa delle incertezze sulla Brexit. Il focus resta però sulle elezioni del 12 dicembre. La sterlina ha più volte dimostrato di recuperare posizioni solo di fronte ad ipotesi di *soft-Brexit* e di accusare invece ogni possibile scenario di *hard-Brexit*.

JPY – Lo yen resta debole scontando l'ulteriore svolta espansiva della Bank of Japan. Il mercato resta in attesa delle prossime mosse della Banca del Giappone. Nel meeting del 31 ottobre la BoJ, come atteso, ha lasciato il tasso di riferimento invariato a -0,10% cambiando però la *guidance* e aprendo ad ulteriori stimoli. La BoJ insomma non perderà di vista quelle che sono le due preoccupazioni principali: i rischi al ribasso per l'outlook esterno e l'apprezzamento della valuta che intralcia l'export. In aggiunta, la dinamica ribassista dello yen potrebbe venire supportata dalla riduzione dell'avversione al rischio, visto il momento di calma sul fronte geopolitico e il cauto ottimismo sulla risoluzione dei dissidi commerciali fra USA e Cina.

8 novembre 2019

13:22 CET

Data e ora di produzione

8 novembre 2019

13:27 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	1,89
Bund 10A	-0,26
Gilt 10A	0,77
JGB 10A	-0,05

Fonte: Refinitiv Datastream

Cambi

EUR/USD	1,1041
USD/JPY	109,47
GBP/USD	1,2815
EUR/CHF	1,1012
EUR/SEK	10,64
EUR/NOK	10,07
EUR/DKK	7,4734
USD/CAD	1,3177
AUD/USD	0,6904
NZD/USD	0,6358
USD/ZAR	14,6679
EUR/JPY	120,86
EUR/GBP	0,8615
EUR/CAD	1,4548
EUR/AUD	1,5992
EUR/NZD	1,7365
EUR/ZAR	16,1946
EUR/ISK	137,68
EUR/HUF	332,75

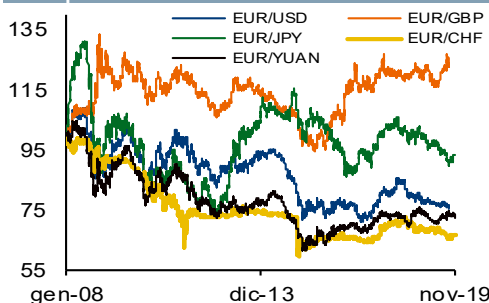
Fonte: Refinitiv Datastream

Previsioni tassi di cambio

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1041	1,10	1,12	1,15	1,17	1,20
EUR/GBP	0,8615	0,90	0,89	0,89	0,88	0,88
EUR/JPY	120,86	116	121	126	131	136
Altre valute						
GBP/USD	1,2815	1,22	1,25	1,28	1,32	1,35
USD/JPY	109,47	105	108	110	112	114
GBP/JPY	140,29	135	136	137	139	145

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Principali valute estere vs. euro



Fonte: Refinitiv Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 07.11.2019 (salvo diversa indicazione).

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

EUR: la frenata economica dell'Eurozona continua a pesare sulla valuta

Draghi, nell'ultimo meeting BCE sotto la sua guida, ribadisce la necessità di una politica fiscale espansiva. Nella scorsa riunione di ottobre, l'ultima 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 e l'assenza di una ripresa delle pressioni inflazionistiche. Draghi ha sottolineato come tale rallentamento rispecchi la debolezza del commercio internazionale, la crescita del protezionismo e un'elevata incertezza a livello globale, frutto di fattori sia economici che geopolitici. Uno scenario che conferma la necessità di mantenere una politica monetaria accomodante. Il principale rischio resta un ulteriore rallentamento del ciclo economico. Il passaggio di testimone tra Draghi e il nuovo presidente Christine Lagarde avviene in una fase di necessaria "attesa" in cui si dovrà verificare l'efficacia delle misure di più recente introduzione. Appare comunque chiaro come l'Eurozona debba cercare di affiancare alla politica monetaria una politica fiscale espansiva, sia a livello di singoli Paesi che di Unione Europea nel suo complesso, in grado di far convergere l'inflazione verso il target del 2%, poiché il contesto economico-finanziario ha fatto emergere chiaramente come la sola politica monetaria non possa essere l'unico strumento da schierare. Di questa situazione di incertezza ne paga le conseguenze l'euro che resta mediamente debole e in costante attesa di scelte forti da parte dell'Unione Europea.

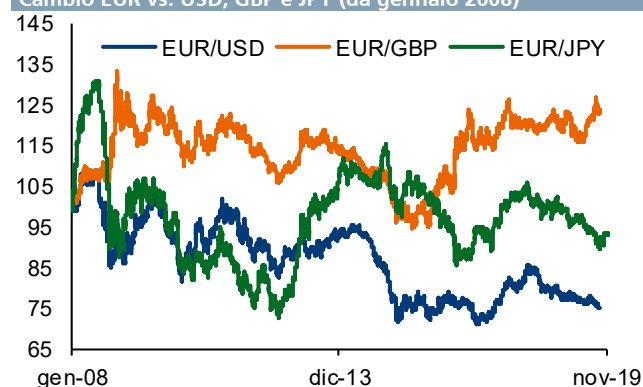
EUR/USD: la dinamica del cambio EUR/USD resta strettamente vincolata alle scelte della BCE e della Fed. Da un lato, permane la debolezza dell'euro, dopo le scelte espansive della BCE: il quadro economico interno all'Eurozona resta in deterioramento, giustificando l'intervento della Banca centrale e rafforzando le possibilità di uno scenario di ulteriore deprezzamento dell'euro. Dall'altro lato, la Fed pur ribadendo il suo approccio espansivo, di fatto, ha già messo in pausa il proprio ciclo di ribasso dei tassi. Quadro che difficilmente potrà indebolire il dollaro, nonostante i desiderata di Trump. 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 posizione espansiva della BCE appare come l'unica contromisura dell'Eurozona per fronteggiare il rallentamento economico in atto. Scenario che pesa sempre di più nelle valutazioni degli investitori che non sembrano privilegiare l'euro nelle scelte. La dinamica della sterlina dipende direttamente dalla risoluzione della questione Brexit e dal passaggio elettorale del 12 dicembre, due aspetti che stanno pesando sulla valuta e che hanno inciso sulle revisioni al ribasso della crescita dell'economia inglese, da parte della Bank of England. L'EUR/GBP è visto a 0,90 a 1 mese e 0,89 a 3 mesi e 6 mesi; 0,88 a 12 mesi e 24 mesi.

EUR/JPY: lo yen non registra particolari movimenti contro euro nonostante il probabile ampliamento dell'approccio espansivo della BoJ, anche se non è scontato avvenga nel meeting di dicembre. Prospettiva a cui si somma la debolezza dell'euro dovuta all'insieme degli attuali dati macro molto deboli e alla svolta espansiva della BCE. Si placano marginalmente le

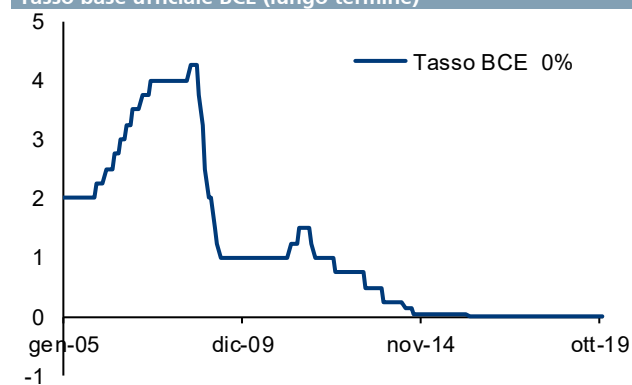
tensioni commerciali a livello mondiale, visto il cauto ottimismo sull'accordo USA-Cina, questo ridurrà ulteriormente l'avversione al rischio, che resta il vero ostacolo al deprezzamento strutturale dello yen. Le stime sono: 116 a 1 mese, 121 a 3 mesi, a 126 a 6 mesi, 131 a 12 mesi e 136 a 24 mesi.

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



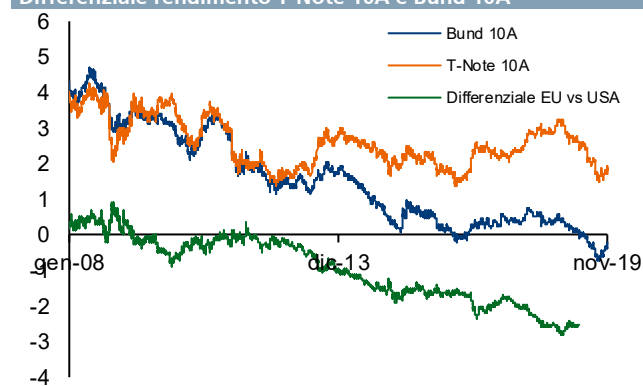
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv Datastream

USD: la Fed prosegue coi tagli mentre il dollaro consolida la propria forza

Il dollaro consolida grazie a dati economici discreti e cauto ottimismo circa l'accordo con la Cina. La riunione della Federal Reserve si è conclusa, come previsto, con un taglio dei tassi di 25pb portando l'intervallo di riferimento a 1,50-1,75% con soli due voti contrari. La valutazione dello scenario non ha subito sostanziali modifiche rispetto alla riunione precedente con una crescita definita "moderata", a fronte di investimenti delle imprese ed esportazioni che sono rimasti "deboli", mentre resta solido il mercato del lavoro. La limatura sui tassi era ampiamente scontata, meno il fatto che la Fed abbia comunicato l'inizio di una fase di pausa nel ciclo dei ribassi del costo del denaro, segnalando come il Comitato continuerà a monitorare lo scenario economico al fine di valutare quali mosse future intraprendere e con che tempistica. È possibile dunque che la Fed lasci i tassi invariati nel corso della riunione dell'11 dicembre, continuando a monitorare l'evoluzione dello scenario e gli effetti dei tagli già effettuati sul contesto macroeconomico con un nuovo intervento che potrebbe essere preso in considerazione, a partire dal 2020, nel caso di un peggioramento delle condizioni economiche e dei rischi. Se a questo quadro si aggiunge il cauto ottimismo circa il possibile accordo denominato "fase uno" sul commercio, fra USA e Cina, ecco che permane più di un dubbio sul possibile deprezzamento del dollaro, almeno nel breve. Con buona pace di Trump che ritiene tassi (e dollaro) troppo "forti" e di ostacolo al ciclo economico statunitense, soprattutto in vista della Presidenziali di fine 2020.

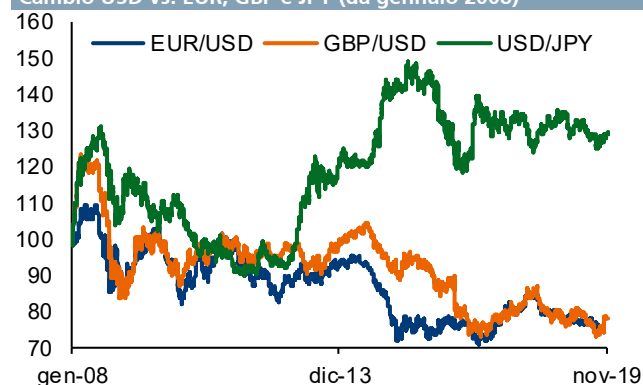
EUR/USD: la dinamica del cambio EUR/USD resta vincolata alle scelte della BCE e della Fed. Da un lato, la Fed pur ribadendo il suo approccio espansivo, di fatto, ha già messo in pausa il proprio ciclo di ribasso dei tassi. Quadro che difficilmente potrà indebolire più di tanto il dollaro, nonostante i desideri di Trump. Dall'altro lato, permane la debolezza dell'euro, dopo le scelte espansive della BCE: il quadro economico interno all'Eurozona resta in deterioramento, giustificando l'intervento della Banca centrale e rafforzando 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: l'annuncio di una pausa nel ciclo di ribasso dei tassi della Fed ha favorito il recupero del dollaro, movimento favorito anche da dati macroeconomici confortanti e dal cauto ottimismo circa un accordo commerciale fra USA e Cina. La forza della divisa USA è ancor di più accentuata verso la sterlina, che, risentendo del rinvio della Brexit e vista l'imminenza delle elezioni anticipate in Gran Bretagna (12 dicembre), resta in balia della volatilità più di altre monete. Le stime vedono 1,22 a 1 mese e 1,25 a 3 mesi, 1,28 a 6 mesi, 1,32 a 12 mesi e 1,35 a 24 mesi.

USD/JPY: l'avversione al rischio che aveva favorito lo yen si riduce, in linea con la contrazione delle tensioni geopolitiche e in scia al cauto ottimismo sulla risoluzione, almeno parziale,

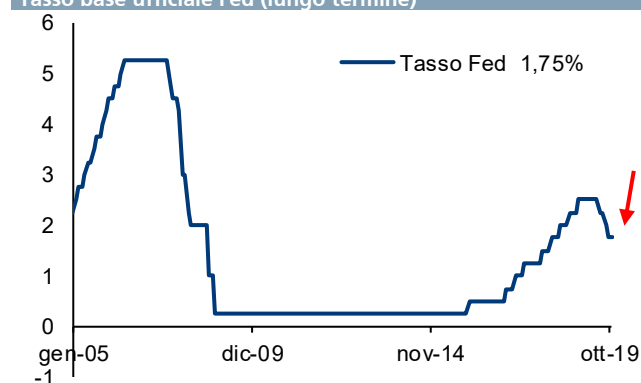
della guerra commerciale fra USA e Cina. Lo yen, che in precedenza si era forzatamente apprezzato, svolgendo il suo ruolo di valuta rifugio, ora subisce un discreto deprezzamento. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 105 e 108. Nel medio-lungo: 110 a 6 mesi e 112 a 12 mesi e 114 a 24 mesi.

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



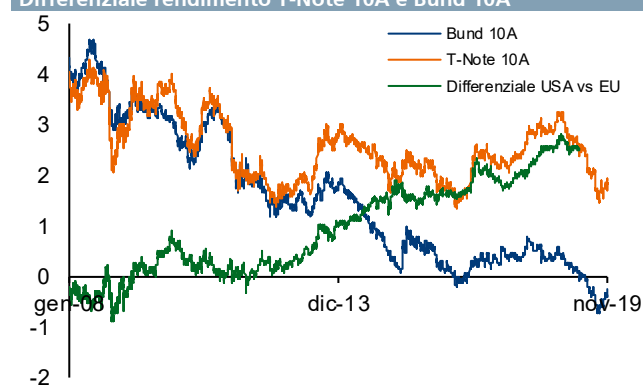
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv Datastream

GBP: la Brexit e le elezioni di dicembre penalizzano ancora la sterlina

Il rinvio della Brexit e le elezioni politiche del 12 dicembre aumentano l'incertezza. 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 in questa riunione. Il Comitato per la politica monetaria della BoE (MPC) ha inoltre unanimemente ribadito lo stock di acquisti di obbligazioni societarie (10 miliardi di sterline) e di titoli di Stato del Regno Unito (435 miliardi di sterline). Quest'anno la crescita del PIL nel Regno Unito è rallentata e il motivo è da imputarsi all'incertezza sulla Brexit. Lo scorso ottobre Unione Europea e Gran Bretagna hanno concordato un'estensione flessibile dell'articolo 50, di fatto un rinvio dell'uscita al 31 gennaio, superando il rischio di *hard-Brexit* il 31 ottobre, con la conseguenza che la probabilità di una Brexit senza accordi è diminuita. L'idea di un trattato commerciale improntato al reciproco scambio, a detta della Bank of England (BoE), è il presupposto per favorire il recupero della crescita già nel 2020. Quadro che dovrà essere supportato da una politica fiscale domestica che accompagni la transizione in uno scenario globale meno teso, visto il procedere delle trattative USA-Cina. La sterlina si è marginalmente deprezzata dando maggior peso al fatto che 2 membri su 9 abbiano comunque scelto di votare per un taglio immediato dei tassi di interesse, sottolineando così una certa preoccupazione per lo stato attuale dell'economia a causa delle incertezze sulla Brexit. Il focus resta però sulle elezioni del 12 dicembre. La sterlina ha più volte dimostrato di recuperare posizioni solo di fronte ad ipotesi di *soft-Brexit* e di accusare invece ogni possibile scenario di *hard-Brexit*.

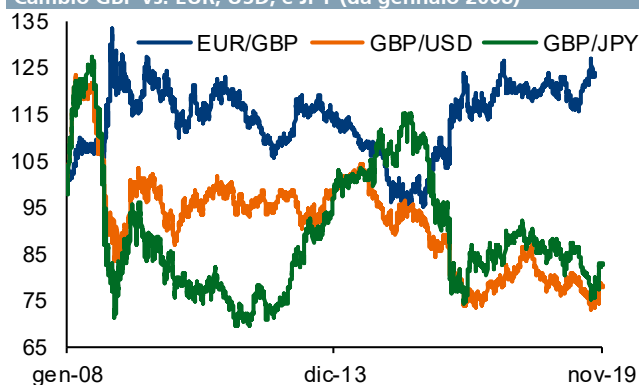
EUR/GBP: la dinamica della sterlina viene ancor di più appesantita dalla questione Brexit e dalla scadenza elettorale del 12 dicembre. Scenario che ha spinto addirittura due membri del board della Bank of England a chiedere, da subito, un taglio del costo del denaro, per fronteggiare la situazione. Un segnale di preoccupazione che si è scaricato direttamente sulla valuta, deprezzandola. L'EUR/GBP è visto a 0,90 a 1 mese e 0,89 a 3 mesi e 6 mesi; 0,88 a 12 mesi e 24 mesi.

GBP/USD: la forza della divisa USA è accentuata verso la sterlina, che, risentendo del rinvio della Brexit e vista l'imminenza delle elezioni anticipate in Gran Bretagna (12 dicembre), resta in balia della volatilità più di altre monete. Ancora una volta ribadiamo come la valuta inglese necessiti di un esito positivo della Brexit, nonostante il rischio di una cosiddetta *hard-Brexit*, il 31 ottobre, sia stato momentaneamente disinnescato. Le stime vedono 1,22 a 1 mese e 1,25 a 3 mesi, 1,28 a 6 mesi, 1,32 a 12 mesi e 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,

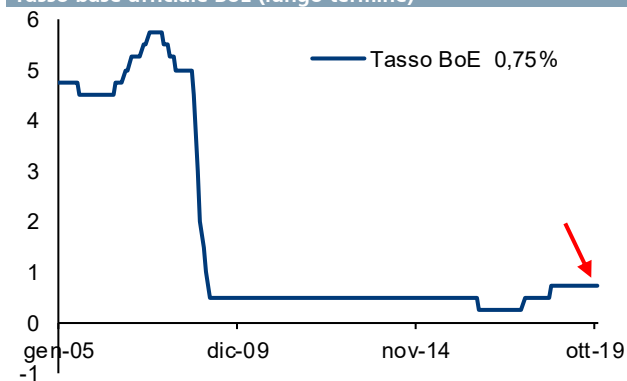
permangono le attese di una posizione della BoJ ancora più accomodante in futuro, come è emerso dai verbali del meeting di ottobre, pur senza indicare se il 19 dicembre la BoJ abbasserà i tassi o attuerà qualche altra mossa. Le stime sono pari a 135 (da 129) a 1 mese e 136 (da 129) a 3 mesi. Nel medio-lungo: 137 (da 133) a 6 mesi, 139 (da 137) a 12 mesi e 145 (da 142) a 24 mesi.

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



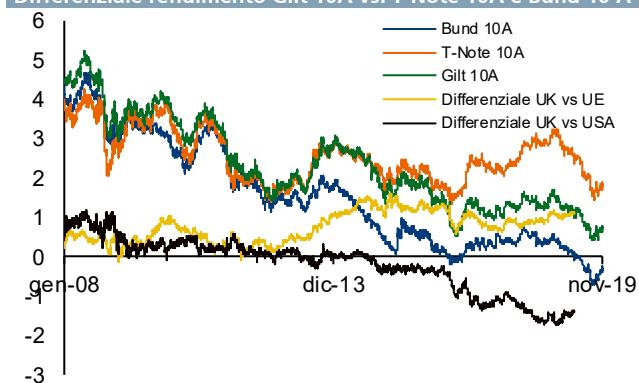
Fonte: Refinitiv Datastream

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: prosegue il deprezzamento dello yen in attesa di una BoJ più espansiva

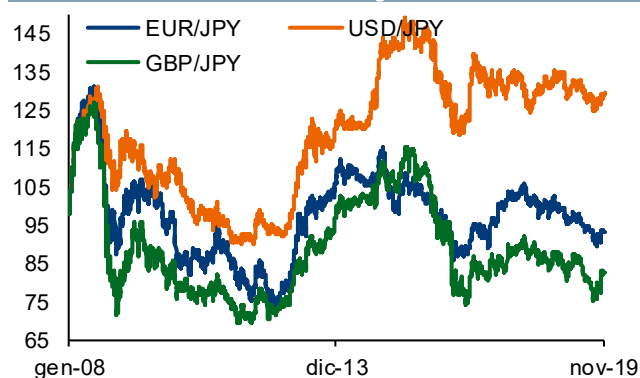
Lo yen resta debole scontando l'ulteriore svolta espansiva della Bank of Japan. Il mercato resta in attesa delle prossime mosse della Banca del Giappone. Nello scorso meeting del 31 ottobre la BoJ, come atteso, ha lasciato il tasso di riferimento invariato a -0,10% cambiando però la *guidance* e aprendo la porta ad ulteriori stimoli. La BoJ, oltre a rivedere verso il basso le proprie stime di crescita e inflazione, ha segnalato che: "la Banca si aspetta che i tassi a breve e a lungo termine restino ai loro livelli attuali o più bassi fino a quando sarà necessario per prestare attenzione alla possibilità verso il raggiungimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi sia. Ha quindi eliminato il riferimento temporale preesistente che si fermava alla primavera del 2020, e aggiunto l'indicazione di possibili ulteriori riduzioni dei tassi. La BoJ insomma non perderà di vista quelle che sono le due preoccupazioni principali: i rischi al ribasso per l'outlook esterno e l'apprezzamento della valuta che intralcia l'export nipponico. In aggiunta, la dinamica ribassista dello yen potrebbe venire supportata ulteriormente dalla fase di riduzione dell'avversione al rischio, visto il momento di calma sul fronte geopolitico e il cauto ottimismo sulla risoluzione dei dissidi commerciali fra USA e Cina.

EUR/JPY: si placano marginalmente le tensioni commerciali a livello mondiale, visto il cauto ottimismo sull'accordo USA-Cina. Quadro che ridurrà ulteriormente l'avversione al rischio, che resta il vero ostacolo al deprezzamento strutturale dello yen. La valuta nipponica non registra particolari movimenti contro l'euro nonostante il probabile ampliamento dell'approccio espansivo della BoJ, anche se non è scontato avvenga nel meeting di dicembre. Le stime sono: 116 a 1 mese, 121 a 3 mesi, a 126 a 6 mesi, 131 a 12 mesi e 136 a 24 mesi.

USD/JPY: l'avversione al rischio che aveva favorito lo yen scema, di pari passo col ridursi delle tensioni geopolitiche e in scia al cauto ottimismo sulla risoluzione, almeno parziale, della guerra commerciale fra USA e Cina. Lo yen, che in precedenza si era forzosamente apprezzato, svolgendo il suo ruolo di valuta rifugio, ora subisce un discreto deprezzamento nei confronti del dollaro. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 105 e 108. Nel medio-lungo: 110 a 6 mesi e 112 a 12 mesi e 114 a 24 mesi.

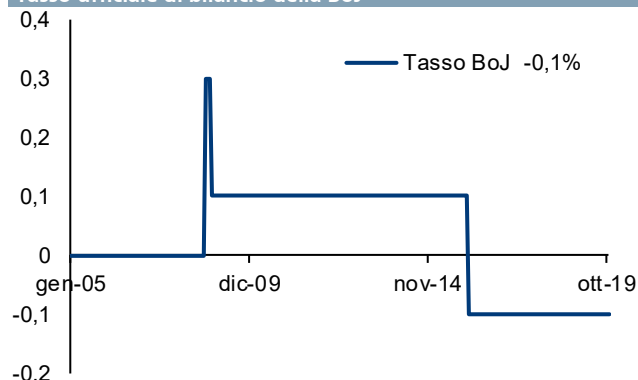
GBP/JPY: permangono le attese di una posizione della BoJ ancora più accomodante in futuro, come è emerso dai verbali del meeting di ottobre, pur senza indicare se il 19 dicembre la BoJ abbasserà i tassi o attuerà qualche altra mossa. Il rinvio della Brexit e le elezioni anticipate del 12 dicembre, a seguito della crisi politica del Governo Johnson restano i fattori che gravano sulla sterlina, aldilà delle scelte monetarie della Banca d'Inghilterra. Le stime sono pari a 135 (da 129) a 1 mese e 136 (da 129) a 3 mesi. Nel medio-lungo: 137 (da 133) a 6 mesi, 139 (da 137) a 12 mesi e 145 (da 142) a 24 mesi.

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



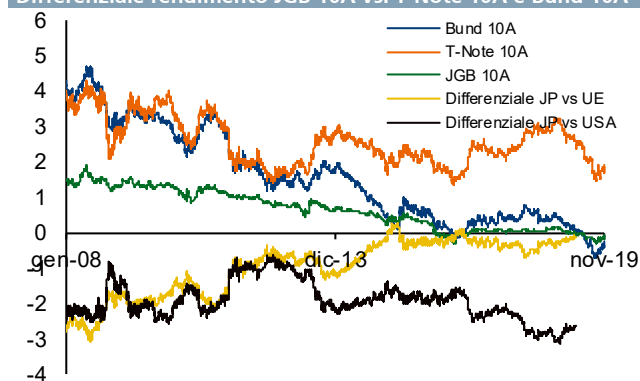
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso ufficiale di bilancio della BoJ



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 prenditore ottenga un finanziamento alternativo (ad esempio un'emissione di obbligazioni)
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
Disoccupazione (tasso di)	Rapporto tra numero delle persone in cerca di occupazione e totale forza lavoro
Downgrade	Peggioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito
Euribor	Tasso interbancario lettera area euro
Euromercato	Mercato dei titoli emessi da non residenti in valuta diversa da quella dei paesi in cui avviene il collocamento (euroobbligazioni)
Global bond	Titolo obbligazionario emesso simultaneamente sull'Euromercato e sul mercato interno del paese nella cui valuta il titolo è denominato
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
Junk bond	Titoli obbligazionari high yield (speculativi) con rating BB o inferiore
Leverage	Debiti netti/mezzi propri
Moneta	Gli aggregati monetari dell'area dell'euro comprendono: M1 (circolante e depositi in c/c); M2 (M1+depositi con durata fino a 2 anni); M3 (M2+p/c+quote di fondi comuni monetari + obbligazioni con scadenza originaria fino a 2 anni)
Over The Counter (OTC)	Mercato non soggetto al controllo di un'apposita autorità che lo regolamenti
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Placement (private)	Collocamento (privato)
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese
Profit warning	Annuncio di revisione di stime al ribasso
Saldo partite correnti	Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
Upgrade	Miglioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Il presente documento è anche distribuito da Banca IMI, banca autorizzata in Italia e soggetta al controllo di Banca d'Italia e Consob per lo svolgimento dell'attività di investimento, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, 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 02.10.2019.

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: Monica Bosi