

## Euro penalizzato dal differenziale di crescita UE-USA

**EUR – Draghi conferma che l'azione espansiva della BCE dovrebbe essere accompagnata da investimenti europei.** Nella scorsa riunione di settembre, la BCE ha annunciato un "pacchetto" di misure espansive, venendo incontro alle attese dei mercati. L'euro in questa fase sta scontando un netto differenziale di crescita con gli Stati Uniti: statistiche pessime in Europa, con ciclo in decisa contrazione, rispetto a dati USA in rallentamento ma ancora forti. Quadro a cui si somma il non trascurabile aspetto del differenziale di tassi: la Fed parte da un livello alto del costo del denaro e ha la possibilità di ridurlo in termini reali; la BCE, invece, pur col varo di un pacchetto aggressivo, parte da tassi già negativi che inevitabilmente rendono meno efficace l'azione dell'istituto guidato da Draghi. Proprio in virtù di questo, nell'ultimo discorso di Draghi ad Atene, il Presidente BCE ha ribadito nuovamente che per sostenere la crescita la risposta più efficace sarebbe uno stimolo pubblico guidato dagli investimenti a livello di Eurozona. Il cambio EUR/USD è visto a: 1,10 a 1 mese (da 1,12), 1,12 a 3 mesi (da 1,14), 1,15 a 6 mesi, 1,17 a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi (stabili).

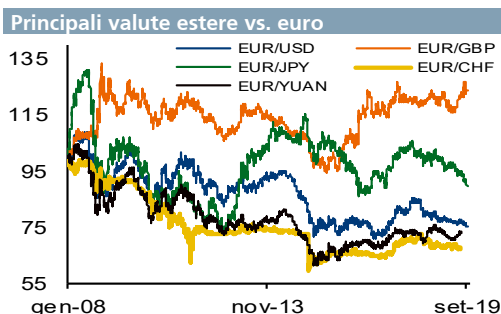
**USD – Il dollaro resta forte a causa delle incertezze globali sul commercio e del rallentamento economico, che lo fanno emergere come investimento sicuro.** La dinamica del cambio EUR/USD resta strettamente vincolata alle scelte della BCE e della Fed. Da un lato, permane la debolezza dell'euro, dopo le scelte espansive della BCE. Infatti, il quadro economico interno all'Eurozona appare in deterioramento e le tensioni globali aggravano questa situazione, giustificando l'obbligato intervento della Banca centrale e rafforzando le possibilità di uno scenario di ulteriore deprezzamento dell'euro. Dall'altro lato, la Fed resterà espansiva a lungo, ma è probabile che questo non riesca a indebolire più di tanto il dollaro, continuando nel breve a suscitare l'irritazione di Trump. Nel medio-lungo termine è probabile che l'azione espansiva della Fed, alla lunga e coerentemente, finisca per deprezzare il dollaro, soprattutto perché, rispetto alla BCE (che ha già tassi negativi), la Fed gode del vantaggio di partire da tassi positivi, il cui percorso di taglio è concreto e quindi più efficace. Il prossimo meeting Fed è in calendario il 30 ottobre.

**GBP - Il caos politico interno si somma all'avvicinarsi della scadenza del 31 ottobre sulla Brexit.** La sterlina è apparsa volatile, dopo che la Bank of England, più esplicitamente di altre occasioni, ha segnalato come la costante incertezza sulla Brexit rischi di essere una zavorra per l'economia se non si troverà una soluzione condivisa, costringendo l'istituto a un inefficace attendismo. La BoE si è quindi espressa apertamente per una Brexit con accordo e non senza accordi con la UE (il cosiddetto "no deal"). Il mancato accordo con l'Unione Europea e sulle modalità di uscita sta pesando sempre di più sul mercato valutario e questo porterà il prossimo 7 novembre la BoE a un probabile taglio dei tassi. La sterlina ha più volte dimostrato di recuperare posizioni solo di fronte ad ipotesi di *soft Brexit*, un quadro che però mal si sposa con l'approccio di Johnson, da sempre un grande sostenitore della *hard Brexit*.

**JPY – Lo yen perde qualche posizione in vista dell'ampliamento del piano di acquisto della Bank of Japan.** Il mercato è in attesa delle prossime mosse della Banca del Giappone. Nello scorso meeting del 19 settembre, la BoJ, come atteso, ha mantenuto i tassi invariati; in tale riunione il governatore Kuroda ha però espresso la volontà di espandere gli stimoli all'economia già nel meeting di ottobre, se necessario. La BoJ non perderà quindi 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. L'unico tassello positivo resta l'accordo commerciale recentemente siglato fra USA e Giappone.

| Previsioni tassi di cambio |        |      |      |      |      |      |
|----------------------------|--------|------|------|------|------|------|
| Cambio                     | Valore | 1M   | 3M   | 6M   | 12M  | 24M  |
| <b>Euro</b>                |        |      |      |      |      |      |
| EUR/USD                    | 1,0938 | 1,10 | 1,12 | 1,15 | 1,17 | 1,20 |
| EUR/GBP                    | 0,8879 | 0,90 | 0,89 | 0,89 | 0,88 | 0,88 |
| EUR/JPY                    | 117,79 | 116  | 121  | 126  | 131  | 136  |
| <b>Altre valute</b>        |        |      |      |      |      |      |
| GBP/USD                    | 1,2318 | 1,22 | 1,25 | 1,28 | 1,32 | 1,35 |
| USD/JPY                    | 107,69 | 105  | 108  | 110  | 112  | 114  |
| GBP/JPY                    | 132,66 | 129  | 129  | 133  | 137  | 142  |

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

2 ottobre 2019

15:24 CET

Data e ora di produzione

2 ottobre 2019

15:28 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 | 1,62         |
| Bund 10A   | -0,54        |
| Gilt 10A   | 0,51         |
| JGB 10A    | -0,16        |

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

### Cambi

|         |         |
|---------|---------|
| EUR/USD | 1,0938  |
| USD/JPY | 107,69  |
| GBP/USD | 1,2318  |
| EUR/CHF | 1,0869  |
| EUR/SEK | 10,80   |
| EUR/NOK | 9,98    |
| EUR/DKK | 7,4653  |
| USD/CAD | 1,3219  |
| AUD/USD | 0,6704  |
| NZD/USD | 0,6245  |
| USD/ZAR | 15,3128 |
| EUR/JPY | 117,79  |
| EUR/GBP | 0,8879  |
| EUR/CAD | 1,4458  |
| EUR/AUD | 1,6315  |
| EUR/NZD | 1,7514  |
| EUR/ZAR | 16,7493 |
| EUR/ISK | 135,51  |
| EUR/HUF | 335,78  |

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 01.10.2019 (salvo diversa indicazione).

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

## EUR: sconta il rallentamento dell'Eurozona nonostante l'impegno della BCE

**Draghi conferma la necessità di investimenti europei.** Nella scorsa riunione di settembre, la BCE ha annunciato un "pacchetto" di misure espansive venendo incontro alle attese dei mercati, nonostante un certo dissenso emerso in seno al Consiglio Direttivo, che infatti, nel corso delle ultime settimane, ha visto le dimissioni della consigliera tedesca Lautenschlaeger, in disaccordo con le scelte fatte, confermando di fatto le fratture nonostante le costanti smentite pubbliche. Le misure sono state: il taglio del tasso sui depositi di 10pb, a -0,5%; l'eliminazione del riferimento temporale alla *forward guidance* sui tassi; la modifica delle condizioni delle nuove aste di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO III). Se le misure sono state varate senza l'unanimità, unanime è stata invece la sottolineatura che sia necessaria un'azione della politica fiscale europea che affianchi la BCE. Ed è proprio il quadro politico, a nostro avviso, a pesare maggiormente sul mercato. L'euro in questa fase sta scontando un netto differenziale di crescita con gli Stati Uniti: statistiche pessime in Europa, con ciclo in decisa contrazione, rispetto a dati USA in rallentamento ma ancora forti. Scenario a cui si somma il non trascurabile aspetto del differenziale di tassi: la Fed parte da un livello alto del costo del denaro e ha la possibilità di ridurlo in termini reali; la BCE, invece, pur col varo di un pacchetto aggressivo, parte da tassi già negativi che inevitabilmente rendono meno efficace l'azione dell'istituto guidato da Draghi. Proprio in virtù di questo, nell'ultimo discorso di Draghi ad Atene, il Presidente BCE ha ribadito nuovamente che per sostenere la crescita la risposta più efficace sarebbe uno stimolo pubblico guidato dagli investimenti a livello di Eurozona. Tale scenario potrebbe sostenere l'euro in vista del meeting BCE del 24 ottobre.

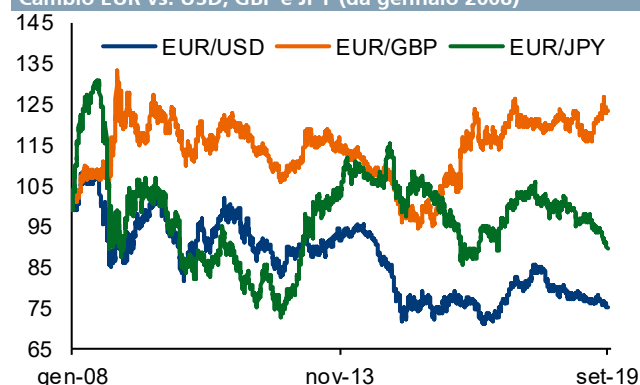
**EUR/USD:** la valuta subisce un quadro economico interno all'Eurozona molto critico. Il confronto con gli USA rimane decisamente sfavorevole e proprio l'euro, in questa fase, pare esprimere appieno questa situazione. Nel breve questa situazione dovrebbe perdurare con livelli del cambio vicino agli attuali, mentre più nel medio-lungo termine è probabile che l'effetto del ciclo di taglio dei tassi della Fed pesi maggiormente sul dollaro, favorendone il deprezzamento. L'EUR/USD è visto a: 1,10 a 1 mese (da 1,12), 1,12 a 3 mesi (da 1,14), 1,15 a 6 mesi, 1,17 a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi.

**EUR/GBP:** la posizione espansiva della BCE si colloca all'interno di un contesto economico di rallentamento per l'Eurozona, che pesa sempre di più nelle valutazioni degli investitori che penalizzano l'euro. La dinamica della sterlina dipende direttamente dalla risoluzione della questione Brexit, tanto che la BoE, nello scorso meeting, lo ha posto come tema centrale. Se tale questione non verrà risolta con efficacia, salgono le probabilità di un taglio dei tassi alla riunione BoE del prossimo 7 novembre. L'EUR/GBP è visto a 0,90 a 1 mese (da 0,94) e 0,89 (da 0,93) a 3 mesi; a 0,89 (da 0,93) 6 mesi; 0,88 (da 0,93) a 12 mesi e a 0,88 (da 0,89) a 24 mesi.

**EUR/JPY:** le tensioni commerciali non si placano a livello mondiale, continuando a spingere l'avversione al rischio, che resta il vero ostacolo al deprezzamento dello yen. La valuta

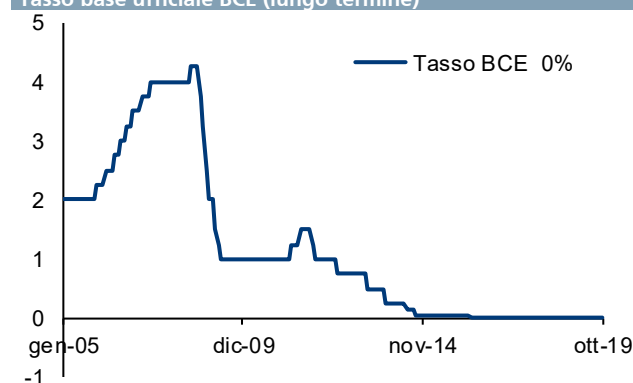
nipponica resta solida contro euro nonostante il probabile ampliamento dell'approccio espansivo della BoJ nel meeting del 31 ottobre, a cui si somma la debolezza dell'euro dovuta all'insieme di dati macro molto deboli e svolta espansiva della BCE. Le stime sono: 116 (da 118) a 1 mese, 121 (da 122) a 3 mesi, a 126 (da 124) a 6 mesi, 131 (da 129) a 12 mesi e 136 (da 132) a 24 mesi.

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



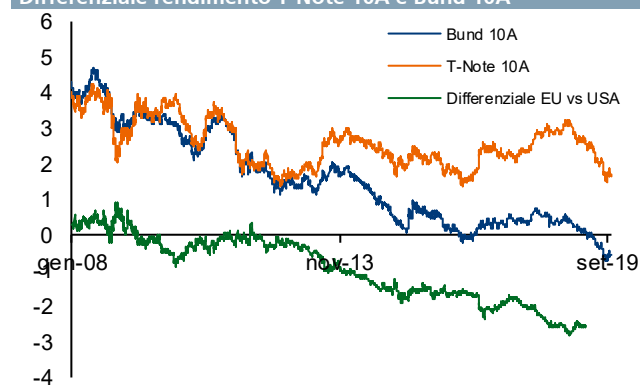
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## USD: la Fed taglia ma il dollaro non accenna a deprezzarsi, almeno nel breve

Il dollaro resta forte a causa delle incertezze globali sul commercio e del rallentamento economico. Come ampiamente atteso, la riunione di settembre del FOMC si è conclusa con un taglio di soli 25pb dei tassi americani. Trump ovviamente non ha mancato di ribadire il suo disappunto per la prudenza della Fed sui tassi e per il mancato indebolimento della valuta. L'apprezzamento del dollaro in atto, a nostro avviso, non è altro che la conseguenza della percezione di rischi crescenti in termini di prospettive di crescita, soprattutto legati alle tensioni commerciali. Gli operatori sui cambi di tutto il mondo, intimoriti dalla volatilità dei mercati, esprimono una costante avversione al rischio "di base" e scelgono di spostarsi sulla valuta che rappresenta l'economia che è probabile possa uscire comunque vincitrice dalla fase di tensioni commerciali con la Cina. Un quadro che lascia più di un dubbio sul possibile deprezzamento del dollaro, almeno nel breve, nonostante le lamentele di Trump per tassi (e dollaro) ritenuti troppo "forti" e di ostacolo al ciclo economico statunitense, ma anche in vista della Presidenziali di fine 2020. In conclusione, 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 appare infatti in deterioramento e le tensioni globali aggravano questa situazione, giustificando l'obbligato intervento della Banca centrale e rafforzando le possibilità di uno scenario di ulteriore deprezzamento dell'euro. Dall'altro lato, la Fed resterà espansiva a lungo, ma è probabile che questo non riesca a indebolire più di tanto il dollaro, continuando a suscitare nel breve l'irritazione di Trump. Il prossimo meeting Fed è in calendario il 30 ottobre.

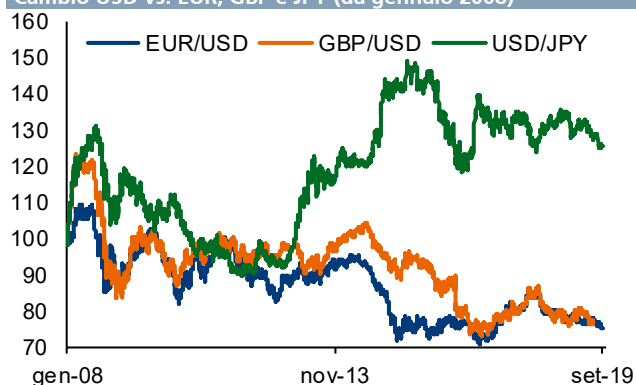
**EUR/USD:** nel medio-lungo termine è probabile che l'azione espansiva della Fed, alla lunga e coerentemente, finisca per deprezzare il dollaro, soprattutto perché (rispetto alla BCE che ha già tassi negativi) la Fed gode del vantaggio di partire da tassi positivi, il cui percorso di taglio è concreto e quindi più efficace. Il cambio EUR/USD è visto a: 1,10 a 1 mese (da 1,12), 1,12 a 3 mesi (da 1,14), 1,15 a 6 mesi, 1,17 a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi (stabili).

**GBP/USD:** la posizione accomodante della Fed non ha indebolito il dollaro; la forza della divisa USA è ancor di più accentuata verso la sterlina, che, risentendo delle vicende Brexit, resta in balia della volatilità più di altre monete. Ancora una volta ribadiamo come la valuta inglese necessiti di un esito (positivo) della Brexit, esattamente il contrario di quello che sta accadendo in queste settimane di grande incertezza sul fronte politico interno, con lo spauracchio della cosiddetta *hard-Brexit* che incombe alla data del 31 ottobre. Le stime vedono 1,22 (da 1,20) a 1 mese e 1,25 (da 1,22) a 3 mesi, 1,28 (da 1,23) a 6 mesi, 1,32 (da 1,25) a 12 mesi e 1,35 a 24 mesi.

**USD/JPY:** anche lo yen si allinea al resto delle valute *core* e si indebolisce contro dollaro. L'avversione al rischio che l'aveva

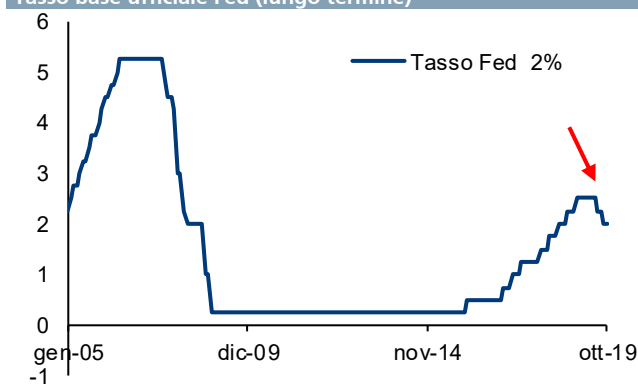
favorito come valuta rifugio trova ora più proficuo scaricarsi sul dollaro: pesa infatti un differenziale di crescita notevole fra le due economie, che rassicura maggiormente gli investitori. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 105 (stabile) e 108 (da 107). Nel medio-lungo: 110 (da 108) a 6 mesi e 112 (da 110) a 12 mesi e 114 (da 110) 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: la crisi politica interna e la Brexit condannano la sterlina alla volatilità

**Il caos politico interno si somma all'avvicinarsi della scadenza del 31 ottobre sulla Brexit.** Le incertezze sulla Brexit continuano a pesare in modo decisivo sulla sterlina che non sull'economia inglese. Dal lato dei fondamentali, infatti, il ciclo economico britannico esprime numeri sopra la media delle principali economie dell'Unione Europea. Nell'ultima riunione, la Banca d'Inghilterra (BoE) ha confermato, col voto unanime dei membri del Consiglio, il tasso di riferimento allo 0,75%. Confermati anche gli acquisti di obbligazioni societarie (10 miliardi di sterline) e di titoli di Stato del Regno Unito (435 miliardi di sterline). La sterlina è apparsa volatile, dopo che la Bank of England, più esplicitamente di altre occasioni, ha segnalato come la costante incertezza sulla Brexit rischi di essere una zavorra per l'economia se non si troverà una soluzione condivisa, costringendo l'istituto a un inefficace attendismo. Le recenti dichiarazioni di Saunders, uno dei principali esponenti della Bank of England, hanno confermato la possibilità di un prossimo taglio dei tassi di interesse. La BoE si è quindi espressa apertamente per una Brexit con accordo e non senza accordi con la UE (il cosiddetto "no deal"). Il mancato accordo con l'Unione Europea e sulle modalità di uscita sta pesando sempre di più sul mercato valutario e questo porterà il prossimo 7 novembre la BoE a un probabile taglio dei tassi. La sterlina ha più volte dimostrato di recuperare posizioni solo di fronte ad ipotesi di *soft Brexit*, un quadro che però mal si sposa con l'approccio di Johnson, da sempre un grande sostenitore della *hard Brexit*.

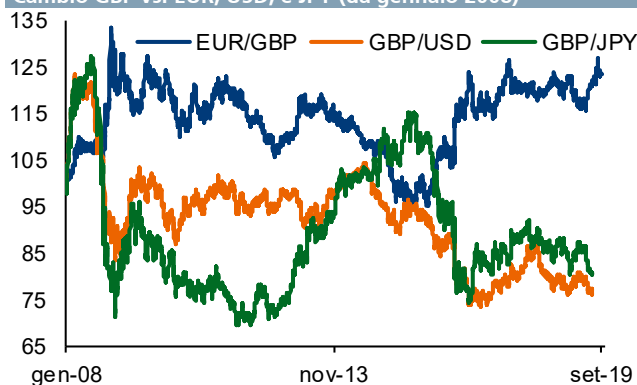
**EUR/GBP:** come più volte detto, la dinamica della sterlina dipende direttamente dalla risoluzione della questione Brexit, tanto che la BoE, nello scorso meeting, lo ha posto come tema centrale. Se tale questione non verrà risolta con efficacia, salgono le probabilità di un taglio dei tassi, il prossimo 7 novembre, di sostegno all'economia. Dall'altra parte, la posizione espansiva della BCE rafforza il possibile quadro di deprezzamento della valuta unica, all'interno di un contesto economico di rallentamento per l'Eurozona, che pesa sempre di più nelle valutazioni degli investitori. L'EUR/GBP è visto a 0,90 a 1 mese (da 0,94) e 0,89 (da 0,93) a 3 mesi; a 0,89 (da 0,93) 6 mesi; 0,88 (da 0,93) a 12 mesi e a 0,88 (da 0,89) a 24 mesi.

**GBP/USD:** ribadiamo come la valuta inglese necessiti di un esito (positivo) della Brexit, esattamente il contrario di quello che sta accadendo in queste settimane di grande incertezza sul fronte politico interno in vista della scadenza Brexit del 31 ottobre. La posizione accomodante della Fed non ha indebolito il dollaro; la forza della divisa USA è ancor di più accentuata verso la sterlina. Le stime vedono 1,22 (da 1,20) a 1 mese e 1,25 (da 1,22) a 3 mesi, 1,28 (da 1,23) a 6 mesi, 1,32 (da 1,25) a 12 mesi e 1,35 a 24 mesi (stabile).

**GBP/JPY:** le perduranti incertezze sulla Brexit, dovute anche all'intensificarsi della crisi politica interna e del Governo Johnson, penalizzano la sterlina tanto da ipotizzare un taglio dei tassi da parte della BoE nel prossimo meeting di novembre. A questa situazione si somma la posizione della BoJ, che resterà

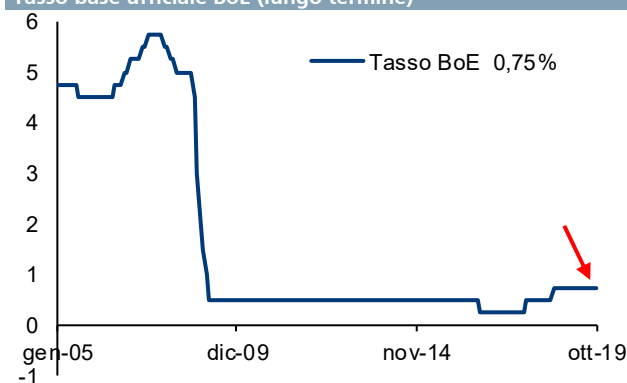
molto accomodante anche in futuro, come è emerso dai verbali del meeting di settembre, che indicano come il 31 ottobre possa essere il momento giusto per un ampliamento del piano di acquisto di titoli giapponesi. Le stime sono pari a 129 a 1 mese e 3 mesi. Nel medio-lungo: 133 (da 132) a 6 mesi, 137 (da 136) a 12 mesi e 142 (da 140) a 24 mesi.

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



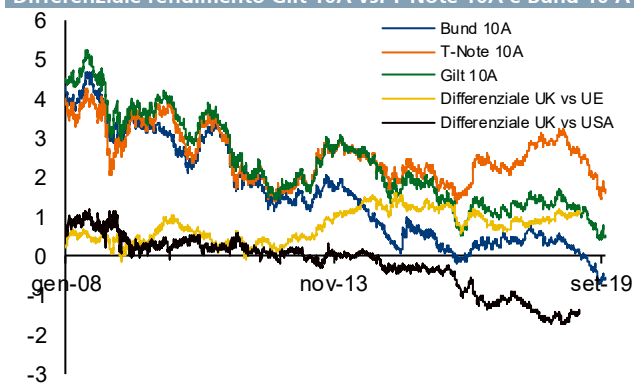
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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: in attesa di una BoJ più accomodante lo yen si deprezza marginalmente

Lo yen perde qualche posizione in vista dell'ampliamento del piano di acquisto della Bank of Japan. Il mercato è in attesa delle prossime mosse della Banca del Giappone. Nello scorso meeting del 19 settembre la BoJ, come atteso, ha mantenuto i tassi invariati; in tale riunione, il governatore Kuroda ha però espresso la volontà di espandere gli stimoli all'economia già nel meeting di ottobre, se necessario. I verbali, infatti, hanno confermato la discussione di un pacchetto ulteriore di sostegno all'economia, come ampiamente atteso dal mercato. Resta però un punto chiave già discusso in precedenza: la fase storica in atto è caratterizzata da una politica monetaria accomodante senza precedenti a livello globale. Molti, specie in Giappone, si stanno interrogando sul fatto che una politica monetaria così espansiva possa risultare ancora efficace alla fine del ciclo economico. La BoJ 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. L'unico tassello positivo resta l'accordo commerciale recentemente siglato fra USA e Giappone, che prevede una riduzione del deficit commerciale fra i due paesi, garantendo l'apertura di nuovi mercati in Asia per circa 7 miliardi di dollari di prodotti agricoli statunitensi.

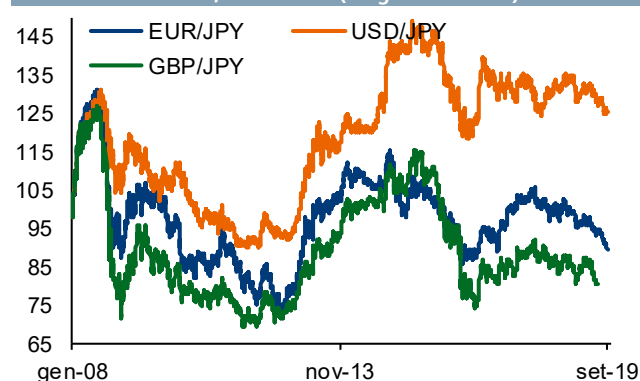
**EUR/JPY:** nonostante l'accordo USA-Giappone le tensioni commerciali a livello mondiale non si placano, continuando a spingere l'avversione al rischio, che resta il vero ostacolo al deprezzamento dello yen. La valuta nipponica resta solida contro euro nonostante il probabile ampliamento dell'approccio espansivo della BoJ nel meeting del 31 ottobre, a cui si somma la debolezza dell'euro dovuta all'insieme di dati macro molto deboli e svolta espansiva della BCE. Le stime sono: 116 (da 118) a 1 mese, 121 (da 122) a 3 mesi, a 126 (da 124) a 6 mesi, 131 (da 129) a 12 mesi e 136 (da 132) a 24 mesi.

**USD/JPY:** l'avversione al rischio che aveva favorito lo yen come valuta rifugio trova ora più proficuo scaricarsi sul dollaro: pesa infatti un differenziale di crescita notevole fra le due economie a favore degli USA, che in questo momento rassicura maggiormente gli investitori. Di conseguenza, anche lo yen si allinea al resto delle valute principali e subisce il deciso apprezzamento del dollaro. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 105 (stabile) e 108 (da 107). Nel medio-lungo: 110 (da 108) a 6 mesi, 112 (da 110) a 12 mesi e 114 (da 110) a 24 mesi.

**GBP/JPY:** la posizione della BoJ resterà molto accomodante anche in futuro, come è emerso dai verbali del meeting di settembre che indicano come il 31 ottobre possa essere il momento giusto per un ampliamento del piano di acquisto di titoli giapponesi. Le incertezze sulla Brexit dovute anche all'intensificarsi della crisi politica interna e del Governo Johnson penalizzano invece la sterlina, tanto da ipotizzare un taglio dei tassi da parte della BoE nel prossimo meeting di novembre. Le stime sono pari a 129 a 1 mese e 3 mesi (stabile). Nel medio-

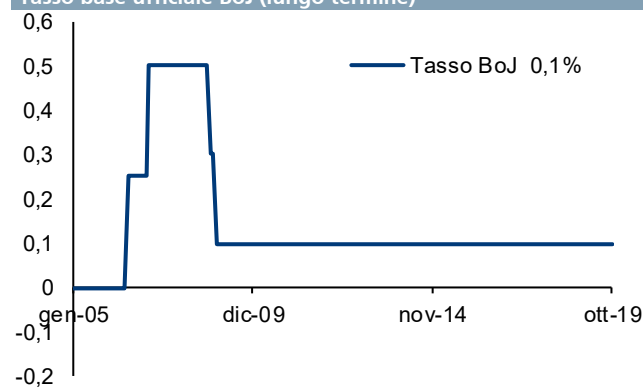
lungo: 133 (da 132) a 6 mesi, 137 (da 136) a 12 mesi e 142 (da 140) a 24 mesi.

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



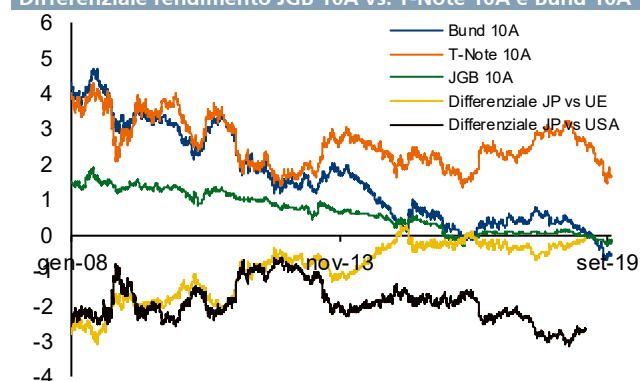
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BoJ (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## Glossario

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



## Avvertenza generale

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

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

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

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Thomson Reuters-Datastream, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 04.09.2019

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/scriptslsir0/si09/studi/ita\\_elenco\\_raccomandazioni.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptslsir0/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/scriptslsir0/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/scriptslsir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptslsir0/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.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.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 Riso  
Andrea Volpi

### **Analista Valute e Materie prime**

Mario Romani

**Editing:** Cristina Baiardi, Daniela Piccinini