

## Ancora cautela e *risk-off* in attesa delle Banche centrali

**EUR – L'euro, indebolito, attende le mosse della BCE.** Dai verbali della BCE è emersa la volontà di rimandare ogni decisione effettiva al meeting di settembre. Nei verbali, inoltre, affiora comunque una certa volontà di varare un pacchetto di misure completo, globale, che da alcuni membri del Consiglio è ritenuto più efficace rispetto ad una strategia di applicazione di singole misure, introdotte magari in rapida successione. La BCE starebbe inoltre pensando di offrire un maggiore sostegno al settore bancario, che rappresenta il tramite che dovrebbe veicolare la liquidità a basso costo della BCE all'economia reale attraverso i finanziamenti alle imprese. Questo orientamento fa emergere in modo esplicito la preoccupazione tra i membri del Consiglio direttivo per lo stato di salute dell'economia della zona euro. Il ciclo economico europeo è probabile che stia attraversando una fase di rallentamento ancora più marcata di quanto previsto e questo sta allarmando la BCE. L'istituto centrale si riunirà giovedì 12 settembre, prima del meeting Fed. L'euro/dollaro, sceso sotto la soglia di 1,10, resta vincolato alle scelte delle due Banche centrali di riferimento.

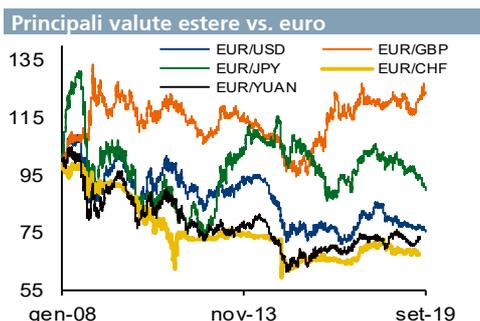
**USD – In attesa delle mosse espansive della Fed il dollaro resta forte sfruttando anche il calo dei rendimenti dei Treasury.** Il forte apprezzamento del dollaro, a nostro avviso, non è altro che la conseguenza della percezione di rischi crescenti in termini di prospettive di crescita, soprattutto legati alle tensioni commerciali. Gli operatori sui cambi di tutto il mondo, intimoriti dalla volatilità dei mercati, esprimono una forte avversione al rischio e decidono di spostarsi, senza molte remore, sulla valuta che rappresenta l'economia che è probabile possa uscire comunque vincitrice dalla fase di tensioni commerciali con la Cina. Una situazione ben trattenuta anche dal ribasso in atto sui rendimenti dei Treasury negli Stati Uniti. Un quadro che lascia qualche 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. Powell, al simposio di Jackson Hole, ha ribadito che la Fed (già il prossimo 18 settembre) agirà a sostegno dell'espansione, ma ha ribadito che la politica monetaria può risultare meno efficace, in generale anche per le altre principali Banche centrali, proprio per via di tassi già molto bassi.

**GPB – La Brexit resta il fattore chiave che guida la dinamica della sterlina, in vista della riunione della BoE del 19 settembre.** La sterlina resta in balia degli sviluppi politici relativi alla Brexit. I parlamentari britannici hanno sconfitto il premier Johnson bocciando il suo tentativo di mettere in atto una Brexit senza accordo. Nell'ultima riunione, la Banca d'Inghilterra (BoE) ha sottolineato 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. Vedremo se ci saranno ulteriori sviluppi nel meeting del prossimo 12 settembre. La sterlina ha già dimostrato di reagire positivamente solo ad ipotesi di *soft Brexit*, scenario che però è osteggiato da Johnson, da sempre un grande sostenitore della *hard Brexit*.

**JPY – Lo yen non si deprezza a causa dell'avversione al rischio.** La BoJ è da anni impegnata a tenere basso il costo del denaro, stimolare l'inflazione, favorire il ciclo economico e deprezzare lo yen. Obiettivi solo marginalmente ottenuti, se non addirittura falliti, come nel caso di inflazione (target al 2%) e svalutazione della moneta, in costante apprezzamento a causa dell'avversione al rischio sui mercati. Molti, specie in Giappone, si stanno interrogando sul fatto che una politica monetaria espansiva possa risultare ancora efficace alla fine del ciclo economico. La BoJ si riunirà il prossimo 19 settembre.

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
<b>Euro</b>						
EUR/USD	1,0970	1,12	1,14	1,15	1,17	1,20
EUR/GBP	0,9073	0,94	0,93	0,93	0,93	0,89
EUR/JPY	116,15	118	122	124	129	132
<b>Altre valute</b>						
GBP/USD	1,2092	1,20	1,22	1,23	1,25	1,35
USD/JPY	105,87	105	107	108	110	110
GBP/JPY	128,02	129	129	132	136	140

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

4 settembre 2019

14:49 CET

Data e ora di produzione

4 settembre 2019

14:55 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	1,48
Bund 10A	-0,68
Gilt 10A	0,45
JGB 10A	-0,28

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

### Cambi

EUR/USD	1,0970
USD/JPY	105,87
GBP/USD	1,2092
EUR/CHF	1,0829
EUR/SEK	10,79
EUR/NOK	9,99
EUR/DKK	7,4566
USD/CAD	1,3327
AUD/USD	0,6756
NZD/USD	0,6320
USD/ZAR	15,1257
EUR/JPY	116,15
EUR/GBP	0,9073
EUR/CAD	1,4620
EUR/AUD	1,6237
EUR/NZD	1,7358
EUR/ZAR	16,593
EUR/ISK	139,28
EUR/HUF	330,11

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 03.09.2019 (salvo diversa indicazione).

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

## EUR: il rallentamento dell'Eurozona spingerà la BCE a scelte più coraggiose?

**L'euro, indebolito, attende le mosse della BCE.** Dai verbali della BCE è emersa la volontà di rimandare ogni decisione effettiva al meeting di settembre. Nei verbali, inoltre, affiora comunque una certa volontà di varare un pacchetto di misure completo, globale, che da alcuni membri del Consiglio è ritenuto più efficace rispetto ad una strategia di applicazione di singole misure, introdotte magari in rapida successione. L'intervento di cui si è discusso, come è emerso dal documento reso pubblico, potrebbe consistere in una combinazione di tagli di tassi, acquisti di asset e un ulteriore ritocco della 'guidance' sui tassi. La BCE starebbe inoltre pensando di offrire un maggiore sostegno al settore bancario, che rappresenta il tramite che dovrebbe veicolare la liquidità a basso costo della BCE all'economia reale attraverso i finanziamenti alle imprese. L'idea sarebbe quella di compensare le ricadute dei tassi negativi sui margini bancari attraverso un sistema di "scalettatura" dei tassi che consenta di non erodere i guadagni delle banche; come implementarlo però non è ancora stato comunicato. Questo orientamento fa emergere in modo esplicito la preoccupazione tra i membri del Consiglio direttivo per lo stato di salute dell'economia della zona euro. Il ciclo economico europeo è probabile che stia attraversando una fase di rallentamento ancora più marcata di quanto previsto e questo sta allarmando la BCE. L'istituto centrale si riunirà giovedì 12 settembre, prima del meeting Fed del 18 settembre. L'euro/dollaro, sceso sotto la soglia di 1,10, resta vincolato alle scelte delle due Banche centrali di riferimento.

**EUR/USD:** se si esclude la repentina discesa del cambio euro/dollaro sotto la soglia di 1,10, in scia alla forza del dollaro, ribadiamo come la dinamica del cross sia strettamente vincolata alle scelte della BCE e della Fed. Da un lato, permane la debolezza dell'euro, in vista delle scelte espansive della BCE il prossimo 12 settembre. Il quadro economico interno all'Eurozona appare in deterioramento e le tensioni globali, specie la diatriba sul commercio USA-Cina, aggravano questa situazione, rendendo pressoché obbligato un intervento della BCE. Questo aumenta le possibilità di uno scenario di ulteriore deprezzamento dell'euro. Dall'altro lato, la Fed resta espansiva ma è probabile che questo non riesca a indebolire più di tanto il dollaro, situazione poco gradita a Trump. Il cambio EUR/USD è visto a: 1,12 a 1 mese, 1,14 a 3 mesi, 1,15 a 6 mesi, 1,17 a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi.

**EUR/GBP:** la posizione della BCE subirà una svolta certamente espansiva: uno scenario che rafforza il possibile quadro di deprezzamento della valuta unica, all'interno di un contesto economico di rallentamento per l'Eurozona. D'altra parte, la sterlina appare legata alla risoluzione della questione Brexit, con la BoE che anche nel prossimo meeting non potrà che porre questo tema al centro dell'attenzione. L'EUR/GBP è visto a 0,94 a 1 mese e 0,93 a 3 mesi; nel medio termine è atteso attorno a 0,93 (6 e 12 mesi) e a 0,89 a 24 mesi.

**EUR/JPY:** le tensioni USA-Cina contribuiscono a spingere ulteriormente l'avversione al rischio, che resta il principale

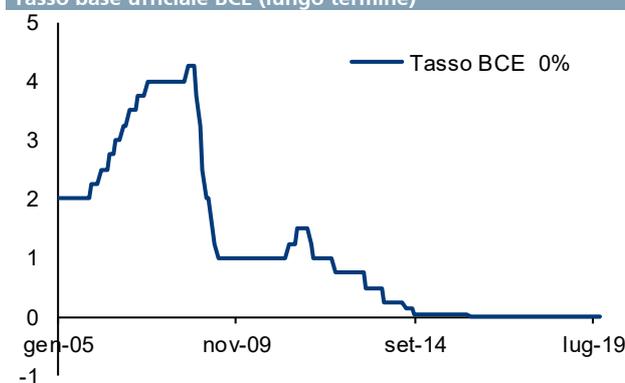
ostacolo al deprezzamento dello yen; a ciò si è sommata la debolezza dell'euro dovuta alle attese per la svolta espansiva della BCE. Lo yen si rafforza contro euro nonostante la probabile riconferma dell'approccio espansivo della BoJ. Le stime sono 118 a 1 mese, 122 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 124 a 6 mesi, 129 a 12 mesi e 132 a 24 mesi.

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



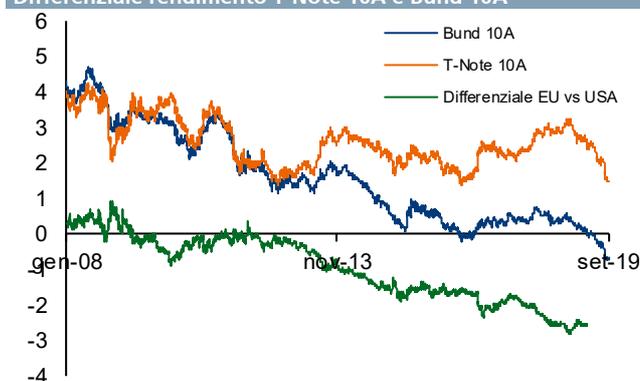
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## USD: un dollaro decisamente forte attende le mosse espansive della Fed

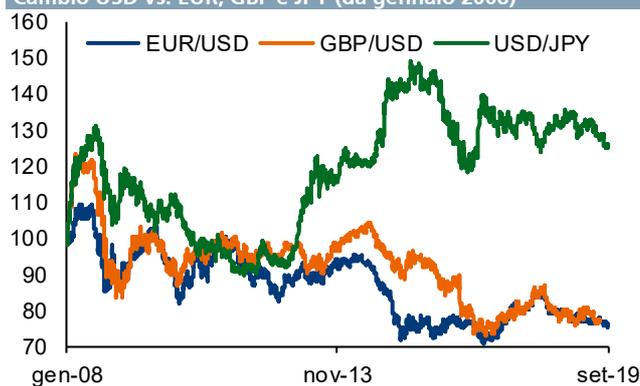
**In attesa delle mosse espansive della Fed il dollaro resta forte.** Il forte apprezzamento del dollaro, a nostro avviso, non è altro che la conseguenza della percezione di rischi crescenti in termini di prospettive di crescita, soprattutto legati alle tensioni commerciali. Gli operatori sui cambi, intimoriti dalla volatilità in atto, esprimono una forte avversione al rischio e decidono di spostarsi, senza troppe remore, sulla valuta che rappresenta l'economia che è probabile possa uscire comunque vincitrice dalla fase di tensioni commerciali con la Cina. Una situazione ben tratteggiata anche dai movimenti sui tassi dei Treasury. Se è vero che la discesa repentina dei rendimenti, con una curva quasi totalmente piatta, è un segnale di allarme per il ciclo economico USA, dall'altro dimostra l'appeal che la carta americana (e quindi il dollaro) ha nei confronti degli investitori. I verbali di luglio della Fed, che in quell'occasione ha tagliato il costo del denaro di 25pb, confermano che l'aumento dello stimolo era visto come un aggiustamento di metà ciclo. Un quadro che lascia qualche 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. Powell, al simposio di Jackson Hole, ha ribadito che la Fed agirà a sostegno dell'espansione, pur dicendo che la politica monetaria può risultare meno efficace, in generale anche per le altre principali Banche centrali, proprio per via di tassi già molto bassi. Quadro a cui si somma il tema che gli shock da contrastare (in particolare le tensioni commerciali) non sono particolarmente adatti ad essere fronteggiati dalla Banca centrale. A questo si aggiunge che nel caso in cui la Fed, il 18 settembre, decidesse di accelerare la riduzione del costo del denaro, tutte le altre istituzioni centrali, comprese quelle dei Paesi Emergenti, difficilmente resteranno a guardare, ostacolando così il possibile deprezzamento del dollaro, dopo il taglio dei tassi.

**EUR/USD:** l'euro/dollaro, sceso sotto la soglia di 1,10, resta vincolato alle scelte delle due Banche centrali di riferimento. La Fed proseguirà probabilmente nel taglio dei tassi ma difficilmente riuscirà a contrastare l'apprezzamento del dollaro, situazione auspicata da Trump. Dall'altro lato, permane la debolezza dell'euro in virtù del rallentamento economico nella UE, in attesa delle scelte espansive della BCE. Resta probabile uno scenario che non favorisca l'apprezzamento dell'euro. Il cambio EUR/USD è visto a: 1,12 a 1 mese, 1,14 a 3 mesi, 1,15 a 6 mesi, 1,17 a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi.

**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, è una delle valute "core" più deboli del panorama globale. Sottolineiamo da tempo come la valuta inglese aneli un esito (positivo) della Brexit, esattamente il contrario della linea politica del neo primo ministro Boris Johnson, sostenitore della cosiddetta *hard* Brexit. Le stime vedono 1,20 a 1 mese e 1,22 a 3 mesi, 1,23 a 6 mesi, 1,25 a 12 mesi e 1,35 a 24 mesi.

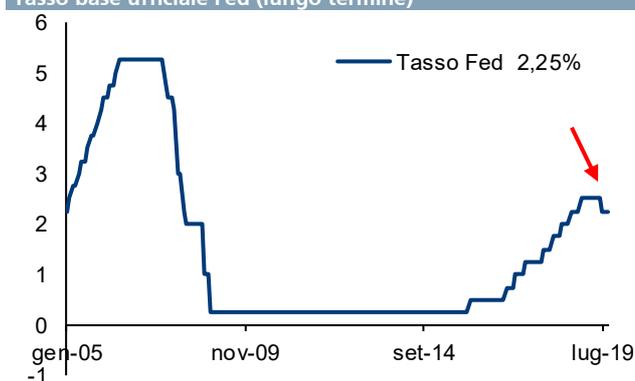
**USD/JPY:** lo yen è l'unica valuta "core" che risulta più forte del dollaro, proprio a causa dell'avversione al rischio che la favorisce nel suo ruolo di valuta rifugio. Questo nonostante l'approccio espansivo della Banca del Giappone. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 105 e 107. Nel medio-lungo: 108 a 6 mesi e 110 a 12 e 24 mesi.

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



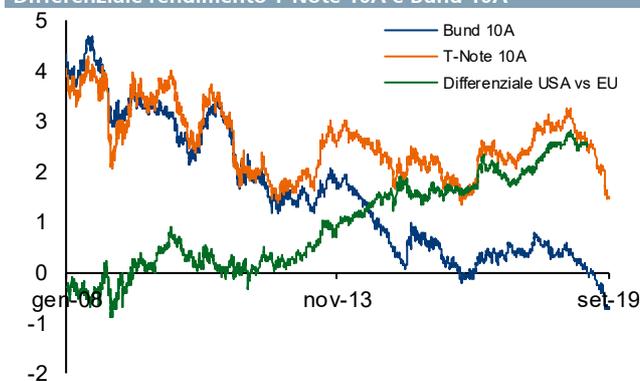
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## GBP: il caos politico sulla Brexit costringe la sterlina a una forte volatilità

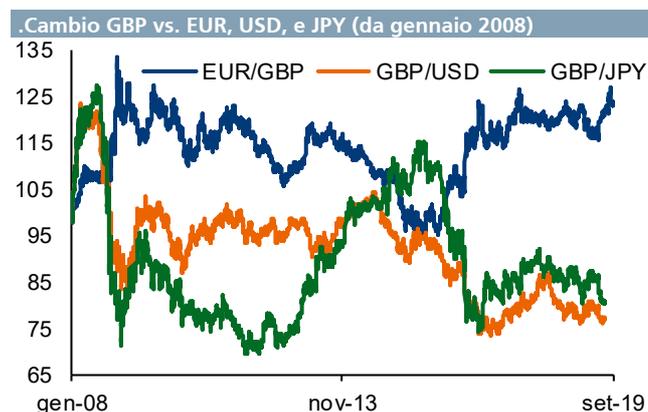
La Brexit resta il fattore chiave che guida la dinamica della sterlina, in vista della riunione della BoE del 19 settembre. La sterlina resta in balia degli sviluppi politici relativi alla Brexit. I parlamentari britannici hanno sconfitto il premier Johnson bocciando il suo tentativo di mettere in atto una Brexit senza accordo. Il passaggio di Philip Lee, da sempre in disaccordo sulla Brexit, al gruppo di opposizione dei Liberaldemocratici ha di fatto minato la coalizione Tory-Dup, la cui maggioranza si era già ridotta nei mesi scorsi a un solo seggio. Il Premier ha subito lo smacco non solo delle opposizioni, ma anche dei conservatori moderati che si oppongono alla prospettiva di un "no deal", una Brexit senza accordi. Salvo sorprese, i deputati potrebbero approvare la legge che chiede il rinvio della Brexit al 31 gennaio, concretizzando così un terzo rinvio. Johnson, sfiduciato, è probabile che venga spinto ad annunciare la richiesta di nuove elezioni. Nell'ultima riunione, la Banca d'Inghilterra (BoE) ha sottolineato 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. Vedremo se ci saranno ulteriori sviluppi nel meeting del prossimo 12 settembre. La sterlina ha già dimostrato di reagire positivamente solo ad ipotesi di *soft Brexit*, scenario che però è osteggiato da Johnson, da sempre un grande sostenitore della *hard Brexit*.

**EUR/GBP:** la dinamica della sterlina appare legata alla risoluzione della questione Brexit, con la BoE che anche nel prossimo meeting non potrà che porla al centro dell'attenzione, visto il conseguente indebolimento della sterlina. D'altra parte, la posizione della BCE subirà una svolta certamente espansiva: uno scenario che rafforza il possibile quadro di deprezzamento della valuta unica, all'interno di un contesto economico di rallentamento per l'Eurozona. L'EUR/GBP è visto a 0,94 a 1 mese e 0,93 a 3 mesi; nel medio termine è atteso attorno a 0,93 (6 e 12 mesi) e a 0,89 a 24 mesi.

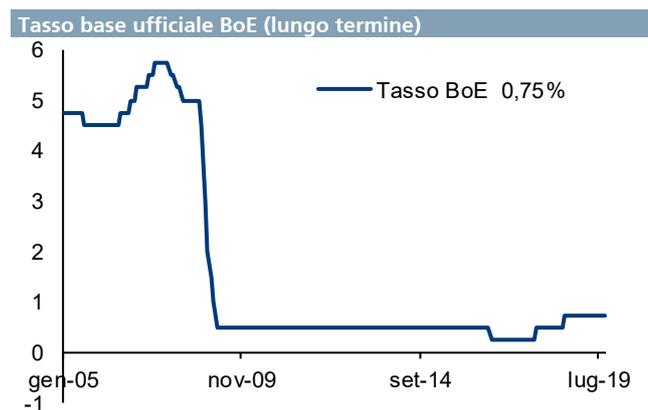
**GBP/USD:** la forza della divisa USA è massima nei confronti della sterlina, che, risentendo delle vicende Brexit, è una delle valute "core" più deboli del mercato Forex mondiale. Abbiamo più volte detto come la valuta inglese aneli un esito (positivo) della Brexit, esattamente il contrario della linea politica del neo primo ministro Boris Johnson, sostenitore della cosiddetta *hard Brexit*. Le stime sul cambio vedono 1,20 a 1 mese e 1,22 a 3 mesi, 1,23 a 6 mesi, 1,25 a 12 mesi e 1,35 a 24 mesi.

**GBP/JPY:** le perduranti incertezze sulla Brexit e la linea dura imposta dal neo-Premier Boris Johnson penalizzano la sterlina. A questa situazione si somma la posizione della BoJ, che resterà molto accomodante anche nel prossimo meeting di settembre, visti i maggiori rischi per l'economia mondiale legati alla diatriba commerciale USA-Cina. Lo scenario resta caratterizzato da un aumento dell'avversione al rischio che

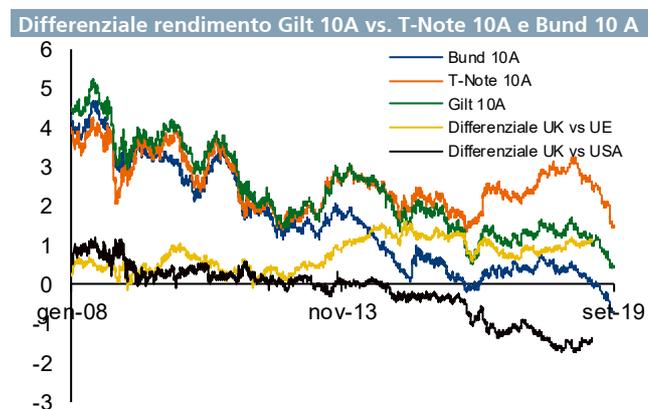
premia le valute rifugio come lo yen. Le stime sono pari a 129 a 1 mese e 3 mesi. Nel medio-lungo: 132 a 6 mesi, 136 a 12 mesi e 140 a 24 mesi.



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## JPY: la BoJ riuscirà a contrastare la forza dello yen dovuta al clima di *risk-off*?

Lo yen non si deprezza a causa dell'avversione al rischio. Il mercato è in attesa delle mosse delle Banche centrali. Le scelte generalmente annunciate non appaiono però così chiare a livello di tempistica e dimensioni. E' probabile che possano essere di sostegno nel breve termine, ma col rischio di creare problemi in futuro. In questo senso il precedente creato dalla lunga politica monetaria accomodante operata dalla Banca del Giappone suscita qualche timore. La BoJ è da anni impegnata a tenere basso il costo del denaro, stimolare l'inflazione, favorire il ciclo economico e deprezzare lo yen. Obiettivi solo marginalmente ottenuti, se non addirittura falliti, come nel caso di inflazione (target al 2%) e svalutazione della moneta, in costante apprezzamento a causa dell'avversione al rischio sui mercati. Il PIL del Giappone ha rallentato allo 0,4% t/t nel 2° trimestre, pur superando le aspettative che indicavano una frenata ancora più brusca. Probabilmente la BoJ avrà tirato un sospiro di sollievo, dopo la lettura dei dati, ma ciò non cambia quelle che sono le due preoccupazioni principali dell'istituto: i rischi al ribasso per l'outlook esterno e l'apprezzamento della valuta che intralcia l'export nipponico, in una fase in cui le tensioni commerciali sono altissime. Viviamo in una fase storica caratterizzata da politica monetaria accomodante senza precedenti a livello globale. Molti, specie in Giappone, si stanno interrogando sul fatto che una politica monetaria espansiva possa risultare ancora efficace alla fine del ciclo economico.

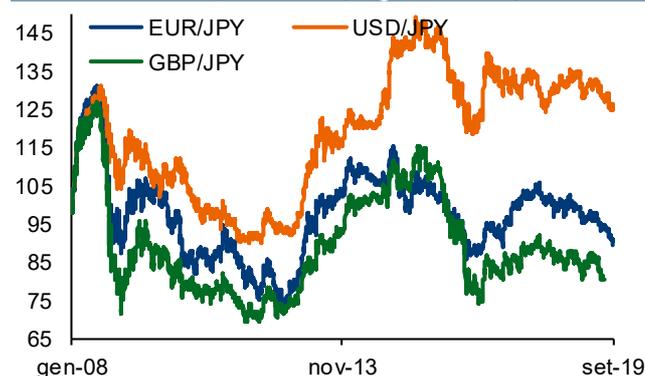
**EUR/JPY:** le tensioni USA-Cina contribuiscono a spingere ulteriormente l'avversione al rischio, che resta il principale ostacolo al deprezzamento dello yen. La valuta nipponica si rafforza contro euro nonostante la probabile riconferma dell'approccio espansivo della BoJ, nel meeting di settembre, a cui si somma la debolezza dell'euro dovuta alle attese per la svolta espansiva della BCE. Le stime sono 118 a 1 mese, 122 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 124 a 6 mesi, 129 a 12 mesi e 132 a 24 mesi.

**USD/JPY:** lo yen è l'unica valuta "core" che risulta più forte del dollaro, proprio a causa dell'avversione al rischio sui mercati che la favorisce nel suo ruolo di valuta rifugio. Gli investitori, intimoriti dalla volatilità dei mercati, accumulano valuta giapponese nonostante l'approccio espansivo della Banca del Giappone verrà probabilmente ribadito anche nella prossima riunione di settembre, rendendone sostanzialmente inefficaci gli effetti. Le stime a 1 e 3 mesi indicano 105 e 107. Nel medio-lungo: 108 a 6 mesi e 110 a 12 e 24 mesi.

**GBP/JPY:** la BoJ resterà molto accomodante anche nel prossimo meeting di settembre, visti i maggiori rischi per l'economia mondiale legati alla diatriba commerciale USA-Cina. Lo scenario resta caratterizzato da un aumento dell'avversione al rischio che premia le valute rifugio come lo yen. A questa situazione si sommano le perduranti incertezze sulla Brexit e la linea dura imposta dal neo-Premier Boris

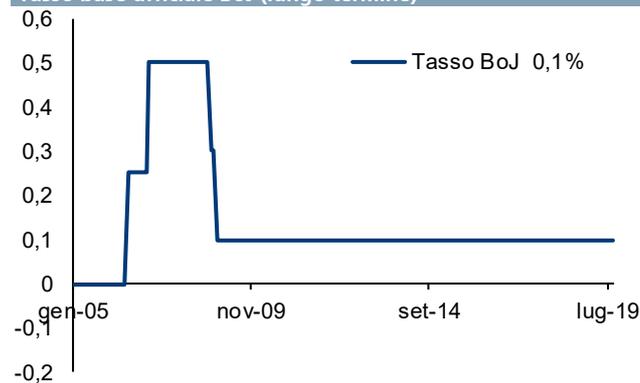
Johnson che penalizza la sterlina. Le stime sono pari a 129 a 1 mese e 3 mesi. Nel medio-lungo: 132 a 6 mesi, 136 a 12 mesi e 140 a 24 mesi.

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 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, 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 04.07.2019.

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.intesasnpaolo.com](http://www.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_elenco\\_raccomandazioni.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp), ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](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:** Cristina Baiardi