

Il dollaro come unico rifugio nel pieno dell'emergenza

EUR – La BCE resta l'unico soggetto in campo a contrastare l'emergenza economica, Unione Europea totalmente assente. L'obiettivo della BCE resta quello di favorire l'accesso alle misure di supporto e agevolare e rendere più capillari gli effetti del pacchetto di emergenza. Quello che appare assente e che impedisce all'euro di consolidare è la risposta politica, ovvero l'incapacità dell'Eurogruppo di raggiungere un consenso sulle proposte di aiuto finanziario coordinate connesse alla crisi pandemica. Di questo quadro di debolezza potrebbero pagare le conseguenze l'economia europea e l'euro, in virtù del confronto col dollaro e della reattività del Governo USA nel mettere in campo misure di sostegno al ciclo economico. Di base le asset class in dollari continuano ad essere comprate, con gli investitori che esprimono la loro preferenza verso la robustezza dell'economia americana e continueranno a farlo ancora a lungo.

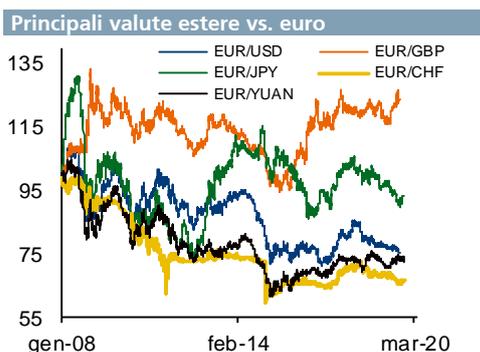
USD – La Fed e la Casa Bianca in campo per supportare il sistema statunitense. Dopo le decise misure espansive della Fed e il varo del pacchetto fiscale da parte del Congresso degli Stati Uniti era lecito aspettarsi un po' di prese di beneficio sulla valuta USA. Il pessimo quadro sul mercato del lavoro USA esprime a pieno le difficoltà dell'economia USA ma, pur aumentando l'avversione al rischio degli investitori, ha paradossalmente spinto ulteriormente la domanda di dollari, intesi come asset rifugio. Lo scenario sul dollaro resta legato a doppio filo ai continui interventi della Fed e del Governo. La divisa americana continuerà ad esercitare un forte appeal, di breve, verso gli investitori. Uno scenario previsivo di media-lunga durata resta arduo, visto il continuo varo di misure straordinarie e il costante deterioramento del quadro USA, ma quello che appare certo è che il mercato continuerà a cercare rifugio nella valuta americana.

GBP – BoE e Governo in campo per ridurre l'impatto del Covid-19, ma la sterlina crolla. La sterlina è fra le valute che maggiormente ha corretto a causa dello shock generato dall'emergenza sanitaria. Un deterioramento dovuto anche alle specificità della valuta britannica che risultava già vulnerabile a causa dell'incertezza legata ai negoziati sul nuovo accordo commerciale con l'UE. Tale incertezza si è aggravata nelle ultime sedute a causa della malattia del premier Johnson, la persona che più di tutti ha spinto per un accordo "ad ogni costo" con l'Unione, scenario che aveva premiato la valuta britannica nell'ottica di vedere conclusa, in un modo o nell'altro, questa annosa vicenda. Resta complicato da capire come alla luce delle pesantissime ricadute economiche negative prodotte dal coronavirus, la sterlina possa trarre vantaggio da una riapertura dei negoziati con la UE. Proprio in virtù delle difficoltà economiche sia la Banca d'Inghilterra che il Governo hanno varato misure straordinarie di sostegno.

JPY – L'intensificarsi dell'emergenza sanitaria e l'impennata dell'avversione al rischio premiano il dollaro e non lo yen. Le dinamiche sullo yen si sono repentinamente modificate a partire dalla seconda metà di febbraio, a causa della pandemia di coronavirus in tutto il mondo che ha incrementato l'avversione al rischio. Inizialmente gli operatori si sono riversati sullo yen, rafforzandolo, successivamente hanno però eletto il dollaro a loro valuta rifugio. Anche la Banca del Giappone, in linea con le altre Banche centrali, è intervenuta con una riunione straordinaria per fronteggiare l'emergenza scatenata sui mercati dal Covid-19, anticipando al 16 marzo l'incontro previsto per il 18-19 marzo. La BoJ ha allentato ulteriormente la politica monetaria, già espansiva, varando un pacchetto di misure volte ad aumentare la liquidità nel sistema, sia in yen che in dollari, ma senza indebolire la valuta domestica.

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,0896	1,05	1,12	1,15	1,17	1,20
EUR/GBP	0,8832	0,92	0,92	0,89	0,88	0,85
EUR/JPY	118,59	110	123	128	133	137
Altre valute						
GBP/USD	1,2338	1,14	1,22	1,28	1,33	1,40
USD/JPY	108,84	105	110	112	114	115
GBP/JPY	134,28	134	135	134	144	148

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



8 aprile 2020
13:09 CET
Data e ora di produzione

8 aprile 2020
13:15 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	0,71
Bund 10A	-0,35
Gilt 10A	0,38
JGB 10A	0,03

Fonte: Refinitiv Datastream

Cambi	
EUR/USD	1,0896
USD/JPY	108,84
GBP/USD	1,2338
EUR/CHF	1,0577
EUR/SEK	10,92
EUR/NOK	11,16
EUR/DKK	7,4681
USD/CAD	1,3957
AUD/USD	0,62
NZD/USD	0,5992
USD/ZAR	18,1102
EUR/JPY	118,59
EUR/GBP	0,8832
EUR/CAD	1,5208
EUR/AUD	1,7575
EUR/NZD	1,8183
EUR/ZAR	19,7322
EUR/ISK	155,33
EUR/HUF	357,13

Fonte: Refinitiv Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 07.04.2020 (salvo diversa indicazione).

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

EUR: debole, in linea con l'incapacità dell'Eurozona di fronteggiare la crisi economica

La BCE resta l'unico soggetto in campo a contrastare l'emergenza economica, Unione Europea totalmente assente. Dopo molteplici interventi, l'ultimo annunciato dalla BCE è stato l'allentamento temporaneo delle garanzie utilizzate nelle misure di supporto precedentemente varate, in modo da supportare ancor di più credito e liquidità al sistema. Nello specifico è stato ampliato l'insieme di strumenti utilizzabili come garanzia. Tale mossa è legata alla durata del pacchetto PEPP e verrà valutata un'eventuale estensione prima della fine dell'anno. Sono stati inoltre ridotti i margini di garanzia del 20%, manovra che non sarà necessariamente legata alla durata del PEPP. La BCE segnala infine come ha incaricato i relativi comitati dell'Eurosistema di studiare misure per mitigare gli effetti sulla disponibilità di garanzie delle riduzioni dei rating a causa dell'impatto dell'emergenza sanitaria. L'obiettivo della BCE sembrerebbe essere dunque quello di favorire l'accesso alle misure di supporto e agevolare e rendere più capillari gli effetti del pacchetto di emergenza. Quello che appare assente e che impedisce all'euro di consolidare è la risposta politica, ovvero l'incapacità dell'Eurogruppo di raggiungere un consenso sulle proposte di aiuto finanziario coordinato connesse alla crisi pandemica. Di questo quadro di debolezza potrebbero pagare le conseguenze l'economia europea e l'euro, in virtù del confronto col dollaro e della reattività del Governo USA nel mettere in campo misure di sostegno al ciclo economico.

EUR/USD: l'euro/dollaro resta affossato dalla debolezza dell'euro che sconta l'incertezza dell'Eurozona e la forza della valuta USA. Di base le asset class in dollari continuano ad essere comprate, con gli investitori che esprimono la loro preferenza verso la robustezza dell'economia americana e continueranno a farlo ancora a lungo. L'EUR/USD è visto a: 1,05 (da 1,10) a 1 mese, 1,12 a 3 mesi, 1,15 a 6 mesi, 1,17 a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi.

EUR/GBP: la sterlina ha perso contro euro nella prima fase dell'emergenza sanitaria; da qualche seduta è invece in atto un certo recupero. Nel breve l'incertezza permarrà e sarà totalmente legata alle ricadute sull'economia dell'impatto del coronavirus. Solo nel medio-lungo termine il focus del mercato tornerà sui negoziati con la UE ma solo se sarà passato il grosso dell'emergenza sanitaria e se i suoi effetti negativi sull'economia saranno meglio assorbiti. Le stime vedono il cambio a 0,92 a 1 e 3 mesi, 0,89 a 6 mesi, 0,88 a 12 mesi e 0,85 a 24 mesi.

EUR/JPY: le tensioni legate all'emergenza sanitaria globale si sono scaricate sull'EUR/JPY in maniera molto più attenuata con oscillazioni del cambio comprese tra 121 e 116, movimenti smussati, a monte, dall'andamento dell'EUR/USD che ha visto una decisa debolezza dell'euro contro la divisa USA. Tale debolezza è stata dettata proprio dalla forza relativa del dollaro, il vero driver sul mercato dei cambi, preferito dagli investitori come asset difensivo. L'andamento dell'avversione al rischio resta il fattore di maggior ostacolo al deprezzamento

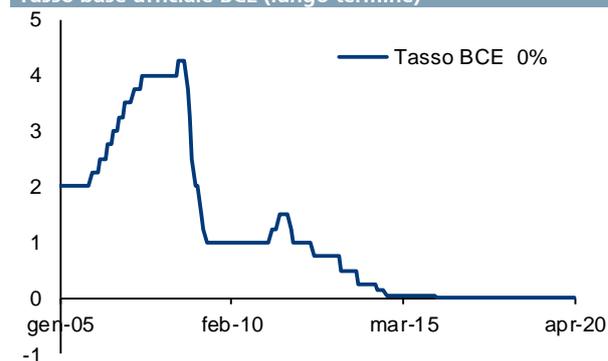
dello yen. Le stime sono: 110 a 1 mese, 123 a 3 mesi, 128 a 6 mesi, 133 a 12 mesi e 137 a 24 mesi.

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



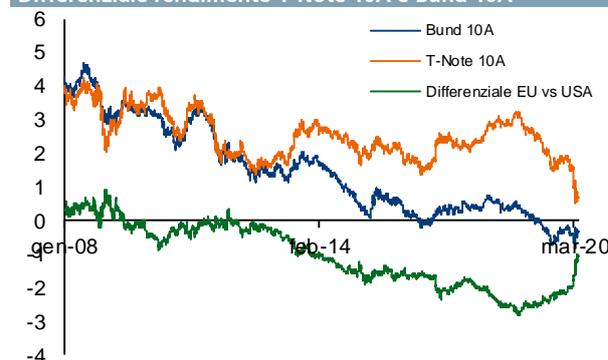
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv Datastream

USD: intercetta totalmente la forte avversione al rischio degli investitori

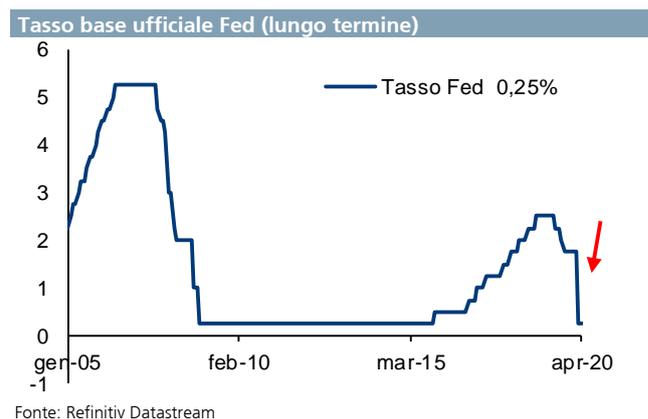
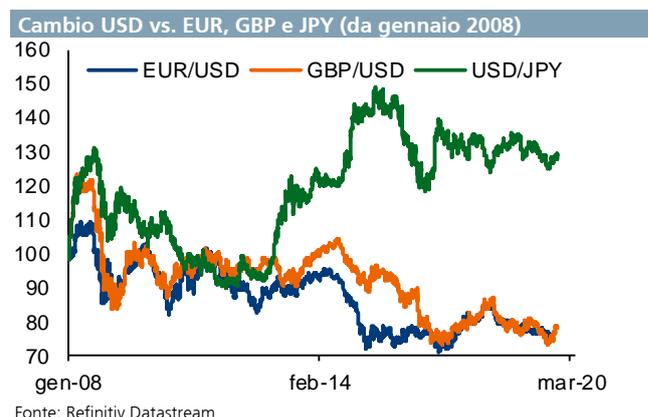
La Fed e la Casa Bianca in campo per supportare il sistema statunitense. Dopo le decise misure espansive della Fed e il varo del pacchetto fiscale da parte del Congresso degli Stati Uniti era lecito aspettarsi un po' di prese di beneficio sulla valuta USA. Il pessimo quadro sul mercato del lavoro USA esprime a pieno le difficoltà dell'economia USA ma, pur aumentando l'avversione al rischio degli investitori, ha paradossalmente spinto ulteriormente la domanda di dollari, intesi come asset rifugio. Lo scenario sul dollaro resta legato a doppio filo ai continui interventi della Fed e del Governo. La divisa americana continuerà ad esercitare un forte appeal, di breve, verso gli investitori. Uno scenario previsivo di medio-lunga durata resta arduo, visto il continuo varo di misure straordinarie e il costante deterioramento del quadro USA, ma quello che appare certo è che il mercato continuerà a cercare rifugio nella valuta americana. Non a caso la Fed si prodiga, senza sosta, a garantire la più ampia disponibilità di liquidità in valuta statunitense sia per il mercato interno ma anche e soprattutto per il resto del sistema finanziario. Nel breve resta valida l'idea di una valuta USA forte contro tutte le rispettive controparti. La scommessa sul dollaro per ora si ferma al breve, anche se non escludiamo che qualora l'economia americana, ancora una volta, si dimostrasse la più rapida ad uscire dalla crisi economica, la forza del dollaro potrebbe permanere a lungo.

EUR/USD: l'euro/dollaro appare molto volatile nelle ultime settimane. La Fed ha mutato la politica monetaria in decisamente espansiva e tornerà a riunirsi il prossimo 29 aprile. Nel frattempo, si prodiga nel fornire la più ampia disponibilità di liquidità in dollari a tutto il sistema finanziario che continua a rifugiarsi nella moneta e nei titoli di stato USA. L'euro di contro appare molto debole, in linea con la debolezza del quadro economico europeo dopo che sarà passata l'emergenza sanitaria. L'EUR/USD è visto a: 1,05 (da 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: il rapido crollo della sterlina, dovuto all'esplosione della pandemia nel Regno Unito, è legato a due fattori: da un lato il generalizzato rafforzamento del dollaro nel suo ruolo di valuta rifugio, visto il rialzo dell'avversione al rischio, e dall'altro lato l'impatto fortemente negativo che l'epidemia di coronavirus sta avendo sull'economia britannica, che si esprime attraverso la debolezza della valuta domestica. Pensiamo che nel breve questo quadro non possa mutare, lasciando debole la divisa britannica a favore del biglietto verde. Le stime vedono il cambio a 1,14 a 1 mese, 1,22 a 3 mesi, 1,28 a 6 mesi, 1,33 a 12 mesi e 1,40 a 24 mesi.

USD/JPY: l'avversione al rischio è ripresa in modo vigoroso con la pandemia globale legata al coronavirus. Questo ha solo parzialmente spinto al rialzo lo yen, come valuta rifugio, mentre successivamente il grosso della tensione si è spostata sul dollaro. Sulla dinamica del cambio USD/JPY è emersa, e pensiamo possa perdurare, l'idea che sia il dollaro a determinare i movimenti, essendo assunto ad asset rifugio

prescelto dagli operatori a scapito dello yen. Le stime indicano 105 a 1 mese e 110 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 112 a 6 mesi, 114 a 12 mesi e 115 a 24 mesi.



GBP: ancora debole nel breve, sconta uno scenario di contrazione economica forte

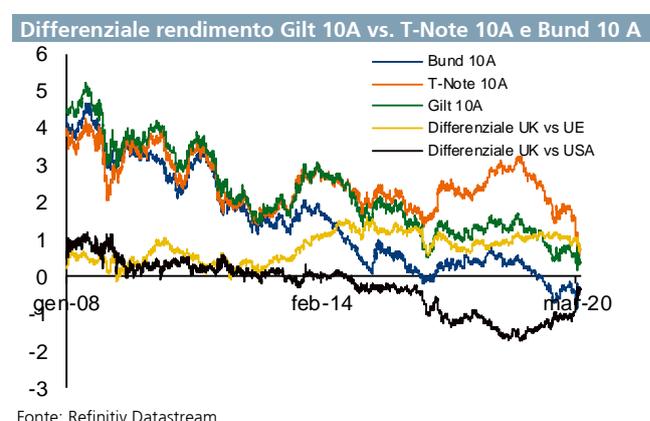
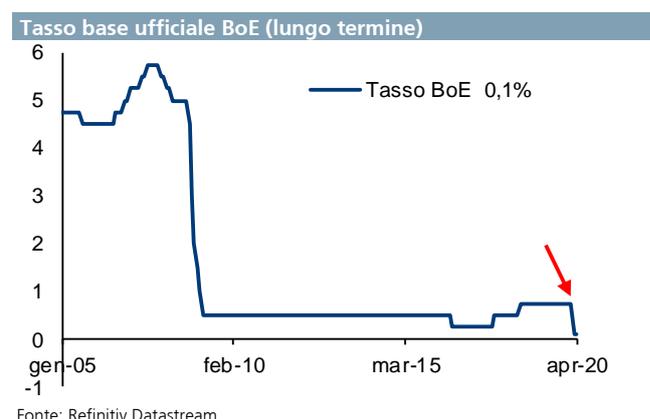
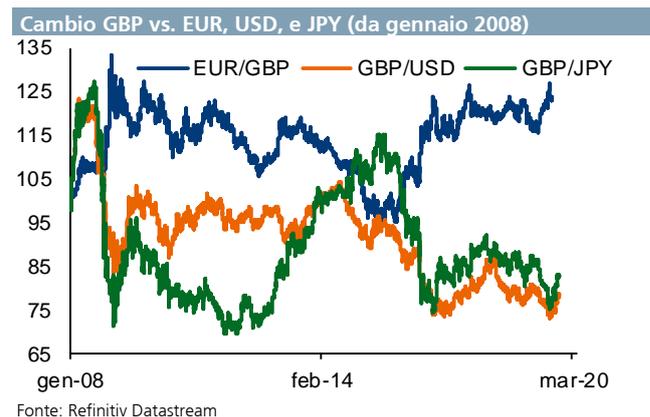
BoE e Governo in campo per ridurre l'impatto del Covid-19 ma la sterlina crolla. La sterlina è fra le valute che maggiormente hanno corretto a causa dello shock generato dall'emergenza sanitaria. Un deterioramento dovuto anche alle specificità della valuta britannica che risultava già vulnerabile a causa dell'incertezza legata ai negoziati sul nuovo accordo commerciale con l'UE. Tale incertezza si è aggravata nelle ultime sedute a causa della malattia del premier Johnson, la persona che più di tutti ha spinto per un accordo "ad ogni costo" con l'Unione, scenario che aveva premiato la valuta britannica nell'ottica di vedere conclusa, in un modo o nell'altro, questa annosa vicenda. Resta complicato da capire come alla luce delle pesantissime ricadute economiche negative prodotte dal coronavirus, la sterlina possa trarre vantaggio da una riapertura dei negoziati con la UE. Proprio in virtù delle difficoltà economiche sia la Banca d'Inghilterra che il Governo hanno varato misure straordinarie di sostegno. Il governatore Bailey ha in rapida successione tagliato due volte il tasso di interesse (ora allo 0,10%), varando una serie di misure di liquidità volte a irrorare il sistema di moneta garantendo l'accesso al credito tramite le banche, soprattutto alle imprese medio-piccole, smobilizzando le proprie riserve di emergenza e incrementando l'acquisto di titoli di stato e obbligazioni corporate sul mercato. Un quadro che si sta scaricando con forza sulla sterlina, che infatti si deprezza contro tutte le valute, ma in particolare contro dollaro, da qualche settimana.

EUR/GBP: la sterlina ha perso terreno contro l'euro nella prima fase dell'emergenza sanitaria; da qualche seduta è invece in atto un certo recupero. Nel breve l'incertezza permarrà e sarà totalmente legata alle ricadute sull'economia dell'impatto del coronavirus. Solo nel medio-lungo termine il focus del mercato tornerà sui negoziati con la UE, ma solo se sarà passato il grosso dell'emergenza sanitaria e se i suoi effetti negativi sull'economia saranno meglio assorbiti. Le stime vedono il cambio a 0,92 a 1 e 3 mesi, 0,89 a 6 mesi, 0,88 a 12 mesi e 0,85 a 24 mesi.

GBP/USD: il rapido crollo della sterlina, dovuto all'esplosione della pandemia nel Regno Unito, è legato a due fattori: da un lato il generalizzato rafforzamento del dollaro nel suo ruolo di valuta rifugio, visto il rialzo dell'avversione al rischio, e dall'altro lato l'impatto fortemente negativo che l'epidemia di coronavirus sta avendo sull'economia britannica, che si esprime attraverso la debolezza della valuta domestica. Pensiamo che nel breve questo quadro non possa mutare, lasciando debole la divisa britannica a favore del biglietto verde. Le stime vedono il cambio a 1,14 a 1 mese, 1,22 a 3 mesi, 1,28 a 6 mesi, 1,33 a 12 mesi e 1,40 a 24 mesi.

GBP/JPY: Sterlina sotto pressione visto l'aggravarsi delle condizioni del premier Johnson e in generale indebolita dal forte impatto dell'emergenza sanitaria sui dati economici inglesi. Di contro, lo yen, che non esercita grande appeal verso

gli investitori come moneta rifugio, è scalzato dal dollaro nelle preferenze del mercato. Le stime sono pari a 134 a 1 mese e 135 a 3 mesi, 134 a 6 mesi. Nel medio-lungo: 144 a 12 mesi e 148 a 24 mesi.



JPY: perde il ruolo di valuta difensiva a favore del dollaro, preferito dagli investitori

L'intensificarsi dell'emergenza sanitaria e l'impennata dell'avversione al rischio premiano il dollaro e non lo yen. Le dinamiche sullo yen si sono repentinamente modificate a partire dalla seconda metà di febbraio, a causa della pandemia di coronavirus in tutto il mondo che ha incrementato l'avversione al rischio. Inizialmente gli operatori si sono riversati sullo yen, rafforzandolo, successivamente hanno però eletto il dollaro a valuta rifugio. Anche la Banca del Giappone, in linea con le altre Banche centrali, è intervenuta con una riunione straordinaria per fronteggiare l'emergenza scatenata sui mercati dal Covid-19, anticipando al 16 marzo l'incontro che era calendarizzato per il 18-19 marzo. La BoJ ha allentato ulteriormente la politica monetaria, già espansiva, varando un pacchetto di misure volte ad aumentare la liquidità in yen attraverso l'acquisto di JGB, ETF ed altri strumenti finanziari domestici. Ha espanso anche la liquidità in dollari attraverso linee di swap in coordinamento con la Fed e, infine, ha ampliato le garanzie per le imprese attraverso l'agevolazione dell'accesso al credito e l'incremento degli acquisti di carta commerciale e obbligazioni corporate. La BoJ tornerà a riunirsi il prossimo 28 aprile.

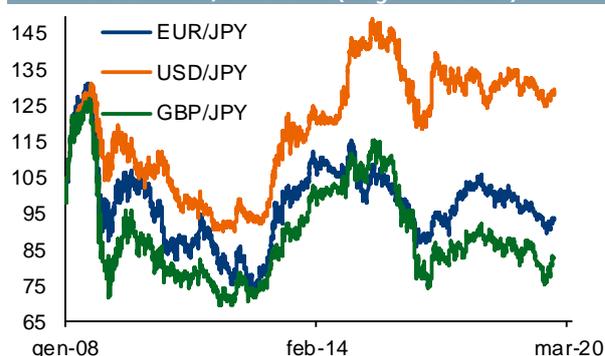
Il Governo Abe dichiara lo stato di emergenza e prepara un pacchetto di ulteriori aiuti. Il Governo del Giappone si appresta ad accantonare altri mille miliardi di yen (9,2 miliardi di dollari) destinati a un fondo di riserva volto a finanziare le misure di contrasto alla pandemia. Un pacchetto economico emergenziale che dovrebbe tradursi in ulteriori stanziamenti diretti per 10mila yen (circa 900 euro) a figlio per le famiglie già destinatarie degli abituali in vigore già ora.

EUR/JPY: le tensioni legate all'emergenza sanitaria globale si sono scaricate sull'EUR/JPY in maniera molto più attenuata con oscillazioni del cambio comprese tra 121 e 116, movimenti smussati, a monte, dall'andamento dell'EUR/USD che ha visto una decisa debolezza dell'euro contro la divisa USA. Tale debolezza è stata dettata proprio dalla forza relativa del dollaro, il vero driver sul mercato dei cambi, preferito dagli investitori come asset difensivo. L'andamento dell'avversione al rischio resta il fattore di maggior ostacolo al deprezzamento dello yen. Le stime sono: 110 a 1 mese, 123 a 3 mesi, 128 a 6 mesi, 133 a 12 mesi e 137 a 24 mesi.

USD/JPY: l'avversione al rischio è ripresa in modo vigoroso con la pandemia globale legata al coronavirus. Questo ha solo parzialmente spinto al rialzo lo yen, come valuta rifugio, mentre successivamente il grosso della tensione si è spostata sul dollaro. Sulla dinamica del cambio USD/JPY è emersa, e pensiamo possa perdurare, l'idea che sia il dollaro a determinare i movimenti, essendo assunto ad asset rifugio prescelto dagli operatori a scapito dello yen. Le stime indicano 105 a 1 mese e 110 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 112 a 6 mesi, 114 a 12 mesi e 115 a 24 mesi.

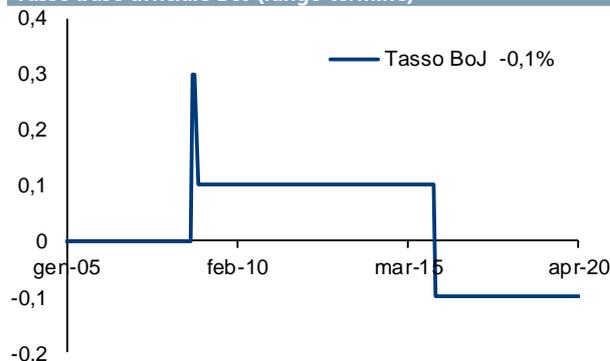
GBP/JPY: lo yen non esercita grande appeal verso gli investitori come moneta rifugio, scalzato dal dollaro nelle preferenze del mercato. La sterlina è sotto pressione visto l'aggravarsi delle condizioni del Premier Johnson e in generale indebolita dal forte impatto dell'emergenza sanitaria sui dati economici inglesi. Le stime sono pari a 134 a 1 mese e 135 a 3 mesi, 134 a 6 mesi. Nel medio-lungo: 144 a 12 mesi e 148 a 24 mesi.

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



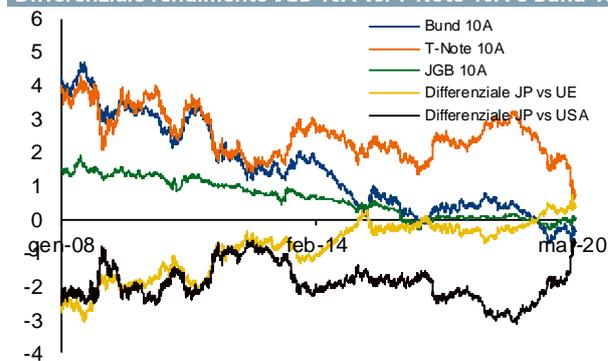
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale BoJ (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

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



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 05.03.2020.

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.intesaspa.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 <https://group.intesaspa.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>

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 <https://group.intesaspa.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

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: <https://group.intesaspa.com/it/governance/dlgs-231-2001>, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/normative.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. (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> 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