

## Debolezza del dollaro e forza dell'euro sono i temi chiave

**EUR – Attesa per la BCE che dovrà agire a dicembre: deterioramento dello scenario interno ed euro forte sono i temi chiave.** La BCE ha già riconosciuto il deterioramento dello scenario e confermato la necessità di agire il 10 dicembre, mossa già preannunciata nello scorso meeting di ottobre. Nel frattempo, a complicare lo scenario si è aggiunto il deciso apprezzamento dell'euro. La BCE non potrà non tenere conto delle difficoltà che questa situazione genererà per le economie, come quella tedesca e italiana, che hanno una vocazione all'export, in un momento in cui i consumi domestici sono in decisa contrazione a seguito dell'emergenza sanitaria. Infatti, il quadro che va delineandosi rischia di essere allarmante: la svalutazione del dollaro, favorita dal peso dell'azione espansiva della Fed, sta generando effetti relativi indesiderati sulla divisa europea, il cui profilo di previsione resta improntato al consolidamento su livelli alti.

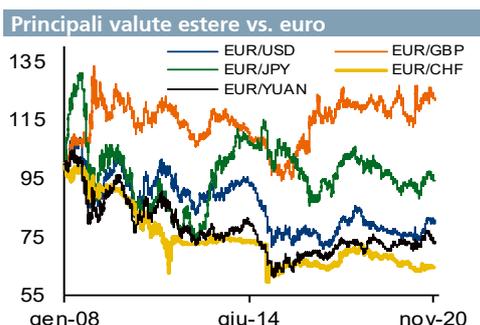
**USD – Si accentua la debolezza del dollaro, che resta il fattore chiave sul mercato dei cambi.** Si accentua il deprezzamento del dollaro grazie al clima di ottimismo legato sia all'efficacia dei vaccini che al recupero del ciclo economico USA. Lo scenario americano appare articolato con curve dei tassi e moneta che si stanno comportando in maniera non correlata. Da qualche seduta assistiamo infatti a un rialzo dei tassi che deriva da un maggiore ottimismo sul ciclo economico USA. Questo movimento è alimentato anche dalle dichiarazioni di Powell, che prosegue nel ribadire la necessità di un costante supporto di Fed e Tesoro. Pensiamo quindi che si possa essere innescato un circolo virtuoso per l'economia USA, che ha prospettive di crescita in miglioramento ma un livello basso del dollaro. Una valuta non eccessivamente apprezzata resta infatti di aiuto per qualsiasi economia che voglia superare gli effetti della pandemia.

**GBP – Sterlina in attesa della stretta finale sulla Brexit, in vista della scadenza del 31 dicembre.** La Bank of England, che tornerà a riunirsi il prossimo 17 dicembre, nel meeting di novembre ha lasciato i tassi a 0,10% ma ha incrementato il QE, a causa del deterioramento del quadro domestico, dovuto alle conseguenze della seconda ondata di contagi anche nel Regno Unito. La BoE ha rivisto al ribasso le proiezioni di crescita 2020-21, formulandole però sull'assunzione che il Regno Unito riesca a siglare un accordo commerciale equilibrato con la UE; in caso contrario potrebbero essere peggiorate ulteriormente. Chiarita la posizione della BoE, riconfermiamo il nostro quadro prospettico sulla sterlina, che attendiamo in rafforzamento in caso di accordo con l'Europa, in linea col movimento di consolidamento in atto da alcune settimane contro euro. In caso di mancato accordo, invece, probabilmente la valuta potrebbe deprezzarsi, sommando al fallimento un quadro economico complicato dagli effetti negativi originati dalla pandemia.

**JPY – Marginale rafforzamento contro dollaro e debolezza contro euro, in vista del meeting della Banca del Giappone.** Nelle scorse settimane Kuroda, in diversi appuntamenti pubblici, ha ribadito come la Bank of Japan non veda nel breve l'esigenza di modificare il suo approccio già ultra-espansivo, nonostante un certo deterioramento della situazione economica, dovuto agli effetti della seconda ondata di contagi in Giappone, che stanno portando a nuovi *lockdown* nelle grandi città. L'immobilismo della BoJ, se confermato nel meeting del prossimo 18 dicembre, rischia di trasformarsi comunque in un messaggio restrittivo per il mercato, giustificando il rafforzamento in atto dello yen contro il dollaro. Governo e Banca centrale restano tuttavia preoccupati della dinamica dello yen, che rischia di proseguire consolidando su livelli decisamente troppo alti e minacciando di essere sempre più di ostacolo all'export nipponico.

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
<b>Euro</b>						
EUR/USD	1,2093	1,16	1,17	1,18	1,16	1,18
EUR/GBP	0,9057	0,91	0,89	0,88	0,86	0,85
EUR/JPY	126,39	121	124	127	128	132
<b>Altre valute</b>						
GBP/USD	1,3352	1,27	1,31	1,33	1,35	1,38
USD/JPY	104,51	104	106	108	110	112
GBP/JPY	139,55	136	136	137	141	142

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Refinitiv Datastream

3 dicembre 2020

12:25 CET

Data e ora di produzione

3 dicembre 2020

12:30 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	0,93
Bund 10A	-0,54
Gilt 10A	0,34
JGB 10A	0,03

Fonte: Refinitiv Datastream

### Cambi

EUR/USD	1,2093
USD/JPY	104,51
GBP/USD	1,3352
EUR/CHF	1,0838
EUR/SEK	10,26
EUR/NOK	10,66
EUR/DKK	7,4438
USD/CAD	1,2933
AUD/USD	0,7397
NZD/USD	0,7058
USD/ZAR	15,3414
EUR/JPY	126,39
EUR/GBP	0,9057
EUR/CAD	1,5641
EUR/AUD	1,6350
EUR/NZD	1,7134
EUR/ZAR	18,5523
EUR/ISK	155,43
EUR/HUF	359,13

Fonte: Refinitiv Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 02.12.2020 (salvo diversa indicazione).

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

## EUR: la BCE dovrà chiarire come comportarsi con un euro troppo forte

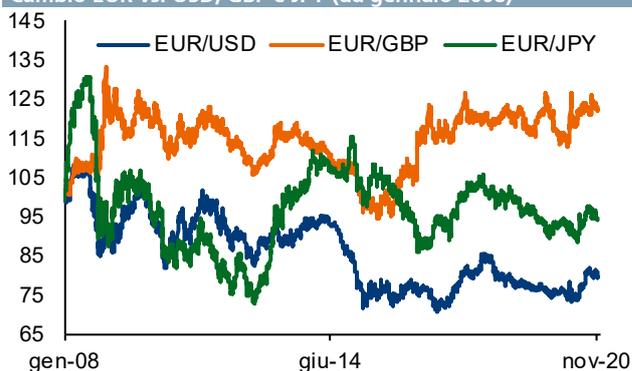
**Attesa per la BCE che dovrà agire a dicembre: deterioramento dello scenario interno ed euro forte sono i temi chiave.** La BCE ha già riconosciuto il deterioramento dello scenario e confermato la necessità di agire il 10 dicembre, mossa già preannunciata nello scorso meeting di ottobre. Nel frattempo, a complicare lo scenario si è aggiunto il deciso apprezzamento dell'euro, in particolare contro dollaro e yen (meno contro la sterlina), un fattore che rende ancora più urgente una presa di posizione dell'istituto centrale. A spingere ulteriormente al rialzo l'euro sono arrivate le parole del membro del Consiglio Direttivo della BCE Schnabel, che ha dichiarato che l'istituto dovrebbe agire per mantenere invariate le ampie condizioni monetarie lasciando intendere, forse non del tutto volontariamente, che non sia necessario allentarle ulteriormente, generando già da ora una possibile delusione delle aspettative di mercato. Il messaggio, apparendo comunque dal tono più restrittivo, ha ulteriormente alimentato la forza della valuta unica. La BCE non potrà non tenere conto delle difficoltà che questa situazione di rafforzamento dell'euro genererà per le economie, come quella tedesca e italiana, che hanno una vocazione all'export, in un momento in cui i consumi domestici sono in decisa contrazione a seguito dell'emergenza sanitaria. Infatti, il quadro che va delineandosi rischia di essere allarmante: la svalutazione del dollaro, favorita dal peso dell'azione espansiva della Fed, sta generando effetti relativi indesiderati sulla divisa europea, il cui profilo di previsione resta improntato al consolidamento su livelli alti.

**EUR/USD:** la moneta unica è tornata in area 1,20 contro dollaro, toccando i massimi dall'estate a causa della ricerca di rendimento dovuta alla nuova propensione al rischio sui mercati. Il quadro di forte contrazione economica in Europa e la dinamica fra le Banche centrali (Fed e BCE) rendono ancora più anomalo l'apprezzamento della divisa europea. La BCE, il prossimo 10 dicembre, è chiamata a chiarire la sua futura politica monetaria: il sostegno al ciclo economico e porre un argine alla forza dell'euro appaiono questioni ineludibili. In questo contesto confermiamo il nostro profilo di apprezzamento della valuta unica, che rischia di essere di ostacolo alla ripresa economica. L'EUR/USD è visto a: 1,16 (da 1,19) a 1 mese, a 1,17 (da 1,20) a 3 mesi, 1,18 a 6 mesi, 1,16 a 12 mesi e 1,18 a 24 mesi.

**EUR/GBP:** non cambia il nostro scenario sulla sterlina: le ricadute sull'economia dell'impatto del coronavirus e l'esito delle trattative in corso con la UE sulla Brexit sono i fattori che influenzeranno il cambio con l'euro. In caso di accordo il possibile apprezzamento della valuta inglese dovrebbe restare contenuto, anche in virtù del fatto che da qualche settimana la sterlina ha comunque retto al movimento di apprezzamento dell'euro. In caso di mancato accordo, viceversa, non escludiamo un deprezzamento più accentuato della sterlina proprio a causa dell'attuale forza relativa della valuta unica. Le stime indicano 0,91 (da 0,93) a 1 mese e 0,89 (da 0,91) a 3 mesi, 0,88 a 6 mesi, 0,86 a 12 mesi e 0,85 a 24 mesi.

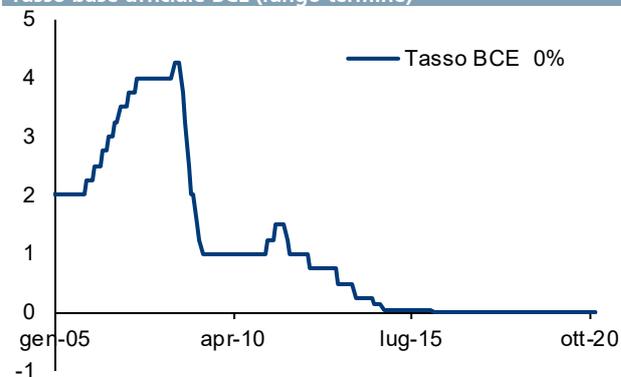
**EUR/JPY:** la forza relativa dell'euro, in decisa accelerazione rispetto al mese precedente, ha finito per scaricarsi sullo yen, che si è deprezzato rispetto alla divisa unica; questo quadro potrebbe protrarsi almeno fino al round delle principali Banche centrali, previsto nelle prossime settimane. Le stime sono: 121 (da 124) a 1 mese, 124 (da 127) a 3 mesi, 127 a 6 mesi, 128 a 12 mesi e 132 a 24 mesi.

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



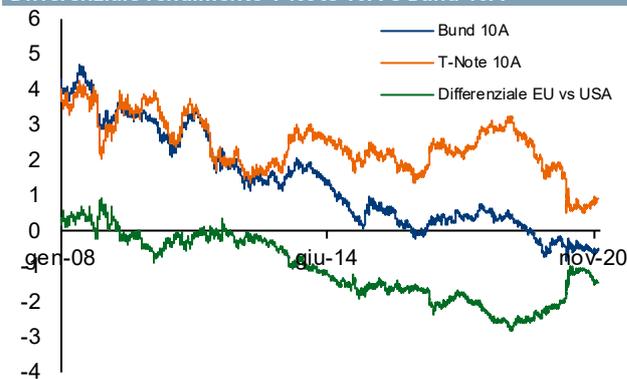
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv Datastream

## USD: si accentua il deprezzamento del dollaro, l'unico driver del mercato

Si accentua la debolezza del dollaro, che resta il fattore chiave sul mercato dei cambi. Si accentua il deprezzamento del dollaro grazie al clima di ottimismo legato sia all'efficacia dei vaccini che al recupero del ciclo economico USA. Lo scenario americano appare articolato, con curve dei tassi e moneta che si stanno comportando in maniera non correlata. Da qualche seduta assistiamo infatti a un rialzo dei tassi che deriva da un maggiore ottimismo sul ciclo economico USA, suffragato dai dati più recenti e in virtù dei recenti passi in avanti su un possibile nuovo pacchetto fiscale statunitense. La presentazione al Senato di un disegno di legge *bipartisan*, con interventi per circa 908 miliardi di dollari e l'estensione dei sussidi per lavoratori e imprese, è un segnale molto forte di sostegno fiscale all'economia. I Treasury, in maniera diversa a seconda delle scadenze, stanno comunque registrando un irripidimento delle curve, un segnale evidente di come i tassi scontino un ulteriore miglioramento dello scenario americano. Questo movimento, alimentato anche dalle dichiarazioni di Powell, che prosegue nel ribadire la necessità di un costante supporto di Fed e Tesoro, ha innescato una ricerca di extra-rendimento, che si è a sua volta tradotta in un abbandono degli asset difensivi, come appunto il dollaro americano, e in un ulteriore rialzo dei listini. Pensiamo quindi che si possa essere innescata una sorta di circolo virtuoso per l'economia USA, che ha prospettive di crescita in netto miglioramento ma un livello basso del dollaro. Una valuta non eccessivamente apprezzata resta infatti un elemento di aiuto per qualsiasi economia che voglia superare gli effetti della pandemia.

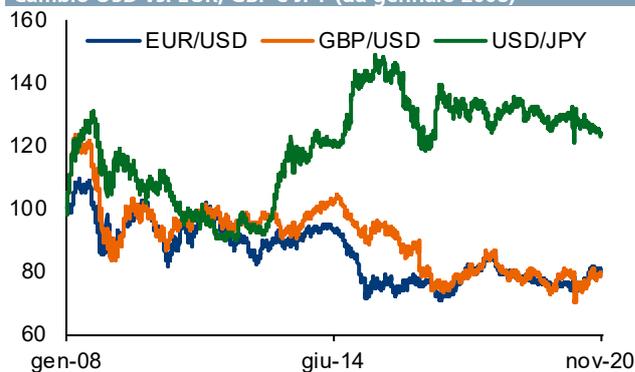
**EUR/USD:** si accentua la debolezza del dollaro statunitense in scia alla maggiore propensione al rischio che allontana gli investitori dalla valuta americana, intesa come asset rifugio. L'eccessivo apprezzamento dell'euro, in relativo, rischia di diventare un problema per la BCE, che nel meeting di dicembre dovrà fare i conti con un cambio EUR/USD sopra 1,20, ai massimi dall'estate del 2018. Questo rischia di essere un forte ostacolo al recupero del ciclo economico in Europa. L'EUR/USD è visto a: 1,16 (da 1,19) a 1 mese, a 1,17 (da 1,20) a 3 mesi, 1,18 a 6 mesi, 1,16 a 12 mesi e 1,18 a 24 mesi.

**GBP/USD:** la dinamica del cambio GBP/USD continua a rimanere legata a due fattori: 1) l'attesa per l'accordo sulla Brexit tra Gran Bretagna ed Europa (un tema che grava costantemente e in maniera negativa sulla sterlina); 2) le strategie espansive della Fed (che alimentano l'indebolimento della valuta USA), come appare chiaro in queste ultime settimane, complice anche una rinnovata propensione al rischio che allontana gli investitori dal dollaro, inteso come valuta rifugio. In caso di accordo sulla Brexit il possibile movimento di apprezzamento della sterlina rispetto al dollaro non dovrebbe essere particolarmente ampio. Di contro, in caso di *no-deal* il deprezzamento potrebbe essere più ampio. Le stime vedono il cambio a 1,27 a 1 mese, 1,31 a 3 mesi, 1,33 a 6 mesi, 1,35 a 12 mesi e 1,38 a 24 mesi.

**USD/JPY:** gli operatori, che avevano eletto la valuta americana come bene rifugio, hanno liquidato molte posizioni sul

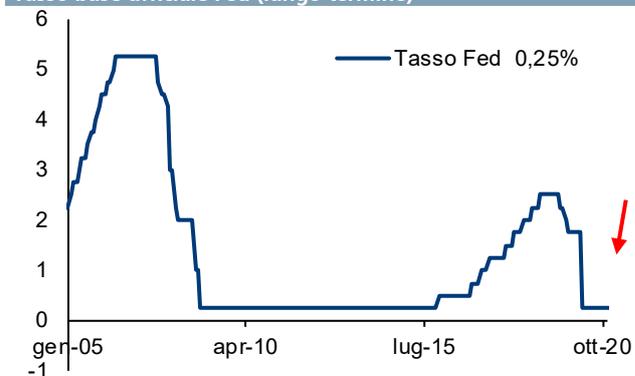
biglietto verde in scia a una rinnovata fiducia su vaccini e crescita economica, facendo deprezzare il dollaro e spingendo al rialzo la valuta nipponica. Viene per tanto confermata la nostra idea secondo cui sia il dollaro a determinare i movimenti del cambio USD/JPY, in attesa dei meeting delle Banche centrali delle prossime settimane. Le stime sono 104 a 1 mese e 106 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 108 a 6 mesi, 110 a 12 mesi e 112 a 24 mesi.

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



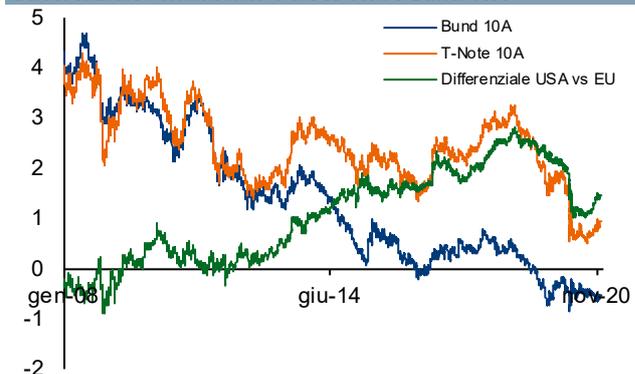
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv Datastream

## GBP: corsa contro il tempo per trovare un accordo sulla Brexit

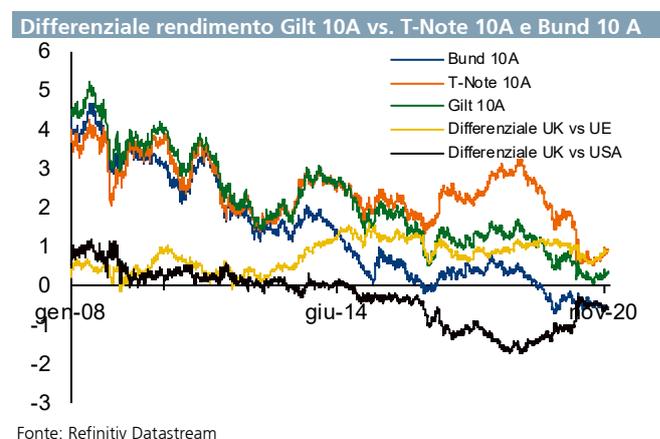
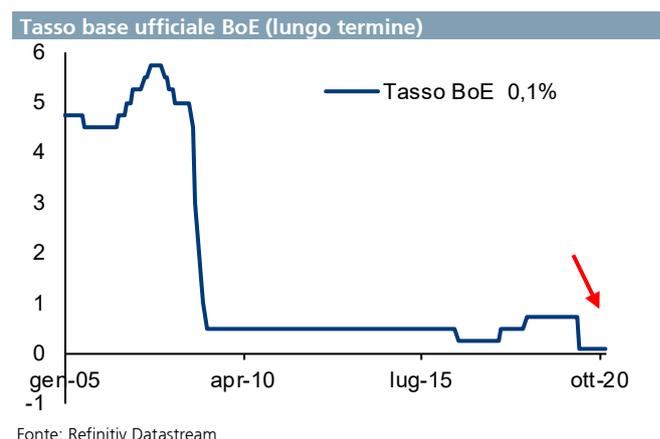
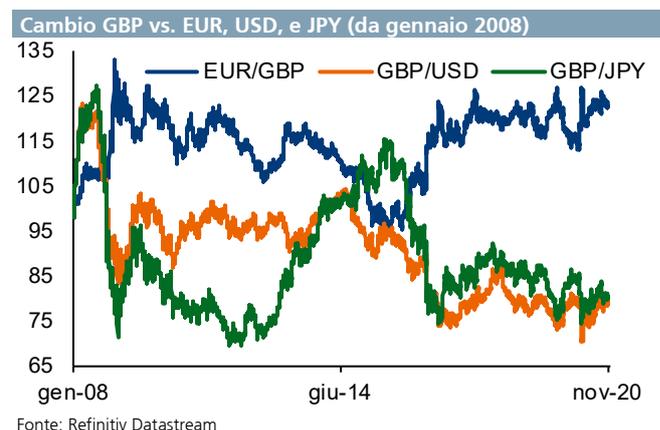
**Sterlina in attesa della stretta finale sulla Brexit, in vista della scadenza del 31 dicembre.** La Bank of England, che tornerà a riunirsi il prossimo 17 dicembre, nel meeting di novembre ha lasciato i tassi a 0,10% ma ha incrementato il QE, a causa del deterioramento del quadro domestico, dovuto alle conseguenze della seconda ondata di contagi anche nel Regno Unito. La BoE ha rivisto al ribasso le proiezioni di crescita 2020-21: -11% nel 2020, +7,25% nel 2021, +6,25% nel 2022 e +1,75% nel 2023. L'istituto centrale ha formulato però le proprie stime sull'assunzione che il Regno Unito riesca a siglare un accordo commerciale equilibrato con la UE; in caso contrario sarebbe pronta a peggiorare ulteriormente le proprie previsioni. Chiarita la posizione della BoE, riconfermiamo il nostro quadro prospettico sulla sterlina, che attendiamo in rafforzamento in caso di accordo con l'Europa, in linea col movimento di consolidamento in atto da alcune settimane contro euro. In caso di mancato accordo, invece, probabilmente la valuta potrebbe deprezzarsi sommando al mancato accordo post-Brexit anche un quadro economico complicato dagli effetti negativi originati dalla pandemia.

**EUR/GBP:** non cambia il nostro scenario sulla sterlina: le ricadute sull'economia dell'impatto del coronavirus e l'esito delle trattative in corso con la UE sulla Brexit sono i fattori che influenzeranno il cambio con l'euro. In caso di accordo il possibile apprezzamento della valuta inglese dovrebbe restare contenuto, anche in virtù del fatto che da qualche settimana la sterlina ha comunque retto al movimento di apprezzamento dell'euro. In caso di mancato accordo, viceversa, non escludiamo un deprezzamento più accentuato della sterlina proprio a causa dell'attuale forza relativa della valuta unica. Le stime indicano 0,91 (da 0,93) a 1 mese e 0,89 (da 0,91) a 3 mesi, 0,88 a 6 mesi, 0,86 a 12 mesi e 0,85 a 24 mesi.

**GBP/USD:** la dinamica del cambio GBP/USD continua a rimanere legata a due fattori: 1) l'attesa per l'accordo sulla Brexit tra Gran Bretagna ed Europa (un tema che grava costantemente e in maniera negativa sulla sterlina); 2) le strategie espansive della Fed (che alimentano l'indebolimento della valuta USA), come appare chiaro in queste ultime settimane, complice anche una rinnovata propensione al rischio che allontana gli investitori dal dollaro, inteso come valuta rifugio. In caso di accordo sulla Brexit il possibile movimento di apprezzamento della sterlina rispetto al dollaro non dovrebbe essere particolarmente ampio. Di contro, in caso di *no-deal* il deprezzamento potrebbe essere più ampio. Le stime vedono il cambio a 1,27 a 1 mese, 1,31 a 3 mesi, 1,33 a 6 mesi, 1,35 a 12 mesi e 1,38 a 24 mesi.

**GBP/JPY:** sul cambio pesa il movimento di marginale apprezzamento della sterlina che, seppur in assenza di passi concreti circa un possibile accordo sulla Brexit, sembra comunque beneficiare della fine di questa vicenda, che dovrà concludersi obbligatoriamente entro il 31 dicembre. Lo yen ha perso terreno contro la sterlina in scia al mancato *appeal* esercitato nei confronti degli investitori come moneta rifugio,

visto il ritorno di una certa propensione al rischio. Le stime sono pari a 136 a 1 e 3 mesi, 137 a 6 mesi. Nel medio-lungo: 141 a 12 mesi e 142 a 24 mesi.



## JPY: movimento laterale, permane lo scarso *appeal* per gli investitori

**Marginale rafforzamento contro dollaro e debolezza contro euro, in vista del meeting della Banca del Giappone.** La forte propensione al rischio sui mercati, dettata dall'ottimismo sull'efficacia dei vaccini, sta penalizzando le valute rifugio e privilegiando quelle a più alto rendimento. Stiamo quindi assistendo alla paradossale situazione per cui lo yen appare forte contro dollaro, nonostante la valuta USA sia stata chiaramente la moneta difensiva privilegiata in quest'anno economico dominato dal COVID-19, mentre si indebolisce contro euro, proprio a causa dell'apprezzamento, in relativo, che la divisa unica sta accumulando contro il biglietto verde in questa fase attuale di maggiore ottimismo sui mercati. Questo scenario di breve dovrebbe proseguire fino al meeting della Bank of Japan del prossimo 18 dicembre. Nelle scorse settimane Kuroda, in diversi appuntamenti pubblici, ha ribadito come la Bank of Japan non veda nel breve l'esigenza di modificare il suo approccio già ultra-espansivo, nonostante un certo deterioramento della situazione economica, dovuto agli effetti della seconda ondata di contagi in Giappone che stanno portando a nuovi *lockdown* nelle grandi città. L'immobilismo della BoJ rischia di trasformarsi comunque in un messaggio restrittivo per il mercato, giustificando il rafforzamento in atto dello yen contro il dollaro. Governo e Banca centrale restano tuttavia preoccupati della dinamica dello yen, che rischia di proseguire consolidando su livelli decisamente troppo alti e minacciando di essere sempre più di ostacolo all'export.

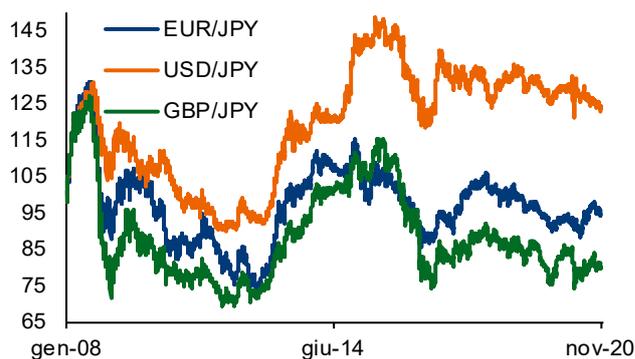
**EUR/JPY:** la forza relativa dell'euro, in decisa accelerazione rispetto al mese precedente, ha finito per scaricarsi sullo yen, che si è deprezzato rispetto alla divisa unica; questo quadro potrebbe protrarsi almeno fino al round delle principali Banche centrali, fra cui la BoJ, previsto nelle prossime settimane. Le tensioni legate al ritorno dell'emergenza sanitaria e ai conseguenti *lockdown* sono state mitigate dal recupero della propensione al rischio dovuto alla fiducia sull'efficacia dei vaccini, favorendo l'euro e penalizzando lo yen. Le stime sono: 121 (da 124) a 1 mese, 124 (da 127) a 3 mesi, 127 a 6 mesi, 128 a 12 mesi e 132 a 24 mesi.

**USD/JPY:** gli operatori, che avevano eletto la valuta americana come bene rifugio, hanno liquidato molte posizioni sul biglietto verde in scia a una rinnovata fiducia su vaccini e crescita economica, facendo deprezzare il dollaro e spingendo al rialzo la valuta nipponica. Viene per tanto confermata la nostra idea secondo cui sia il dollaro a determinare i movimenti del cambio USD/JPY, visto l'approccio monetario estremamente espansivo della Fed e in attesa dei meeting delle Banche centrali delle prossime settimane. Le stime sono 104 a 1 mese e 106 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 108 a 6 mesi, 110 a 12 mesi e 112 a 24 mesi.

**GBP/JPY:** lo yen ha perso terreno contro la sterlina in scia al mancato *appeal* esercitato nei confronti degli investitori come moneta rifugio, visto il ritorno della propensione al rischio. Sul

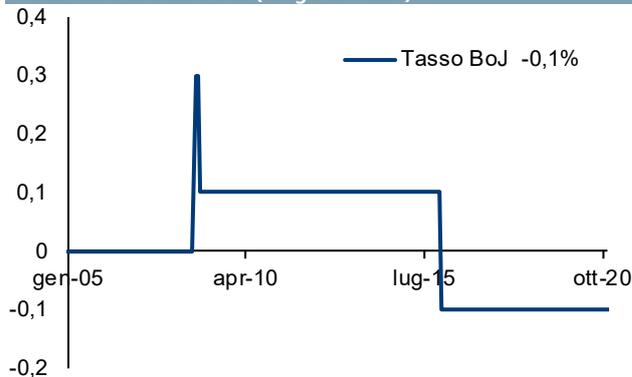
cambio pesa il movimento di marginale apprezzamento della sterlina che, seppur in assenza di passi concreti circa un possibile accordo sulla Brexit, sembra comunque beneficiare della fine di questa vicenda, obbligatoriamente entro il 31 dicembre. Le stime sono pari a 136 a 1 e 3 mesi, 137 a 6 mesi. Nel medio-lungo: 141 a 12 mesi e 142 a 24 mesi.

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



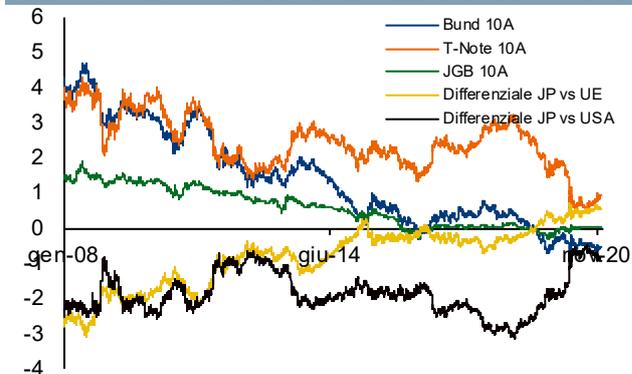
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale BoJ (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

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



Fonte: Refinitiv Datastream

## Glossario

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

## Avvertenza generale

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

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.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, Refinitiv).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv, 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 06.11.2020.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, 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 nel sito ad accesso riservato Market Hub (<https://markethub-imi.intesasanpaolo.com>).

## 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) 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 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 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 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