

L'avversione al rischio premia le valute rifugio nel breve

EUR – La BCE avvia la revisione strategica interna e congela la politica monetaria. Nella seconda riunione che la vede guidata da Christine Lagarde, dopo una breve conferma della politica monetaria in essere, la BCE ha comunicato l'avvio della revisione strategica interna. Se l'attesa per l'economia è quella di un modesto recupero, la Lagarde conferma comunque che una politica monetaria estremamente accomodante è ancora necessaria per conseguire l'obiettivo d'inflazione e che resta fondamentale anche l'azione congiunta della politica fiscale e della politica economica in generale. Di questo quadro di debolezza potrebbe pagare le conseguenze l'euro. Le scelte di politica monetaria di BCE e Fed, entrambe poste in posizione attendista, sono ancora i driver principali per euro e dollaro. Gli spazi di ulteriore discesa dei tassi USA, nella seconda parte dell'anno, rendono un rafforzamento della valuta europea contro dollaro uno scenario plausibile.

USD – Il dollaro consolida e guarda alla crescita futura e alle tensioni commerciali, mentre la Fed resta in pausa. La Fed ha messo in pausa il ciclo di ribasso dei tassi, almeno nel 1° semestre del 2020: questo aspetto, tuttavia, difficilmente indebolirà il dollaro, almeno nel breve, anche grazie al supporto dato alla valuta USA dalla sigla dell'accordo commerciale di Fase 1 con la Cina, scossa dall'emergenza sanitaria in corso. Da tempo la dinamica del dollaro dipende da questo scenario: il mercato si è convinto che la valuta statunitense sarà la moneta "vincente" nella diatriba USA/Cina. Questo fa sì che oggi venga premiato forse eccessivamente, rispetto alle prospettive di un calo dei tassi da parte della Fed nel 2° semestre 2020.

GBP – BoE: tassi fermi ma pronti al taglio qualora servisse, la sterlina consolida. Nell'ultima riunione sotto la guida Carney, la Banca d'Inghilterra (BoE) ha di nuovo ribadito il tasso di riferimento allo 0,75%. La sensazione è che il messaggio di grande attenzione della BoE verso gli sviluppi del ciclo e dell'inflazione e un cauto ottimismo circa il processo di Brexit tratteranno un quadro di relativa tranquillità per il sistema, che si scarica in maniera chiara sulla valuta. Le aspettative del mercato sono ora ancorate alla posizione di tassi fermi da qui in avanti, che sarà all'attenzione del nuovo Governatore della Banca d'Inghilterra Bailey. Potrebbero crearsi così due scenari: se il nuovo Governatore dovesse procedere con un taglio immediato già al suo insediamento il 26 marzo, il mercato potrebbe interpretare il tutto come il riconoscimento di una situazione di emergenza, soprattutto alla luce delle attese in essere. Se invece non si procederà al taglio, l'attenzione si manterrà sui dati macro, con il rischio che la sterlina vada a rafforzarsi in maniera forse eccessiva.

JPY – Lo yen, complice l'emergenza sanitaria in Cina, ha intercettato l'avversione al rischio degli operatori. L'avversione al rischio degli investitori è salita di pari passo con l'acuirsi dell'emergenza sanitaria in Cina: un quadro che ha premiato le valute rifugio a scapito di quelle più speculative. La valuta nipponica ha pertanto intercettato gli investitori intimoriti, che si rifugiano nello yen come asset difensivo. L'avversione al rischio resta quindi il vero ostacolo al deprezzamento strutturale della valuta giapponese, nonostante la posizione estremamente accomodante espressa dalla BoJ anche nel meeting dello scorso 21 gennaio.

5 febbraio 2020
14:55 CET

Data e ora di produzione

5 febbraio 2020
15:05 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	1,58
Bund 10A	-0,41
Gilt 10A	0,56
JGB 10A	-0,04

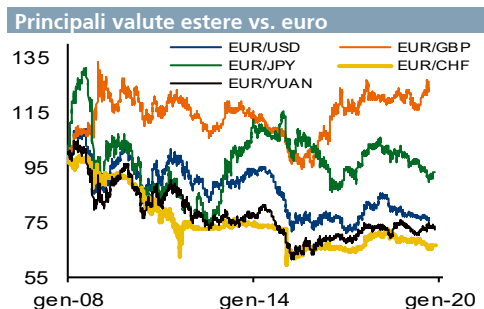
Fonte: Refinitiv Datastream

Cambi	
EUR/USD	1,1037
USD/JPY	109,46
GBP/USD	1,3032
EUR/CHF	1,0703
EUR/SEK	10,59
EUR/NOK	10,17
EUR/DKK	7,4728
USD/CAD	1,3276
AUD/USD	0,6736
NZD/USD	0,6486
USD/ZAR	14,7771
EUR/JPY	120,82
EUR/GBP	0,8469
EUR/CAD	1,4653
EUR/AUD	1,6386
EUR/NZD	1,7018
EUR/ZAR	16,3102
EUR/ISK	137,89
EUR/HUF	336,07

Fonte: Refinitiv Datastream

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1037	1,10	1,12	1,15	1,17	1,20
EUR/GBP	0,8469	0,83	0,83	0,83	0,83	0,82
EUR/JPY	120,82	120	123	127	131	136
Altre valute						
GBP/USD	1,3032	1,32	1,35	1,38	1,40	1,45
USD/JPY	109,46	109	110	111	112	114
GBP/JPY	142,65	142	142	142	144	149

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Refinitiv Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 04.02.2020 (salvo diversa indicazione).

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

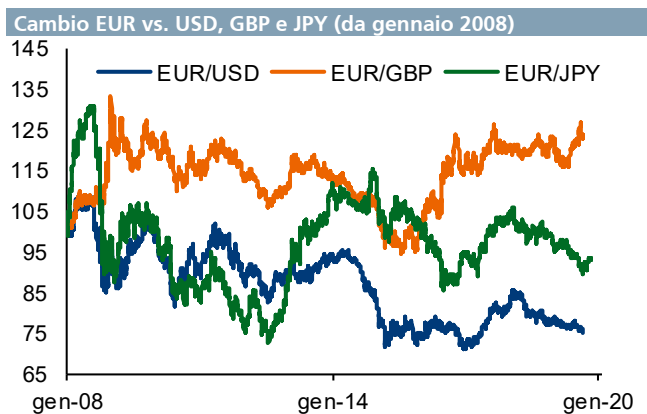
EUR: parte la revisione strategica interna della BCE, euro in consolidamento

La BCE avvia la revisione strategica interna e congela la politica monetaria. Nella seconda riunione che la vede guidata da Christine Lagarde, dopo una breve conferma della politica monetaria in essere, la BCE ha comunicato l'avvio della revisione strategica interna. Sul fronte dello scenario alla base dell'impostazione della politica monetaria attuale, la Lagarde riconosce che i dati puntano ad una stabilizzazione della crescita, come indicato nelle previsioni di dicembre, con i rischi ancora sbilanciati verso il basso ma meno pronunciati rispetto al passato. Sul fronte dell'inflazione la BCE sottolinea alcuni segnali di moderato aumento del sentiero *core* dei prezzi, quello meno influenzato dalle dinamiche di breve periodo legate ai prezzi dell'energia e degli alimentari; anche in questo caso, le indicazioni appaiono in linea con le attese dell'Istituto espresse nelle stime di settembre. Se la strada è quella di un modesto recupero, la Lagarde conferma comunque come una politica monetaria estremamente accomodante sia ancora necessaria per conseguire l'obiettivo d'inflazione e come sia fondamentale anche l'azione congiunta della politica fiscale e della politica economica in generale. Di questo quadro di debolezza potrebbe pagare le conseguenze l'euro, che consoliderà nel breve termine ma sempre restando in attesa di scelte forti da parte dell'Unione Europea dal lato del sostegno al rilancio del ciclo.

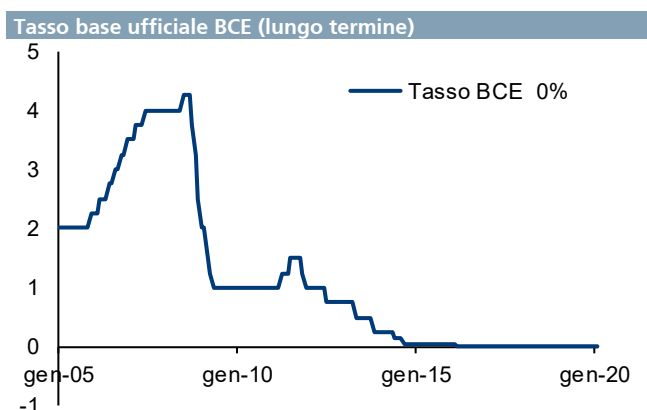
EUR/USD: Le scelte di politica monetaria di BCE e Fed, entrambe poste in posizione attendista, sono ancora i driver principali per euro e dollaro. La Fed ha messo in pausa il ciclo di ribasso dei tassi, almeno nel 1° semestre del 2020: un aspetto che difficilmente indebolirà il dollaro, almeno nel breve, anche grazie al supporto dato alla valuta USA dalla sigla dell'accordo commerciale di Fase 1 con la Cina, scossa dall'emergenza sanitaria in corso. Di contro, gli spazi di ulteriore discesa dei tassi USA, nella seconda parte dell'anno, rendono un rafforzamento della valuta europea contro dollaro uno scenario plausibile. L'EUR/USD è visto a: 1,10 a 1 mese, 1,12 a 3 mesi, 1,15 a 6 mesi, 1,17 a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi.

EUR/GBP: la sterlina consolida i guadagni accumulati dopo il meeting BoE e visto l'inizio ufficiale del processo di distacco dalla UE. Resta l'idea che una conclusione della Brexit si confermi il principale fattore di supporto per la sterlina, che attende la definitiva risoluzione di questa lunga diatriba. Anche l'euro appare confortato dall'ipotesi di una soluzione molto rapida della questione, dopo anni di incertezza che hanno influenzato anche la valuta europea. L'EUR/GBP è visto a 0,83 fino a 12 mesi e 0,82 a 24 mesi.

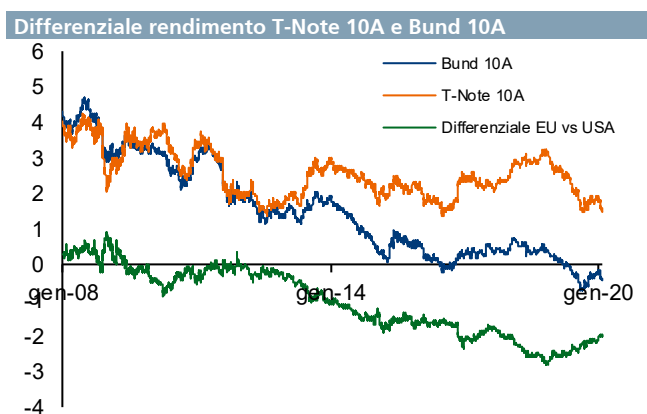
EUR/JPY: nelle ultime settimane è risalita la tensione a causa dell'emergenza sanitaria in Cina, un fattore che ha relegato in secondo piano il cauto ottimismo sull'accordo USA-Cina e ha spinto al rialzo l'avversione al rischio sul mercato. In questo quadro, lo yen ha rafforzato il ruolo di valuta rifugio confermando come, ancora una volta, l'avversione al rischio sia il vero ostacolo al deprezzamento strutturale della valuta giapponese, nonostante la posizione estremamente accomodante della Banca centrale. Le stime sono: 120 a 1 mese, 123 a 3 mesi, 127 a 6 mesi, 131 a 12 mesi e 136 a 24 mesi.



Fonte: Refinitiv Datastream



Fonte: Refinitiv Datastream



Fonte: Refinitiv Datastream

USD: i driver resteranno crescita e commercio mentre la Fed conferma la pausa

La Fed conferma la pausa nel taglio dei tassi. Dopo i tre tagli effettuati nel 2019 per far fronte ai maggiori rischi per lo scenario che hanno caratterizzato lo scorso anno, la Federal Reserve ha comunicato l'avvio di una fase di pausa del ciclo dei tassi, messaggio confermato anche nel corso della prima riunione del 2020. La riunione di politica monetaria di gennaio si è infatti conclusa, come ampiamente previsto, con la decisione unanime a favore di tassi sui Fed Funds invariati all'1,50-1,75% e con leggere modifiche di carattere tecnico, tali da non essere interpretate come sostanziali cambiamenti nell'indirizzo di politica monetaria. Il comunicato è rimasto in gran parte invariato rispetto a dicembre. La Fed ha messo in pausa il ciclo di ribasso dei tassi, almeno nel 1° semestre del 2020: questo aspetto, tuttavia, difficilmente indebolirà il dollaro, almeno nel breve, anche grazie del supporto dato alla valuta USA dalla sigla dell'accordo commerciale di Fase 1 con la Cina, scossa dall'emergenza sanitaria in corso. Da tempo la dinamica del dollaro dipende da questo scenario: il mercato si è convinto che la valuta statunitense sarà la moneta "vincente" nella diatriba USA/Cina. Questo fa sì che oggi venga premiato forse eccessivamente rispetto alle prospettive di un calo dei tassi da parte della Fed nel 2° semestre 2020, quando Trump dovrà affrontare le elezioni, col rischio che l'avversario più preoccupante non sia né il candidato democratico (ad oggi assente) né il Governo cinese, ma un'economia che potrebbe essere più in difficoltà di quanto atteso.

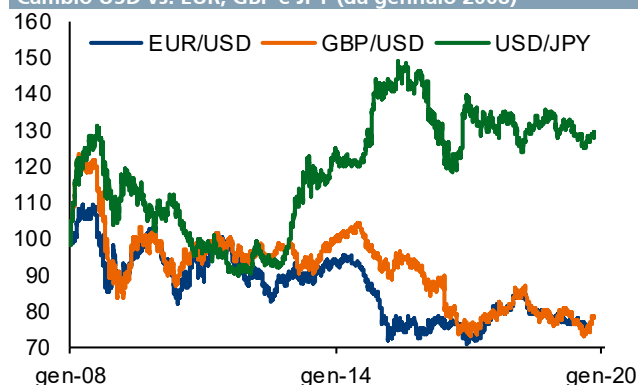
EUR/USD: Le scelte di politica monetaria di BCE e Fed, entrambe poste in posizione attendista, sono ancora i driver principali per euro e dollaro. La Fed ha messo in pausa il ciclo di ribasso dei tassi, almeno nel 1° semestre del 2020: un aspetto che difficilmente indebolirà il dollaro, almeno nel breve, anche grazie del supporto dato alla valuta USA dalla sigla dell'accordo commerciale di Fase 1 con la Cina, scossa dall'emergenza sanitaria in corso. Di contro, gli spazi di ulteriore discesa dei tassi USA, nella seconda parte dell'anno, rendono un rafforzamento della valuta europea contro dollaro uno scenario plausibile. L'EUR/USD è visto a: 1,10 a 1 mese, 1,12 a 3 mesi, 1,15 a 6 mesi, 1,17 a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi.

GBP/USD: sterlina che consolida il recupero anche contro dollaro dopo il meeting BoE del 30 gennaio e l'uscita, per ora solo formale, dalla UE. Anche contro dollaro, così come contro euro, prevale una certa solidità della valuta inglese che sembra ormai attendere, con cauto ottimismo, l'esito della lunga vicenda Brexit. Le stime vedono il cambio a 1,32 a 1 mese, 1,35 a 3 mesi, 1,38 a 6 mesi, 1,40 a 12 mesi e 1,45 a 24 mesi.

USD/JPY: l'avversione al rischio, sopitarsi dopo l'accordo commerciale fra USA e Cina, è tornata ad aumentare a seguito della diffusione del coronavirus in Cina e dell'allarme sanitario globale. Questa situazione è attualmente il driver principale dello yen (preferito dagli investitori come valuta rifugio), pur restando un cauto ottimismo di fondo sulla risoluzione della guerra commerciale fra USA e Cina, dopo il raggiungimento dell'accordo di Fase 1. Lo yen, inteso come asset difensivo, è estremamente sensibile alle oscillazioni nell'umore degli

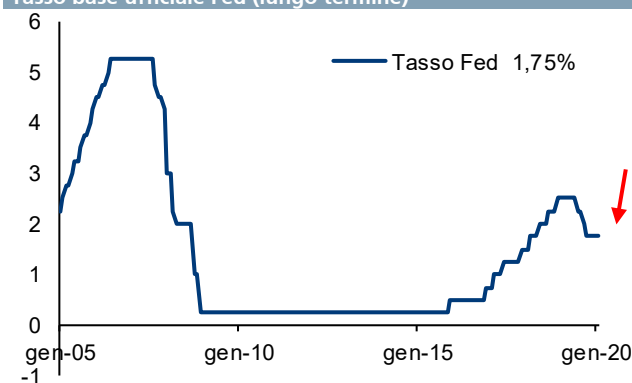
investitori, muovendosi di conseguenza. Le stime indicano 109 a 1 mese e 110 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 111 a 6 mesi, 112 a 12 mesi e 114 a 24 mesi.

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



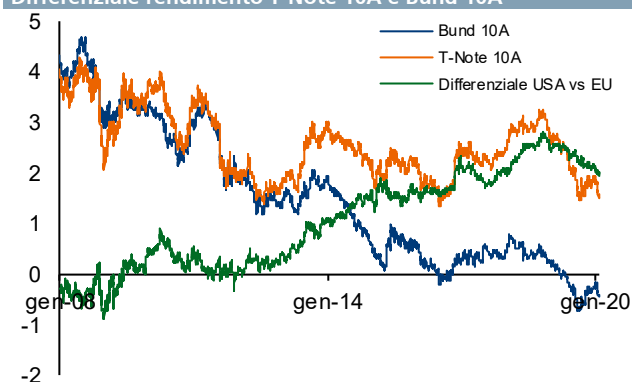
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv Datastream

GBP: il messaggio di grande attenzione della BoE sostiene ancora la sterlina

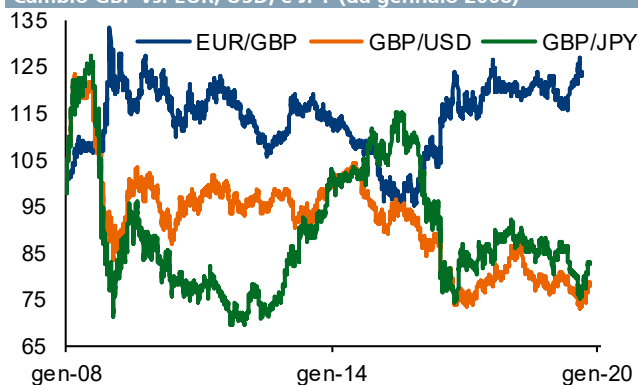
BoE: tassi fermi ma pronti al taglio qualora servisse, la sterlina consolida. Nell'ultima riunione sotto la guida Carney, la Banca d'Inghilterra (BoE) ha di nuovo ribadito, col voto a maggioranza (7-2 come nello scorso meeting) dei membri del Consiglio, il tasso di riferimento allo 0,75%. Così come a dicembre, anche in questa riunione di gennaio le proiezioni macro della BoE si basano sul presupposto di un passaggio immediato ed ordinato, già all'inizio del prossimo anno, a un accordo di libero scambio tra il Regno Unito e l'Unione Europea. In sintesi, la Banca centrale lancia un messaggio accomodante, di possibile riduzione dei tassi nel breve, qualora i segnali di ripresa rallentino, e di inasprimento dei tassi nel lungo periodo, se l'ammorbidente dovesse provocare i risultati sperati e ci fosse invece bisogno di contrastare l'inflazione. La sterlina ha reagito in modo chiaro agli esiti del Consiglio, rafforzandosi con decisione contro euro e dollaro. La sensazione è che il messaggio di grande attenzione della BoE verso gli sviluppi del ciclo e dell'inflazione e un cauto ottimismo circa il processo di Brexit tratterrebbero un quadro di relativa tranquillità per il sistema, che si scarica in maniera chiara sulla valuta. Le aspettative del mercato sono ora ancorate alla posizione di tassi fermi da qui in avanti, che sarà all'attenzione del nuovo Governatore della Banca d'Inghilterra Bailey. Potrebbero crearsi così due scenari: se il nuovo Governatore dovesse procedere con un taglio immediato già al suo insediamento il 26 marzo, il mercato potrebbe interpretare il tutto come il riconoscimento di una situazione di emergenza, soprattutto alla luce delle attese in essere. Se invece non si procederà al taglio, si continuerà a guardare ai dati macro, con il rischio che la sterlina vada a rafforzarsi in maniera eccessiva. La pubblicazione del dato sul PIL, il prossimo 11 febbraio, mostrerà la performance dell'economia britannica nell'ultimo trimestre del 2019, mentre la presentazione del Budget inglese (l'11 marzo) sarà il primo banco di prova del nuovo Governo conservatore di Boris Johnson.

EUR/GBP: la sterlina consolida i guadagni accumulati dopo il meeting BoE e visto l'avvio ufficiale del processo di distacco dalla UE. Resta l'idea che una conclusione della Brexit si confermi il principale fattore di supporto per la sterlina, che attende la definitiva risoluzione di questa lunga diatriba. Anche l'euro appare confortato dall'ipotesi di una soluzione molto rapida della questione, dopo anni di incertezza che hanno influenzato anche la valuta europea. L'EUR/GBP è visto a 0,83 fino a 12 mesi e 0,82 a 24 mesi.

GBP/USD: la sterlina consolida il recupero anche contro dollaro dopo il meeting BoE e l'uscita, per ora solo formale, dalla UE. Anche contro dollaro, così come contro euro, prevale una certa solidità della valuta inglese che sembra ormai attendere, con cauto ottimismo, l'esito della lunga vicenda Brexit. Le stime vedono il cambio a 1,32 a 1 mese, 1,35 a 3 mesi, 1,38 a 6 mesi, 1,40 a 12 mesi e 1,45 a 24 mesi.

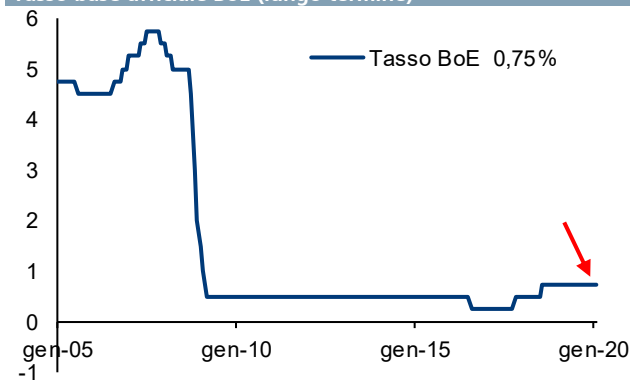
GBP/JPY: sterlina sempre in attesa dell'esito degli accordi commerciali a seguito della Brexit, col quadro macroeconomico interno che appare in miglioramento e una BoE estremamente vigile sulle dinamiche inflative. Per quanto riguarda la BoJ, dopo la riunione dello scorso 21 gennaio permangono le attese di una posizione ancora più accomodante, ma solo in futuro. Le stime sono pari a 142 da 1 mese a 6 mesi. Nel medio-lungo: 144 a 12 mesi e 149 a 24 mesi.

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



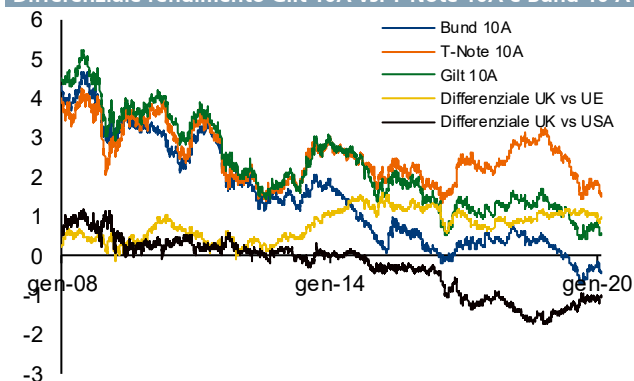
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale BoE (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

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



Fonte: Refinitiv Datastream

JPY: l'avversione al rischio spinge la valuta nonostante la BoJ accomodante

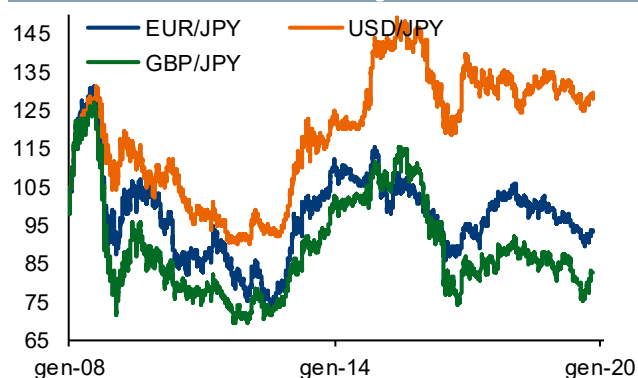
Lo yen, complice l'emergenza sanitaria in Cina, ha intercettato l'avversione al rischio degli operatori. L'avversione al rischio degli investitori è salita di pari passo con l'acuirsi dell'emergenza sanitaria in Cina: un quadro che ha premiato le valute rifugio, a scapito di quelle più speculative. La valuta nipponica ha dunque intercettato gli investitori intimoriti, che si rifugiano nello yen come asset difensivo. I flussi di capitale tratteggiano il proseguimento del posizionamento di fine 2019. Gli operatori stanno trasferendo la liquidità nei Treasury USA e sullo yen col risultato di accentuare la forza della divisa nipponica, nonostante il messaggio accomodante espresso dalla BoJ nel meeting dello scorso 21 gennaio. Secondo i dati diffusi dalla Bank of Japan, la base monetaria è cresciuta in gennaio del 2,9% annuo, in ulteriore rallentamento rispetto al progresso del 3,2% di dicembre (3,3% in novembre). Un segnale quindi che l'approccio ultra-espansivo deve comunque rimanere tale, tanta è la domanda di moneta a basso costo che il mercato esprime.

EUR/JPY: le tensioni legate all'emergenza sanitaria in Cina si sono scaricate sullo yen, ponendo in secondo piano il cauto ottimismo sull'accordo USA-Cina. Questo quadro ha aumentato l'avversione al rischio di fondo sul mercato, un fattore che resta il vero ostacolo al deprezzamento strutturale dello yen. Le stime sono: 120 a 1 mese, 123 a 3 mesi, 127 a 6 mesi, 131 a 12 mesi e 136 a 24 mesi.

USD/JPY: l'avversione al rischio, sopitarsi dopo l'accordo commerciale fra USA e Cina, è tornata ad aumentare dopo la diffusione del coronavirus in Cina e dell'allarme sanitario globale. Questa situazione è attualmente il driver principale dello yen (preferito dagli investitori come valuta rifugio), pur restando un cauto ottimismo di fondo sulla risoluzione della guerra commerciale fra USA e Cina, dopo il raggiungimento dell'accordo di Fase 1. Lo yen, inteso come asset difensivo, è estremamente sensibile alle oscillazioni nell'umore degli investitori, muovendosi di conseguenza. Le stime indicano 109 a 1 mese e 110 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 111 a 6 mesi, 112 a 12 mesi e 114 a 24 mesi.

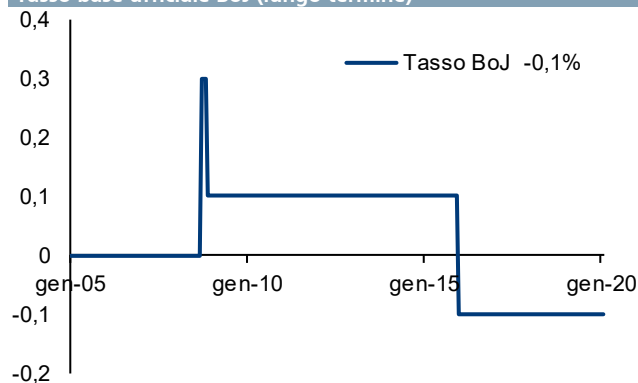
GBP/JPY: per quanto riguarda la BoJ, dopo la riunione dello scorso 21 gennaio permangono le attese di una posizione ancora più accomodante, ma solo in futuro. La sterlina resta sempre in attesa dell'esito degli accordi commerciali a seguito della Brexit, col quadro macroeconomico interno che appare in miglioramento e una BoE estremamente vigile sulle dinamiche inflative. Le stime sono pari a 142 da 1 mese a 6 mesi. Nel medio-lungo: 144 a 12 mesi e 149 a 24 mesi.

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



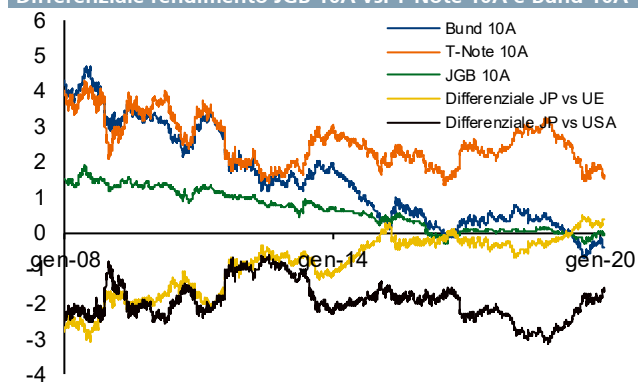
Fonte: Refinitiv Datastream

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.

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 09.01.2020.

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.intesaspaolo.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.intesaspaolo.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.intesaspaolo.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.intesaspaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/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.intesasampaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasampaolo.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: Maria Giovanna Cerini, Daniela Piccinini