

Crescita, tassi e rischi commerciali ancora i driver del 2020

EUR – BCE attendista in vista della revisione strategica. La prima conferenza stampa di esordio di Christine Lagarde dopo il meeting BCE di dicembre ha visto la comunicazione di due concetti: il messaggio congiunturale è la necessità della presenza della BCE ancora a supporto di uno scenario a cui manca lo slancio, mentre il messaggio strutturale è la volontà e la necessità di una revisione importante del ruolo della BCE. In vista del meeting di gennaio, il dato sull'inflazione *core* è rimasto fermo all'1,3% per due mesi consecutivi, un valore più elevato del previsto che potrebbe incoraggiare "i falchi" della Banca Centrale Europea a chiedere una riduzione dello stimolo monetario, creando ancora tensione nel Board e volatilità sull'euro. Tuttavia, previsioni di un aumento prolungato dell'inflazione *core* sembrano assolutamente premature, mentre una continua ma modesta crescita dei prezzi appare come lo scenario più probabile, confermando la scelta attendista della BCE anche per gennaio. Di questo quadro di debolezza potrebbe pagarne le conseguenze l'euro, che però consoliderà nel breve termine ma sempre restando in attesa di scelte forti da parte dell'Unione Europea.

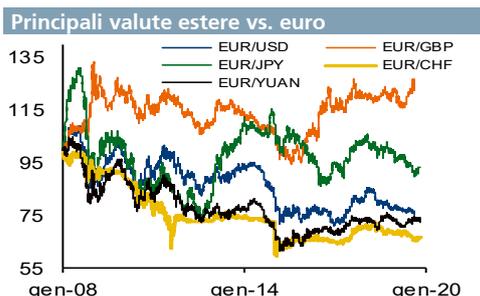
USD – Fed attendista e dollaro in balia di crescita futura e tensioni commerciali. Superate le tensioni legate al Medio Oriente, l'amministrazione Trump tornerà a focalizzarsi sull'accordo commerciale con la Cina, che in sostanza è ancora privo di contenuti e a cui manca la sigla definitiva delle parti. 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.

GBP – La vittoria di Johnson e l'approvazione del piano di uscita dalla UE sono il punto di svolta della Brexit. La questione Brexit resta il driver principale della sterlina. La nuova Camera dei Comuni, frutto della vittoria dei Conservatori nelle elezioni politiche del 12 dicembre, ha approvato lo scorso 20 dicembre il nuovo piano sulla Brexit elaborato dal primo ministro Boris Johnson. L'uscita formale del Regno Unito dall'UE si verificherà il 31 gennaio. Grazie al periodo di transizione previsto dall'accordo, tuttavia, gli effetti pratici del recesso sull'interscambio commerciale e, in generale, sul quadro normativo sono rinviati al 31 dicembre 2020. Ci saranno quindi 11 mesi per ratificare l'accordo sulla relazione a regime. Con maggior forza ribadiamo come appaia chiaro che la divisa britannica scommetta sulla definitiva conclusione della lunga vicenda Brexit consolidando il proprio rafforzamento, vista la dimensione della vittoria elettorale del Premier conservatore e la netta accelerazione data a tutto il processo di distacco dalla UE.

JPY – Lo yen intercetta l'avversione al rischio degli operatori in seguito alle tensioni USA-Iran. Lo scambio di attacchi militari fra USA e Iran ha spinto al rialzo l'avversione al rischio degli investitori, che si rifugiano nello yen come asset difensivo. Gli investitori stanno proseguendo il posizionamento di fine 2019, trasferendo la liquidità nei Treasury USA e sullo yen, col risultato di accentuare la forza della divisa nipponica in vista del meeting BoJ del prossimo 21 gennaio. Le attese non sono di grossi sconvolgimenti rispetto all'attuale azione espansiva. L'istituto si è già allineato a Fed e BCE, che hanno entrambe annunciato di voler restare in attesa: per questa ragione è probabile che poco cambi nella prossima riunione di fine gennaio.

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1118	1,10	1,12	1,15	1,17	1,20
EUR/GBP	0,8484	0,83	0,83	0,83	0,83	0,82
EUR/JPY	121,30	120	123	127	131	136
Altre valute						
GBP/USD	1,3105	1,32	1,35	1,38	1,40	1,45
USD/JPY	109,10	109	110	111	112	114
GBP/JPY	142,98	142	142	142	144	149

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Refinitiv Datastream

9 gennaio 2020
14:20 CET
Data e ora di produzione

9 gennaio 2020
14:27 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	1,87
Bund 10A	-0,20
Gilt 10A	0,80
JGB 10A	0,01

Fonte: Refinitiv Datastream

Cambi	
EUR/USD	1,1118
USD/JPY	109,10
GBP/USD	1,3105
EUR/CHF	1,0821
EUR/SEK	10,50
EUR/NOK	9,85
EUR/DKK	7,4726
USD/CAD	1,3028
AUD/USD	0,6876
NZD/USD	0,6652
USD/ZAR	14,1384
EUR/JPY	121,30
EUR/GBP	0,8484
EUR/CAD	1,4485
EUR/AUD	1,6170
EUR/NZD	1,6715
EUR/ZAR	15,7194
EUR/ISK	137,11
EUR/HUF	330,48

Fonte: Refinitiv Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato dell'08.01.2020 (salvo diversa indicazione).

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

EUR: la BCE rivedrà la sua strategia in attesa degli eventi, euro poco mosso.

BCE attendista in vista della revisione strategica. La prima conferenza stampa di esordio di Christine Lagarde dopo il meeting BCE di dicembre ha visto la comunicazione di due concetti di fondo. Il primo è che lo stimolo monetario è ancora necessario, soprattutto in termini di inflazione, come evidenziato dalle nuove proiezioni della BCE. Il secondo è che dopo 16 anni, in cui le dinamiche economiche globali sono profondamente cambiate, è ora di affrontare una nuova revisione della politica monetaria, che potrebbe portare a una rimodulazione importante della strategia della BCE. In sintesi, il messaggio congiunturale è la necessità della presenza della BCE a supporto di uno scenario a cui manca lo slancio, mentre il messaggio strutturale è la volontà e la necessità di una revisione importante del ruolo della BCE. In vista del meeting di gennaio, il dato sull'inflazione *core* è rimasto fermo all'1,3% per due mesi consecutivi, un valore più elevato del previsto che potrebbe incoraggiare "i falchi" della Banca Centrale Europea a chiedere una riduzione dello stimolo monetario, creando ancora tensione nel Board e volatilità sull'euro. Tuttavia, previsioni di un aumento prolungato dell'inflazione *core* sembrano assolutamente premature, dato che le pressioni salariali sono contenute; pertanto, senza un sostanziale miglioramento della fiducia e delle prospettive di crescita, una continua ma modesta crescita dei prezzi appare come lo scenario più probabile, confermando la scelta attendista della BCE anche per gennaio. Di questo quadro di debolezza potrebbe pagarne le conseguenze l'euro, che però consoliderà nel breve termine ma sempre restando in attesa di scelte forti da parte dell'Unione Europea.

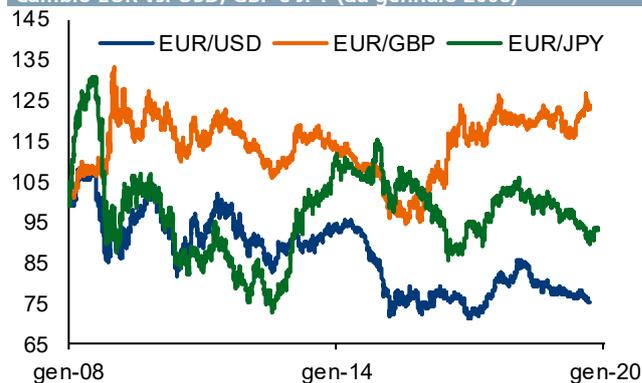
EUR/USD: la dinamica del cambio EUR/USD resta vincolata alle scelte della BCE e della Fed, entrambe poste in posizione attendista. Permane la debolezza dell'euro, dopo le scelte espansive della BCE, dettate da un quadro economico interno all'Eurozona ancora debole. L'insieme di questi ultimi due aspetti potrebbe giustificare un ulteriore deprezzamento della valuta unica. Dall'altro lato, 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, supportato dall'accordo commerciale di "Fase 1" con la Cina e rafforzato da quello che sembra essere un veloce rientro delle tensioni geopolitiche fra USA e Iran. 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 voto e la vittoria di Boris Johnson, che hanno portato una netta accelerazione nel processo di distacco dalla UE. Anche l'euro appare rinfrancato dall'ipotesi di una soluzione estremamente celere della questione, dopo anni di incertezza che hanno influenzato anche la valuta europea. Resta l'idea che una conclusione della Brexit resti il principale fattore di supporto per la sterlina, che attende ora la definitiva risoluzione della lunga diatriba. 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 sui mercati. Le tensioni geopolitiche si sono riaccese, a livello

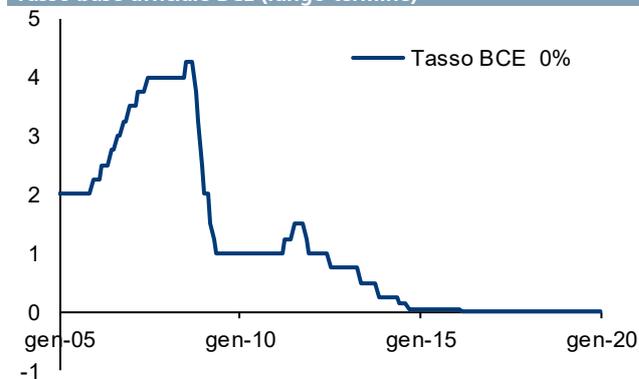
mondiale, a causa del contrasto militare fra USA e Iran, che ha posto in secondo piano il cauto ottimismo sull'accordo USA-Cina. Questo scenario ha spinto al rialzo l'avversione al rischio latente sul mercato e ne ha rafforzato il ruolo di vero e proprio ostacolo al deprezzamento strutturale dello yen. Le stime sono: 120 (da 117) a 1 mese, 123 (da 121) a 3 mesi, 127 (da 126) a 6 mesi, 131 a 12 mesi e 136 a 24 mesi.

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



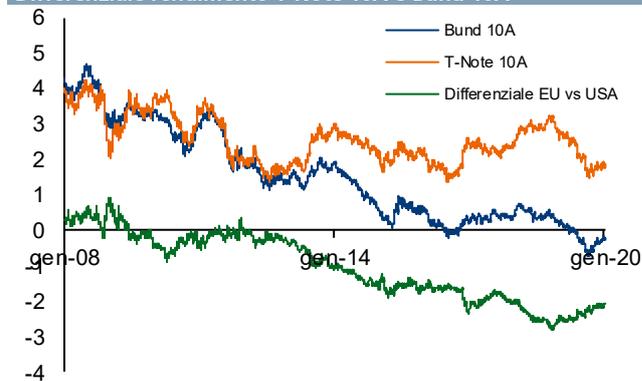
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv Datastream

USD: Fed attendista, i driver del dollaro resteranno crescita e commercio

La Fed conferma la pausa nel taglio dei tassi. Negli Stati Uniti l'ultima riunione del 2019 della Fed si è conclusa con tassi invariati a 1,50-1,75% e con la conferma del messaggio di pausa per il ciclo dei tassi. Secondo la Fed, infatti, la politica monetaria corrente è "appropriata" per sostenere l'espansione. La valutazione dello scenario rimane positiva, supportata da solide condizioni occupazionali e da una robusta dinamica dei consumi. Nel complesso, la Fed veicola un messaggio di tassi invariati per i prossimi trimestri, anche se la strategia di politica monetaria rimane dipendente dall'evoluzione dei dati e dello scenario. Riteniamo invece che la prossima mossa, alla luce del contesto macroeconomico, potrebbe essere verso il basso nella seconda parte del 2020, e questo dovrebbe favorire lo scenario di un dollaro debole.

Dollaro in balia di crescita futura e tensioni commerciali. Superate le tensioni legate al Medio Oriente, l'amministrazione Trump tornerà a focalizzarsi sull'accordo commerciale con la Cina, che in sostanza è ancora privo di contenuti e a cui manca la sigla definitiva delle parti. La strategia è quella di non intaccare una propensione al rischio che necessita anche di una buona dose di notizie credibili al fine di sostenere la crescita e il mercato azionario. 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.

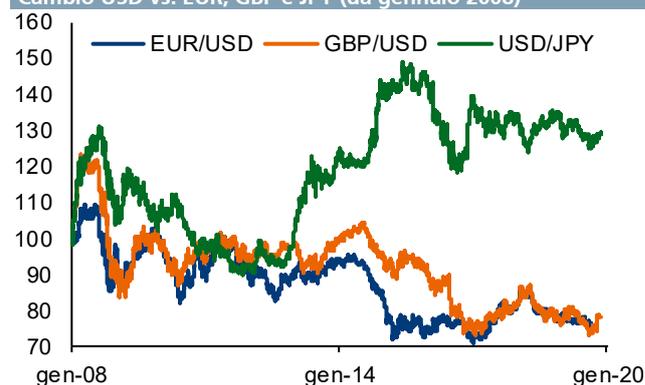
EUR/USD: la dinamica del cambio EUR/USD resta vincolata alle scelte della BCE e della Fed, con entrambe le Banche centrali che si sono poste in una posizione attendista. La Fed ha messo in pausa il proprio ciclo di ribasso dei tassi, almeno nel 1° semestre del 2020, un aspetto che difficilmente potrà indebolire il dollaro, supportato dall'accordo commerciale di "Fase 1" con la Cina e rafforzato dal probabile veloce rientro delle tensioni geopolitiche fra USA e Iran. Permane una debolezza di fondo dell'euro, dopo le scelte espansive della BCE dettate da un quadro economico ancora debole. 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: la sterlina consolida contro dollaro dopo le elezioni in Gran Bretagna del 12 dicembre, la vittoria di Johnson e il voto favorevole sul piano di uscita dalla UE, che avverrà formalmente il 31 gennaio 2020. Prevala una certa solidità della sterlina, che sembra attendere, con cauto ottimismo, l'esito della lunga vicenda Brexit. Le stime vedono il cambio a 1,32 (da 1,28) a 1 mese, 1,35 (da 1,30) a 3 mesi, 1,38 (da 1,33) a 6 mesi, 1,40 (da 1,35) a 12 mesi e 1,45 (da 1,38) a 24 mesi.

USD/JPY: l'avversione al rischio è tornata ad aumentare dopo il contrasto militare fra USA e Iran. Questa situazione ha spinto

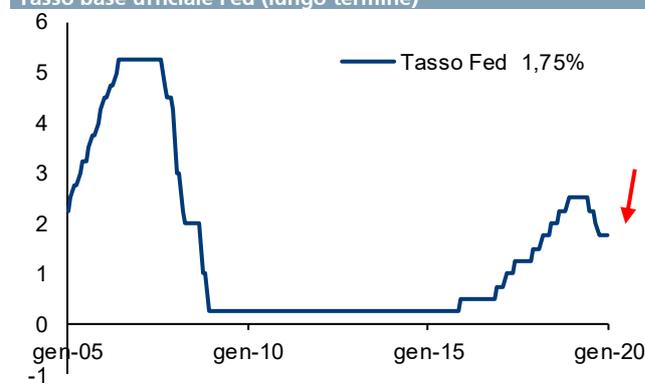
al rialzo lo yen, pur restando un cauto ottimismo di fondo sulla risoluzione della guerra commerciale fra USA e Cina, dopo l'accordo raggiunto. Lo yen, svolgendo il suo ruolo di valuta rifugio, risente quindi delle oscillazioni nell'umore degli investitori, muovendosi di conseguenza. Le stime indicano 109 a 1 mese (da 106) e 110 (da 108) a 3 mesi. Nel medio-lungo: 111 (da 110) a 6 mesi, 112 a 12 mesi e 114 a 24 mesi.

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



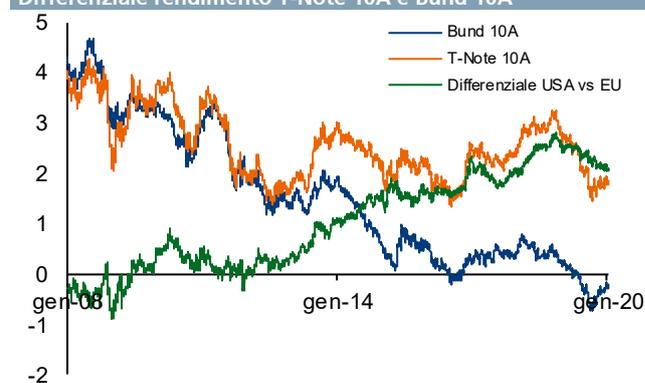
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv Datastream

GBP: in attesa dell'esito della Brexit dopo l'approvazione del piano di uscita

La vittoria di Johnson e l'approvazione del piano di uscita dalla UE sono il punto di svolta della Brexit. La questione Brexit resta il driver principale della sterlina. La nuova Camera dei Comuni, frutto della vittoria dei Conservatori nelle elezioni politiche del 12 dicembre, ha approvato lo scorso 20 dicembre il nuovo piano sulla Brexit elaborato dal primo ministro Boris Johnson. Johnson lo aveva promesso in campagna elettorale e la schiacciante vittoria riportata alle elezioni gli ha permesso di onorare l'impegno con gli elettori e portare a completamento la Brexit "nel più breve tempo possibile". L'uscita formale del Regno Unito dall'UE si verificherà il 31 gennaio. Grazie al periodo di transizione previsto dall'accordo, tuttavia, gli effetti pratici del recesso sull'interscambio commerciale e, in generale, sul quadro normativo sono rinviati al 31 dicembre 2020. Ci saranno quindi 11 mesi per ratificare l'accordo sulla relazione a regime. Con maggior forza ribadiamo come appaia chiaro che la divisa britannica scommetta sulla definitiva conclusione della lunga vicenda Brexit consolidando il proprio rafforzamento, vista la forza della vittoria elettorale del Premier conservatore e la netta accelerazione data a tutto il processo di distacco dall'Unione Europea.

Banca d'Inghilterra in attesa della Brexit. La BoE ha confermato a dicembre come la politica monetaria potrebbe rispondere all'incertezza della Brexit in entrambe le direzioni (rialzo o ribasso del costo del denaro), sempre col fine di garantire un ritorno sostenibile dell'inflazione all'obiettivo del 2%. In questo senso, la riunione della BoE del prossimo 30 gennaio, ad oggi non lascia presagire particolari mosse a sorpresa, specie a poche ore dallo scoccare della "formale uscita dalla UE".

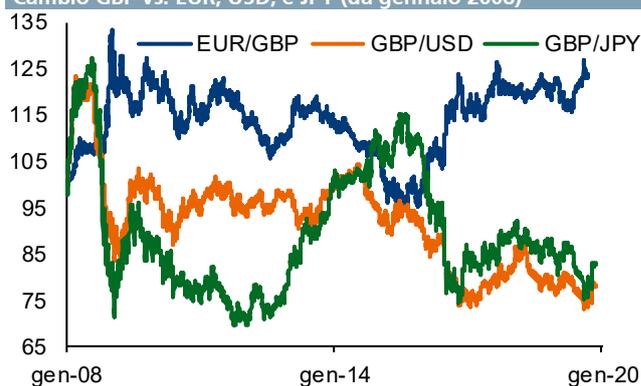
EUR/GBP: la sterlina consolida i guadagni accumulati dopo il voto e la vittoria di Boris Johnson, che hanno portato una netta accelerazione nel processo di distacco dalla UE. Resta l'idea che una conclusione della Brexit rimanga il principale fattore di supporto per la sterlina, che attende la definitiva risoluzione di questa lunga diatriba. Anche l'euro appare rinfrancato dall'ipotesi di una soluzione estremamente celere 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: sterlina che consolida le posizioni contro dollaro dopo le elezioni in Gran Bretagna del 12 dicembre, la vittoria di Johnson e il voto favorevole sul piano di uscita dalla UE, che avverrà formalmente il 31 gennaio 2020. Anche in questo caso 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 (da 1,28) a 1 mese e 1,35 (da 1,30) a 3 mesi; 1,38 (da 1,33) a 6 mesi; 1,40 (da 1,35) a 12 mesi e 1,45 (da 1,38) a 24 mesi.

GBP/JPY: sterlina sempre in attesa dell'esito della Brexit. Come già ricordato, la Camera dei Comuni ha approvato, il 20 dicembre scorso, il nuovo piano sulla Brexit elaborato dal primo ministro Boris Johnson. L'uscita formale del Regno Unito dall'UE si verificherà il 31 gennaio. Per quanto riguarda la BoJ,

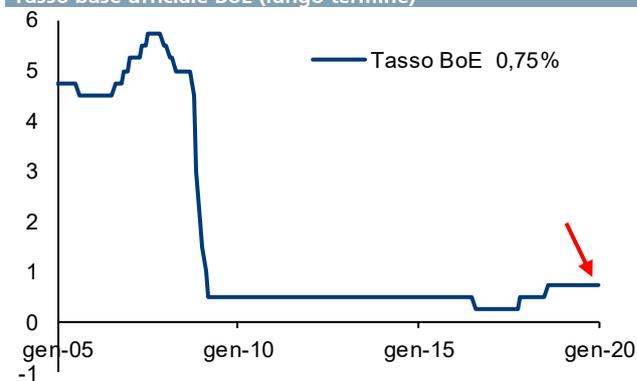
permangono le attese di una posizione ancora più accomodante, ma solo in futuro. In una prospettiva più ravvicinata, la BoJ tornerà a riunirsi il 21 gennaio, ma senza particolari attese. Le stime sono pari a 142 da 1 mese a 6 mesi. Nel medio-lungo: 144 (da 142) a 12 mesi e 149 (da 146) a 24 mesi.

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: le tensioni USA-Iran si scaricano sullo yen che si rafforza prima della BoJ

Lo yen intercetta l'avversione al rischio degli operatori in seguito alle tensioni USA-Iran. Lo scambio di attacchi militari fra USA e Iran ha spinto al rialzo l'avversione al rischio degli investitori, che si rifugiano nello yen come asset difensivo. Gli investitori stanno proseguendo il posizionamento di fine 2019, trasferendo la liquidità nei Treasury USA e sullo yen col risultato di accentuare la forza della divisa nipponica, in vista del meeting del prossimo 21 gennaio.

BoJ: scarse le attese sul meeting del 21 gennaio. La Banca del Giappone ha lasciato invariati i tassi nel meeting dello scorso 19 dicembre, mantenendo stime di crescita moderata dell'economia, che non richiede l'aumento ulteriore degli stimoli nonostante il contesto globale resti una minaccia per il sistema giapponese. La BoJ si è così allineata a Fed e BCE, che hanno entrambe annunciato di voler restare in attesa. Per questa ragione, è probabile che poco cambi nella prossima riunione di fine gennaio, salvo il fatto che la BoJ si conferma pronta a mantenere i tassi di interesse di breve e lungo termine sugli attuali livelli o anche più bassi finché ci sarà bisogno e, in ogni caso, finché non sarà raggiunto il target di inflazione del 2%. In conclusione, le attese per il 21 gennaio non sono difformi dall'attuale azione espansiva della BoJ.

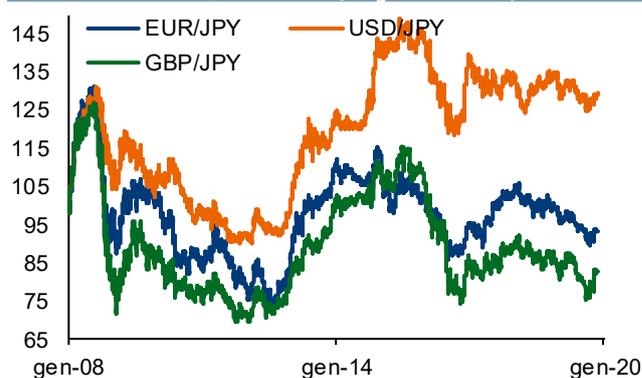
EUR/JPY: le tensioni geopolitiche si ravvivano a livello mondiale, a causa dello scambio di attacchi militari fra USA e Iran, situazione che ha posto in secondo piano il cauto ottimismo sull'accordo USA-Cina. Questo quadro ha aumentato l'avversione al rischio di fondo sul mercato, un fattore che resta il vero ostacolo al deprezzamento strutturale dello yen. Le stime sono: 120 (da 117) a 1 mese; 123 (da 121) a 3 mesi; 127 (da 126) 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 lo scambio militare fra USA e Iran. Questa situazione è 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 "Fase 1". Lo yen, inteso come asset difensivo, risente quindi delle oscillazioni nell'umore degli investitori, muovendosi di conseguenza. Le stime indicano 109 a 1 mese (da 106) e 110 (da 108) a 3 mesi. Nel medio-lungo: 111 (da 110) a 6 mesi, 112 a 12 mesi e 114 a 24 mesi.

GBP/JPY: permangono le attese di una posizione della BoJ ancora più accomodante ma solo in futuro. In una prospettiva più ravvicinata, la BoJ tornerà a riunirsi il 21 gennaio, ma senza particolari aspettative. Sterlina sempre in attesa dell'esito della Brexit, dopo che la Camera dei Comuni ha approvato, il 20 dicembre scorso, il nuovo piano sulla Brexit elaborato dal primo ministro Boris Johnson. L'uscita formale del Regno Unito dall'UE si verificherà il 31 gennaio. Le stime sono pari a 142 da

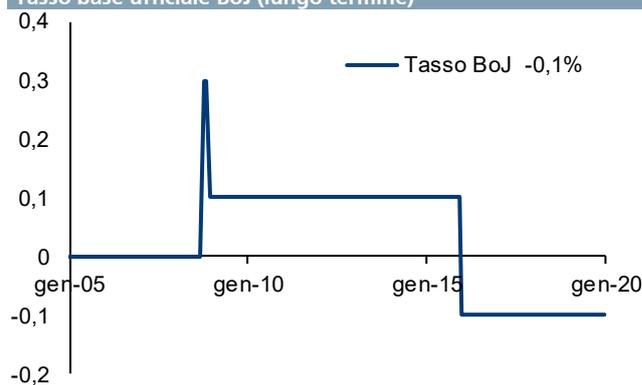
1 mese a 6 mesi. Nel medio-lungo: 144 (da 142) a 12 mesi e 149 (da 146) a 24 mesi.

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



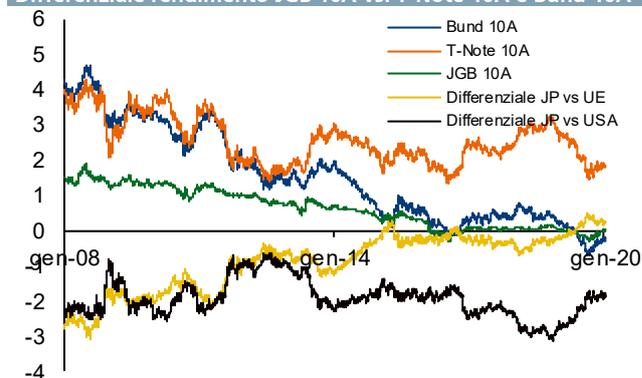
Fonte: Refinitiv Datastream

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 05.12.2019.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, e verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Il presente documento sarà disponibile per i clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo (www.intesasnpaolo.com) 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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi