

L'avversione al rischio ancora al centro del mercato dei cambi

EUR – La valuta unica attende il Consiglio UE e la BCE, entrambi a metà mese. Con la BCE che tornerà a riunirsi il 16 luglio - ma che a giugno ha già varato una serie di misure molto più espansive, di supporto al ciclo e credibili agli occhi del mercato - il focus si sposta ora sul Consiglio Europeo del 17-18 luglio. Di fondo, sulla valuta unica permane la sensazione di efficacia delle azioni dell'Unione Europea a supporto dell'economia e di riflesso dell'euro, a cui si sommano le nuove mosse della BCE: un sentimento di cauto ottimismo che, pur persistendo, si è però fisiologicamente ridimensionato. Il mercato si attende che in seno all'Europa si giunga ad un rapido accordo che rassicuri gli investitori sull'impegno a perseguire la ripresa, specie nelle economie maggiormente colpite dalle conseguenze negative dell'emergenza sanitaria. Un simile quadro favorirebbe un nuovo apprezzamento dell'euro mentre, al contrario, un altro rinvio o un accordo al ribasso farebbero insorgere nuovi dubbi, amplificando l'avversione al rischio col risultato di privilegiare il dollaro, ormai eletto valuta rifugio dominante, negli ultimi mesi.

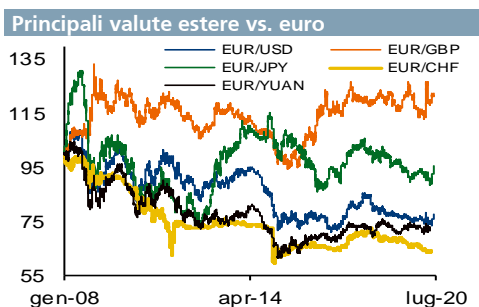
USD – Dati macro e nuovi contagi in USA i fattori dominanti, in attesa della Fed. La Fed tornerà a riunirsi il prossimo 29 luglio e l'attenzione del mercato si concentrerà sui riferimenti ad un possibile controllo della curva dei rendimenti, argomento accennato dallo stesso Powell in precedenza, a patto che il quadro americano, specie dal lato sanitario, non peggiori ulteriormente. Restano inalterati i timori legati ai nuovi contagi in USA e America Latina, possibile preludio a nuovi blocchi di attività e persone che finirebbero nuovamente per creare tensione sui mercati e domanda di asset rifugio da parte degli investitori. Si conferma, pertanto, la nostra idea di fondo secondo cui assisteremo al rafforzamento del dollaro, inteso come asset difensivo, ogni qual volta si verificherà un ritorno dell'avversione al rischio.

GBP – Ciclo economico penalizzato dal COVID-19 e trattativa Brexit stanno incidendo sulla sterlina. Dell'incertezza generale che grava sul quadro inglese sta pagando le spese la sterlina che, riflettendo lo *status* dell'economia britannica, dopo aver in parte recuperato terreno sia nei confronti dell'euro che nei confronti del dollaro nei mesi di marzo e aprile sconta ora questo scenario, esprimendo una debolezza diffusa non solo verso il dollaro ma anche verso l'euro e lo yen. Sul fronte Brexit, Regno Unito e Unione Europea sono ancora in una posizione di stallo, nonostante i buoni propositi delle settimane scorse: di certo questa situazione non agevola il recupero economico, coi dati di crescita, produzione industriale e occupazione fortemente deteriorati. Un quadro che, nel breve, non può che confermare la debolezza della valuta britannica e rimandare il suo possibile recupero a quando almeno una delle tante incertezze che gravano sullo scenario inglese giunga ad un epilogo positivo.

JPY – Bank of Japan: ancora attendista ma il quadro è fosco e lo yen sembra scontare questa situazione. La valuta giapponese contende al dollaro il ruolo di valuta rifugio, con la divisa statunitense nettamente preferita a quella nipponica ormai dall'inizio della crisi sanitaria. L'epicentro della crisi è la Cina, prima per l'aspetto economico e ora con riguardo alla sua futura crescita: il posizionamento geografico del Giappone non risulta in questo senso essere un punto di forza nel processo di uscita dalla contrazione economica. In conclusione, in vista del prossimo meeting della BoJ in calendario il 15 luglio, pensiamo che lo yen scontrerà ancora questo quadro economico deteriorato. Difficilmente assisteremo tuttavia ad una sua forte svalutazione nonostante le misure monetarie e fiscali espansive poste in essere, proprio per il suo ruolo, non più centrale ma pur sempre forte, di valuta difensiva.

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1264	1,08	1,10	1,12	1,15	1,17
EUR/GBP	0,9025	0,91	0,91	0,90	0,88	0,86
EUR/JPY	121,01	114	119	123	129	133
Altre valute						
GBP/USD	1,2481	1,18	1,21	1,25	1,30	1,36
USD/JPY	107,42	105	108	110	112	114
GBP/JPY	134,08	133	133	135	140	141

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Refinitiv-Datastream

2 luglio 2020

14:35 CET

Data e ora di produzione

2 luglio 2020

14:40 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	0,67
Bund 10A	-0,41
Gilt 10A	0,20
JGB 10A	0,04

Fonte: Refinitiv-Datastream

Cambi

EUR/USD	1,1264
USD/JPY	107,42
GBP/USD	1,2481
EUR/CHF	1,0652
EUR/SEK	10,47
EUR/NOK	10,72
EUR/DKK	7,4523
USD/CAD	1,358
AUD/USD	0,6919
NZD/USD	0,6479
USD/ZAR	17,0939
EUR/JPY	121,01
EUR/GBP	0,9025
EUR/CAD	1,5297
EUR/AUD	1,6281
EUR/NZD	1,7386
EUR/ZAR	19,2554
EUR/ISK	155,82
EUR/HUF	353,26

Fonte: Refinitiv-Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 01.07.2020 (salvo diversa indicazione).

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

EUR: alla prova dei dati macro post-lockdown e del Consiglio UE di luglio

La valuta unica attende il Consiglio UE e la BCE, entrambi a metà mese. I dati macroeconomici post-lockdown in Europa stanno uscendo marginalmente migliori delle attese, specie con riguardo alla fiducia di imprese e consumatori: questo nonostante, nella realtà, continuano ad essere contratte tutte le statistiche legate alla manifattura e all'economia reale. Un quadro che ovviamente giustifica il ritracciamento del cambio euro/dollaro, salito a ridosso di 1,14 durante l'entusiasmo per la proposta "Next Generation EU", il fondo di supporto alle economie dell'Eurozona colpite duramente dal coronavirus. Con la BCE che tornerà a riunirsi il 16 luglio - ma che a giugno ha già varato una serie di misure molto più espansive, di supporto al ciclo economico e credibili agli occhi del mercato - il focus si sposta ora sul Consiglio Europeo straordinario del 17-18 luglio. Dal 1° di luglio è la Germania a reggere il semestre europeo: la cancelliera Merkel ha iniziato quindi una serie di trattative volte a trovare un'intesa da ratificare proprio al Consiglio di metà mese. Di fondo, sulla valuta unica permane la sensazione di efficacia delle azioni dell'Unione Europea a supporto dell'economia e, di riflesso, dell'euro, a cui si sommano le nuove mosse della BCE: un *sentiment* di cauto ottimismo che, pur persistendo, si è però fisiologicamente ridimensionato. Il mercato si attende che in seno all'Europa si giunga ad un rapido accordo che rassicuri gli investitori sull'impegno a perseguire la ripresa, specie nelle economie maggiormente colpite dalle conseguenze negative dell'emergenza sanitaria. Un quadro che favorirebbe un nuovo apprezzamento dell'euro mentre, al contrario, un altro rinvio o un accordo al ribasso farebbero insorgere nuovi dubbi, amplificando l'avversione al rischio col risultato di privilegiare il dollaro, ormai eletto valuta rifugio dominante negli ultimi mesi.

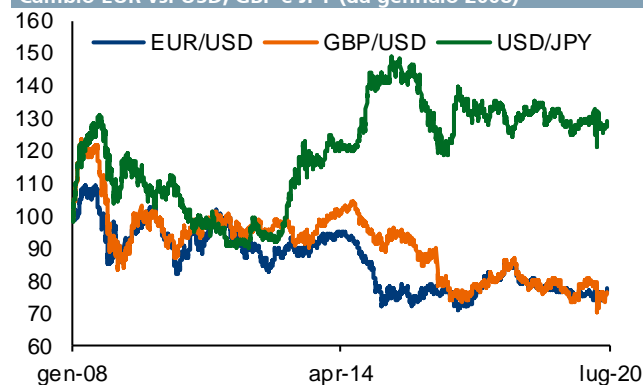
EUR/USD: la moneta unica è tornata in area 1,12 contro dollaro dopo le scelte ulteriormente espansive della BCE ed un ritorno dell'avversione al rischio sui mercati, legata ai nuovi contagi in USA e Sud America e ai conseguenti timori di ulteriori blocchi ad attività e persone. L'euro attende un accordo concreto, un via libera pieno alle azioni di sostegno alle economie tramite il fondo "Next Generation EU". L'ennesimo rinvio od incertezza finirebbe per privilegiare il dollaro, a causa del possibile aumento dell'avversione al rischio che vede gli operatori prediligere le valute rifugio, com'è diventata la divisa USA. L'EUR/USD è visto a: 1,08 a 1 mese, 1,10 a 3 mesi, 1,12 a 6 mesi, 1,15 a 12 mesi e 1,17 a 24 mesi.

EUR/GBP: nel breve l'incertezza sarà legata alle ricadute sull'economia dell'impatto del coronavirus e all'esito del round di trattative in corso con la UE sulla Brexit, con possibili contraccolpi negativi sulla valuta. Nel medio-lungo termine il tema centrale del mercato resteranno i negoziati e le conseguenze dell'accordo per l'economia inglese, purché il grosso dell'emergenza sanitaria e dei suoi effetti negativi sia stato assorbito. Le stime vedono il cambio a 0,91 a 1 e 3 mesi, 0,90 a 6 mesi, 0,88 a 12 mesi e 0,86 a 24 mesi.

EUR/JPY: le tensioni legate ai nuovi contagi in USA e Sud America si sono scaricate in maniera molto blanda sullo yen e senza particolari riflessi sul cambio EUR/JPY. Il cambio, salito a ridosso di 124, tratta

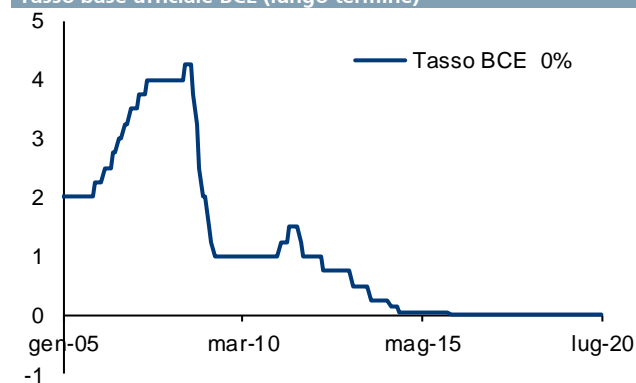
ora in area 120, segnalando un minimale apprezzamento della valuta giapponese come bene rifugio, vista la tensione sui mercati e grazie al blando indebolimento dell'euro. Questa situazione potrebbe perdurare fintanto che resterà alta l'incertezza generale, pur rimanendo scarso l'appello dello yen come valuta rifugio. Le stime sono: 114 a 1 mese, 119 a 3 mesi, 123 a 6 mesi, 129 a 12 mesi e 133 a 24 mesi.

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



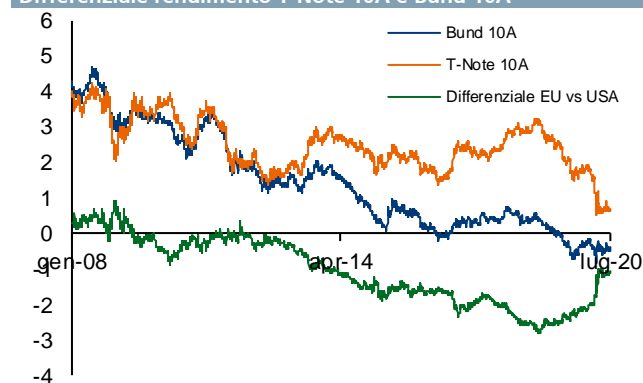
Fonte: Refinitiv-Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Refinitiv-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv-Datastream

USD: il ruolo di valuta rifugio resta il fattore dominante sul dollaro

Dollaro: dati macro e nuovi contagi in USA i fattori dominanti, in attesa della Fed. I dati macro degli scorsi giorni, in USA, hanno alimentato un clima di minor avversione al rischio che ha indebolito il dollaro, sempre più inteso come valuta rifugio, che nelle fasi di tranquillità sui mercati, viene abbandonata a favore di altre monete. I verbali Fed, relativi alla riunione di giugno, hanno confermato l'impegno costante dell'Istituto nel contrastare gli effetti negativi della pandemia, incidendo solo marginalmente sulla divisa USA. La Fed ribadisce inoltre che i tassi d'interesse rimarranno nel range 0%-0,25% finché l'economia non avrà superato gli eventi recenti e gli effetti negativi del coronavirus non siano assorbiti in toto dal sistema economico. La Fed tornerà a riunirsi il prossimo 29 luglio e l'attenzione del mercato si concentrerà sui riferimenti ad un possibile controllo della curva dei rendimenti, argomento accennato dallo stesso Powell durante la conferenza stampa del 10 giugno scorso, a patto che il quadro americano, specie dal lato sanitario, non peggiori ulteriormente. Restano infatti inalterati i timori legati ai nuovi contagi in USA e America Latina, possibile preludio a nuovi blocchi di attività e persone che finirebbero nuovamente per creare tensione sui mercati e domanda di asset rifugio da parte degli investitori. Si conferma, pertanto, la nostra idea di fondo secondo cui assisteremo al rafforzamento del dollaro, inteso come asset difensivo, ogni qual volta si verificherà un ritorno di una certa avversione al rischio.

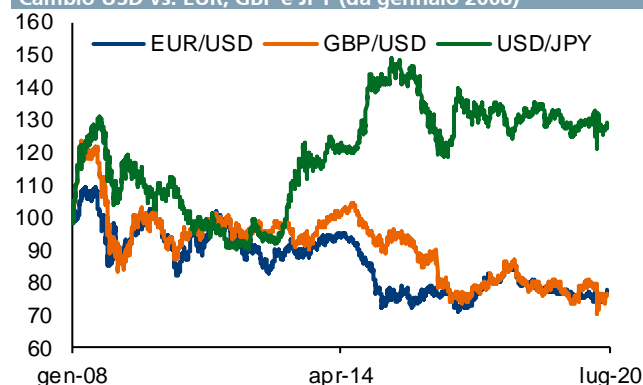
EUR/USD: benché restino inalterate le paure relative ai nuovi contagi negli Stati Uniti (con l'avvio di alcune limitazioni alle persone in qualche stato) e in Sud America, che potrebbero preludio a nuovi blocchi delle attività, il cambio euro/dollaro resta in un range fra 1,12 e 1,13. Viene meno un po' di pressione rialzista sul dollaro, frutto di un clima cautamente più sereno, che favorisce l'euro, anche se sulla valuta unica resta l'attesa per le decisioni del Consiglio Europeo del 17-18 luglio. L'EUR/USD è visto a: 1,08 a 1 mese, 1,10 a 3 mesi, 1,12 a 6 mesi, 1,15 a 12 mesi e 1,17 a 24 mesi.

GBP/USD: il rafforzamento del dollaro delle ultime settimane, di pari passo col ritorno dei timori di nuovi *lockdown*, è un tema che nel breve può proseguire, favorendo un consolidamento al ribasso della sterlina rispetto al biglietto verde. La dinamica del cambio GBP/USD verte su due fattori. Da un lato, l'aumento dell'avversione al rischio premia la valuta USA come asset difensivo; dall'altro lato, lo scarso ottimismo circa un possibile accordo, nel breve, sulla Brexit tra Gran Bretagna ed Europa ha sgretolato il già fragile recupero che la sterlina aveva messo a segno sul dollaro, a marzo/aprile. Le stime vedono il cambio a 1,18 a 1 mese, 1,21 a 3 mesi, 1,25 a 6 mesi, 1,30 a 12 mesi e 1,36 a 24 mesi.

USD/JPY: nelle ultime settimane si è rafforzata l'idea che sia il dollaro a determinare i movimenti del cambio USD/JPY, essendo ormai percepito come asset rifugio per eccellenza dagli operatori, proprio a scapito dello yen. L'avversione al rischio ha avuto un ritorno forte nelle ultime settimane, di pari passo con il verificarsi di nuovi focolai di contagio soprattutto negli Stati Uniti ed in America Latina, facendo temere per una nuova serie di *lockdown* in molti Paesi. Questo ha solo parzialmente rafforzato lo yen, nel suo ruolo di valuta rifugio, in considerazione del fatto che il grosso della tensione si era comunque scaricato, come ormai abituale, sul dollaro. Le

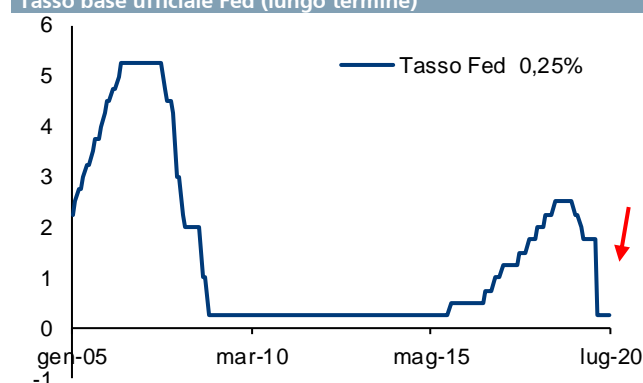
stime sono 105 a 1 mese e 108 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 110 a 6 mesi, 112 a 12 mesi e 114 a 24 mesi.

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



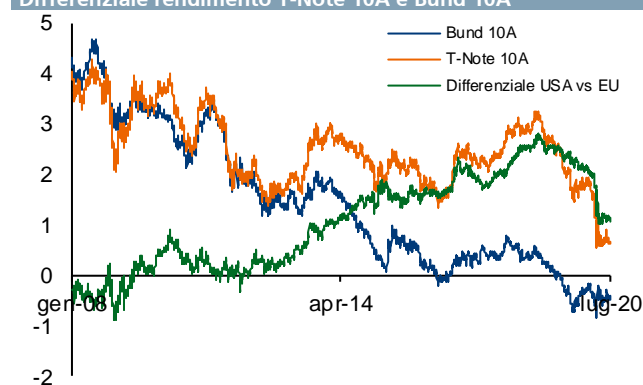
Fonte: Refinitiv-Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Refinitiv-Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv-Datastream

GBP: paga un quadro critico su più fronti e la trattativa con la UE

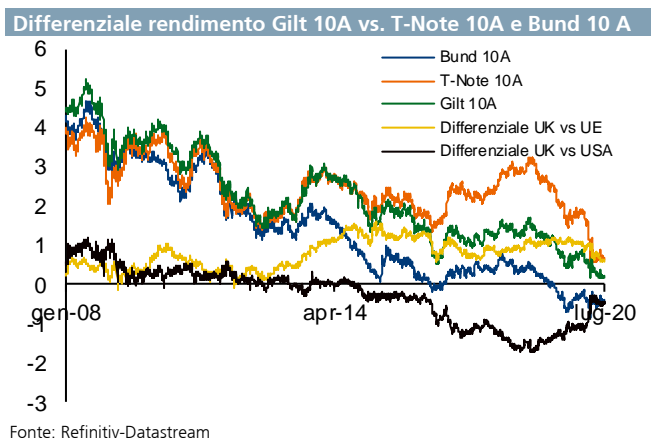
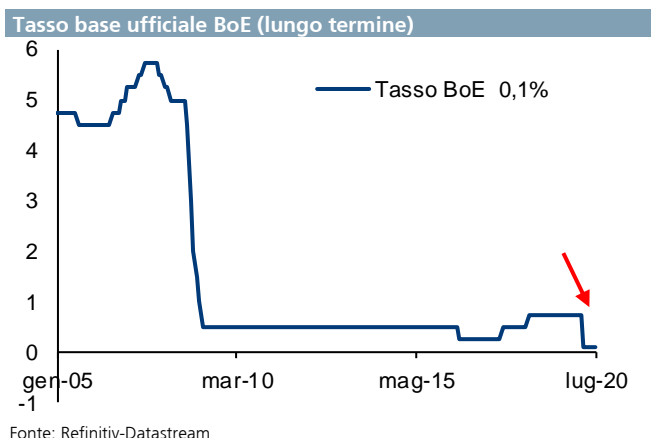
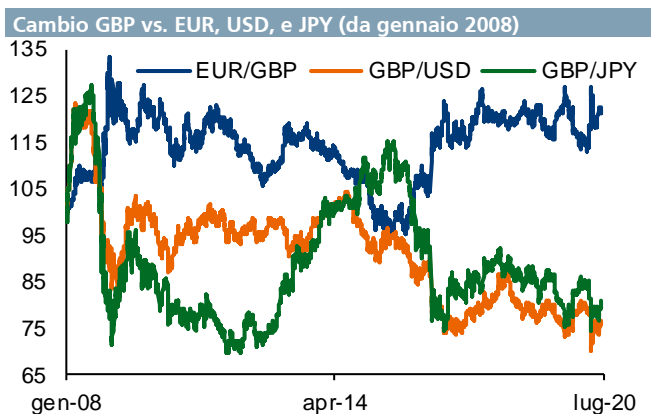
Ciclo economico penalizzato dal COVID-19 e trattativa Brexit stanno incidendo sulla sterlina. Nel meeting di giugno la Banca d'Inghilterra (BoE) ha lasciato invariati i tassi di interesse ma ha ampliato l'obiettivo di *quantitative easing* di 100 miliardi di sterline, portandolo da 645 miliardi a 745 miliardi. La BoE aumenta così i fondi da iniettare nell'economia, visto che i precedenti (e straordinari) 200 miliardi di sterline, finanziati con l'utilizzo di riserve strategiche interne, sono stati utilizzati ad una velocità inattesa a causa delle conseguenze negative del COVID-19 sull'economia. La BoE tornerà a riunirsi il prossimo 6 agosto e forse in quella data sarà più chiaro lo scenario di trattativa con l'Europa sulla Brexit. Di questa incertezza generale chi ne sta pagando le spese è la sterlina che, riflettendo lo status dell'economia britannica, dopo aver in parte recuperato terreno sia nei confronti dell'euro che del dollaro nei mesi di marzo e aprile, sconta ora questo scenario esprimendo una debolezza diffusa non solo verso la divisa USA ma anche verso l'euro e lo yen. Sul fronte Brexit, Regno Unito e Unione Europea sono ancora in stallo, nonostante i buoni propositi delle settimane scorse; di certo, questa situazione non agevola il recupero economico, coi dati di crescita, produzione industriale e occupazione molto deteriorati. Un quadro che nel breve non può che confermare la debolezza della valuta britannica e rimandare il suo possibile recupero, quando almeno una delle tante incertezze che gravano sullo scenario inglese giungano ad un epilogo positivo.

EUR/GBP: il costante allungarsi del periodo di incertezza legato all'accordo Brexit logora lo scenario economico britannico, già irreparabilmente minato dall'emergenza sanitaria. Non cambia il nostro scenario di fondo: nel breve l'incertezza sarà legata alle ricadute sull'economia dell'impatto del coronavirus e all'esito del round di trattative in corso con la UE sulla Brexit, con possibili contraccolpi negativi sulla valuta. Nel medio-lungo termine il tema centrale del mercato resteranno i negoziati e le conseguenze dell'accordo per l'economia inglese, a patto che il grosso dell'emergenza sanitaria e dei suoi effetti negativi sia stato superato. Le stime vedono il cambio a 0,91 a 1 e 3 mesi, 0,90 a 6 mesi, 0,88 a 12 mesi e 0,86 a 24 mesi.

GBP/USD: la sterlina si indebolisce contro tutte le valute e anche contro dollaro. Da un lato, l'aumento dell'avversione al rischio premia la valuta USA come asset difensivo; dall'altro lato, lo scarso ottimismo circa un possibile accordo, nel breve, sulla Brexit tra Gran Bretagna ed Europa ha sgretolato il già fragile recupero che la sterlina aveva messo a segno sul dollaro a marzo/aprile. Ribadiamo come nel breve questo possa confermarsi, favorendo un consolidamento al ribasso della sterlina rispetto al biglietto verde. Le stime vedono il cambio a 1,18 a 1 mese, 1,21 a 3 mesi, 1,25 a 6 mesi, 1,30 a 12 mesi e 1,36 a 24 mesi.

GBP/JPY: lo yen ha ritrovato solo un marginale *appeal* nei confronti degli investitori, come moneta rifugio, grazie al ritorno dell'avversione al rischio, cedendo il primato al dollaro nei portafogli degli operatori in cerca di asset rifugio. La divisa nipponica ha invertito la rotta contro la sterlina, rafforzandosi marginalmente: la sterlina infatti ha incrementato la sua debolezza contro tutte le

principali valute a causa di una serie di problemi, dalle incertezze sulla Brexit, al calo del PIL, alle difficoltà di risoluzione dell'emergenza sanitaria in Inghilterra. Le stime sono pari a 133 a 1 mese, 133 (a 3 mesi e 135 a 6 mesi). Nel medio-lungo: 140 (da 145) a 12 mesi e 141 (da 148) a 24 mesi.



JPY: il ritorno dell'avversione al rischio favorisce la valuta nipponica

Bank of Japan: ancora attendista ma il quadro è fosco e lo yen sembra scontare questa situazione. La valuta giapponese contende al dollaro il ruolo di valuta rifugio, con la divisa statunitense nettamente preferita a quella nipponica ormai dall'inizio della crisi sanitaria. La riunione della Banca del Giappone (BoJ) che si è conclusa lo scorso 16 giugno non ha registrato modifiche agli strumenti di politica monetaria (tassi di interesse fermi e acquisti di titoli sempre illimitati), ma ha visto un'espansione del programma di supporto al credito. La BoJ mantiene infatti uno scenario di estrema preoccupazione per l'economia nipponica a causa del COVID-19. Si è abbassato il livello dei tassi di interesse a breve scadenza e si sono innalzati i tassi più a lunga scadenza ma questo non ha minimamente inciso sulle aspettative di crescita dei prezzi, che restano negative e rendono irraggiungibile, nel medio termine, il target di inflazione del 2%. L'attendismo della BoJ arriva dopo una serie di iniezioni monetarie necessarie a supportare l'economia, messa a dura prova sia dall'emergenza sanitaria provocata dal COVID-19 che dalla contrazione economica causata dal successivo (e forse tardivo) *lockdown*. Il Giappone non è nuovo a periodi di bassi tassi di inflazione e bassi tassi di interesse. Le crisi degli Anni '90 ma anche l'attuale Abenomics (osservata prima dell'evento coronavirus) ne sono un esempio: la gravità della situazione attuale e il deterioramento dei parametri economici in atto non hanno tuttavia precedenti. L'epicentro della crisi è la Cina, prima per l'aspetto economico e ora con riguardo alla sua crescita futura: il posizionamento geografico del Giappone non è un punto di forza nel processo di uscita dalla contrazione economica. In conclusione, in vista del prossimo meeting della BoJ in calendario il 15 luglio, pensiamo che lo yen sconterà ancora questo quadro economico deteriorato.

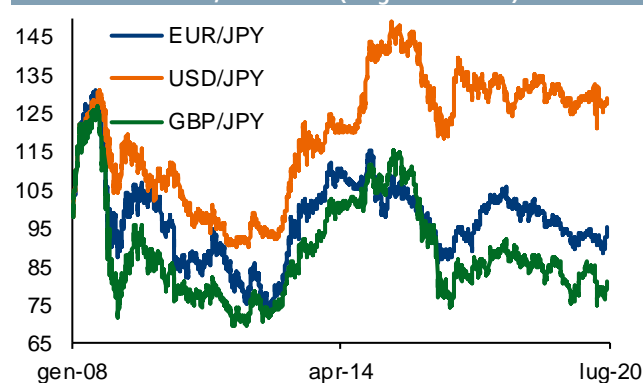
EUR/JPY: il ritorno di una certa avversione al rischio sui mercati ha, da un lato, ridotto la forza dell'euro e, dall'altro, ha esercitato un po' di pressione rialzista sullo yen, nel suo ruolo di asset difensivo. Le tensioni legate all'emergenza sanitaria globale si sono scaricate peraltro in maniera molto blanda sullo yen che, come detto, non è più al primo posto fra le preferenze difensive degli operatori. Questa situazione potrebbe perdurare fintanto che resterà alta l'avversione al rischio. Le stime sono: 114 a 1 mese, 119 a 3 mesi, 123 a 6 mesi, 129 a 12 mesi e 133 a 24 mesi.

USD/JPY: l'avversione al rischio ha avuto un blando ritorno nelle ultime settimane, di pari passo con il verificarsi di nuovi focolai di contagio soprattutto negli Stati Uniti ed in America Latina, facendo temere per una nuova serie di *lockdown* in molti Paesi. Questo ha solo parzialmente rafforzato lo yen, nel suo ruolo di valuta rifugio mentre il grosso della tensione si è scaricato, come ormai abituale, sul dollaro. E' quindi il dollaro a determinare i movimenti del cambio USD/JPY, essendo ormai percepito come asset rifugio per eccellenza a scapito dello yen. Le stime sono 105 a 1 mese e 108 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 110 a 6 mesi, 112 a 12 mesi e 114 a 24 mesi.

GBP/JPY: lo yen ha ritrovato solo un marginale *appeal* nei confronti degli investitori grazie al ritorno dell'avversione al rischio, cedendo il primato al dollaro nei portafogli degli operatori in cerca di asset rifugio. Lo yen ha invertito la rotta contro la sterlina rafforzandosi

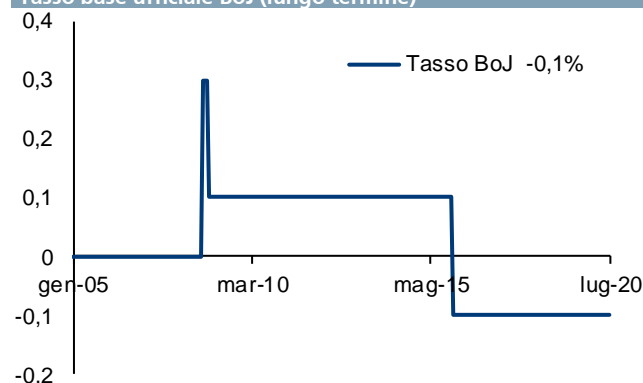
marginale. La divisa britannica ha infatti incrementato la propria debolezza contro tutte le principali divise a causa delle incertezze sulla Brexit, del calo del PIL e delle difficoltà nella risoluzione dell'emergenza sanitaria in UK. Le stime sono pari a 133 a 1 mese, 133 a 3 mesi e 135 a 6 mesi. Nel medio-lungo: 140 (da 145) a 12 mesi e 141 (da 148) a 24 mesi.

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



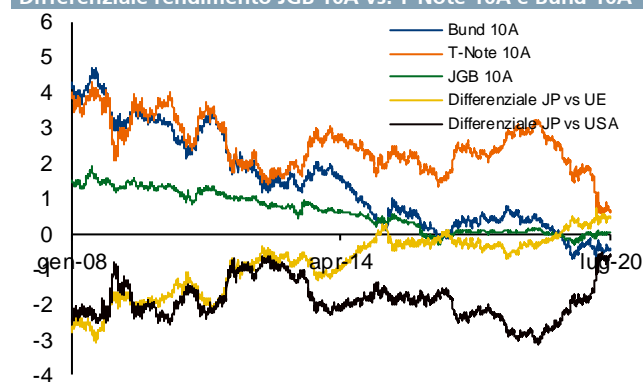
Fonte: Refinitiv-Datastream

Tasso base ufficiale BoJ (lungo termine)



Fonte: Refinitiv-Datastream

Differenziale rendimento JGB 10A vs. T-Note 10A e Bund 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 05.06.2020.

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.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, Monica Bosi