

Frenano l'avversione al rischio e la tensione sulle divise rifugio

EUR – La BCE aumenta la liquidità a disposizione ma prende tempo per valutare gli impatti economici dell'emergenza sanitaria. La Banca Centrale Europea ha varato nuove misure a sostegno della liquidità e del mercato monetario riconoscendo la gravità della situazione. Nel complesso, a fronte di un quadro ancora incerto la BCE ha scelto, da una parte, di offrire ancora maggiore liquidità e a condizioni favorevolissime e, dall'altra, di attendere una maggiore visibilità per meglio affinare la propria politica monetaria. L'euro appare indebolito dall'indecisione in Europa sul varo del Fondo di sostegno alle economie, mentre ha accolto tiepidamente la decisione della Corte di Karlsruhe sul QE della BCE. I piani di acquisto passati e il PEPP, appena varato per far fronte all'emergenza COVID-19, appaiono salvi. La Corte Costituzionale tedesca invita però al rispetto della proporzionalità degli acquisti fra gli stati, fissando un termine di tre mesi per la verifica di questo aspetto. Di questo quadro di indecisione potrebbero pagare le conseguenze l'economia europea e l'euro.

USD – La Fed e la Casa Bianca continuano nella loro azione di supporto al sistema statunitense. La riunione di politica monetaria di aprile della Fed si è conclusa, come previsto, a tassi invariati a 0-0,25% e con l'impegno a mantenerli ai livelli correnti fino a quando l'economia non avrà "resistito agli effetti dell'epidemia". Il dollaro continuerà ad esercitare un forte appeal, di breve, verso gli investitori, in coincidenza col ritorno dell'avversione al rischio dovuta a nuove tensioni legate alla crisi economica. Uno scenario preventivo di media-lunga durata resta arduo; quello che appare certo è che il mercato continuerà a cercare rifugio nella valuta americana, ogni qualvolta ci sarà necessità di asset rifugio. Non a caso la Fed si prodiga, costantemente, a garantire la più ampia disponibilità di liquidità in valuta statunitense sia per il mercato interno ma anche e soprattutto per il resto del sistema finanziario.

GBP – Il mercato sembra premiare le scelte di politica fiscale e monetaria inglesi, favorendo il recupero della sterlina. La sterlina ha messo a segno nelle ultime settimane un discreto recupero rispetto a tutte le altre principali monete. La valuta inglese è fra quelle che maggiormente hanno corretto a causa dello shock generato dall'emergenza sanitaria. Un deterioramento che era parso accentuato da alcune specificità della valuta britannica, vulnerabile per via dell'incertezza legata ai negoziati con la UE. Proprio in virtù delle difficoltà economiche sia la Banca d'Inghilterra che il Governo hanno varato misure straordinarie di sostegno. La sterlina appare però essersi ripresa, metabolizzando le azioni poste in campo e recuperando molte posizioni. Un quadro che almeno nel breve potrebbe confermarsi; premiando le scelte di politica fiscale e monetaria prese dagli inglesi, il mercato è sembrato dare fiducia anche alla valuta, superando le incertezze che riguardano la questione Brexit.

JPY – L'intensificarsi dell'emergenza sanitaria in Giappone complica l'azione di BoJ e Governo. La valuta giapponese consolida il marginale rialzo, in corso già da qualche settimana, in scia al non esplicito aumento "illimitato" dell'acquisto di titoli da parte della Banca del Giappone. La BoJ prende atto delle conseguenze sull'economia dell'epidemia di COVID-19, anche a causa di un lockdown ritardato, rendendosi disponibile ad acquistare più titoli di stato (JGB), in parallelo con la probabile futura mole di emissioni che il Governo varerà, qualora ve ne sia la necessità. Le dinamiche sullo yen si sono repentinamente modificate a partire dalla seconda metà di febbraio, a causa della pandemia in tutto il mondo che ha incrementato l'avversione al rischio. Inizialmente gli operatori si sono riversati sullo yen, rafforzandolo, successivamente hanno però eletto il dollaro a valuta rifugio. Un quadro che pensiamo possa confermarsi ancora per qualche tempo.

6 maggio 2020

12:19 CET

Data e ora di produzione

6 maggio 2020

12:25 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	-0,56
Gilt 10A	0,21
JGB 10A	-0,02

Fonte: Refinitiv Datastream

Cambi

EUR/USD	1,0840
USD/JPY	106,51
GBP/USD	1,2442
EUR/CHF	1,0549
EUR/SEK	10,66
EUR/NOK	11,13
EUR/DKK	7,4632
USD/CAD	1,403
AUD/USD	0,645
NZD/USD	0,6062
USD/ZAR	18,4844
EUR/JPY	115,46
EUR/GBP	0,8713
EUR/CAD	1,5209
EUR/AUD	1,6807
EUR/NZD	1,7884
EUR/ZAR	20,0377
EUR/ISK	159,27
EUR/HUF	350,18

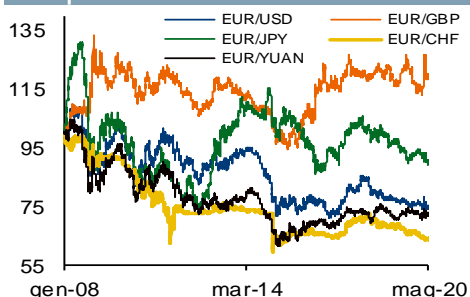
Fonte: Refinitiv Datastream

Previsioni tassi di cambio

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,0840	1,05	1,12	1,15	1,17	1,20
EUR/GBP	0,8713	0,92	0,92	0,89	0,88	0,85
EUR/JPY	115,46	110	123	128	133	137
Altre valute						
GBP/USD	1,2442	1,14	1,22	1,28	1,33	1,40
USD/JPY	106,51	105	110	112	114	115
GBP/JPY	132,51	134	135	134	144	148

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Principali valute estere vs. euro



Fonte: Refinitiv Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 05.05.2020 (salvo diversa indicazione).

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

EUR: volatile, la BCE riconosce la gravità dello scenario offrendo altra liquidità

La BCE aumenta la liquidità a disposizione ma prende tempo per valutare gli impatti economici dell'emergenza sanitaria. La Banca Centrale Europea ha varato nuove misure a sostegno della liquidità e del mercato monetario, riconoscendo come le condizioni finanziarie si siano fatte più restrittive per le imprese e soprattutto per le famiglie. Le scelte della BCE si basano su uno scenario condizionato da un grado di incertezza che non ha precedenti, non a caso viene offerta una forchetta previsiva sulla crescita dell'Eurozona decisamente ampia, tra il -5% e il -12%, basando l'ampiezza della previsione sull'incertezza riguardo la durata e l'efficacia delle misure di contenimento, su quanto il calo della domanda sarà persistente e sul successo delle misure di politica fiscale e monetaria. Ragionamento analogo per le stime di inflazione: la recessione, unita al crollo del prezzo del greggio, implicherà pressioni al ribasso sulla dinamica dei prezzi, forse parzialmente compensate dall'incremento dei prezzi legato alle interruzioni della catena produttiva a causa dei *lockdown* in molti paesi. Nel complesso, a fronte di un quadro ancora incerto la BCE ha scelto, da una parte, di offrire ancora maggiore liquidità e a condizioni favorevolissime e, dall'altra, di attendere una maggiore visibilità per meglio affinare la propria politica monetaria, in base all'evoluzione dello scenario. L'euro appare indebolito dall'incisione in Europa sul varo del Fondo di sostegno alle economie, mentre ha accolto tiepidamente la decisione della Corte di Karlsruhe sul QE della BCE. I piani di acquisto passati e il PEPP, appena varato per far fronte all'emergenza COVID-19, appaiono salvi. La Corte Costituzionale tedesca invita però al rispetto della proporzionalità degli acquisti fra gli stati, fissando un termine di tre mesi per la verifica di questo aspetto. Di questo quadro di indecisione potrebbero pagare le conseguenze l'economia europea e l'euro.

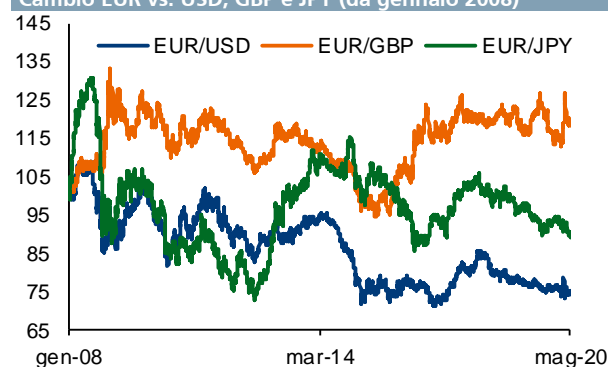
EUR/USD: l'euro/dollaro resta molto volatile in linea con le decisioni straordinarie prese sia dalla Fed che dalla BCE. La Fed ha mutato la politica monetaria in decisamente espansiva, confermando il suo impegno anche nell'ultimo meeting di aprile. Resta inoltre attivissima nel fornire la più ampia disponibilità di liquidità in dollari a tutto il sistema finanziario che continua a rifugiarsi nella moneta e nei titoli di stato USA. L'euro, invece, nelle ultime sedute ha riguadagnato qualche posizione, di pari passo con un certo allentamento dell'avversione al rischio, ma pur sempre in linea con la debolezza del quadro economico europeo. L'EUR/USD è visto a: 1,05 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: Non muta la nostra idea di scenario: nel breve l'incertezza sarà legata alle ricadute sull'economia dell'impatto del coronavirus, con possibili contraccolpi sulla valuta. Solo nel medio-lungo termine il focus del mercato tornerà sui negoziati con la UE e sulle conseguenze dell'accordo, a patto che il grosso dell'emergenza sanitaria e dei suoi effetti negativi sull'economia siano stati assorbiti. Le stime vedono il cambio a 0,92 a 1 e 3 mesi, 0,89 a 6 mesi, 0,88 a 12 mesi e 0,85 a 24 mesi.

EUR/JPY: le tensioni legate all'emergenza sanitaria globale si sono scaricate sull'EUR/JPY in maniera molto più attenuata con oscillazioni del cambio comprese tra 121 e 116; tali movimenti

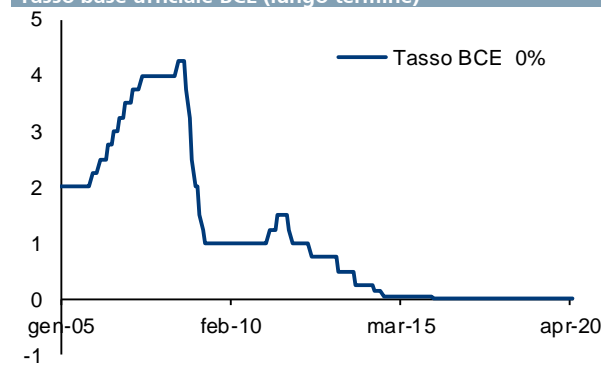
sono stati smussati, a monte, dall'andamento dell'EUR/USD, che ha visto, almeno inizialmente, una concreta debolezza dell'euro contro la divisa USA. Una debolezza dettata proprio dalla forza relativa del dollaro, assurta a valuta rifugio per eccellenza sul mercato dei cambi, in quanto preferito dagli investitori come asset difensivo. L'andamento dell'avversione al rischio resta il fattore di maggior ostacolo al deprezzamento dello yen. Le stime sono: 110 a 1 mese, 123 a 3 mesi, 128 a 6 mesi, 133 a 12 mesi e 137 a 24 mesi.

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



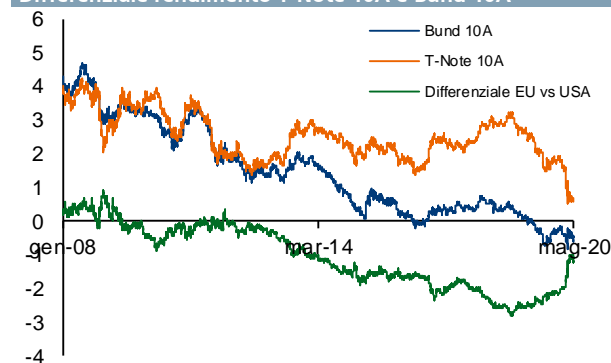
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv Datastream

USD: la marginale frenata dell'avversione al rischio consente al dollaro di rifiatarsi

La Fed e la Casa Bianca continuano nella loro azione di supporto al sistema statunitense. La riunione di politica monetaria di aprile della Fed si è conclusa, come previsto, a tassi invariati a 0-0,25% e con l'impegno a mantenerli ai livelli correnti fino a quando l'economia non avrà "resistito agli effetti dell'epidemia". Lo scenario è ancora profondamente incerto con rischi rivolti verso il basso a causa della limitata visibilità circa gli sviluppi epidemici; è quindi probabile che nelle prossime settimane la Fed navigherà a vista per quanto riguarda la gestione della politica monetaria, tenendosi pronta a potenziare gli strumenti già esistenti o a vararne di nuovi in risposta all'emergenza. La Banca centrale si è infatti impegnata ad offrire tutto il supporto possibile. Durante la conferenza stampa Powell ha inoltre ribadito l'importante ruolo giocato dalla politica fiscale, indicando come "non sia il momento" per preoccuparsi delle dimensioni del deficit federale. La divisa americana continuerà ad esercitare un forte appeal, di breve, verso gli investitori, in coincidenza col ritorno dell'avversione al rischio dovuta a nuove tensioni legate alla crisi economica. Uno scenario previsivo di media-lunga durata resta arduo; quello che appare certo è che il mercato continuerà a cercare rifugio nella valuta americana, ogni qualvolta ci sarà necessità di asset rifugio. Non a caso la Fed si prodiga, costantemente, a garantire la più ampia disponibilità di liquidità in valuta statunitense sia per il mercato interno ma anche e soprattutto per il resto del sistema finanziario. La scommessa sul dollaro resta ancora valida, nel breve, anche se non escludiamo che qualora l'economia americana, ancora una volta, si dimostrasse la più rapida ad uscire dalla crisi economica, la forza del dollaro potrebbe prolungarsi più a lungo.

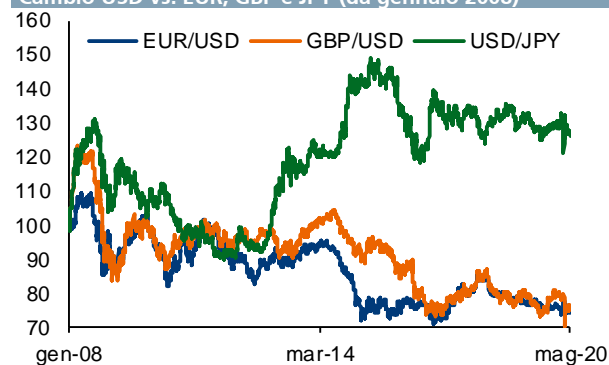
EUR/USD: l'euro/dollaro resta molto volatile in linea con le decisioni straordinarie prese sia dalla Fed che dalla BCE. La Fed ha mutato la politica monetaria in decisamente espansiva, confermando il suo impegno anche nell'ultimo meeting di aprile. Resta inoltre attivissima nel fornire la più ampia disponibilità di liquidità in dollari a tutto il sistema finanziario. L'euro, invece, nelle ultime sedute ha riguadagnato qualche posizione, di pari passo con un certo allentamento dell'avversione al rischio, ma pur sempre in linea con la debolezza del quadro economico europeo. L'EUR/USD è visto a: 1,05 a 1 mese, 1,12 a 3 mesi, 1,15 a 6 mesi, 1,17 a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi.

GBP/USD: il rapido crollo della sterlina, dovuto all'esplosione della pandemia nel Regno Unito, si è marginalmente arrestato nel corso del mese di aprile. Da un lato, il blando indebolimento del dollaro, complice una pausa nell'avversione al rischio che ne ha ridotto il ruolo di valuta rifugio, e dall'altro lato, l'aver metabolizzato l'impatto negativo che l'epidemia di coronavirus sta avendo sull'economia britannica hanno consentito un discreto recupero della sterlina sul dollaro. Pensiamo che nel breve questo quadro possa confermarsi favorendo cioè un consolidamento della divisa britannica rispetto al biglietto verde. Le stime vedono il cambio a 1,14 a 1 mese, 1,22 a 3 mesi, 1,28 a 6 mesi, 1,33 a 12 mesi e 1,40 a 24 mesi.

USD/JPY: l'avversione al rischio appare in marginale frenata nelle ultime giornate, di pari passo con le speranze di uscita rapida dal

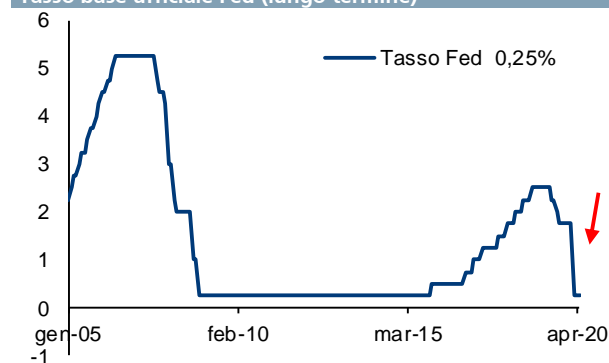
lockdown in molti paesi. Questo ha solo parzialmente spinto al ribasso lo yen, come valuta rifugio, visto che il grosso della precedente tensione si era scaricata sul dollaro. Sulla dinamica del cambio USD/JPY è emersa, e pensiamo possa perdurare, l'idea che sia il dollaro a determinare i movimenti, essendo assunto ad asset rifugio prescelto dagli operatori a scapito dello yen. Le stime indicano 105 a 1 mese e 110 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 112 a 6 mesi, 114 a 12 mesi e 115 a 24 mesi.

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



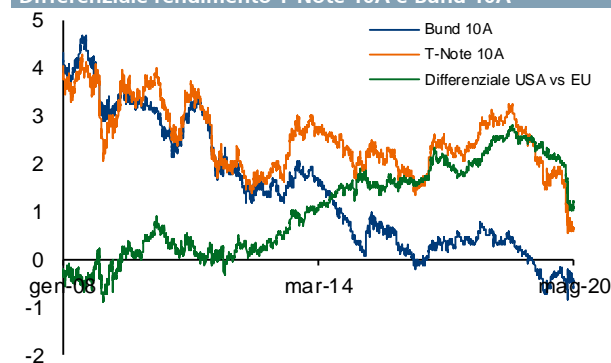
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv Datastream

GBP: recupera pur scontando uno scenario di crisi economica nel post COVID

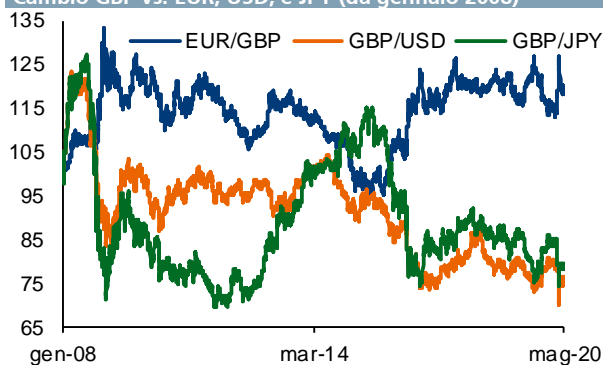
Il mercato sembra premiare le scelte di politica fiscale e monetaria inglesi, favorendo il recupero della sterlina. La sterlina ha messo a segno nelle ultime settimane un discreto recupero rispetto a tutte le altre principali monete. La valuta inglese è fra quelle che maggiormente hanno corretto a causa dello shock generato dall'emergenza sanitaria. Un deterioramento che era parso accentuato da alcune specificità della valuta britannica, vulnerabile per via dell'incertezza legata ai negoziati con la UE. Il periodo di transizione dalla Brexit prosegue anche in piena emergenza economico-sanitaria. L'accordo per il recesso del Regno Unito dalla UE il 31 gennaio 2020 ha aperto un periodo transitorio fino al 31 dicembre, tempo da impiegarsi per tratteggiare i rapporti fra le parti dal 1° gennaio 2021. Già prima della crisi pandemica emergeva un certo scetticismo sulla fattibilità della trattativa, ritenendo troppo breve questo periodo per giungere ad accordi soddisfacenti. Appare chiaro che l'emergenza COVID-19 sta rendendo tutto ancora più complicato, specie in vista del 30 giugno, quando si dovrà decidere se estendere il periodo di transizione. Resta complicato capire come alla luce delle pesantissime ricadute economiche negative prodotte dal coronavirus, la sterlina possa trarre vantaggio da una riapertura dei negoziati con la UE. Proprio in virtù delle difficoltà economiche sia la Banca d'Inghilterra che il Governo hanno varato misure straordinarie di sostegno. La sterlina appare essersi ripresa, metabolizzando le azioni poste in campo e recuperando molte posizioni, un quadro che almeno nel breve potrebbe venir confermato. Premiando le scelte di politica fiscale e monetaria prese dagli inglesi, il mercato è sembrato dare fiducia anche alla valuta, superando le incertezze, pressanti e ineludibili, che riguardano la questione Brexit.

EUR/GBP: la sterlina ha perso contro euro nella prima fase dell'emergenza sanitaria; da qualche settimana è invece in atto un discreto recupero. Non muta la nostra idea di scenario: nel breve l'incertezza sarà legata alle ricadute sull'economia dell'impatto del coronavirus, con possibili contraccolpi sulla valuta. Solo nel medio-lungo termine il focus del mercato tornerà sui negoziati con la UE e sulle conseguenze dell'accordo, a patto che il grosso dell'emergenza sanitaria e dei suoi effetti negativi sull'economia siano stati assorbiti. Le stime vedono il cambio a 0,92 a 1 e 3 mesi, 0,89 a 6 mesi, 0,88 a 12 mesi e 0,85 a 24 mesi.

GBP/USD: il rapido crollo della sterlina, dovuto all'esplosione della pandemia nel Regno Unito, si è marginalmente arrestato nel corso del mese di aprile. Da un lato, il blando indebolimento del dollaro, complice una pausa nell'avversione al rischio che ne ha ridotto il ruolo di valuta rifugio, e dall'altro lato, l'aver metabolizzato l'impatto negativo che l'epidemia di coronavirus sta avendo sull'economia britannica, hanno consentito un discreto recupero della sterlina sul dollaro. Pensiamo che nel breve questo quadro possa confermarsi, favorendo cioè un consolidamento della divisa britannica rispetto al biglietto verde. Le stime vedono il cambio a 1,14 a 1 mese, 1,22 a 3 mesi, 1,28 a 6 mesi, 1,33 a 12 mesi e 1,40 a 24 mesi.

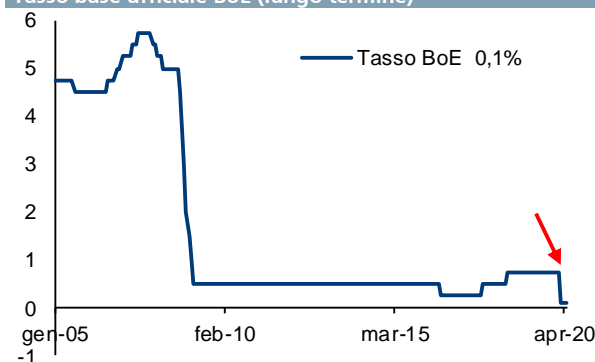
GBP/JPY: lo yen continua a non esercitare un grosso appeal nei confronti degli investitori come moneta rifugio, scalzato dal dollaro nelle fasi di maggior tensione. La sterlina resta marginalmente sotto pressione, indebolita dal forte impatto dell'emergenza sanitaria sui dati economici inglesi. Le stime sono pari a 134 a 1 mese e 135 a 3 mesi, 134 a 6 mesi. Nel medio-lungo: 144 a 12 mesi e 148 a 24 mesi.

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



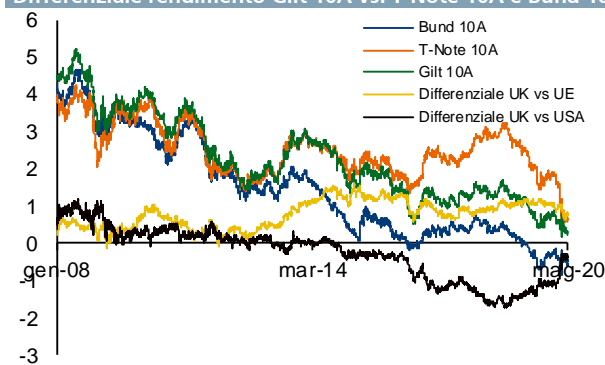
Fonte: Refinitiv Datastream

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: nonostante l'approccio espansivo della BoJ lo yen resta eccessivamente forte

L'intensificarsi dell'emergenza sanitaria in Giappone complica l'azione di BoJ e Governo. La valuta giapponese consolida il marginale rialzo, in corso già da qualche settimana, in scia al non esplicito aumento "illimitato" dell'acquisto di titoli da parte della Banca del Giappone. L'istituto centrale giapponese (BoJ) ha infatti lasciato il tasso sui depositi al -0,1% e il target del rendimento decennale allo 0% (controllo della curva) nella scorsa riunione di aprile. Le nuove mosse sono state comunicate nel corso di una riunione del Comitato della durata di un solo giorno. La BoJ prende atto delle gravi conseguenze sull'economia dell'epidemia di COVID-19, peraltro anche a causa di un *lockdown* ritardato, rendendosi disponibile ad acquistare più titoli di stato (JGB), in parallelo con la probabile futura mole di emissioni di debito che il Governo dovrà affrontare, qualora ve ne sia la necessità. Le dinamiche sullo yen si sono repentinamente modificate a partire dalla seconda metà di febbraio, a causa della pandemia di coronavirus in tutto il mondo che ha incrementato l'avversione al rischio. Inizialmente gli operatori si sono riversati sullo yen, rafforzandolo, successivamente hanno però eletto il dollaro a valuta rifugio.

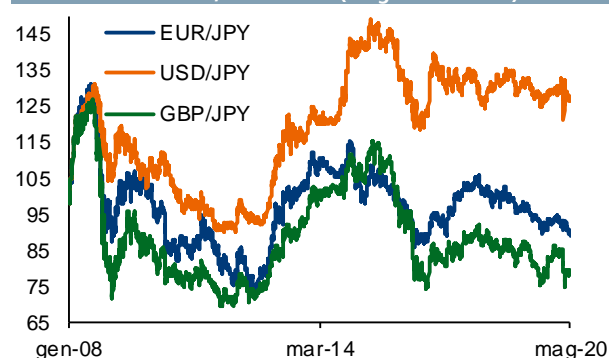
Il Governo Abe ha esteso lo stato di emergenza a tutto il Paese per limitare gli spostamenti dei giapponesi e vara il bonus da 100.000 yen. Stato di emergenza esteso all'intero Paese e un bonus in contanti, queste le scelte del Primo Ministro giapponese Shinzo Abe di fronte all'aggravarsi dell'epidemia. Il Governo fornirà subito un supporto economico di 100.000 yen (circa 850 euro) a tutti i cittadini, in precedenza erano stati stanziati fondi pari a 300.000 yen per ogni nucleo familiare definito "in difficoltà", mentre ora la misura di sostegno è senza vincoli.

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

USD/JPY: l'avversione al rischio appare in marginale frenata nelle ultime giornate, di pari passo con le speranze di uscita rapida dal *lockdown* in molti paesi. Questo ha solo parzialmente spinto al ribasso lo yen, come valuta rifugio, visto che il grosso della precedente tensione si era scaricata sul dollaro. Sulla dinamica del cambio USD/JPY è emersa, e pensiamo possa perdurare, l'idea che sia il dollaro a determinare i movimenti. Le stime indicano 105 a 1 mese e 110 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 112 a 6 mesi, 114 a 12 mesi e 115 a 24 mesi.

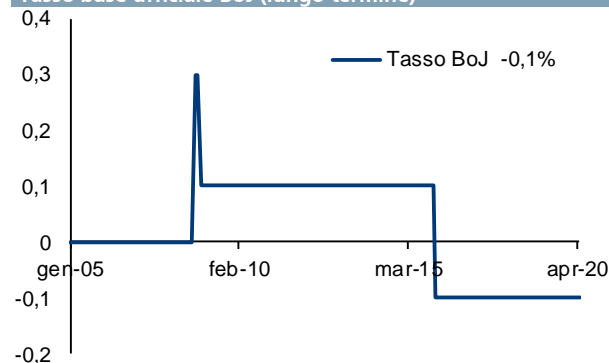
GBP/JPY: lo yen continua a non esercitare un grosso appeal nei confronti degli investitori come moneta rifugio, scalzato dal dollaro nelle fasi di maggior tensione. La sterlina resta marginalmente sotto pressione, indebolita dal forte impatto dell'emergenza sanitaria sui dati economici inglesi. Le stime sono pari a 134 a 1 mese e 135 a 3 mesi, 134 a 6 mesi. Nel medio-lungo: 144 a 12 mesi e 148 a 24 mesi.

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



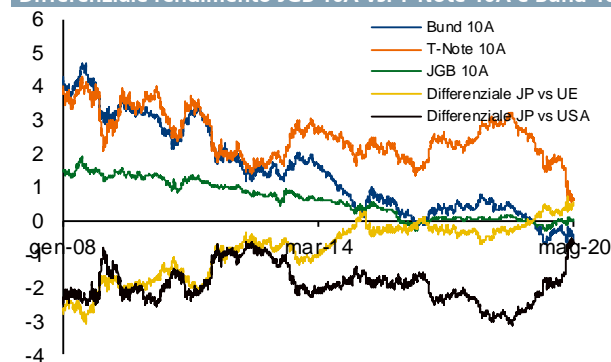
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale BoJ (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento JGB 10A vs. T-Note 10A e Bund 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 08.04.2020.

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: Cristina Baiardi