

L'emergenza sanitaria spinge ad agire le Banche centrali

EUR – La BCE si riserva di intervenire a sostegno dell'economia continentale scossa dal coronavirus. Il mercato dei cambi ha accolto positivamente l'inatteso taglio del costo del denaro da parte della Fed ma forse si aspettava un'azione decisamente più coordinata con le altre Banche centrali, a partire dalla BCE, come già in passato in occasioni di forti emergenze era accaduto. Indiscrezioni danno il Board di Francoforte intento a redigere una serie di misure per fornire liquidità alle imprese colpite dalle ripercussioni economiche dell'epidemia di coronavirus; la speranza è che questo approfondimento abbia una durata temporale non eccessiva, al fine di non perdere la tempestività dell'intervento. Anche nel caso della BCE è difficile pensare che, viste le tensioni sui mercati dovute all'emergenza sanitaria, l'istituto di Francoforte possa attendere il meeting ufficiale calendarizzato per il 12 marzo, che rappresenta tuttavia una data più vicina rispetto al 17-18 marzo della Fed, motivo forse per cui Powell ha deciso di agire prima.

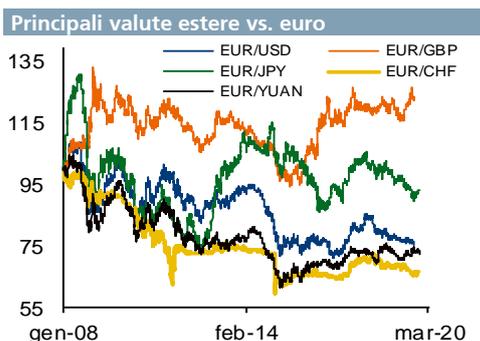
USD – La Fed anticipa i tempi e taglia i tassi dello 0,50% a causa dell'emergenza sanitaria. Le pressioni di Trump, timoroso di ulteriori contraccolpi per l'economia per la paura del virus, hanno alla fine convinto il presidente della Fed che fosse arrivato il momento di prendere una decisione forte e in fretta. Aspettare il meeting del prossimo 17-18 marzo (quando saranno diffuse le nuove proiezioni sull'economia) sarebbe stato troppo rischioso e deleterio. Si è trattato però di una mossa contro la tensione sui mercati che ha generato invece ancora più nervosismo per i modi in cui è stata attuata e senza quel coordinamento che il mercato si attendeva da parte di altre Banche centrali. Il dollaro, dal canto suo, sconta apertamente un cambio di passo espansivo della Fed con il consenso che incorpora quasi altri 50 punti base di taglio nella riunione in programma fra una decina di giorni.

GBP – BoE pronta a intervenire, se necessario, penalizzata la sterlina. Gli occhi del mercato restano fortemente puntati sull'istituto centrale inglese che, peraltro, gode anche di tassi positivi (come la Fed) e ha quindi maggior margine di manovra, potendo agire prima del meeting del 26 marzo, garantendosi una indubbia efficacia dell'intervento. In aggiunta, proprio perché la BoE ha come mandato di evitare shock inattesi al proprio sistema economico (famiglie e imprese), sarebbe intenzionata a consentire alle banche di ridurre temporaneamente le riserve obbligatorie, alla fine di smobilizzare una sorta di "riserve pro-cicliche", che possano essere rapidamente immesse nel sistema e attenuare così gli effetti negativi dell'emergenza in corso. Un quadro che si sta scaricando con forza sulla sterlina, che infatti si deprezza contro tutte le valute da circa una settimana.

JPY – Lo yen, complice l'emergenza sanitaria globale, intercetta l'avversione al rischio degli operatori. La Bank of Japan (attesa riunirsi il prossimo 19 marzo, dopo la Fed) ha poche frecce al proprio arco. I tassi sono ampiamente negativi e una mossa, seppur ulteriormente espansiva, sarebbe meno efficace di quella attuata dalla Fed o di una eventuale da parte della Bank of England. Il tutto in uno scenario in cui si registra il forte rallentamento della crescita nipponica, purtroppo aggravato dalla poco accorta decisione, quantomeno a livello di timing, di innalzare l'IVA per spingere l'inflazione, un intervento che ha ridotto ancor di più i consumi, già depressi. Un segnale quindi che l'approccio ultra-espansivo della BoJ deve comunque rimanere tale, e l'ostacolo derivante da uno yen troppo apprezzato deve essere in qualche modo rimosso.

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1124	1,10	1,12	1,15	1,17	1,20
EUR/GBP	0,8662	0,84	0,84	0,85	0,85	0,83
EUR/JPY	119,50	120	123	127	131	136
Altre valute						
GBP/USD	1,2842	1,30	1,33	1,35	1,38	1,43
USD/JPY	107,43	109	110	111	112	114
GBP/JPY	137,96	140	140	143	144	149

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Refinitiv Datastream

5 marzo 2020

12:54 CET

Data e ora di produzione

5 marzo 2020

13:00 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	1,00
Bund 10A	-0,62
Gilt 10A	0,38
JGB 10A	-0,11

Fonte: Refinitiv Datastream

Cambi	
EUR/USD	1,1124
USD/JPY	107,43
GBP/USD	1,2842
EUR/CHF	1,0638
EUR/SEK	10,56
EUR/NOK	10,31
EUR/DKK	7,4728
USD/CAD	1,3408
AUD/USD	0,661
NZD/USD	0,6283
USD/ZAR	15,3316
EUR/JPY	119,50
EUR/GBP	0,8662
EUR/CAD	1,4914
EUR/AUD	1,6830
EUR/NZD	1,7706
EUR/ZAR	17,0547
EUR/ISK	142,17
EUR/HUF	336,29

Fonte: Refinitiv Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 04.03.2020 (salvo diversa indicazione).

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

EUR: la BCE prende tempo e valuta i riflessi negativi del COVID-19 sul ciclo

La BCE si riserva di intervenire a sostegno dell'economia continentale scossa dal coronavirus. Il mercato dei cambi ha accolto positivamente l'inatteso taglio del costo del denaro da parte della Fed ma forse si aspettava un'azione decisamente più coordinata con le altre Banche centrali, a partire dalla BCE, come già in passato in occasioni di forti emergenze era accaduto. Indiscrezioni danno il Board di Francoforte intento a redigere una serie di misure per fornire liquidità alle imprese colpite dalle ripercussioni economiche dell'epidemia di coronavirus; la speranza è che questo approfondimento abbia una durata temporale non eccessiva, al fine di non perdere la tempestività dell'intervento. Le valute, e l'euro in particolare, hanno poco apprezzato le vaghe dichiarazioni congiunte dei Ministri delle Finanze e governatori delle Banche centrali dei paesi del G7 delle scorse ore, volte a garantire l'impegno a fornire supporto per lo scenario e ad aprire così le porte a possibili misure espansive anche da parte delle altre principali Banche centrali. Di questo quadro di debolezza potrebbero pagare le conseguenze l'economia europea e solo marginalmente l'euro, visto che nel confronto col dollaro, in particolare, la moneta unica sconta la maggior reattività della valuta USA. Anche nel caso della BCE è difficile pensare che, viste le tensioni sui mercati dovute all'emergenza sanitaria, l'istituto di Francoforte possa attendere il meeting ufficiale calendarizzato per il 12 marzo, che rappresenta tuttavia una data più vicina rispetto al 17-18 marzo della Fed, motivo forse per cui Powell ha deciso di agire in anticipo.

EUR/USD: l'euro/dollaro è salito fino a 1,12 sul taglio dei tassi da parte della Fed ma poi ha ritracciato fino a 1,11. Di base le asset class in dollari continuano ad essere comprate, con gli investitori che esprimono la loro preferenza verso la robustezza dell'economia americana. In generale tutti i cambi hanno accolto positivamente l'inatteso taglio del costo del denaro da parte della Fed ma forse il mercato si aspettava un'azione più coordinata con le altre Banche centrali, a partire dalla BCE, come già in passato in occasioni di forti emergenze era accaduto. 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 perde slancio in scia alle attese di taglio dei tassi da parte della BoE, che non appare però in vista; nei giorni scorsi le attese di un intervento congiunto delle Banche centrali avevano focalizzato molto l'attenzione sulla BoE (anch'essa ha tassi positivi come la Fed) e questo ha impattato sulla sterlina, che è scesa molto contro tutte le valute, e in particolare contro euro. Dal canto suo, infatti, la BCE non ha molte armi dal lato dei tassi di interesse; una mossa espansiva dovrebbe pertanto avere una struttura più complessa che non sia un banale abbassamento, a livelli ancor più negativi, dei tassi europei. L'EUR/GBP è visto a 0,84 a 1 e 3 mesi, 0,85 a 6 e 12 mesi e infine a 0,83 a 24 mesi.

EUR/JPY: le tensioni legate all'emergenza sanitaria globale si sono scaricate sullo yen, in una fase in cui le armi della BoJ per accentuare ulteriormente il proprio approccio espansivo scarseggiano concretamente. Questo quadro ha aumentato

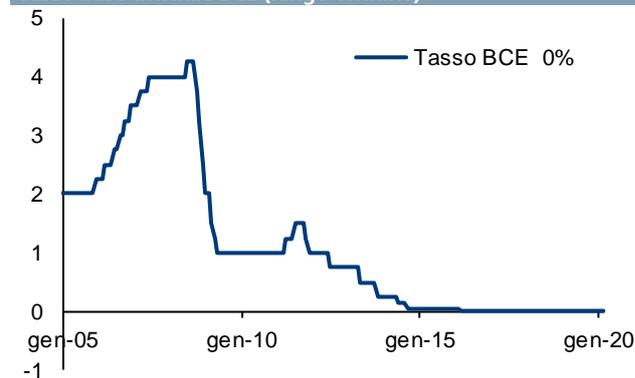
l'avversione al rischio di fondo sul mercato, un fattore che resta il vero ostacolo al deprezzamento strutturale dello yen. Le stime sono: 120 a 1 mese, 123 a 3 mesi, 127 a 6 mesi, 131 a 12 mesi e 136 a 24 mesi.

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



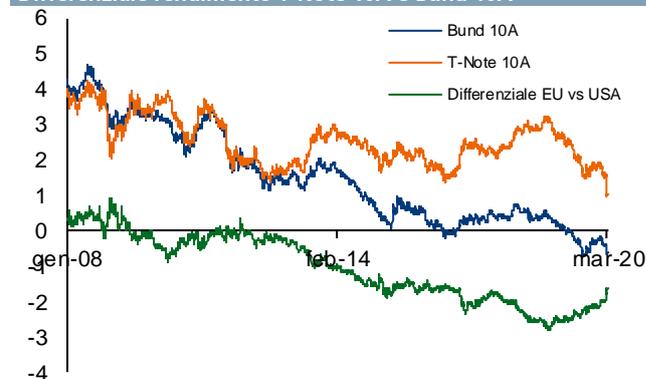
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv Datastream

USD: la Fed taglia i tassi a sorpresa e deprime il dollaro, attesa per altri 50pb

La Fed anticipa i tempi e taglia i tassi dello 0,50% a causa dell'emergenza sanitaria. Negli Stati Uniti il Comitato di politica monetaria della Fed ha deciso all'unanimità di effettuare un taglio dei tassi straordinario sui Fed Funds di 50pb portando l'intervallo di riferimento a 1,0-1,25%. Nel comunicato la Fed ha sottolineato come "i fondamentali dell'economia rimangano solidi ma il coronavirus pone una serie di rischi in evoluzione per l'attività economica". Viene inoltre ribadito come il Comitato continui a monitorare con attenzione gli sviluppi e le implicazioni per lo scenario e come la Banca centrale utilizzerà gli strumenti a disposizione per supportare l'economia, come peraltro indicato dal comunicato del Presidente Powell di venerdì. Le pressioni di Trump, timoroso di ulteriori contraccolpi per l'economia per la paura del virus, hanno alla fine convinto il Presidente della Fed che fosse arrivato il momento di prendere una decisione forte e in fretta. Aspettare il meeting del prossimo 17-18 marzo (quando saranno diffuse le nuove proiezioni sull'economia) sarebbe stato troppo rischioso e deleterio. Si è trattato però di una mossa contro la tensione sui mercati che ha generato invece ancora più nervosismo per i modi in cui è stata attuata e senza quel coordinamento che il mercato si attendeva da parte di altre Banche centrali. Trump, che da mesi chiede tagli ai tassi per rinvigorire l'economia USA e un dollaro debole che renda più competitive le merci americane, non ha mancato di chiedere ulteriori mosse espansive. Il dollaro, dal canto suo, sconta apertamente un cambio di passo espansivo della Fed, con il consenso che incorpora quasi altri 50 punti base di taglio nella riunione in programma fra una decina di giorni.

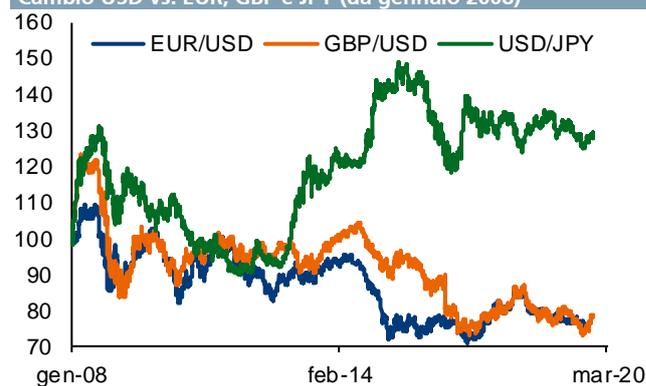
EUR/USD: l'euro/dollaro inverte la rotta e torna a salire, complice l'indebolimento del dollaro a seguito del taglio dei tassi Fed. Di base le asset class in dollari continuano ad essere comprate, con gli investitori che esprimono la loro preferenza verso la robustezza dell'economia americana. I governativi USA sono in forte rialzo con il tasso del decennale sceso per la prima volta sotto l'1%; la carta americana appare un asset difensivo addirittura più efficace di yen e franco svizzero. Solo il dollaro, correttamente, subirà il grosso delle perdite se la Fed dovesse decidere di tagliare ulteriormente i Fed funds anche il 18 marzo. 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 si è molto indebolita con l'acuirsi dell'emergenza sanitaria in Europa. Con l'aumento delle aspettative (poi concretizzatesi) verso la Fed (che ha tassi positivi) sono enormemente cresciute le attese anche per un taglio dei tassi da parte della BoE (anch'essa tassi positivi) e questo ha impattato sulla sterlina, che è scesa contro dollaro nonostante la debolezza della valuta USA. Dimenticati la Brexit e i dati macro in miglioramento nel Regno Unito, il mercato sconta un taglio dei tassi e penalizza la valuta. Le stime vedono il cambio a 1,30 (da 1,32) a 1 mese, 1,33 (da 1,35) a 3 mesi, 1,35 (da 1,38) a 6 mesi, 1,38 (da 1,40) a 12 mesi e 1,43 (da 1,45) a 24 mesi.

USD/JPY: l'avversione al rischio, sopitarsi dopo l'accordo fra USA e Cina, è tornata ad aumentare a causa della diffusione del

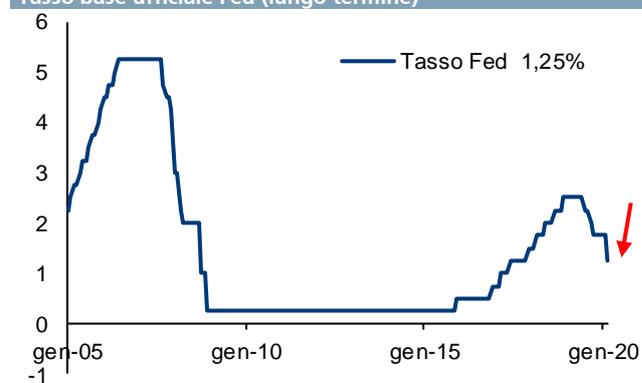
coronavirus in Europa, che ha scatenato l'allarme sanitario globale. Questo è attualmente il driver dello yen, che sta esercitando un forte appeal verso gli investitori come valuta rifugio. Il dollaro/yen è tornato ai minimi da ottobre 2019. Le stime indicano 109 a 1 mese e 110 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 111 a 6 mesi, 112 a 12 mesi e 114 a 24 mesi.

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



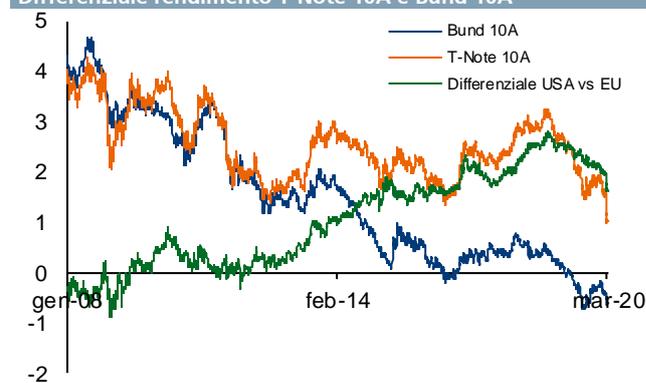
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv Datastream

GBP: la BoE si dice pronta ad agire sia sui tassi che con misure straordinarie

BoE pronta a intervenire, se necessario, penalizzata la sterlina.

Sia Bailey che Carney (nel dualismo fra Governatore entrante e Governatore uscente) hanno segnalato come la Banca d'Inghilterra sarebbe disposta a tagliare i tassi di interesse (fino a 0,10% dagli 0,75% attuali) e consentire alle banche di utilizzare il denaro a basso costo, messo a disposizione, per attenuare l'impatto dell'epidemia di coronavirus sull'economia del Regno Unito. Il ruolo della Banca centrale, per mandato, è quello di "aiutare le imprese e le famiglie del Regno Unito a gestire uno shock economico che potrebbe rivelarsi grave ma che alla fine sarà temporaneo"; per questo gli occhi del mercato restano fortemente puntati sull'istituto centrale inglese che, peraltro, gode anche di tassi positivi (come la Fed) e ha quindi maggior margine di manovra, potendo agire prima del meeting del 26 marzo (con Bailey in carica), garantendosi una indubbia efficacia dell'intervento. In aggiunta, proprio perché la BoE ha come mandato di evitare shock inattesi al proprio sistema economico (famiglie e imprese), sarebbe intenzionata a consentire alla banche di ridurre temporaneamente le riserve obbligatorie, alla fine di smobilizzare una sorta di "riserve pro-cicliche", che possano essere rapidamente immesse nel sistema e attenuare così gli effetti negativi dell'emergenza in corso. Un quadro che si sta scaricando con forza sulla sterlina, che infatti si deprezza contro tutte le valute da circa una settimana.

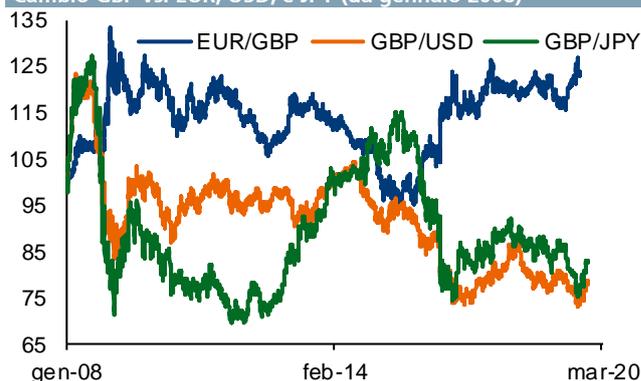
EUR/GBP: la sterlina perde contro euro in attesa delle mosse della BoE e ipoteticamente della BCE. La Banca centrale inglese, al contrario dell'Istituto di Francoforte, sembra aver già redatto un piano di azione dettagliato, volto a supportare espansivamente il proprio sistema economico. Questo si sta riflettendo sulla sterlina, che si sta deprezzando da qualche giorno, in particolare contro euro; la valuta unica infatti sconta l'immobilismo della BCE. L'EUR/GBP è visto a 0,84 a 1 e 3 mesi, 0,85 a 6 e 12 mesi e infine a 0,83 a 24 mesi.

GBP/USD: la sterlina si è molto indebolita con l'acuirsi dell'emergenza sanitaria in Europa. Con l'aumento delle aspettative (poi concretizzate) verso la Fed (che ha tassi positivi) sono enormemente cresciute le attese anche per un taglio dei tassi da parte della BoE (anch'essa ha tassi positivi) e questo ha impattato sulla sterlina, che è scesa molto contro dollaro, nonostante la debolezza della valuta USA. Dimenticati la Brexit e i dati macro in miglioramento nel Regno Unito, il mercato sconta un taglio dei tassi e penalizza la valuta. Le stime vedono il cambio a 1,30 (da 1,32) a 1 mese, 1,33 (da 1,35) a 3 mesi, 1,35 (da 1,38) a 6 mesi, 1,38 (da 1,40) a 12 mesi e 1,43 (da 1,45) a 24 mesi.

GBP/JPY: la sterlina resta sempre in attesa dell'esito degli accordi commerciali a seguito della Brexit, ma intanto subisce un forte ribasso a causa della crescita delle aspettative di taglio dei tassi da parte della BoE. La Bank of England, come la Fed, è l'unica che può dare una scossa reale, abbassando il costo del denaro, grazie al fatto di avere tassi positivi. Per quanto riguarda la BoJ, in vista della riunione del 19 marzo,

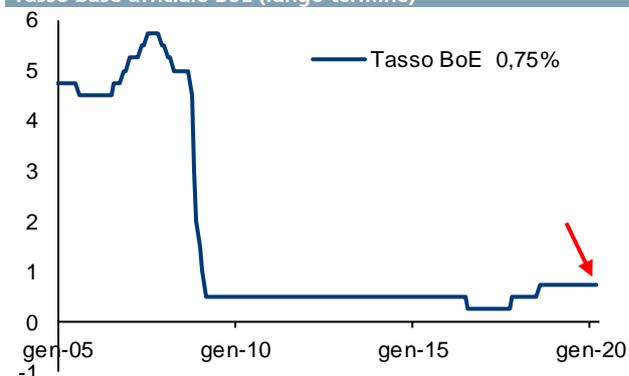
permangono le attese di una posizione ancora più accomodante, vista l'emergenza sanitaria in atto e l'apprezzamento dello yen. Le stime sono pari a 140 (da 142) a 1 mese e 3 mesi, 143 a 6 mesi. Nel medio-lungo: 144 a 12 mesi e 149 a 24 mesi.

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



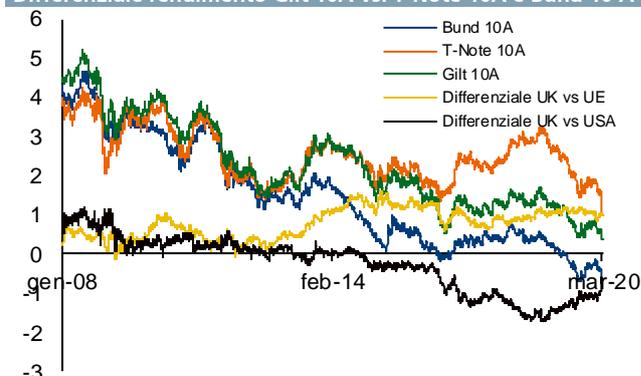
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale BoE (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

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



Fonte: Refinitiv Datastream

JPY: l'avversione al rischio spinge lo yen e la BoJ ha poche armi espansive

Lo yen, complice l'emergenza globale, intercetta l'avversione al rischio degli operatori. L'avversione al rischio degli investitori è salita di pari passo con l'acuirsi dell'emergenza sanitaria globale: un quadro che ha premiato le valute rifugio a scapito di quelle più speculative. La valuta nipponica ha dunque intercettato l'interesse degli investitori intimoriti, che si rifugiano nello yen come asset difensivo. Il mercato si aspetta una mossa congiunta delle Banche centrali, dopo che la Fed ha fatto da capofila tagliando i Fed funds di 50 punti base. È evidente però che la Bank of Japan (attesa riunirsi il prossimo 19 marzo, dopo la Fed) ha poche frecce al proprio arco. I tassi sono ampiamente negativi e una mossa, seppur ulteriormente espansiva, sarebbe meno efficace di quella attuata dalla Fed (tassi positivi) o di una eventuale da parte della Bank of England (tassi positivi). Il tutto in uno scenario in cui si registra il forte rallentamento della crescita nipponica, purtroppo aggravato dalla poco accorta decisione, quantomeno a livello di timing, di innalzare l'IVA per spingere l'inflazione, un intervento che ha ridotto ancor di più i consumi, già depressi. E visto che la crisi sanitaria globale non prospetta certamente un rimbalzo per il 1° trimestre di quest'anno, il rischio di un aggravamento della situazione resta forte. Un segnale quindi che l'approccio ultra-espansivo della BoJ deve comunque rimanere tale, e l'ostacolo derivante da uno yen troppo apprezzato deve essere in qualche modo rimosso.

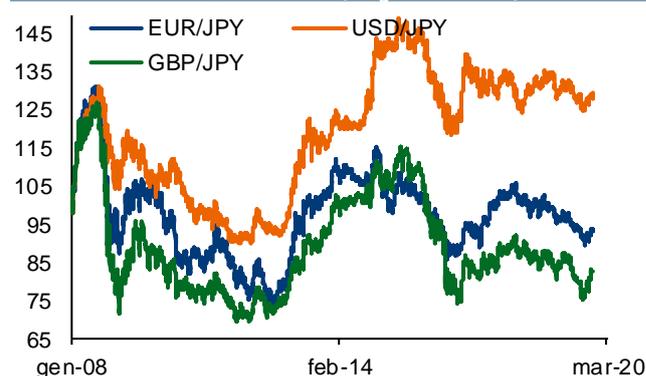
EUR/JPY: le tensioni legate all'emergenza sanitaria globale si sono scaricate sullo yen, in una fase in cui le armi della BoJ per accentuare ulteriormente il proprio approccio espansivo scarseggiano concretamente. Questo quadro ha aumentato l'avversione al rischio di fondo sul mercato, un fattore che resta il vero ostacolo al deprezzamento strutturale dello yen. Le stime sono: 120 a 1 mese, 123 a 3 mesi, 127 a 6 mesi, 131 a 12 mesi e 136 a 24 mesi.

USD/JPY: l'avversione al rischio, sopitasi dopo l'accordo commerciale fra USA e Cina, è tornata ad aumentare a causa della diffusione del coronavirus in Europa, che ha scatenato l'allarme sanitario globale. Questa situazione è attualmente il driver principale dello yen, che sta esercitando un forte appeal verso gli investitori come valuta rifugio. Lo yen, inteso come asset difensivo, è tuttavia estremamente sensibile alle oscillazioni nell'umore degli investitori. Il rapporto tra dollaro e yen è tornato ai minimi da ottobre 2019. Le stime indicano 109 a 1 mese e 110 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 111 a 6 mesi, 112 a 12 mesi e 114 a 24 mesi.

GBP/JPY: per quanto riguarda la BoJ, in vista della riunione del 19 marzo permangono le attese di una posizione ancora più accomodante, vista l'emergenza sanitaria in atto e l'apprezzamento dello yen. La sterlina resta sempre in attesa dell'esito degli accordi commerciali a seguito della Brexit, ma intanto subisce un forte ribasso a causa della crescita delle aspettative di taglio dei tassi anche da parte della BoE. La Bank of England, come la Fed, è l'unica che può dare una scossa

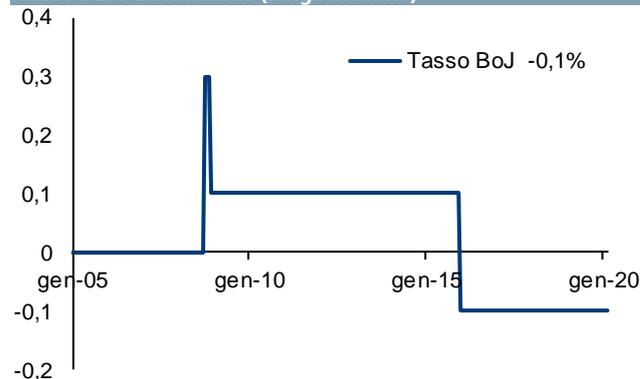
reale, abbassando il costo del denaro, grazie al fatto di avere tassi positivi. Le stime sono pari a 140 (da 142) a 1 mese e 3 mesi, 143 a 6 mesi. Nel medio-lungo: 144 a 12 mesi e 149 a 24 mesi.

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



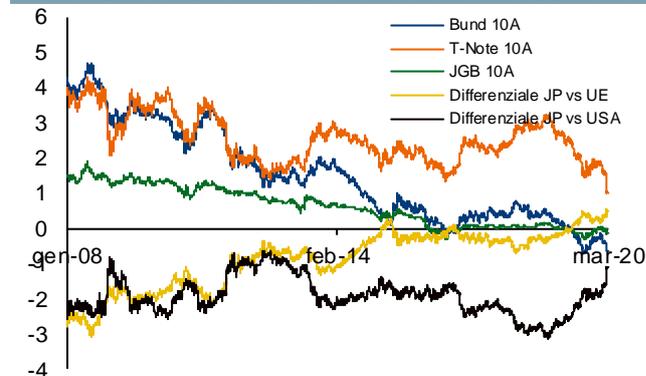
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale BoJ (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

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



Fonte: Refinitiv Datastream

Glossario

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

Avvertenza generale

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

Il presente documento è anche distribuito da Banca IMI, banca autorizzata in Italia e soggetta al controllo di Banca d'Italia e Consob per lo svolgimento dell'attività di investimento, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv Datastream, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 05.02.2020.

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