

## La dinamica del dollaro resta il tema chiave sui cambi

**EUR – La ripresa dell'Eurozona e le scelte BCE su inflazione ed euro restano i temi critici.** Le decisioni della Fed avevano fatto temere, in Europa, una forte corsa al ribasso del biglietto verde. Preoccupazioni che al momento sono parzialmente rientrate anche se la valutazione degli impatti di questa questione, restano ancora tutti da dirimere e al vaglio della BCE. Questa pausa nel trend di svalutazione del dollaro sta consentendo alla BCE, almeno nelle speranze degli investitori, di arrivare al meeting del 29 ottobre con una posizione più chiara su come contrastare la deflazione nell'Eurozona e su come affrontare l'eventuale ostacolo di una moneta unica troppo forte. Auspicando un recupero più robusto dell'economia europea, l'unico modo per vedere un cambio più favorevole è sperare che i dati macro americani siano in costante miglioramento.

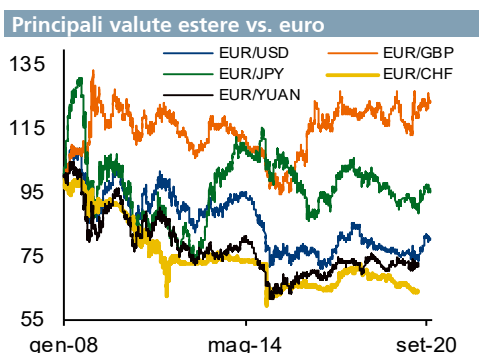
**USD – La debolezza del dollaro e le scelte espansive della Fed restano il tema sul mercato dei cambi.** Le tensioni sui mercati legata all'aumento dei contagi hanno rialzato l'avversione al rischio, deviando parte dei flussi di liquidità verso il dollaro, ormai percepito come valuta rifugio. Una situazione parzialmente accentuata anche dalla crisi sanitaria lampo che ha coinvolto il Presidente Trump. Non cambiano quindi i fattori alla base del nostro scenario. Confermiamo la visione secondo cui la debolezza del dollaro può evitare di accentuarsi nel breve, solo se i dati macroeconomici continueranno ad essere positivi, nonostante i rischi di una nuova ondata di contagi, rafforzando l'idea di un ciclo economico domestico robusto. Viceversa, l'impatto dell'approccio estremamente espansivo della Fed avrà un peso determinante sul dollaro, rendendone pressoché ineludibile il deprezzamento.

**GBP – La sterlina appare indissolubilmente legata alle sorti Brexit e al recupero economico post COVID-19.** Le tensioni che sembrano preludere a un "no-deal" hanno alzato il livello della trattativa che continuerà senza sosta, in vista del summit UE del 15-16 ottobre, anche se il capo-negoziatore UE Barnier ha proposto di fare riferimento a fine ottobre come termine ultimo. Sia i negoziatori che Johnson e la Von der Leyen intensificheranno i colloqui, un accordo equilibrato ridurrebbe i danni per entrambe le parti, visto il rischio di una seconda crisi dettata dal COVID-19, favorendo così anche il recupero della valuta inglese. Le notizie su questo fronte resteranno il *driver* principale della sterlina a cui si somma l'auspicato miglioramento delle statistiche sui dati economici del Regno Unito, un altro fattore imprescindibile per il recupero della moneta.

**JPY – Yen in consolidamento in attesa della Banca del Giappone a fine mese.** Non cambia il quadro sullo yen e in generale sullo stato di salute del Giappone. Il nuovo premier Suga ha chiarito nuovamente di voler continuare sulla strada tracciata dal predecessore. In un momento in cui il Giappone attraversa la peggior crisi economica del dopoguerra. Suga ha di fatto confermato il supporto alla Banca centrale (in agenda il 29 ottobre) nel suo allentamento monetario confermando come il tasso di cambio e la politica monetaria siano aspetti al centro dell'agenda di Governo. L'eccessiva rivalutazione della moneta nipponica, un fattore fisiologico viste le tensioni sui mercati delle ultime settimane, resta la principale sfida del nuovo Primo Ministro, un blando spiraglio sulla tanto attesa svalutazione dello yen.

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
<b>Euro</b>						
EUR/USD	1,1781	1,09	1,20	1,18	1,16	1,18
EUR/GBP	0,9094	0,93	0,91	0,88	0,86	0,85
EUR/JPY	124,43	124	127	127	128	132
<b>Altre valute</b>						
GBP/USD	1,2955	1,27	1,31	1,33	1,35	1,38
USD/JPY	105,62	104	106	108	110	112
GBP/JPY	136,83	136	136	141	142	146

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Refinitiv Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 06.10.2020 (salvo diversa indicazione).

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

7 ottobre 2020

12:45 CET

Data e ora di produzione

7 ottobre 2020

12:50 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	0,76
Bund 10A	-0,52
Gilt 10A	0,27
JGB 10A	0,04

Fonte: Refinitiv Datastream

### Cambi

EUR/USD	1,1781
USD/JPY	105,62
GBP/USD	1,2955
EUR/CHF	1,0780
EUR/SEK	10,50
EUR/NOK	10,92
EUR/DKK	7,4406
USD/CAD	1,3276
AUD/USD	0,7153
NZD/USD	0,6635
USD/ZAR	16,572
EUR/JPY	124,43
EUR/GBP	0,9094
EUR/CAD	1,5640
EUR/AUD	1,6470
EUR/NZD	1,7757
EUR/ZAR	19,5237
EUR/ISK	162,82
EUR/HUF	359,70

Fonte: Refinitiv Datastream

## EUR: il mercato attende una presa di posizione chiara della BCE sull'euro

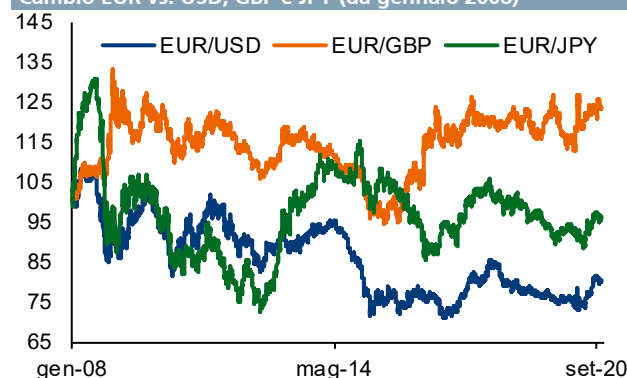
**La ripresa dell'Eurozona e le scelte BCE su inflazione ed euro restano i temi critici.** Le decisioni della Fed avevano fatto temere, in Europa, una forte corsa al ribasso del biglietto verde. Preoccupazioni che al momento sono parzialmente rientrate, grazie al ritorno del cambio EUR/USD sotto la soglia critica di 1,20. Se l'allarme è rientrato, la valutazione degli impatti di questa questione sono invece ancora tutti da dirimere e al vaglio della BCE. Ha suscitato qualche perplessità, a metà settembre, l'affermazione della Lagarde che aveva sottolineato come il compito della BCE non sia quello di occuparsi del tasso di cambio ma dell'inflazione, il cui target del 2% appare per altro lontanissimo, visti i dati sulla dinamica dei prezzi dell'Eurozona che stazionano in territorio negativo, da qualche mese. Questa pausa nel trend di svalutazione del dollaro sta consentendo alla BCE, almeno nelle speranze degli investitori, di arrivare al meeting del 29 ottobre con una posizione più chiara su come contrastare la deflazione nell'Eurozona e su come affrontare l'eventuale ostacolo (alle esportazioni e quindi al recupero del ciclo economico domestico) di una moneta unica troppo forte. Auspicando un recupero più robusto dell'economia europea, di fatto in corso ma con livelli e percentuali oggettivamente meno rosee dell'atteso, l'unico modo per vedere un cambio più favorevole è sperare che i dati macro americani siano in costante miglioramento, contribuendo a frenare la svalutazione del dollaro con effetti positivi per la divisa europea, il cui profilo di previsione resta impostato al rialzo.

**EUR/USD:** la moneta unica è tornata in area 1,17-1,18 contro dollaro dopo il deciso apprezzamento del mese scorso quando era salita fino a 1,20, dopo le dichiarazioni espansive della Fed, che avevano indebolito il dollaro, accentuando in modo anomalo l'apprezzamento della divisa europea. Nelle ultime settimane, complice l'aumento dei contagi e la vicenda Trump, l'avversione al rischio sui mercati ha parzialmente riapprezzato il dollaro, una dinamica che pensiamo possa essere limitata. Il peso accomodante della Fed e la lentezza della BCE nel chiarire la sua futura politica monetaria, riteniamo finirà per confermare il nostro profilo di apprezzamento della valuta unica che temiamo possa essere di ostacolo alla ripresa economica. L'EUR/USD è visto a: 1,09 (da 1,19) a 1 mese, 1,20 a 3 mesi, 1,18 a 6 mesi, 1,16 a 12 mesi e 1,18 a 24 mesi.

**EUR/GBP:** la debolezza della sterlina contro euro è legata alle incertezze sulla trattativa Brexit che pare però subire un'accelerazione, alzandosi di livello, almeno nei protagonisti, visto l'impegno di Johnson e Van der Leyen nel voler risolvere entro fine ottobre. Di base però l'incertezza sulla sterlina resta legata alle ricadute dell'impatto del coronavirus sull'economia e all'esito delle trattative con la UE. Le stime vedono il cambio a 0,93 (da 0,91) a 1 mese e 0,91 a 3 mesi, 0,88 (da 0,94) a 6 mesi, 0,86 (da 0,89) a 12 mesi e 0,85 (da 0,87) a 24 mesi.

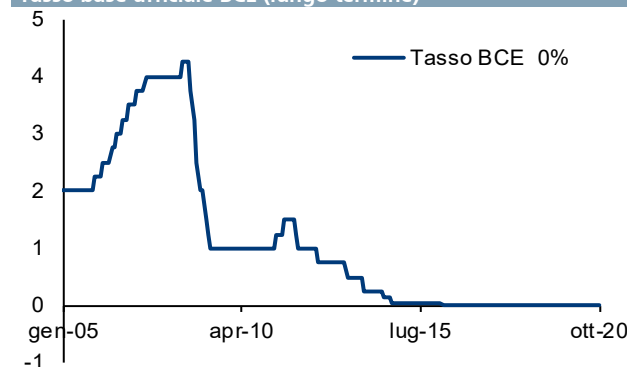
**EUR/JPY:** nonostante la forza relativa dell'euro (pur se inferiore rispetto al mese scorso), dovuta dall'indebolimento della divisa USA, lo yen non si è particolarmente deprezzato rispetto alla moneta unica. Le tensioni legate ad un possibile ritorno dell'emergenza sanitaria si sono scaricate in maniera superficiale sullo yen, limitandone l'azione di asset difensivo, finendo comunque per generare una rivalutazione forse eccessiva della moneta nipponica. Le stime sono: 124 a 1 mese, 127 a 3 e 6 mesi, 128 (da 130) a 12 mesi e 132 (da 135) a 24 mesi.

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



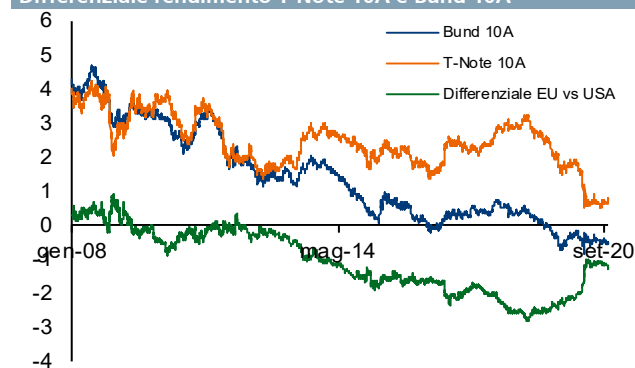
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv Datastream

## USD: pausa nella debolezza del dollaro ma le scelte Fed torneranno a pesare

La debolezza del dollaro, a seguito delle scelte Fed, resta il tema di fondo del mercato dei cambi. Pausa nel deprezzamento del dollaro, le tensioni sui mercati legate all'aumento dei contagi hanno rialzato l'avversione al rischio, deviando parte dei flussi di liquidità verso la valuta statunitense, ormai percepito come valuta rifugio. Una situazione parzialmente accentuata anche dalla crisi sanitaria lampo che ha coinvolto il Presidente Trump. Di fondo però, il dollaro resta pienamente calato nel suo percorso di svalutazione, originato principalmente dalle politiche monetarie ultra espansive della Federal Reserve. Attualmente la situazione appare abbastanza stazionaria per il cambio EUR/USD, con la soglia di attenzione che rimane fissata a 1,20 e un valore di cambio che viene considerato di possibile stress per il recupero dell'economia globale, andando cioè a incidere sul peso delle esportazioni dell'Eurozona, rallentandone così il contributo al rialzo del PIL mondiale. Non cambiano quindi i fattori alla base del nostro scenario. Confermiamo l'idea secondo cui la debolezza della valuta USA può evitare di accentuarsi ulteriormente nel breve, solo se i dati macroeconomici continueranno ad essere positivi, nonostante i rischi di una nuova ondata di contagi, rafforzando l'idea di un ciclo economico domestico robusto. Viceversa, l'impatto dell'approccio estremamente espansivo della Fed avrà un peso determinante sul dollaro, rendendone pressoché ineludibile il deprezzamento.

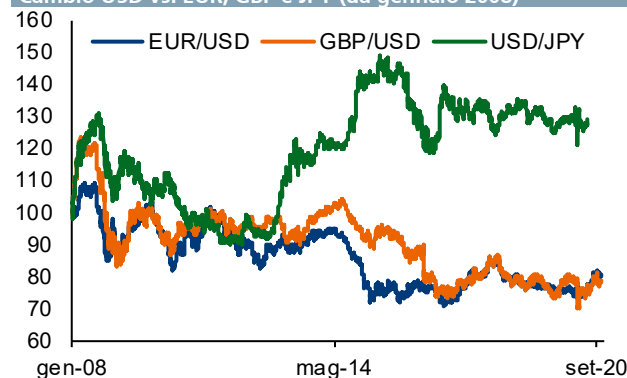
**EUR/USD:** la nuova strategia monetaria della Fed resta il *driver* alla base delle nostre stime di deprezzamento strutturale del dollaro a meno che i dati di recupero del ciclo economico non sorprendano ulteriormente in positivo. I possibili fattori da monitorare restano: una seconda forte ondata di contagi che bloccasse nuovamente l'attività economica favorirebbe la domanda di dollari; in caso contrario l'apprezzamento dell'euro risulterebbe un fattore di indesiderata attenzione per la BCE. L'EUR/USD è visto a: 1,09 (da 1,19) a 1 mese, 1,20 a 3 mesi, 1,18 a 6 mesi, 1,16 a 12 mesi e 1,18 a 24 mesi.

**GBP/USD:** la sterlina si è indebolita un po' contro tutte le valute, e in particolare contro dollaro. La dinamica del cambio GBP/USD continua a rimanere legata a due fattori. Da un lato, la nuova strategia espansiva della Fed che alimenta l'indebolimento della valuta USA, effetto smussato nelle ultime sedute dai problemi di salute del Presidente Trump e dalla ricerca di beni rifugio, come appunto il dollaro. Dall'altro lato, dall'attesa circa un possibile accordo, entro ottobre, sulla Brexit; un tema che grava costantemente e in maniera negativa sulla sterlina. Le stime vedono il cambio a 1,27 (da 1,30) a 1 mese, 1,31 (da 1,28) a 3 mesi, 1,33 (da 1,25) a 6 mesi, 1,35 (da 1,30) a 12 mesi e 1,38 (da 1,35) a 24 mesi.

**USD/JPY:** si rafforza l'idea che sia il dollaro a determinare i movimenti del cambio USD/JPY, visto il nuovo approccio monetario annunciato dalla Fed. La quota di 106 alla quale la valuta nipponica si è saldamente ancorata, contro dollaro,

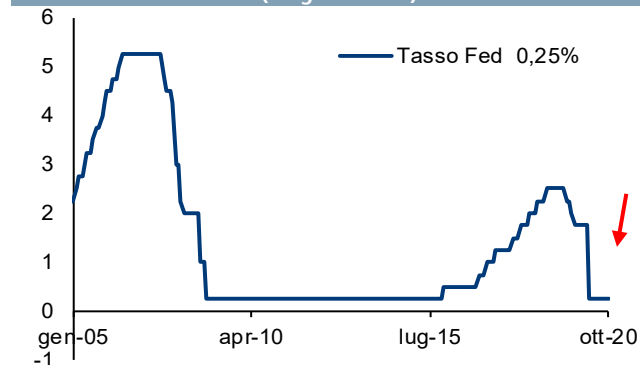
appare il risultato di due forze opposte: rendimenti statunitensi in netto calo rispetto all'aumento delle attività più rischiose ma anche più remunerative. Un quadro che non ha favorito lo yen come asset difensivo (gli operatori hanno da tempo eletto il dollaro a moneta rifugio) consentendogli di consolidare intorno a tale livello. Le stime sono 104 a 1 mese e 106 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 108 a 6 mesi, 110 (da 112) a 12 mesi e 112 (da 114) a 24 mesi.

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



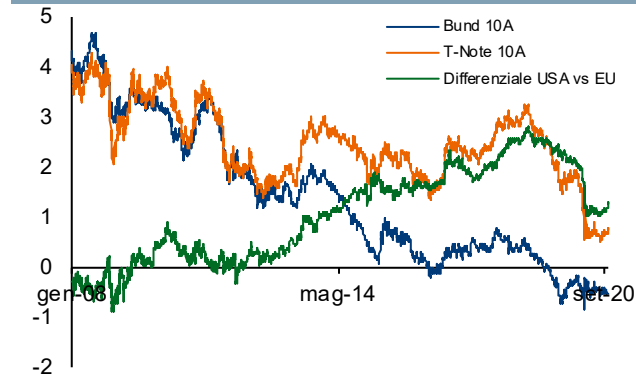
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv Datastream

## GBP: le trattative Brexit si intensificano in vista di fine ottobre

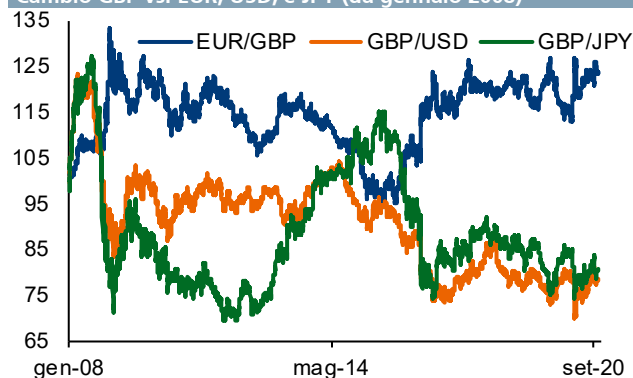
La sterlina appare indissolubilmente legata alle sorti Brexit e al recupero economico post COVID-19. L'approvazione da parte della House of Commons dell'Internal market bill proposto dal premier Johnson, una legge che permetterebbe al Regno Unito di rivedere unilateralmente le regole contenute nel Withdrawal Agreement relative al confine irlandese, ha provocato la reazione della UE. Le tensioni che sembrano preludere ad un "no-deal" hanno invece alzato il livello della trattativa che continuerà senza sosta, in vista del summit UE del 15-16 ottobre, anche se il capo-negoziatore UE Barnier ha proposto di fare riferimento a fine ottobre come termine ultimo. Sia i negoziatori che Johnson e la Von der Leyen intensificheranno i colloqui, consapevoli che un accordo equilibrato ridurrebbe i danni per entrambe le parti, visto il rischio di una seconda crisi dettata dal COVID-19, favorendo così anche il recupero della valuta inglese. Le notizie su questo fronte resteranno il *driver* principale della sterlina a cui si sommano le statistiche sui dati economici del Regno Unito. Un miglioramento della salute dell'economia inglese appare un altro fattore imprescindibile per il recupero della moneta. Stante l'approfondimento che la Bank of England sta facendo circa un possibile via libera a "tassi negativi", ricordiamo che la BoE ha ancora pochissimo margine sui tassi che restano però ancora positivi, in vista del meeting del 5 novembre. Confermiamo il nostro outlook: l'andamento positivo della sterlina è strettamente legato al ridursi delle incertezze sia sul fronte economico che sul fronte Brexit, viceversa un deprezzamento della moneta appare probabile.

**EUR/GBP:** nonostante resti l'incertezza legata all'accordo Brexit, lo scenario economico britannico non appare eccessivamente compromesso anche se sopportare il prolungamento dell'emergenza sanitaria, per un altro inverno, inizia a diventare un fattore critico. 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. Le stime indicano 0,93 (da 0,91) a 1 mese e 0,91 a 3 mesi, 0,88 (da 0,94) a 6 mesi, 0,86 (da 0,89) a 12 mesi e 0,85 (da 0,87) a 24 mesi.

**GBP/USD:** la sterlina si è leggermente indebolita contro tutte le valute, e in particolare contro dollaro. La dinamica del cambio GBP/USD continua a rimanere legata a due fattori: 1) l'attesa circa un possibile accordo, entro ottobre, sulla Brexit tra Gran Bretagna ed Europa; un tema che grava costantemente e in maniera negativa sulla sterlina; 2) la nuova strategia espansiva della Fed che alimenta l'indebolimento della valuta USA, effetto smussato nelle ultime sedute dai problemi di salute del Presidente Trump e dalla ricerca di beni rifugio, come appunto il dollaro. Le stime vedono il cambio a 1,27 (da 1,30) a 1 mese, 1,31 (da 1,28) a 3 mesi, 1,33 (da 1,25) a 6 mesi, 1,35 (da 1,30) a 12 mesi e 1,38 (da 1,35) a 24 mesi.

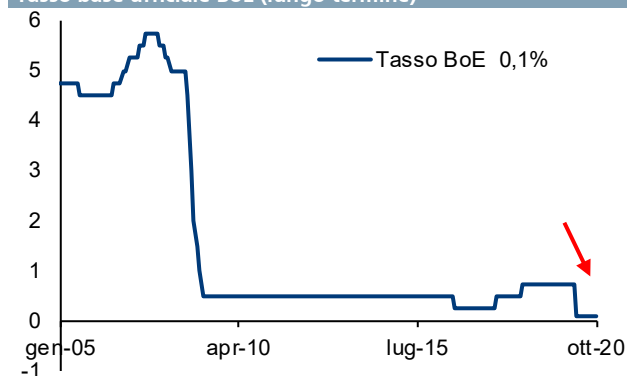
**GBP/JPY:** lo yen ha ridotto ulteriormente il proprio *appeal* nei confronti degli investitori, come moneta rifugio, nonostante il ritorno di una certa avversione al rischio. La divisa nipponica ha invertito la rotta contro la sterlina, indebolendosi marginalmente nelle ultime settimane viste le incertezze sulla Brexit. Le stime sono pari a 136 (da 138) a 1 e 3 mesi, 141 (da 140) a 6 mesi. Nel medio-lungo: 142 a 12 mesi e 146 (da 150) a 24 mesi.

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



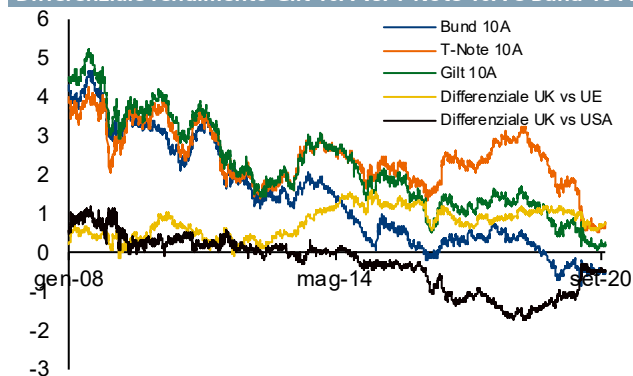
Fonte: Refinitiv Datastream

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: la valuta nipponica consolida pur senza esercitare alcun appeal difensivo

**Yen in consolidamento in attesa della Banca del Giappone a fine mese.** Non cambia il quadro sullo yen e in generale sullo stato di salute del Giappone. Il nuovo premier Suga ha chiarito nuovamente di voler continuare sulla strada tracciata dal predecessore. In un momento in cui il Giappone attraversa la peggior crisi economica del dopoguerra. La strada che Suga intende seguire è chiara passa per l'affermazione per cui non c'è alcun limite al volume di titoli di stato che possono essere emessi. L'obiettivo del nuovo Governo resta il miglioramento delle condizioni economiche, la difesa e creazione di posti di lavoro e la salvaguardia delle imprese. Come detto, a differenza di Abe, che ha basato tutta l'azione del Governo sull'aggressivo allentamento monetario della Bank of Japan, Suga ha chiarito di volersi discostare dall'idea di una politica monetaria espansiva a tutti i costi. La strategia di contrasto alla crisi economica attraverso l'emissione di ulteriori titoli di stato, in un momento in cui il debito pubblico giapponese è ai massimi storici, conferma un approccio più incline all'aumento del deficit di bilancio. Una scelta che rischia di avere conseguenze macroeconomiche negative dal punto di vista finanziario. Suga ha di fatto confermato il supporto alla Banca centrale (la riunione è in agenda il 29 ottobre) nel suo allentamento monetario, rinnovando l'accordo politico tra il Governo e la Banca centrale stessa. Suga aveva già fra le sue deleghe, sotto il governo Abe, quella relativa al controllo della dinamica dello yen per le scelte economiche dell'Esecutivo, che resta decisamente troppo apprezzato e di ostacolo all'export nipponico. L'eccessiva rivalutazione della moneta, un fattore fisiologico viste le tensioni sui mercati delle ultime settimane, resta la principale sfida del nuovo Primo Ministro.

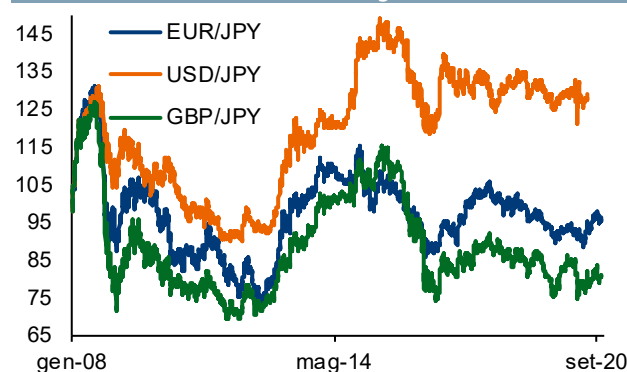
**EUR/JPY:** nonostante la forza relativa dell'euro (pur se inferiore rispetto al mese scorso), dovuta dall'indebolimento della divisa USA, lo yen non si è particolarmente deprezzato rispetto all'euro. Le tensioni legate ad un possibile ritorno dell'emergenza sanitaria si sono scaricate in maniera superficiale sullo yen, limitandone l'azione di asset difensivo, finendo comunque per generare una rivalutazione forse eccessiva della moneta nipponica. Le stime sono: 124 a 1 mese, 127 a 3 e 6 mesi, 128 (da 130) a 12 mesi e 132 (da 135) a 24 mesi.

**USD/JPY:** la quota di 106 alla quale la valuta nipponica si è saldamente ancorata, contro dollaro, appare il risultato di forze opposte: rendimenti statunitensi in netto calo rispetto all'aumento delle attività più rischiose ma anche più remunerative. Un quadro che non ha favorito lo yen come asset difensivo (gli operatori hanno da tempo eletto il dollaro a moneta rifugio) consentendogli di consolidare intorno a tale livello. Si rafforza pertanto l'idea che sia il dollaro a determinare i movimenti del cambio USD/JPY, visto il nuovo approccio monetario annunciato dalla Fed. Le stime sono 104 a 1 mese e 106 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 108 a 6 mesi, 110 (da 112) a 12 mesi e 112 (da 114) a 24 mesi.

**GBP/JPY:** lo yen ha ridotto ulteriormente il proprio *appeal* nei confronti degli investitori, come moneta rifugio, nonostante il

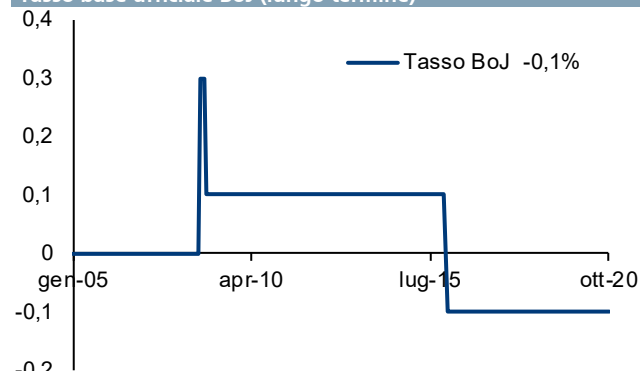
ritorno di una certa avversione al rischio. La divisa nipponica ha invertito la rotta contro la sterlina, indebolendosi marginalmente nelle ultime settimane nonostante la sterlina non abbia recuperato contro tutte le principali valute viste le incertezze sulla Brexit. Le stime sono pari a 136 (da 138) a 1 e 3 mesi, 141 (da 140) a 6 mesi. Nel medio-lungo: 142 a 12 mesi e 146 (da 150) a 24 mesi.

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



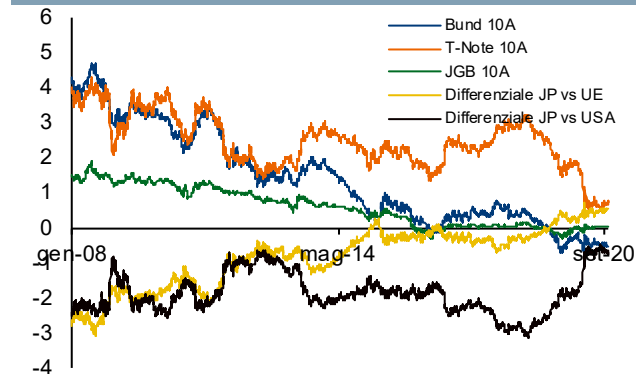
Fonte: Refinitiv Datastream

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 prestatore 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.

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.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, Refinitiv).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv, 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 04.09.2020.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, 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.intesasanpaolo.com](http://www.intesasanpaolo.com)) e nel sito ad accesso riservato Market Hub (<https://markethub-imi.intesasanpaolo.com>).

## 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) 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 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 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 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 Rizzo

Andrea Volpi

### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Monica Bosi