

## La dinamica del dollaro appare essere il futuro driver sui cambi

**EUR – Cambio euro/dollaro, politica monetaria e ripresa dell'Eurozona i temi al vaglio della BCE.** L'euro si apprezza contro dollaro a causa del cambio di strategia della Fed. In un quadro ancora critico, caratterizzato dal costante crollo dell'inflazione e da un recupero economico ancora lontano, pur in un'ottica di cauto ottimismo sul 3° trimestre, è apparso subito evidente che il rafforzamento della moneta unica rappresenta per la BCE una preoccupazione ulteriore, specie dopo la puntata sopra 1,20 contro la divisa americana. L'euro è una moneta fortemente dipendente dall'export ed è chiaro che una valuta eccessivamente apprezzata tende a rendere meno competitive le esportazioni, diventando un ostacolo e contribuendo a deprimere la crescita dei prezzi interni. In attesa di un recupero più concreto dell'economia europea, l'unico modo per vedere un cambio più favorevole è sperare che i dati USA continuino a migliorare, aiutando a frenare l'indebolimento del dollaro con effetti benefici per l'euro.

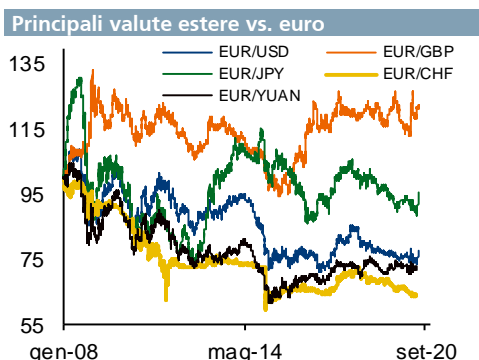
**USD – Il nuovo approccio della Fed e l'indebolimento del dollaro saranno i driver del mercato dei cambi.** Powell ha espresso a Jackson Hole i nuovi obiettivi della Banca centrale, che restano legati all'inflazione e alla disoccupazione ma che si tradurranno in una politica monetaria più espansiva sia in termini di tassi di equilibrio di lungo periodo sia di fasi di allentamento monetario, che saranno più lunghe rispetto alle precedenti. Sul mercato stanno progressivamente aumentando le aspettative d'inflazione implicite nei rendimenti nominali dei Treasury. Di conseguenza, sul mercato dei cambi si stanno formando aspettative di inflazione in crescita e di maggior tolleranza da parte della Fed, che lasciando i tassi bassi a lungo è probabile amplifichi il deprezzamento della valuta americana. La debolezza della valuta USA, alla luce di questo scenario prospettico, può evitare di accentuarsi ulteriormente, almeno nel breve, solo se i dati macroeconomici continueranno ad essere positivi, nonostante i contagi in aumento, rafforzando l'idea di un ciclo economico interno in deciso recupero. Viceversa, l'impatto del cambio di passo espansivo della Fed avrà un peso presumibilmente determinante sul dollaro, rendendone probabile l'indebolimento.

**GBP – La sterlina resta legata al recupero economico post COVID-19 e alla trattativa sulla Brexit.** Un'evoluzione positiva della Brexit e il prosieguo dell'allentamento quantitativo della Banca d'Inghilterra restano i principali driver di sostegno alla sterlina. La Banca d'Inghilterra (BoE) tornerà a riunirsi il 17 settembre avendo incamerato i recenti dati di inflazione, che hanno segnalato una dinamica rialzista sui prezzi, in controtendenza rispetto ai valori di Europa e Stati Uniti, ma col tema Brexit ancora aperto. Resta comunque improbabile che l'aumento dell'inflazione e le trattative Brexit ostacolino la Bank of England nel sostenere l'economia con ulteriori stimoli. Confermiamo quindi 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.

**JPY – In attesa della BoJ, il driver dello yen restano le dimissioni del premier giapponese Abe.** Nello specifico, il deciso apprezzamento dello yen emerge in maniera chiara nel movimento di ribasso del cambio USD/JPY. Tale dinamica si è accentuata dopo l'inattesa uscita di scena di Abe che, seppur in termini non drammatici, ha comunque creato incertezza nel quadro politico/economico nipponico, enfatizzando ulteriormente la salita delle quotazioni dello yen. In questa fase resta però il dollaro a determinare i movimenti del tasso di cambio con lo yen, visto il nuovo approccio monetario espansivo annunciato dalla Fed.

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
<b>Euro</b>						
EUR/USD	1,1833	1,19	1,20	1,18	1,16	1,18
EUR/GBP	0,8923	0,91	0,91	0,94	0,89	0,87
EUR/JPY	125,56	124	127	127	130	135
<b>Altre valute</b>						
GBP/USD	1,3262	1,30	1,28	1,25	1,30	1,35
USD/JPY	106,11	104	106	108	112	114
GBP/JPY	140,73	138	138	140	142	150

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Refinitiv Datastream

4 settembre 2020

11:39 CET

Data e ora di produzione

4 settembre 2020

11:45 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	0,64
Bund 10A	-0,49
Gilt 10A	0,25
JGB 10A	0,04

Fonte: Refinitiv Datastream

Cambi	
EUR/USD	1,1833
USD/JPY	106,11
GBP/USD	1,3262
EUR/CHF	1,0772
EUR/SEK	10,36
EUR/NOK	10,57
EUR/DKK	7,44
USD/CAD	1,3132
AUD/USD	0,7268
NZD/USD	0,6697
USD/ZAR	16,7933
EUR/JPY	125,56
EUR/GBP	0,8923
EUR/CAD	1,5540
EUR/AUD	1,6282
EUR/NZD	1,7669
EUR/ZAR	19,8724
EUR/ISK	164,70
EUR/HUF	359,03

Fonte: Refinitiv Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 03.09.2020 (salvo diversa indicazione).

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

## EUR: le mosse della Fed costringeranno la BCE a una reazione?

**Cambio euro/dollaro, politica monetaria e ripresa dell'Eurozona i temi al vaglio della BCE.** Archiviato il capitolo Consiglio Europeo e varato il "Next Generation EU", i cui progetti di finanziamento dei singoli paesi sono attesi proprio nel mese di settembre, l'euro si apprezza contro dollaro a causa del cambio di strategia della Fed. In un quadro ancora critico, caratterizzato dal costante crollo dell'inflazione e da un recupero economico ancora lontano, pur in un'ottica di cauto ottimismo sul 3° trimestre, è apparso subito evidente che il rafforzamento della moneta unica rappresenta per la BCE una preoccupazione ulteriore, specie dopo la puntata sopra 1,20 contro la divisa americana. Se l'euro si rafforza e le attese di mercato sono per una continua salita, allora le previsioni di inflazione rischiano di essere ulteriormente riviste al ribasso e questo è un fattore di ulteriore complicazione per le scelte della BCE, che si riunirà il prossimo 10 settembre. L'euro è una moneta fortemente dipendente dall'export ed è chiaro che una valuta eccessivamente apprezzata tende a rendere meno competitive le esportazioni, diventando un ostacolo e contribuendo a deprimere la crescita dei prezzi interni (rendendo le importazioni più economiche, acquistate cioè con una valuta forte). In attesa di un recupero più concreto dell'economia europea, l'unico modo per vedere un cambio più favorevole è sperare che i dati macro americani continuino a migliorare, contribuendo a frenare l'indebolimento del dollaro con effetti benefici per la divisa europea.

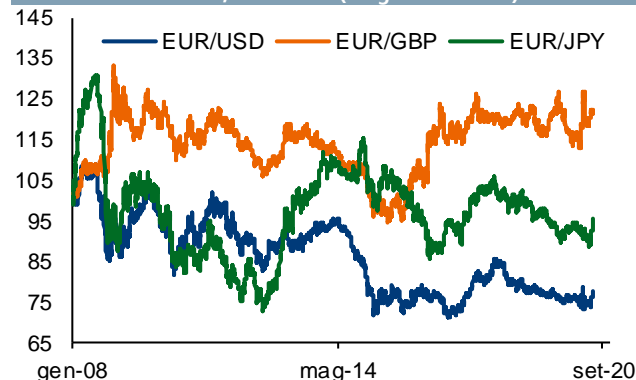
**EUR/USD:** la moneta unica è tornata in area 1,20 contro dollaro dopo le dichiarazioni ulteriormente espansive della Fed, che hanno spinto al ribasso le quotazioni del dollaro accentuando in modo anomalo l'apprezzamento della divisa europea. In questo quadro, sarà cruciale la risposta della BCE, anch'essa coinvolta in un processo di revisione della strategia di politica monetaria che tuttavia dovrebbe concludersi solo a metà del prossimo anno. Tale tempistica è forse troppo lenta vista la velocità con cui la situazione sui cambi si sta evolvendo e considerando che gli effetti di un euro troppo forte rischiano di scaricarsi sulla possibile ripresa economica, attesa nel 3° trimestre. L'EUR/USD è visto a: 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 del dollaro ha consentito un deciso rafforzamento di tutte le altre valute, in relativo. Questa forza relativa si è scaricata anche sulla sterlina contro euro. Di fondo però non cambiano i temi: l'incertezza sulla sterlina resta legata alle ricadute dell'impatto del coronavirus sull'economia e all'esito dei round di trattative con la UE sulla Brexit, con possibili contraccolpi negativi sulla valuta. Le stime vedono il cambio a 0,91 a 1 e 3 mesi, 0,94 a 6 mesi, 0,89 a 12 mesi e 0,87 a 24 mesi.

**EUR/JPY:** le tensioni legate ai nuovi contagi si sono scaricate in maniera piuttosto blanda sullo yen, così come le dimissioni del premier Abe, generando solo una maggior volatilità e incertezza sul cambio EUR/JPY. Tasso di cambio marginale in questa fase in cui i relativi cross col dollaro sono i veri

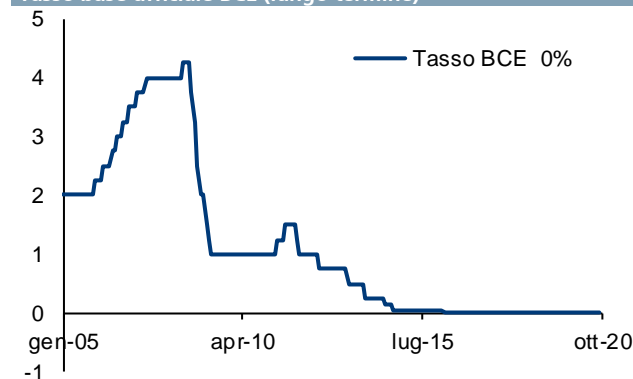
protagonisti del mercato. Questa situazione potrebbe perdurare fintanto che gli effetti della nuova politica monetaria americana non troveranno un'adeguata reazione da parte di BCE e BoJ. Le stime sono: 124 a 1 mese, 127 a 3 e 6 mesi, 130 a 12 mesi e 135 a 24 mesi.

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



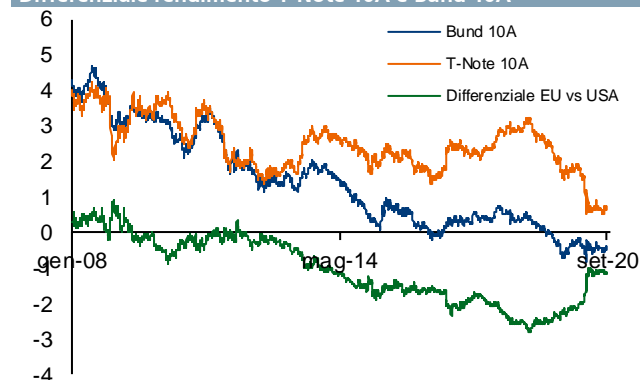
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv Datastream

## USD: la Fed modifica la politica monetaria e indebolisce la valuta

Il nuovo approccio della Fed e l'indebolimento del dollaro saranno i driver del mercato dei cambi. La Federal Reserve ha deciso di modificare la propria strategia di politica monetaria prima del meeting del 16 settembre. Powell ha espresso a Jackson Hole i nuovi obiettivi della Banca centrale, che restano legati all'inflazione e alla disoccupazione ma che si tradurranno in una politica monetaria più espansiva sia in termini di tassi di equilibrio di lungo periodo sia di fasi di allentamento monetario, che saranno più lunghe rispetto alle precedenti. Sui mercati l'annuncio della Fed si è tradotto in curve dei Treasury più ripide, sulla scia dell'apertura a potenziali periodi di inflazione sopra il target del 2% che non prevedranno una rapida reazione da parte della Fed. Il mercato sembra dare fiducia alla nuova strategia e di conseguenza stanno progressivamente aumentando le aspettative d'inflazione implicite nei rendimenti nominali dei Treasury. Di conseguenza, sul mercato dei cambi si stanno formando aspettative di inflazione in crescita e di maggior tolleranza da parte della Fed, che lasciando i tassi bassi a lungo è probabile amplifichi il deprezzamento della valuta americana. La debolezza della valuta USA, alla luce di questo scenario prospettico, può evitare di accentuarsi ulteriormente, almeno nel breve, solo se i dati macroeconomici continueranno ad essere positivi, nonostante i contagi in aumento, rafforzando l'idea di un ciclo economico interno in deciso recupero. Viceversa, l'impatto del cambio di passo espansivo della Fed avrà un peso presumibilmente determinante sul dollaro, rendendone probabile l'indebolimento.

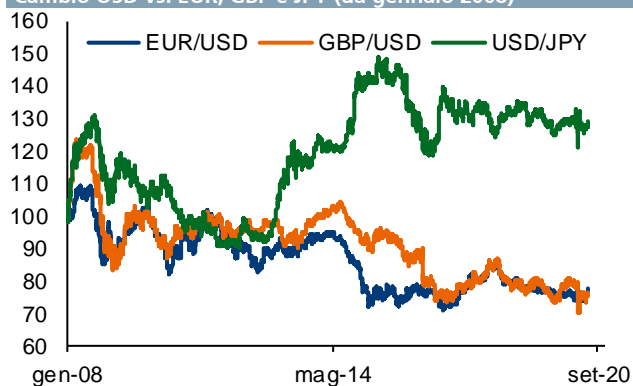
**EUR/USD:** la nuova strategia monetaria della Fed avrà come probabile conseguenza un deprezzamento strutturale del dollaro a meno che i dati di recupero del ciclo economico non sorprendano ulteriormente in positivo. Questo nonostante restino inalterate le paure relative ai nuovi contagi negli Stati Uniti. Di fondo però è venuta meno un po' di pressione rialzista sul dollaro, frutto di un clima cautamente più sereno, che acuisce ulteriormente il rialzo dell'euro, anche se la valuta unica resta alle prese con le incertezze sul recupero economico dell'Eurozona. L'EUR/USD è visto a: 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:** l'indebolimento del dollaro delle ultime sedute ha consentito un recupero, di breve, alla sterlina. La dinamica del cambio GBP/USD continua ad essere vincolata a due fattori. Da un lato, la nuova strategia espansiva della Fed rischia di favorire l'indebolimento della valuta USA; dall'altro lato, lo scarso ottimismo circa un possibile accordo, nel breve, sulla Brexit tra Gran Bretagna ed Europa resta un tema che grava costantemente sulla sterlina. Le stime vedono il cambio a 1,30 a 1 mese, 1,28 a 3 mesi, 1,25 a 6 mesi, 1,30 a 12 mesi e 1,35 a 24 mesi.

**USD/JPY:** il dollaro rafforza il suo ruolo di fattore determinante per i movimenti del cambio USD/JPY, specie ora che la Fed ha preannunciato una nuova strategia di politica monetaria, i cui effetti rischiano di provocare un indebolimento strutturale della divisa americana. L'avversione al rischio ha avuto una decisa frenata nelle ultime settimane, nonostante il verificarsi

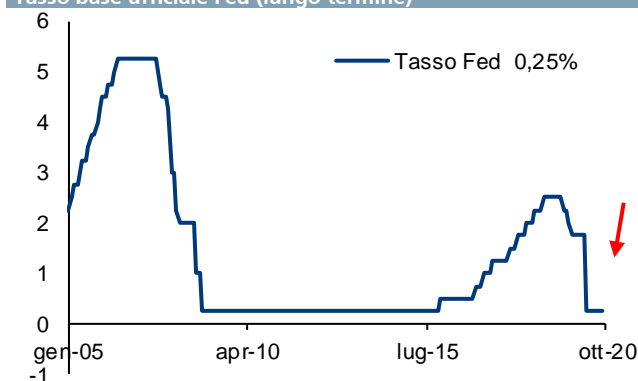
di nuovi focolai di contagio soprattutto negli Stati Uniti. Questo ha solo parzialmente rafforzato lo yen nel suo ruolo di valuta rifugio, visto anche lo shock delle dimissioni del premier Abe per motivi di salute. Le stime sono pari a 104 a 1 mese e 106 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 108 a 6 mesi, 112 a 12 mesi e 114 a 24 mesi.

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



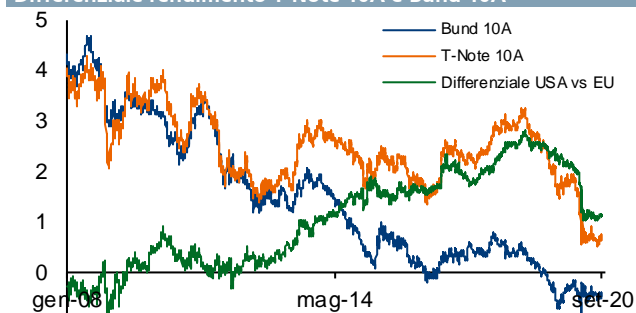
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv Datastream

## GBP: consolida contro tutte le valute in vista della BoE

La sterlina resta legata al recupero economico post COVID-19 e alla trattativa sulla Brexit. Un'evoluzione positiva della Brexit e il prosieguo dell'allentamento quantitativo della Banca d'Inghilterra restano i principali driver di sostegno alla sterlina. In questa fase in cui la debolezza del dollaro appare il tema dominante sul mercato dei cambi, la valuta inglese ha guadagnato terreno sia contro il biglietto verde che contro euro. La Banca d'Inghilterra (BoE) tornerà a riunirsi il 17 settembre prossimo avendo incamerato i dati di inflazione di luglio, che hanno segnalato una dinamica rialzista sui prezzi, in controtendenza rispetto ai valori di inflazione di Europa e Stati Uniti. Resta comunque improbabile che l'aumento dell'inflazione nel Regno Unito ostacoli la Bank of England nel sostenere l'economia con ulteriori stimoli monetari; un surriscaldamento eccessivo dei prezzi potrebbe creare al limite solo qualche esitazione. La Gran Bretagna ha lasciato l'Unione Europea a gennaio e si trova ora nel cosiddetto "periodo di transizione", durante il quale il paese rimane nel mercato unico e nell'unione doganale del blocco e tratta le nuove modalità commerciali che dovrebbero entrare in vigore l'anno prossimo. Il periodo di transizione terminerà alla fine di quest'anno, indipendentemente dal fatto che un accordo commerciale venga raggiunto o meno. I negoziati sono previsti fino al 2 ottobre, meno di due settimane prima del vertice UE autunnale in cui una decisione definitiva è molto attesa dal mercato. Confermiamo quindi 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.

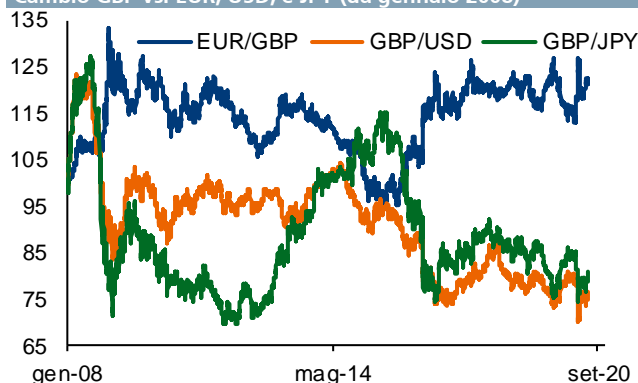
**EUR/GBP:** nonostante il periodo di incertezza legato all'accordo Brexit, lo scenario economico britannico non appare eccessivamente in difficoltà e sembra sopportare anche il prolungamento dell'emergenza sanitaria domestica, visto il rialzo dei contagi. Non cambia il nostro scenario di fondo: nel breve l'incertezza sarà legata alle ricadute sull'economia dell'impatto del coronavirus e all'esito del round di trattative in corso con la UE sulla Brexit, con possibili contraccolpi negativi sulla valuta. Nel medio-lungo termine il tema centrale del mercato invece resteranno le conseguenze di un mancato accordo dopo il periodo di transizione, uno scenario di incertezza che potrebbe minare la solidità della valuta inglese. Le stime vedono il cambio a 0,91 a 1 e 3 mesi, 0,94 a 6 mesi, 0,89 a 12 mesi e 0,87 a 24 mesi.

**GBP/USD:** la sterlina ha recuperato 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; dall'altro lato, i dubbi circa un possibile accordo, nel breve, sulla Brexit tra Gran Bretagna ed Europa; un tema che grava costantemente e in maniera negativa sulla sterlina. Le stime vedono il cambio a 1,30 a 1 mese, 1,28 a 3 mesi, 1,25 a 6 mesi, 1,30 a 12 mesi e 1,35 a 24 mesi.

**GBP/JPY:** lo yen ha ridotto ulteriormente il proprio *appeal* nei confronti degli investitori, come moneta rifugio, anche grazie alla diminuzione dell'avversione al rischio. La divisa nipponica ha

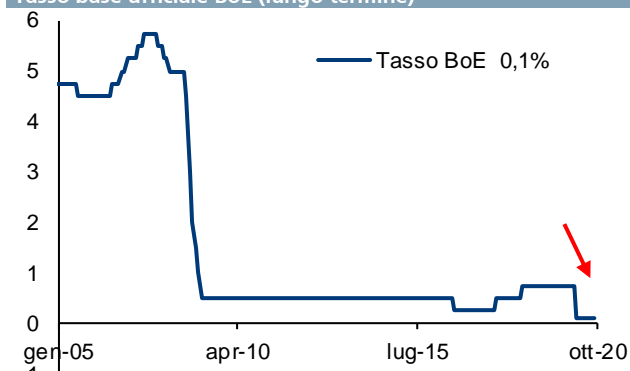
invertito la rotta contro la sterlina, indebolendosi marginalmente: la sterlina infatti ha incrementato il suo recupero contro tutte le principali valute nonostante le incertezze sulla Brexit. Le stime sono pari a 138 a 1 e 3 mesi, 140 a 6 mesi. Nel medio-lungo: 142 a 12 mesi e 150 a 24 mesi.

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



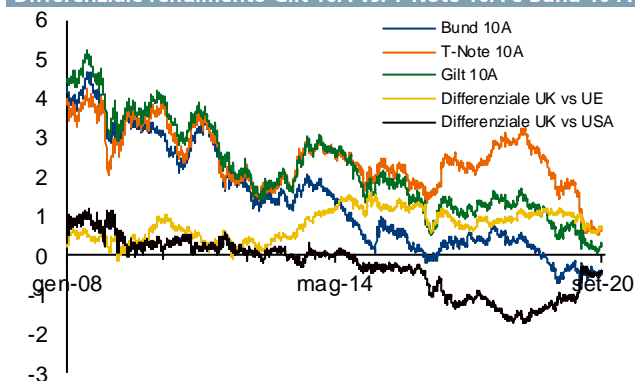
Fonte: Refinitiv Datastream

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 resta forte, specie dopo le dimissioni di Abe

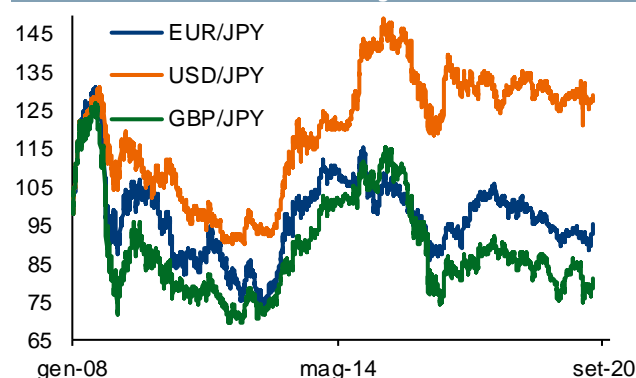
**Yen in consolidamento in attesa della Banca del Giappone del 17 settembre.** In attesa della BoJ il driver sullo yen resta l'uscita di scena del premier Abe. In risposta all'annuncio il mercato azionario nipponico si è indebolito, la curva dei rendimenti sui governativi ha registrato un irripidimento e lo yen si è leggermente apprezzato, sia contro euro che contro dollaro. In queste ore prende corpo l'ipotesi che sia Yoshihide Suga il probabile sostituto di Abe. Il candidato *in pectore* ha già annunciato di voler continuare nella "Abenomics" adeguandola però sulla base delle sue idee. Pur essendo stato per anni il segretario capo del gabinetto di Abe, supervisionando tutte le scelte economiche del Governo, la differenza più grande fra i due starebbe nell'approccio di politica fiscale. A differenza di Abe, che ha basato tutta l'azione del Governo sull'aggressivo allentamento monetario della Bank of Japan, Suga potrebbe distanziarsi sia dall'idea di una politica monetaria espansiva a tutti i costi, sia dalla necessità obbligata di aumentare la spesa pubblica, senza però eccedere in restrizioni fiscali. La sintesi potrebbe essere quella di adottare un approccio più moderato che mescoli una politica fiscale aggressiva con riforme anche dei capitoli di spesa dello stato. Suga probabilmente confermerà il supporto alla Banca centrale nel suo allentamento monetario, estendendo l'accordo politico del 2013 firmato tra il Governo e la Banca centrale stessa. Infine, gli elementi dell'Abenomics riguardanti i tassi di cambio e la politica monetaria potrebbero essere ulteriormente rafforzati. Suga infatti aveva fra le sue deleghe proprio la cura della dinamica dello yen, che resta decisamente troppo apprezzato e di ostacolo all'export nipponico. Proprio l'eccessiva rivalutazione della moneta nipponica potrebbe essere il campo di prova del nuovo probabile Primo Ministro, aprendo forse qualche spiraglio sulla tanto attesa svalutazione della moneta.

**EUR/JPY:** nonostante la forza relativa dell'euro, dettata nel concreto dall'indebolimento della divisa USA che ha spinto gli operatori verso la moneta unica, lo yen non si è particolarmente deprezzato rispetto all'euro, a causa dell'incertezza dopo le dimissioni di Abe. Le tensioni legate all'emergenza sanitaria globale si sono scaricate in maniera blanda sullo yen, ma questo non gli ha impedito di svolgere la sua azione di asset difensivo apprezzato dagli operatori, generando comunque una rivalutazione forse eccessiva della moneta nipponica. Questa situazione potrebbe perdurare anche alla luce del passaggio politico in corso. Le stime sono: 124 a 1 mese, 127 a 3 e 6 mesi, 130 a 12 mesi e 135 a 24 mesi.

**USD/JPY:** l'indebolimento del dollaro e il deciso apprezzamento dello yen emergono in maniera chiara nel movimento del cambio USD/JPY. Tale dinamica si è accentuata poi dopo l'inattesa uscita di scena di Abe che, seppur in termini non drammatici, ha comunque creato incertezza nel quadro politico/economico giapponese, enfatizzando ulteriormente la salita delle quotazioni dello yen. In questa fase resta però 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, 112 a 12 mesi e 114 a 24 mesi.

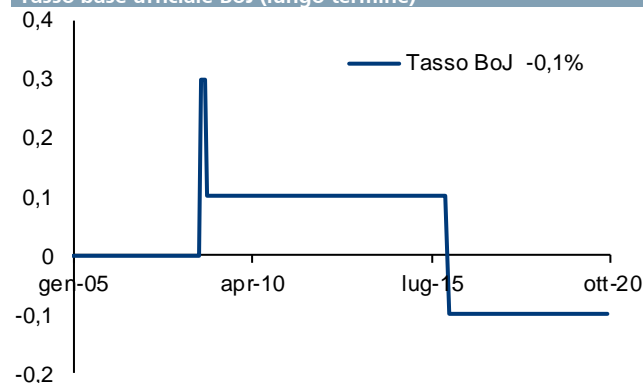
**GBP/JPY:** la divisa nipponica ha invertito la rotta contro la sterlina, indebolendosi marginalmente: la divisa inglese infatti ha incrementato il suo recupero contro tutte le principali valute nonostante le incertezze sulla Brexit. Le stime sono pari a 138 a 1 e 3 mesi, 140 a 6 mesi. Nel medio-lungo: 142 a 12 mesi e 150 a 24 mesi.

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



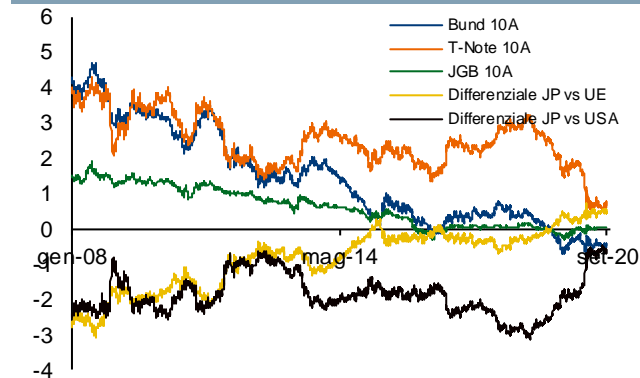
Fonte: Refinitiv Datastream

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 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.

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 02.07.2020.

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:** Cristina Baiardi