

## La debolezza del dollaro continuerà anche nel 2021?

**EUR – La BCE ha ricalibrato la propria politica monetaria espansiva e l'euro ha accentuato il proprio apprezzamento.** La BCE, nel meeting del 10 dicembre scorso, ha potenziato i propri strumenti in risposta ai perduranti effetti della crisi pandemica, ma il mercato li ha interpretati come sufficienti e non particolarmente accomodanti. Non a caso l'euro ha reagito in modo anomalo apprezzandosi ulteriormente. La BCE non si esprime sul rafforzamento dell'euro e sulle difficoltà che questa situazione genererà per quelle economie che hanno una decisa vocazione all'export, specie in un momento in cui i consumi domestici sono in decisa contrazione. Confermiamo quindi come questa prima parte del 2021 sia da monitorare attentamente: la svalutazione del dollaro, favorita dall'azione espansiva della Fed, non si arresta e genera una serie di effetti indesiderati sull'euro, per il quale la previsione è di consolidamento su livelli alti.

**USD – La Fed modifica la *forward guidance* sugli acquisti ed il dollaro si deprezza ulteriormente.** La riunione di politica monetaria della Fed si è conclusa, lo scorso 16 dicembre, con una modifica della *guidance* sul programma di QE, che viene di fatto allineata a quella sui tassi. Il meeting Fed di dicembre è stato quindi la coerente conclusione di un 2020 di estrema debolezza per il dollaro. Nell'arco di soli dodici mesi il cambio tra l'euro e la moneta statunitense è passato da 1,11 di gennaio 2020 fino in area 1,23 a cavallo del fine anno. La spinta ribassista sul dollaro è arrivata grazie al *rally* di dicembre, quando cioè l'ottimismo sull'efficacia della campagna vaccinale ha spostato gli operatori dal dollaro, diventato nel corso della pandemia asset rifugio, ad altre valute più redditizie. Lo scenario sul 2021 appare complesso: il dollaro (così come le curve dei tassi di interesse del T-Note) non sembra tener conto del netto miglioramento dello scenario USA ma resta schiacciato al ribasso dall'azione espansiva della Fed.

**GBP – In recupero dopo l'accordo sulla Brexit di fine 2020.** Prosegue anche in queste prime battute del 2021 il recupero della sterlina dopo il raggiungimento dell'accordo sulla Brexit, sostanzialmente in linea con le richieste di Londra e meno favorevole alla UE. Il contesto (pandemia) e parte dell'economia (settore dei servizi) appaiono ancora critici e impediscono un maggior apprezzamento della valuta, ma resta valida l'idea che la risoluzione della Brexit, seppur con ancora qualche capitolo da dirimere (settore bancario, pesca e parte del commercio), fosse enormemente auspicata dal mercato. Ovviamente l'aver eliminato la questione Brexit consente alla BoE di non prendere più in considerazione l'idea di tassi negativi e di limitarsi ad accompagnare il sistema inglese nel suo processo di transizione. Uno scenario che rafforza l'idea di un possibile recupero, limitato, della sterlina, visto il trend di apprezzamento già in atto.

**JPY – Yen in rialzo in scia all'avversione al rischio.** I rischi che l'emergenza sanitaria in Giappone riprenda preoccupano il Governo e la Banca centrale, visto che i segnali di recupero dell'economia sono apparsi piuttosto timidi. L'eventuale eccessivo apprezzamento della valuta certamente non favorisce un'economia votata all'export come quella nipponica. La riunione della BoJ dello scorso 18 dicembre si è conclusa con l'estensione di sei mesi (fino a settembre 2021) dei programmi di finanziamento di emergenza alle imprese, collegati al COVID, con l'impegno a un ulteriore prolungamento qualora fosse necessario. Governo e Banca centrale restano tuttavia preoccupati della dinamica dello yen, che rischia di proseguire consolidando su livelli decisamente troppo alti e minacciando di essere di ostacolo all'export.

7 gennaio 2021  
15:00 CET  
Data e ora di produzione

7 gennaio 2021  
15:05 CET  
Data e ora di prima diffusione

Nota mensile

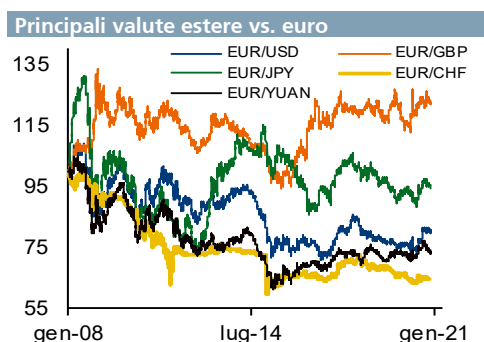
Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per investitori  
privati e PMI

Mario Romani  
Analista Finanziario

Previsioni tassi di cambio						
Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
<b>Euro</b>						
EUR/USD	1,2299	1,21	1,20	1,19	1,18	1,20
EUR/GBP	0,9040	0,93	0,91	0,89	0,88	0,88
EUR/JPY	126,94	125	127	129	130	134
<b>Altre valute</b>						
GBP/USD	1,3605	1,30	1,31	1,33	1,34	1,36
USD/JPY	103,21	103	106	108	110	112
GBP/JPY	140,41	139	139	140	140	145

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Refinitiv Datastream

I dati del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 06.01.2021 (salvo diversa indicazione).

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

## EUR: la BCE ricalibra la politica monetaria e non teme l'euro forte

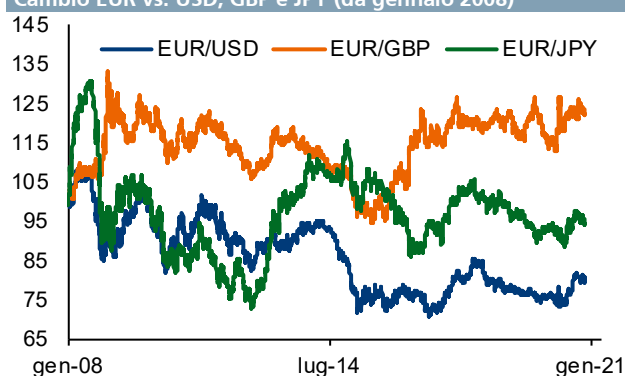
La BCE ha ricalibrato la propria politica monetaria espansiva e l'euro ha accentuato il proprio apprezzamento. La BCE, nel meeting del 10 dicembre scorso, ha potenziato i propri strumenti in risposta ai perduranti effetti della crisi pandemica. L'istituto centrale ha scelto di ricalibrare la politica monetaria, principalmente attraverso i suoi due programmi ritenuti più efficaci, il PEPP (programma di acquisto di titoli legato alla pandemia) e le TLTRO III (aste di rifinanziamento a lungo termine vincolate all'erogazione di prestiti a famiglie e imprese). Entrambi i programmi sono stati estesi e ampliati, dando la sensazione di una maggior forza espansiva nell'azione monetaria della BCE. Nel corso delle ultime settimane è apparso, però, più chiaro che, benché l'approccio resti comunque accomodante, gli ampliamenti e le estensioni effettuate sono modeste. Non a caso l'euro ha reagito in modo anomalo apprezzandosi ulteriormente, movimento che lascia intuire come il mercato abbia interpretato come non particolarmente espansivo l'aggiustamento effettuato. La BCE quindi non si esprime sulla dinamica dell'euro e sulle difficoltà che questa situazione di rafforzamento genererà per le economie, come quella tedesca e italiana, che hanno una decisa vocazione all'export, specie in un momento in cui i consumi domestici sono in decisa contrazione a seguito dell'emergenza sanitaria. Confermiamo quindi come il quadro che va delineandosi in questa prima parte del 2021 sia comunque da monitorare attentamente: la svalutazione del dollaro, favorita dal peso dell'azione espansiva della Fed, non si arresta e continua a generare una serie di effetti relativi indesiderati sulla divisa europea, il cui profilo di previsione resta improntato al consolidamento su livelli alti.

**EUR/USD:** la moneta unica si è apprezzata costantemente contro il dollaro. Il cambio staziona ormai stabilmente sopra 1,20 con punte fino a 1,23. Il meeting della BCE di dicembre ha visto il varo del pacchetto di misure atteso dal mercato, ma senza sorprendere. Le parole della presidente Lagarde sul tasso di cambio, unite a quelle di altri membri del Consiglio in seguito, continuano a non far trasparire una particolare preoccupazione circa l'apprezzamento dell'euro. In questo contesto confermiamo la nostra previsione di consolidamento su livelli alti della valuta unica. L'EUR/USD è visto a: 1,21 (da 1,16) a 1 mese, a 1,20 (da 1,17) a 3 mesi, 1,19 (da 1,18) a 6 mesi, 1,18 (da 1,16) a 12 mesi e 1,20 (da 1,18) a 24 mesi.

**EUR/GBP:** L'accordo siglato a fine anno fra Gran Bretagna e Unione Europea chiude (pur con qualche strascico) il capitolo Brexit, ma non muta il nostro scenario sulla sterlina. Restano sempre due i fattori chiave: 1) le conseguenze economiche del coronavirus (sia in Europa che in Inghilterra); 2) gli effetti dell'accordo sull'economia britannica, ora definitivamente esterna al sistema europeo. La valuta inglese aveva già anticipato la conclusione di questa vicenda; per questo motivo riteniamo che l'apprezzamento contro euro potrebbe restare contenuto. Va detto, inoltre, che la sterlina è la valuta che più di tutte ha retto alla forza dell'euro. Le stime indicano 0,93 (da 0,91) a 1 mese e 0,91 (da 0,89) a 3 mesi, 0,89 (da 0,88) a 6 mesi, 0,88 (da 0,86) a 12 mesi e 0,88 (da 0,85) a 24 mesi.

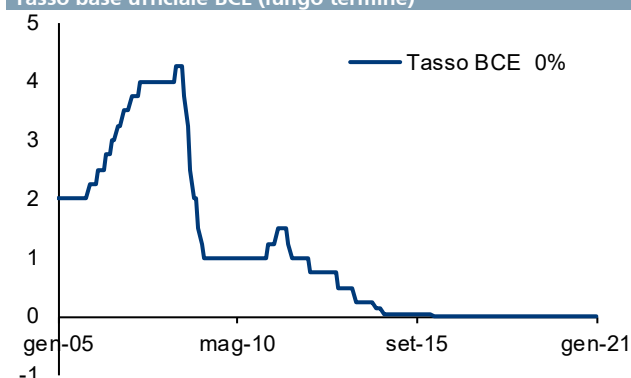
**EUR/JPY:** la forza relativa dell'euro nei confronti dello yen consolida, rallentando così il trend di deprezzamento dello yen rispetto alla divisa unica. Un movimento laterale che potrebbe proseguire almeno per i primi mesi del 2021. Le stime sono: 125 (da 121) a 1 mese, 127 (da 124) a 3 mesi, 129 (da 127) a 6 mesi, 130 (da 128) a 12 mesi e 134 (da 132) a 24 mesi.

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



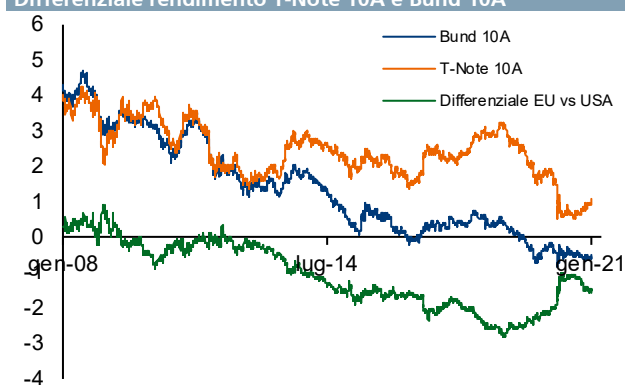
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv Datastream

## USD: prosegue il calo del dollaro, un fattore chiave anche nel 2021

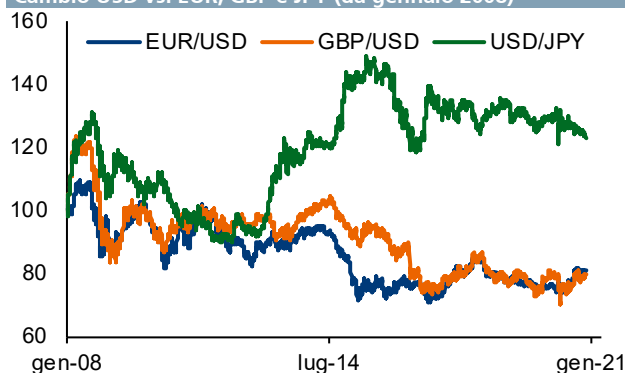
La Fed modifica la *forward guidance* sugli acquisti ed il dollaro si deprezza ulteriormente. La riunione di politica monetaria della Fed si è conclusa, lo scorso 16 dicembre, con una modifica della *guidance* sul programma di QE, che viene di fatto allineata a quella sui tassi, con indicazioni che gli acquisti continueranno ai ritmi correnti (almeno 80 miliardi di dollari di Treasury e 40 miliardi di MBS al mese) fino a quando non saranno raggiunti progressi sufficienti verso gli obiettivi di massima occupazione e stabilità dei prezzi. La valutazione dello scenario è rimasta, infine, complessivamente ottimista, con le nuove previsioni ufficiali che vedono revisioni verso l'alto per la crescita del PIL e verso il basso per il tasso di disoccupazione; poco variata invece l'inflazione. Le proiezioni sui tassi indicano un costo del denaro invariato fino al 2023, quindi ancora a lungo. Il meeting Fed di dicembre è stato quindi la coerente conclusione di un 2020 di estrema debolezza per il dollaro. Nell'arco di soli dodici mesi il cambio tra l'euro e la moneta statunitense è passato da 1,11 di gennaio 2020 a area 1,23 a cavallo del fine anno. La spinta ribassista sul dollaro è arrivata grazie al rally di dicembre, quando cioè l'ottimismo sull'efficacia della campagna vaccinale ha spostato gli operatori dal dollaro, diventato nel corso della pandemia asset rifugio, ad altre valute più redditizie. Il forte indebitamento degli Stati Uniti dovrà essere difeso dalla Fed in vista dell'elevata spesa pubblica prevista, fattore che probabilmente amplificherà il livello dei deficit, sia di bilancio che commerciale. Se da un lato il deterioramento dei conti pubblici americani resta un fattore a favore di un deprezzamento del dollaro, dall'altro invece il possibile forte afflusso di capitali verso gli USA, soprattutto nel corso del 2° trimestre, in vista dei piani di rilancio dell'Amministrazione Biden e del Segretario al Tesoro Yellen, costituisce un elemento che potrebbe finalmente consentire l'apprezzamento della valuta americana.

**EUR/USD:** lo scenario sul 2021 appare complesso. Il dollaro (così come le curve dei tassi di interesse del T-Note) non sembra tener conto del netto miglioramento dello scenario USA ma resta schiacciato al ribasso dall'azione espansiva della Fed. L'eccessivo apprezzamento dell'euro, in relativo, rischia di diventare un problema per la BCE anche quest'anno: questo potrebbe rappresentare un forte ostacolo al recupero del ciclo economico in Europa. L'EUR/USD è visto in consolidamento su alti livelli a: 1,21 (da 1,16) a 1 mese, 1,20 (da 1,17) a 3 mesi, 1,19 (da 1,18) a 6 mesi, 1,18 (da 1,16) a 12 mesi e 1,20 (da 1,18) a 24 mesi.

**GBP/USD:** la dinamica del cambio GBP/USD continua a rimanere legata a due fattori: 1) gli effetti dell'accordo sulla Brexit tra Gran Bretagna ed Europa (un tema che però finalmente viene ridimensionato nel suo impatto sulla sterlina); 2) le strategie espansive della Fed (che alimentano il deprezzamento della valuta USA), come appare chiaro anche in queste prime battute del 2021. Le stime vedono il cambio a 1,30 (da 1,27) a 1 mese, 1,31 a 3 mesi, 1,33 a 6 mesi, 1,34 (da 1,35) a 12 mesi e 1,36 (da 1,38) a 24 mesi.

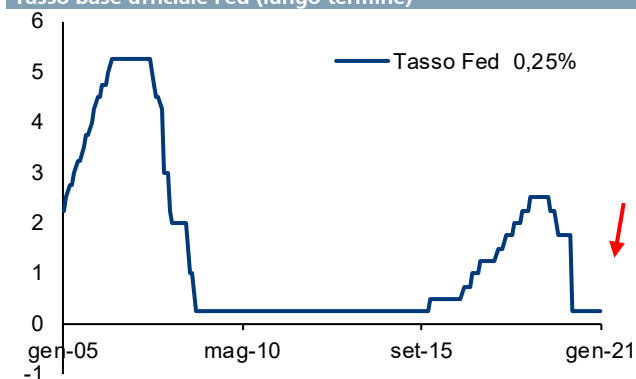
**USD/JPY:** confermiamo lo scenario secondo cui è il dollaro a determinare i movimenti del cambio USD/JPY, visto l'approccio monetario estremamente espansivo della Fed. Prosegue infatti la liquidazione di molte posizioni sul biglietto verde in scia a una rinnovata fiducia su vaccini e crescita economica. Le stime sono 103 (da 104) a 1 mese e 106 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 108 a 6 mesi, 110 a 12 mesi e 112 a 24 mesi.

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



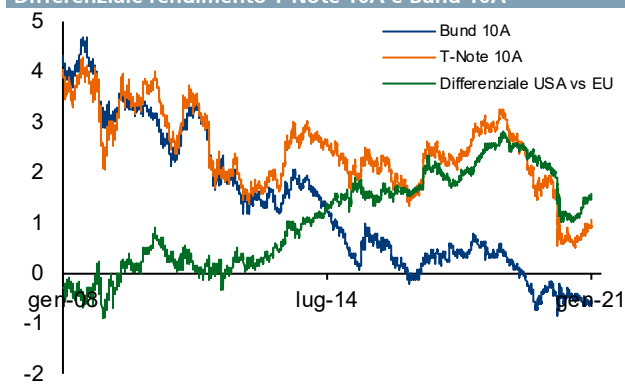
Fonte: Refinitiv Datastream

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



Fonte: Refinitiv Datastream

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: Refinitiv Datastream

## GBP: emergenza sanitaria e post-Brexit i driver della sterlina

### Sterlina in recupero dopo l'accordo sulla Brexit di fine 2020.

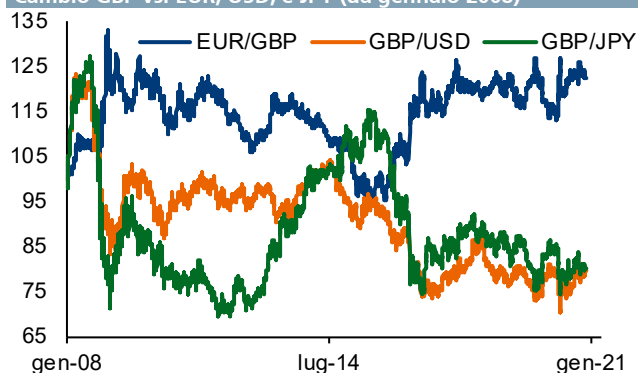
Prosegue anche in queste prime battute del 2021 il recupero della sterlina dopo il raggiungimento dell'accordo sulla Brexit, sostanzialmente in linea con le richieste di Londra e meno favorevole alla UE. Il contesto (pandemia) e parte dell'economia (settore dei servizi) appaiono ancora situazioni critiche che impediscono un maggior apprezzamento della valuta, ma resta valida l'idea che la risoluzione del tema Brexit, seppur con ancora qualche capitolo da dirimere (settore bancario, pesca e parte del comparto del commercio), fosse enormemente auspicata dal mercato. Si elimina così un ulteriore fattore di tensione che aveva caratterizzato il mercato dei cambi negli ultimi 4 anni. La Bank of England (BoE), che si è riunita lo scorso 17 dicembre (quindi prima della stipula dell'accordo), aveva deciso all'unanimità di lasciare invariato il tasso di interesse allo 0,1%. Aveva confermato anche il target del programma di acquisto di titoli a 895 miliardi di sterline. L'unica novità è stata l'allungamento del termine di scadenza del TFSME (Term Funding Scheme with additional incentives for SMEs), lo schema di incentivi aggiuntivo di supporto economico. Queste misure avrebbero cessato di esistere dal 30 aprile 2021 e vengono invece prorogate fino al 31 ottobre del 2021. Il Comitato di Politica Monetaria ha inoltre ribadito che continuerà a monitorare con attenzione l'evoluzione dello scenario tenendosi pronto a intervenire ulteriormente. Ovviamente l'aver eliminato la questione Brexit consente alla BoE di non prendere più in considerazione l'idea di tassi negativi e di limitarsi ad accompagnare il sistema inglese nel suo processo di transizione, sostenendolo con liquidità ampia e fermezza negli interventi. Uno scenario che rafforza l'idea di un possibile recupero, limitato, della sterlina, visto il trend di apprezzamento già in atto.

**EUR/GBP:** non cambia il nostro scenario sulla sterlina: le ricadute sull'economia dell'impatto del coronavirus e l'esito positivo delle trattative con la UE sulla Brexit, sfociate nell'accordo di fine 2020, sono i fattori che influenzeranno il cambio con l'euro. L'ulteriore apprezzamento della valuta inglese dovrebbe restare contenuto, anche in virtù del fatto che ormai da qualche settimana la sterlina è la moneta che più di tutte ha retto al movimento di deciso apprezzamento dell'euro. Le stime indicano 0,93 (da 0,91) a 1 mese e 0,91 (da 0,89) a 3 mesi, 0,89 (da 0,88) a 6 mesi, 0,88 (da 0,86) a 12 mesi e 0,88 (da 0,85) a 24 mesi.

**GBP/USD:** la dinamica del cambio GBP/USD continua a rimanere legata a due fattori: 1) gli effetti dell'accordo sulla Brexit tra Gran Bretagna ed Europa, siglato in extremis a fine anno; 2) le strategie espansive della Fed (che alimentano l'indebolimento della valuta USA), a patto che il nuovo segretario al Tesoro Yellen (ex Presidente Fed) non voglia veramente dar corso a una politica di ri-apprezzamento del dollaro. Progetto che ad oggi appare difficile da declinare in termini reali, visto l'approccio espansivo Fed. Le stime vedono il cambio a 1,30 (da 1,27) a 1 mese, 1,31 a 3 mesi, 1,33 a 6 mesi, 1,34 (da 1,35) a 12 mesi e 1,36 (da 1,38) a 24 mesi.

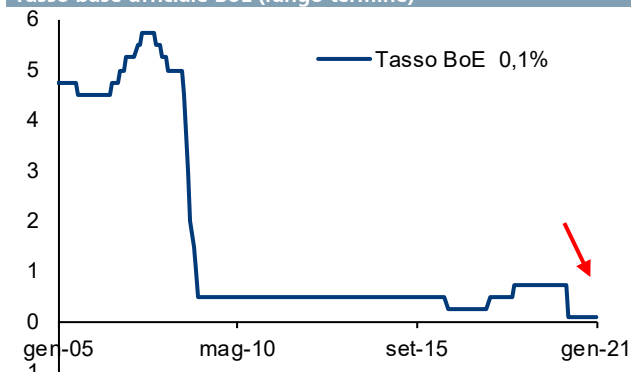
**GBP/JPY:** sul cambio pesa ancora il movimento di marginale apprezzamento della sterlina dopo l'accordo sulla Brexit siglato a fine 2020. Lo yen ha comunque guadagnato terreno in generale, svolgendo il ruolo di valuta rifugio a causa anche dell'intensificarsi dell'emergenza sanitaria in Giappone. Le stime sono pari a 139 (da 136) a 1 e 3 mesi, 140 (da 137) a 6 mesi. Nel medio-lungo: 140 (da 141) a 12 mesi e 145 (da 142) a 24 mesi.

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



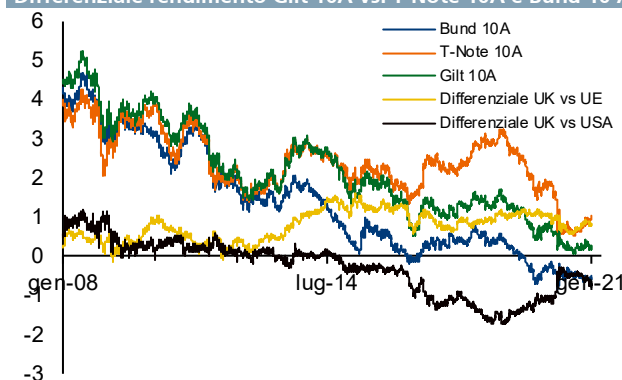
Fonte: Refinitiv Datastream

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: marginale *appeal* sugli investitori vista l'emergenza sanitaria in Giappone

**Yen in rialzo in scia all'avversione al rischio.** Il Giappone si prepara a proclamare lo stato di emergenza per l'area di Tokyo e questo ha intensificato gli acquisti di yen nel ruolo di valuta rifugio. I rischi che l'emergenza sanitaria in Giappone riprenda preoccupano il Governo e la Banca Centrale, visto che i segnali di recupero dell'economia sono apparsi piuttosto timidi. L'eventuale eccessivo apprezzamento della valuta certamente non favorisce un'economia votata all'export.

**BoJ: confermati i tassi sui livelli attuali, ampliato il programma di sostegno alle imprese.** La riunione della BoJ dello scorso 18 dicembre si è conclusa con l'estensione di sei mesi (fino a settembre 2021) dei programmi di finanziamento di emergenza alle imprese, collegati al COVID, con l'impegno a un ulteriore prolungamento qualora fosse necessario. Confermato invece il livello dei tassi, che resta fermo a -0,10%. La seconda novità del comunicato è stata l'esplicita affermazione secondo cui l'istituto centrale sta valutando nuove misure espansive di politica monetaria più efficaci e sostenibili per riportare l'inflazione in linea con l'obiettivo. Al contrario viene valutato come efficace il QE con il controllo della curva dei rendimenti, un giudizio che sembrerebbe non lasciar spazio a possibili modifiche future. In conclusione, l'apertura di questa fase di valutazione lascia supporre che al termine della riflessione, verso marzo 2021, potrebbero esserci delle novità sull'azione della BoJ all'insegna di una maggiore flessibilità di manovra, aspetti di cui potrà beneficiare anche lo yen, deprezzandosi auspicabilmente.

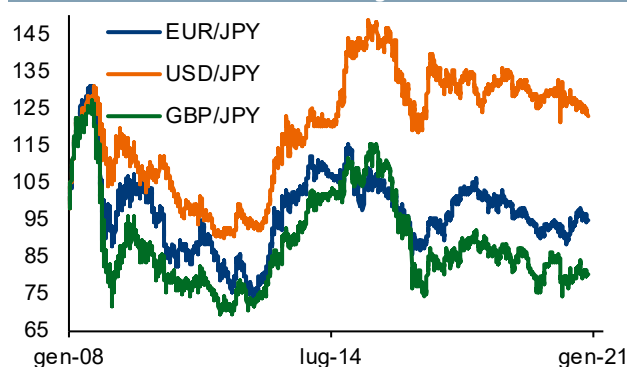
**EUR/JPY:** la forza relativa dell'euro, in consolidamento rispetto al mese precedente, continua a premere sullo yen. Nell'ultimo mese il deprezzamento della valuta nipponica rispetto alla divisa unica ha rallentato, complici la frenata dell'euro e un ritorno di *appeal* dello yen nel suo ruolo di valuta difensiva. Le tensioni legate al ritorno dell'emergenza sanitaria e ai conseguenti *lockdown* restano i driver della minore o maggiore propensione al rischio, dinamica che storicamente guida le scelte di investimento sullo yen. Previsioni: 125 (da 121) a 1 mese, 127 (da 124) a 3 mesi, 129 (da 127) a 6 mesi, 130 (da 128) a 12 mesi e 134 (da 132) a 24 mesi.

**USD/JPY:** prosegue la liquidazione di molte posizioni sul biglietto verde in scia a una rinnovata fiducia su vaccini e crescita economica, facendo deprezzare il dollaro e spingendo al rialzo la valuta nipponica, in linea con l'idea che la valuta americana intesa come bene rifugio venga, in questa fase, accantonata. Viene pertanto confermato lo scenario secondo cui è il dollaro a determinare i movimenti del cambio USD/JPY, visto l'approccio monetario estremamente espansivo della Fed. Le stime sono 103 (da 104) a 1 mese e 106 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 108 a 6 mesi, 110 a 12 mesi e 112 a 24 mesi.

**GBP/JPY:** lo yen resta solido anche contro la sterlina in scia a un ritrovato *appeal* esercitato nei confronti degli investitori come moneta rifugio, visto il ritorno di un certo allarme sul

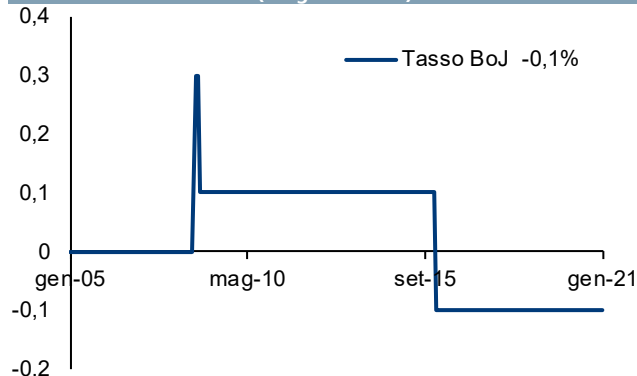
fronte sanitario. Il Giappone sta valutando un altro stato di emergenza per l'area di Tokyo, mentre il Regno Unito è tornato in *lockdown* fino a metà febbraio. Sul cambio pesa ancora il movimento di marginale apprezzamento della sterlina, dopo l'accordo su Brexit di fine anno. Le stime sono pari a 139 (da 136) a 1 e 3 mesi, 140 (da 137) a 6 mesi. Nel medio-lungo: 140 (da 141) a 12 mesi e 145 (da 142) a 24 mesi.

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



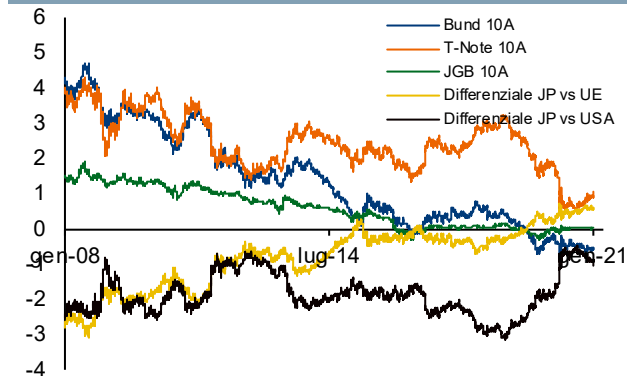
Fonte: Refinitiv Datastream

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 03.12.2020.

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 Riso

Andrea Volpi

**Analista Valute e Materie prime**

Mario Romani

**Editing:** Cristina Baiardi, Maria Giovanna Cerini