

Focus

Probabile un rafforzamento nel breve del CAD

La crescita dell'economia canadese dovrebbe accelerare nella seconda parte dell'anno e nel 2025, grazie all'export netto e alla buona tenuta dei consumi privati interni. Il mercato del lavoro sta offrendo segnali di minore surriscaldamento, con un aumento del tasso di disoccupazione, e l'inflazione sta progressivamente scendendo verso il target della banca centrale. Di conseguenza, la BoC (Banca del Canada), grazie a questo contesto, ha tagliato i tassi per la prima volta a fine maggio, portandoli a 4,75% dal picco del ciclo restrittivo al 5%, e dovrebbe continuare lentamente il ciclo espansivo. Questo quadro è stato anticipato dal dollaro canadese, che si è indebolito nella prima parte del 2024 e dovrebbe, in prospettiva, tornare a rafforzarsi contro euro nel breve periodo per poi avviare una fase di consolidamento in area 1,46. Lo scenario dovrebbe tradursi in una graduale discesa dei rendimenti di mercato, in particolare sulle scadenze più brevi.

Scenario macro: la crescita dovrebbe accelerare nella seconda parte dell'anno, mentre l'inflazione si avvicina al target della BoC

La crescita canadese, che è rimasta sotto il potenziale tra il 2023 e l'inizio del 2024, dovrebbe accelerare nella seconda parte dell'anno e nel 2025. In particolare, la variazione del PIL nei primi tre mesi dell'anno ha deluso le attese, con una crescita dell'1,7% t/t annualizzato mentre il consenso puntava a un risultato del 2,2%. Le condizioni finanziarie complessivamente restrittive, anche dopo il primo taglio dei tassi della banca centrale canadese (cfr. sezione Politica Monetaria), dovrebbero continuare ancora per qualche trimestre a rappresentare un freno per i consumi, il settore immobiliare e il manifatturiero. D'altra parte, una favorevole posizione strategica dal punto di vista del commercio globale, che stimola le esportazioni e quindi il contributo positivo dell'export netto al PIL, e un reddito pro-capite robusto continueranno a mitigare i rischi verso il basso. Questo quadro, seppur con segnali discontinui, si sta riflettendo anche in un riequilibrio sul mercato del lavoro: in maggio a fronte di un aumento dell'occupazione di oltre 27 mila unità (superiore alle attese) il tasso di disoccupazione è salito a 6,2%, livello più alto da maggio 2022, con la crescita dei salari che resta robusta e superiore al 5%.

Politica monetaria: la BoC è stata la prima tra le banche centrali delle economie avanzate a tagliare i tassi

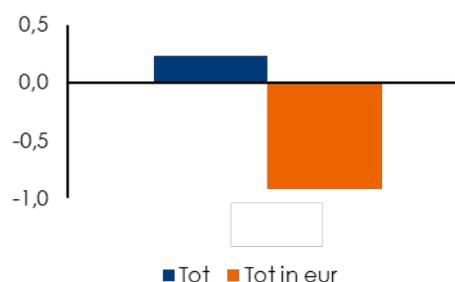
La banca centrale canadese (BoC), così come era stata la prima tra le principali banche centrali ad alzare i tassi a inizio 2022, è stata la prima ad avviare la fase di rimozione della restrizione monetaria a fine maggio di quest'anno. Il target rate, portato in circa un anno e mezzo da 0,25%

Cambio EUR/CAD (da gennaio 2014)



Fonte: Bloomberg

Performance titoli in valuta e convertiti in euro, dal 29.12.2023



Note: indici total return Barclays Bloomberg.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

11 giugno 2024 - 15:50 CET

Data e ora di produzione

Valute

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Fulvia Riso

Analista Finanziario

Mario Romani

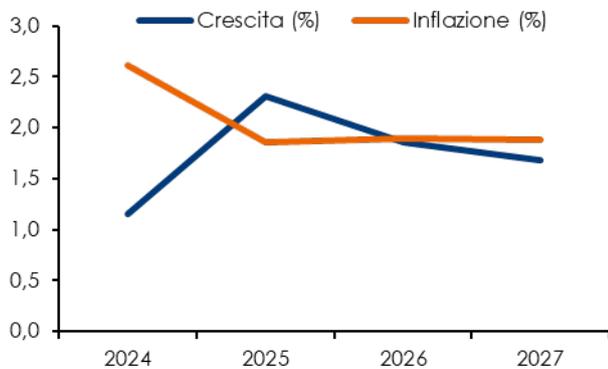
Analista Finanziario

11 giugno 2024 - 15:56 CET

Data e ora di circolazione

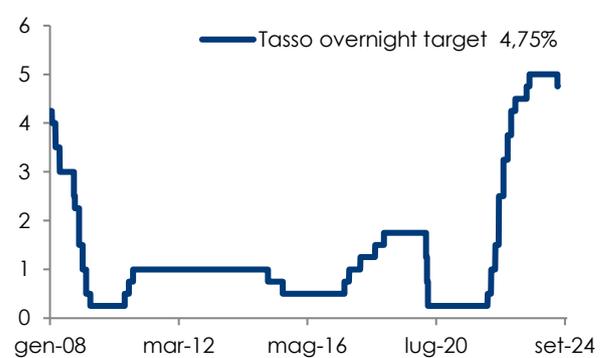
al 5%, livello a cui è rimasto fermo dal luglio dello scorso anno, è stato così diminuito a 4,75%. La BoC afferma che "con la continua evidenza che l'inflazione sottostante si sta allentando, il Consiglio direttivo ha convenuto che la politica monetaria non deve più essere così restrittiva". Tuttavia, l'istituto centrale ha contestualmente dichiarato che i rischi per le prospettive inflazionistiche permangono e che occorre continuare a monitorare alcuni fattori che potrebbero far aumentare le pressioni sui prezzi, come le aspettative di inflazione, la crescita dei salari e il comportamento delle imprese in materia di pricing power. Pertanto, la BoC dovrebbe adottare un approccio cauto e graduale per le scelte sul ritmo dei tagli dei tassi, con decisioni "riunione per riunione", anche se il governatore Macklem ha affermato che, se gli indicatori d'inflazione continueranno a puntare verso il basso, "è ragionevole aspettarsi ulteriori tagli al tasso di interesse di riferimento". In merito alla persistente fase di attesa della Fed, con l'economia e il mercato finanziario canadesi strettamente correlati a quello statunitense, il Governatore ha osservato che ci sono dei limiti alla divergenza dei tassi di policy dei due paesi, ma ha anche sottolineato di non essere vicini a questo limite. Il prossimo taglio per la BoC potrebbe arrivare in autunno.

Previsioni FMI: crescita e inflazione (%)



Note: previsioni dal 2024. Fonte: FMI, World Economic Outlook, aprile 2024

Tasso target overnight (da gennaio 2008)



Fonte: Bank of Canada (BoC), elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook sulla valuta: le incertezze sulle prossime mosse della BoC creano volatilità ma nel breve pensiamo che il recupero del dollaro canadese contro euro sia lo scenario più probabile, seguito poi da un consolidamento in area 1,46.

Il recente taglio dei tassi di 25 punti base effettuato dalla Bank of Canada ha avuto un impatto modesto sul cambio EUR/CAD; l'indebolimento seguito alla decisione è stato totalmente riassorbito, lasciando così invariata la dinamica del cambio che resta improntata a un'ampia lateralità fra i valori 1,45 e 1,49, sostanzialmente da inizio anno. L'effetto minimo sul dollaro canadese è da attribuirsi sia alle attese di mercato, largamente convergenti sul primo taglio, sia alle parole della BoC che, avendo riconosciuto i rischi persistenti di inflazione, ha limitato gli effetti negativi sulla valuta domestica. Le attese sulle future mosse della BoC vedono un nuovo taglio da 25pb a luglio per un totale, semplificando lo scenario, di -50pb cumulati entro la fine del 2024. Una prospettiva che non genera una previsione di eccessivo indebolimento della valuta per due ragioni: a) nonostante le attese di mercato la BoC non sembra avere un atteggiamento così accomodante, come invece la maggior parte degli operatori si attende; b) la prudenza della Fed nel tagliare i tassi (mossa ormai spostata in autunno) potrebbe invitare al medesimo atteggiamento anche la BoC. Più nello specifico, il Canada è un importante produttore di materie prime che esporta per circa il 75% negli Stati Uniti. Permane quindi il timore che l'esito delle elezioni statunitensi di novembre possa divenire un elemento di ostacolo per il dollaro canadese, se la nuova Amministrazione dovesse incrementare le tariffe sui prodotti provenienti dall'estero, con conseguenze sul commercio globale. Gli accordi fra i due sistemi economici fanno però del Canada un partner commerciale storicamente privilegiato dagli Stati Uniti e questo mitigherebbe il possibile impatto negativo di questa eventualità. Nell'ambito invece

dell'investimento finanziario in "commodity currency", nel basket di valute G10, gli investitori tendono a non esprimere una particolare preferenza per il CAD e privilegiano altre monete che hanno un maggior appeal speculativo. Pensiamo però che questa situazione potrebbe modificarsi col rialzo del petrolio e del gas, come previsto nel nostro scenario sulle materie prime, e rappresentare un elemento di sostegno per il dollaro canadese. Alla luce di queste considerazioni, esprimiamo una previsione di rafforzamento del dollaro canadese contro euro nel breve e di un consolidamento in area 1,46 nel medio-lungo termine.

Previsioni tassi di cambio EUR/CAD

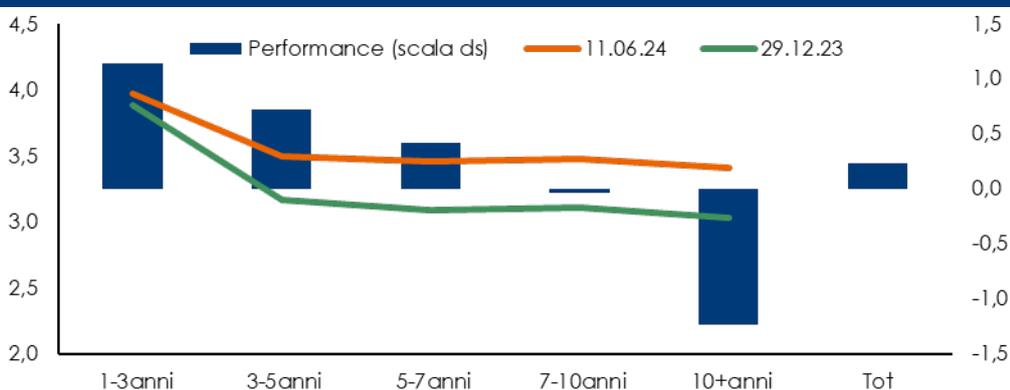
Previsioni Intesa Sanpaolo	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
EUR/CAD	1,4867	1,43	1,45	1,46	1,46	1,46
Consenso Bloomberg	Valore	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	2023	2024
EUR/CAD	1,4867	1,46	1,47	1,48	1,46	1,48

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso

Outlook sui bond: attesi rendimenti in discesa, in particolare sul segmento breve della curva delle scadenze

La performance dei titoli di stato emessi in dollari canadesi da inizio anno è stata marginalmente positiva. La debolezza della valuta nello stesso arco temporale appesantisce e rende negativo il ritorno totale una volta convertito in euro. Il risultato in valuta locale deriva dal flusso cedolare incassato sulle scadenze più brevi, i cui rendimenti sono di poco superiori ai livelli di chiusura del 2023, mentre i titoli di durata più lunga hanno subito il contestuale aumento dei tassi di mercato di una quarantina di pb. Il risultato complessivo è stato tuttavia accompagnato da una volatilità elevata, con una importante discesa dei rendimenti nell'ultimo mese, in attesa della riunione della BoC di fine maggio che ha dato il via ai tagli dei tassi. La posizione della banca centrale canadese è cruciale per le prospettive del debito sovrano del paese. I tassi di mercato monetario (OIS) anticipano almeno altri due ribassi del costo del denaro, uno entro settembre e uno entro dicembre. I rendimenti di mercato, con il due anni in area 4% e il decennale a circa 3,50%, segnalano l'attesa del proseguimento della fase espansiva per un periodo di tempo piuttosto lungo. Questo quadro sembra coerente con lo scenario macroeconomico interno al paese e con le prospettive per i vicini Stati Uniti; pertanto riteniamo che si possa assistere a una fase di discesa dei rendimenti più ampia sul segmento breve della curva e meno ampia su quello lungo, condizionato da due forze contrastanti: la discesa dell'inflazione dovrebbe infatti spingere verso il basso la componente legata ai prezzi dei rendimenti, mentre il recupero dell'attività economica dovrebbe contestualmente sostenere quella relativa all'attività reale.

Performance titoli in valuta dal 29.12.2023 e variazione della curva dei rendimenti (%)



Fonte: Bloomberg

Canada, principali indicatori economici e finanziari**Rating sul debito in valuta locale a lungo termine**

	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
	Aaa	Stabile	AA+	Stabile

Rating sul debito in valuta estera a lungo termine

	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
	Aaa	Stabile	AA+	Stabile

Indicatori economici	2024	2025	2026	2027
Crescita (%)	1,2	2,3	1,9	1,7
Inflazione (%)	2,6	1,9	1,9	1,9
Surplus o Deficit/PIL (x)	-1,1	-0,9	-0,7	-0,7
Tasso di disoccupazione (%)	6,3	6,3	6,0	6,0
Partite Correnti (% PIL)	0,3	0,4	0,2	0,0
Riserve (mld USD)	94 (*)			

Indicatori finanziari	Ultimo dato disponibile	Var. a 1 mese	Var. da inizio anno
-----------------------	-------------------------	---------------	---------------------

CDS e Tassi (variazioni in pb)

Tasso di riferimento	4,75	-25	-25
Tasso a 2 anni	3,96	-33	7
Tasso 10 anni	3,48	-22	37
CDS a 5 anni in pb, in USD	18	0	-6

Altre variabili (variazioni in %)

Valuta vs EUR (**)	1,4811	-0,2	-1,2
Valuta vs USD (**)	1,3759	-0,8	-3,8
Indice azionario	1.476	-1,2	5,2

Note: (*) ultimo dato disponibile; (**) una variazione positiva indica un rafforzamento della valuta domestica (contro EUR o contro USD) e viceversa; dati relativi agli indicatori finanziari aggiornati all'11.06.2024; E= expected, atteso.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook aprile 2024, FMI

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.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Research Department di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

La pubblicazione 'Focus' viene redatta senza una cadenza predefinita per analizzare temi di particolare interesse e che possono variare a seconda delle circostanze. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 10.06.2024.

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 del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni (www.prodottiequotazioni.intesasnpaolo.com) e dei clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasnpaolo.com>). Il presente documento verrà anche messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) 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 Analisti

L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il/i cui nome/i e ruolo/i sono riportati in prima pagina, dichiara/no che:

- (a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'/degli analista/i;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;
- (c) l'/gli analista/i citato/i nel documento è/sono socio/i AIAF.

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>.

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 Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Rizzo

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi