

Mensile Valute
La forza del dollaro resta dominante sul mercato Forex
EUR – una BCE accomodante e i ritardi nei vaccini frenano l'euro

Non si affievolisce l'attenzione sull'euro e, in particolare, sull'irripidimento delle curve dei rendimenti dei titoli europei, sempre dovuto all'effetto trascinamento generato dal movimento sui Treasury USA. Un tema che è stato al centro dello scorso meeting BCE, che ha dovuto gestire l'affrettato peggioramento delle condizioni finanziarie all'interno dell'Eurozona. Alla luce di questo quadro, modifichiamo le previsioni sul cambio EUR/USD, il cui range di oscillazione si abbassa ora a 1,15-1,20. Un intervallo che ci appare più coerente con l'evidente differenziale di crescita e contesto finanziario fra Stati Uniti ed Eurozona, quest'ultima frenata anche dai ritardi della campagna vaccinale che rischiano di rallentare l'uscita dallo stato di emergenza.

USD – l'irripidimento delle curve sostiene ancora il dollaro

Nonostante la politica accomodante della Fed, il dollaro, così come la curva dei tassi americani, riflettono ora con maggior coerenza il buon stato di salute dell'economia USA. Il rafforzamento del dollaro resta il driver dominante sul mercato dei cambi. I rendimenti dei Treasury hanno solo rallentato la propria corsa al rialzo, consolidando su livelli molto sostenuti, ma questo aspetto non mina il contesto generale che resta favorevole al biglietto verde.

GBP – consolida l'apprezzamento grazie alle vaccinazioni

La dinamica della sterlina resta impostata al consolidamento del rafforzamento, che si basa su alcuni fattori che appaiono costanti. Il buon accordo commerciale post-Brexit siglato con l'UE, l'azzeramento delle aspettative di taglio dei tassi in territorio negativo da parte della Bank of England e il prosieguo efficace della campagna vaccinale nel Regno Unito appaiono come tre driver molto forti, su cui confermare la previsione di rialzo della sterlina.

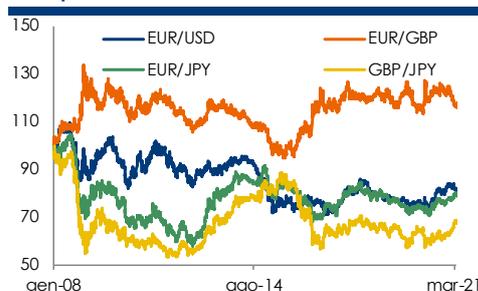
JPY – prosegue l'indebolimento dello yen, accantonato come moneta rifugio

Si concretizza la revisione della politica monetaria della Bank of Japan, nella riunione di marzo. La BoJ ha modificato la banda di oscillazione a 10 anni, ampliandone i limiti a più o meno 0,25%. La mossa è finalizzata a favorire un maggior movimento nel mercato obbligazionario vista la bassa volatilità, con l'intento di limitare alcuni degli effetti negativi generati proprio dalla mole dei suoi stimoli. La dinamica dello yen resta indifferente alle scelte BoJ e strettamente dominata dalla forza del dollaro, un effetto talmente predominante che anche un certo ritorno dell'avversione al rischio non ha minimamente aumentato l'appeal della divisa nipponica, nel suo ruolo di valuta difensiva, consentendole di svalutarsi ulteriormente.

Previsioni tassi di cambio

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1750	1,17	1,16	1,15	1,17	1,20
EUR/GBP	0,8514	0,86	0,85	0,84	0,83	0,83
EUR/JPY	129,96	127	128	130	133	138
Altre valute						
GBP/USD	1,3800	1,37	1,36	1,37	1,42	1,44
USD/JPY	110,61	108	110	112	114	115
GBP/JPY	152,64	149	148	148	152	156

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Principali valute estere vs. euro


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

1 aprile 2021 - 12:12 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche
**Ricerca per
investitori privati e PMI**
Mario Romani

Analista Finanziario

1 aprile 2021 - 12:20 CET

Data e ora di circolazione

Titoli di Stato

Scadenza	Rendimento %
T-Note 10A	1,72
Bund 10A	-0,29
Gilt 10A	0,84
JGB 10A	0,11

Fonte: Bloomberg

Cambi

EUR/USD	1,1750
USD/JPY	110,61
GBP/USD	1,3800
EUR/CHF	1,1069
EUR/SEK	10,24
EUR/NOK	10,02
EUR/DKK	7,4379
USD/CAD	1,2573
AUD/USD	0,7617
NZD/USD	0,6996
USD/ZAR	14,7617
EUR/JPY	129,96
EUR/GBP	0,8514
EUR/CAD	1,4773
EUR/AUD	1,5426
EUR/NZD	1,6795
EUR/ZAR	17,3446
EUR/ISK	148,70
EUR/HUF	362,06

Fonte: Bloomberg

EUR: BCE accomodante e ritardi nei vaccini frenano l'euro

L'euro si deprezza e la BCE resta accomodante. Non si affievolisce l'attenzione sull'euro e, in particolare, sull'irripidimento delle curve dei rendimenti dei titoli europei, sempre dovuto all'effetto trascinalimento generato dal movimento sui Treasury USA. Un tema che è stato al centro dello scorso meeting BCE, che ha dovuto gestire l'affrettato peggioramento delle condizioni finanziarie all'interno dell'Eurozona. La BCE ha sorpreso i mercati con una strategia di comunicazione decisamente più accomodante nelle parole scelte, nonostante nulla sia variato dal punto di vista degli strumenti in essere. L'annuncio più concreto e operativo sono gli acquisti del PEPP, che saranno condotti a un ritmo significativamente più robusto, nel corso dei prossimi tre mesi, in risposta all' indesiderato aumento del costo della liquidità derivante dal rialzo dei tassi statunitensi. Gli acquisti del PEPP saranno condotti a un ritmo significativamente più robusto (senza dare indicazioni più precise su quanto questo significhi) nel corso dei prossimi tre mesi. La flessibilità dello strumento è declinata, in termini di ammontare complessivo e possibilità di ricalibrazione in caso di peggioramento dello scenario, ma anche dall'opzione di non utilizzo dell'intero plafond, nel caso non fosse necessario (prossimo incontro il 22 aprile). Alla luce di questo quadro, modifichiamo le previsioni sul cambio EUR/USD, il cui range di oscillazione si abbassa ora a 1,15-1,20. Un intervallo che ci appare più coerente con l'evidente differenziale di crescita e contesto finanziario fra Stati Uniti ed Eurozona, quest'ultima frenata anche dai ritardi della campagna vaccinale, che rischiano di rallentare l'uscita dallo stato di emergenza.

EUR/USD: l'euro ha rinnovato il minimo degli ultimi 5 mesi contro dollaro, scendendo sotto 1,1750. I problemi della campagna vaccinale in Europa, che non escludono la possibilità di nuove restrizioni, rischiano di rallentare il recupero, accentuando il divario di forza fra l'economia americana e quella europea, già da qualche settimana espresso dal cambio EUR/USD. L'EUR/USD è visto a: 1,17 (da 1,19) a 1 mese, 1,16 (da 1,17) a 3 mesi, 1,15 (da 1,18) a 6 mesi, 1,17 (da 1,19) a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi.

EUR/GBP: consolida la forza della sterlina, che vede il cambio contro la valuta unica stabilmente sotto area 0,8600. Non cambiano i driver alla base del movimento; campagna vaccinale e attese di inflazione e ciclo economico in ripresa persistono nel risultare elementi chiave che sosterranno il positivo quadro inglese e, di conseguenza, la sterlina. Le stime indicano 0,86 (da 0,88) a 1 mese e 0,85 (da 0,86) a 3 mesi, 0,84 (da 0,85) a 6 mesi, 0,83 (da 0,84) a 12 mesi e 0,83 (da 0,84) a 24 mesi.

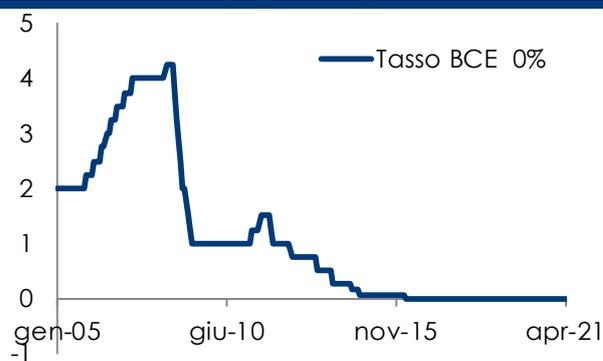
EUR/JPY: si riduce ancora la forza relativa dell'euro nei confronti dello yen, sostenendo così il trend di deprezzamento della valuta giapponese rispetto alla divisa unica. Ribadiamo come questa scarsa oscillazione del cambio potrebbe proseguire ancora per tutta la prima parte del 2021. Le stime sono: 127 (da 123) a 1 mese, 128 (da 124) a 3 mesi, 130 (da 127) a 6 mesi, 133 (da 131) a 12 mesi e 138 (da 134) a 24 mesi.

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



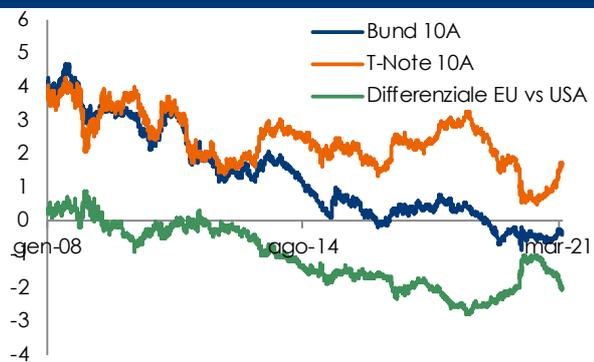
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



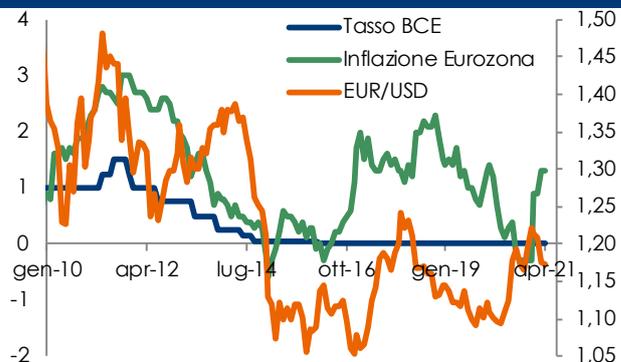
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso BCE (dx), Inflazione Eurozona (sx) e EUR/USD (dx) dal 2010



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

USD: l'irripidimento delle curve sostiene ancora il dollaro

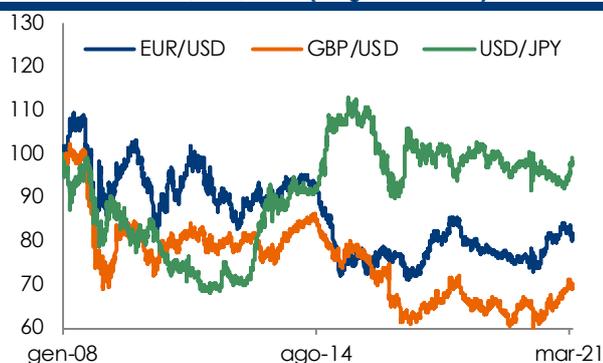
Fed cauta ma il mercato spinge il dollaro. Nonostante la politica accomodante della Fed, il dollaro, così come la curva dei tassi americani, riflettono ora con maggior coerenza il buon stato di salute dell'economia USA. Il rafforzamento del dollaro resta il driver dominante sul mercato dei cambi. Powell ha dichiarato recentemente al Congresso americano che "questo sarà con tutta probabilità un anno molto molto forte". In aggiunta, il dollaro si è apprezzato ulteriormente, aggiornando i massimi recenti contro euro e yen, proprio come conseguenza di un insieme di nuovi fattori che mostrano invece una forte debolezza dell'Eurozona (in particolare). I rendimenti dei Treasury hanno solo rallentato la propria corsa al rialzo, consolidando su livelli molto sostenuti, ma questo aspetto non mina il contesto generale che resta favorevole al biglietto verde. La Fed, nello scorso meeting, ha previsto un netto miglioramento dello scenario di crescita, prezzi e occupazione, ma ha rinviato qualunque cambiamento di policy al raggiungimento di un "progresso effettivo" del quadro economico. Il mercato, da tempo, si è discostato dall'atteggiamento scettico e accomodante della Fed sulla ripresa americana mettendo pressione sulla curva dei tassi USA e sul dollaro stesso. La Banca centrale USA tornerà a riunirsi il prossimo 28 aprile.

EUR/USD: l'irripidimento delle curve dei rendimenti dei Treasury, che scontano aspettative di inflazione, ripresa economica e rialzo dei tassi ufficiali, preme anche sul dollaro che si è ulteriormente rafforzato. Il biglietto verde ha aggiornato i recenti massimi contro euro. In ritardo sulla campagna vaccinale e con una ripresa ancora asfittica, l'Europa appare zavorrata nel processo di uscita dalla crisi seguita all'emergenza sanitaria, quadro che si riflette sulla valuta. L'EUR/USD è visto a: 1,17 (da 1,19) a 1 mese, 1,16 (da 1,17) a 3 mesi, 1,15 (da 1,18) a 6 mesi, 1,17 (da 1,19) a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi.

GBP/USD: la struttura del cambio GBP/USD continua ad essere il riferimento da osservare per capire il reale momento di forza della sterlina. Una solidità, anche contro dollaro, che deriva dalla sintesi di tutti i fattori che caratterizzano lo scenario inglese. L'efficacia della campagna vaccinale, le reazioni dell'economia nel post-Brexit e le misure messe in campo dalla BoE sono tutti aspetti che consentiranno ancora alla sterlina di apprezzarsi contro dollaro, nonostante il deciso apprezzamento della divisa USA. Le stime vedono il cambio a 1,37 (da 1,35) a 1 mese, 1,36 (da 1,37) a 3 mesi, 1,37 (da 1,40) a 6 mesi, 1,42 a 12 mesi e 1,44 a 24 mesi.

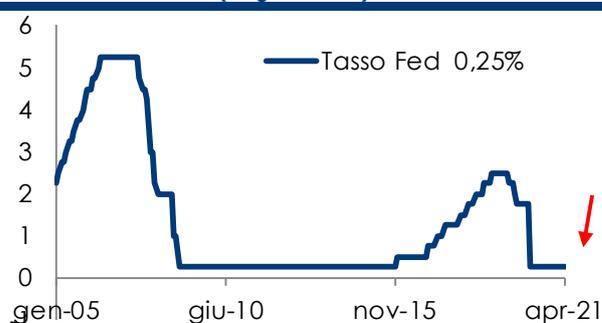
USD/JPY: scenario immutato sul cambio; è il dollaro a determinare i movimenti dell'USD/JPY, specie in questa fase di deciso rialzo del cambio, ai massimi da 5 mesi. Il forte apprezzamento in atto del biglietto verde ha consentito allo yen di deprezzarsi ulteriormente, nonostante i numeri economici non esprimano un particolare recupero del ciclo e al netto della revisione della politica monetaria iniziata dalla Bank of Japan. Le stime sono 108 (da 103) a 1 mese e 110 (da 106) a 3 mesi. Nel medio-lungo: 112 (da 108) a 6 mesi, 114 (da 110) a 12 mesi e 115 (da 112) a 24 mesi.

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



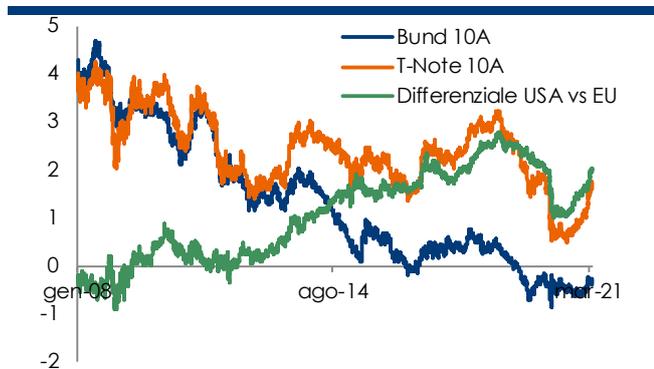
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



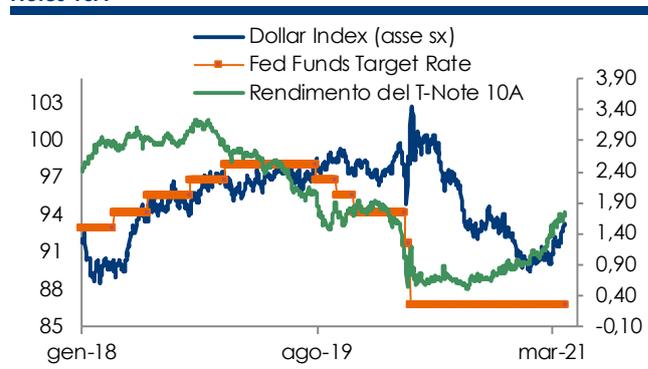
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Dollar Index (scambi commerciali) da inizio 2018, tasso Fed e T-Notes 10A



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

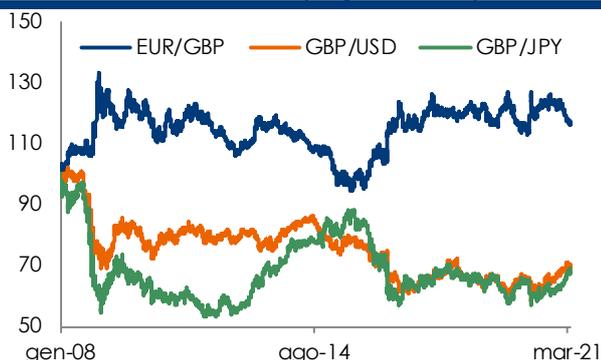
GBP: consolida l'apprezzamento grazie alle vaccinazioni

La BoE resta accomodante confermando la sua policy, la sterlina consolida la sua forza. La Banca d'Inghilterra, nel meeting dello scorso 18 marzo, ha nuovamente deciso, all'unanimità, di lasciare invariato il tasso di interesse allo 0,1%. Nello stesso meeting è stato confermato anche il target del programma di acquisto di titoli a 895 miliardi di sterline (875 di Gilt e 20 di corporate bond), dopo averlo già ampliato di 150 miliardi complessivi nel novembre del 2020. Il Comitato ha ritenuto che l'attuale orientamento di politica monetaria sia appropriato rispetto alla condizione dell'economia inglese. La BoE sembra confermare un miglioramento dello scenario interno grazie al prosieguo della campagna vaccinale che, come ipotizzato nel precedente meeting, ha avuto effetti positivi su tutti i comparti accelerando la normalizzazione del quadro inglese. Il prossimo meeting della Bank of England è in calendario il prossimo 6 maggio. La dinamica della sterlina resta impostata al consolidamento del rafforzamento, che si basa su alcuni fattori che appaiono costanti. Il buon accordo commerciale post-Brexit siglato con l'UE, l'azzeramento delle aspettative di taglio dei tassi in territorio negativo da parte della Bank of England e il prosieguo efficace della campagna vaccinale nel Regno Unito appaiono come tre driver molto forti, su cui confermare la previsione di rialzo della sterlina.

EUR/GBP: come abbiamo più volte sottolineato la sterlina è la valuta che più di tutte ha retto alla forza dell'euro, già prima del recente indebolimento della valuta unica. Le stime sull'economia inglese restano di cauto miglioramento e strettamente legate all'efficacia della campagna vaccinale, due fattori che consentono alla Bank of England di porsi in una situazione di cauta attesa. Uno scenario che consente di riconfermare la nostra previsione di consolidamento ulteriore della sterlina, se tutti questi elementi del quadro continueranno a restare positivi. Le stime indicano 0,86 (da 0,88) a 1 mese e 0,85 (da 0,86) a 3 mesi, 0,84 (da 0,85) a 6 mesi, 0,83 (da 0,84) a 12 mesi e 0,83 (da 0,84) a 24 mesi.

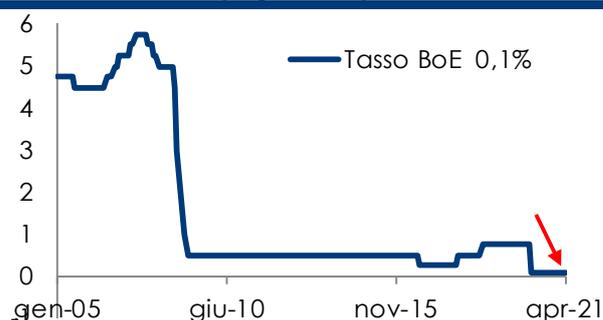
GBP/USD: temi invariati sul "cable": il prosieguo della campagna vaccinale, le reazioni dell'economia nel post-Brexit e le scelte, senza dubbio efficaci, della BoE hanno consentito alla sterlina di resistere, più di altre valute, alla forza del dollaro, una dinamica che prevediamo possa permanere come elemento di fondo, a patto che l'apprezzamento della divisa americana non acceleri in maniera incontrollata, in quel caso anche la sterlina non potrà che subirne il contraccolpo. Le stime vedono il cambio a 1,37 (da 1,35) a 1 mese, 1,36 (da 1,37) a 3 mesi, 1,37 (da 1,40) a 6 mesi, 1,42 a 12 mesi e 1,44 a 24 mesi.

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



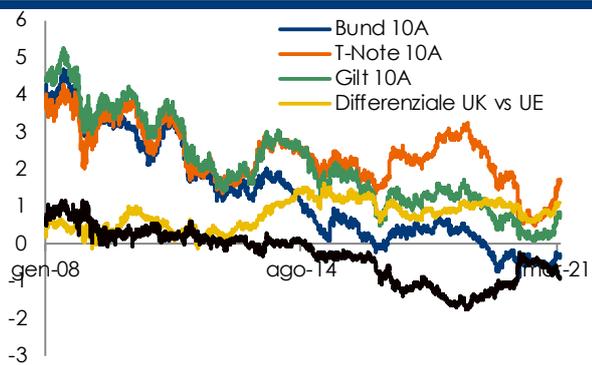
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoE (lungo termine)



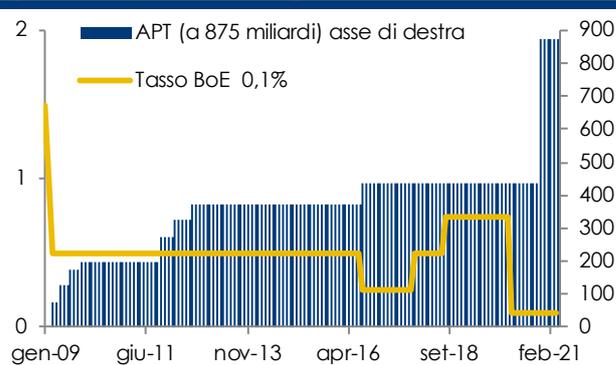
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Programma APT e Tasso BoE da gennaio 2009



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

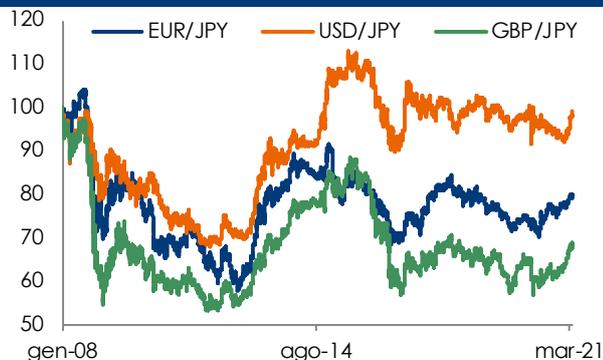
JPY: la BoJ modifica il suo approccio e lo yen si deprezza

Si concretizza la revisione della politica monetaria della Bank of Japan. La Banca del Giappone ha mantenuto il suo tasso di interesse di riferimento negativo al -0,10%, lo scorso 19 marzo, ma ha modificato la banda di oscillazione a 10 anni, ampliandone i limiti a più o meno 0,25%, in precedenza gli estremi dell'intervallo erano dello 0,20%. La mossa è probabilmente finalizzata a favorire un maggior movimento nel mercato obbligazionario vista la bassa volatilità, con l'intento di limitare alcuni degli effetti negativi generati proprio dalla mole dei suoi stimoli. L'aggiustamento è visto come un potenziale precursore di ulteriori modifiche alla propria politica. La BoJ ha inoltre aumentato la propria flessibilità nell'acquisto di titoli azionari alla Borsa di Tokyo, in senso riduttivo, ovvero eliminando il target fisso di 6 trilioni di yen annuali, vista la forte ripresa del mercato azionario. Di contro ha però mantenuto il limite massimo degli acquisti annuali (12 trilioni di yen), in modo da avere comunque un target espansivo molto ampio, qualora la situazione tornasse a peggiorare e fosse necessario tornare ad acquistare, in modo massiccio, titoli azionari. Il margine di manovra che la BoJ si è presa nella scorsa riunione è dovuto in gran parte all'indebolimento dello yen, poiché i movimenti nei rendimenti dei Treasury USA hanno superato i movimenti dei tassi giapponesi, consentendo quindi al governatore Kuroda di modificare la propria azione. Proprio Kuroda, recentemente, ha offerto una visione cautamente ottimista del Giappone, affermando che l'economia nipponica e quella globale si stanno riprendendo dagli effetti negativi della pandemia grazie alle misure di stimolo messe in campo da Banche e Governi. La BoJ tornerà a riunirsi il prossimo 27 aprile.

EUR/JPY: lo yen accentua la debolezza nei confronti dell'euro, che subisce la forza del dollaro, il cui apprezzamento è il driver assoluto in grado di influenzare tutti i cambi. Questo tema è talmente predominante che anche un certo ritorno dell'avversione al rischio non ha minimamente aumentato l'appeal della divisa nipponica, nel suo ruolo di valuta difensiva, consentendole di svalutarsi ulteriormente. Le stime sono: 127 (da 123) a 1 mese, 128 (da 124) a 3 mesi, 130 (da 127) a 6 mesi, 133 (da 131) a 12 mesi e 138 (da 134) a 24 mesi.

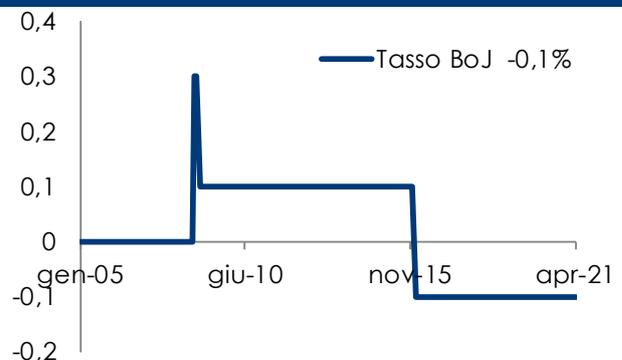
USD/JPY: il biglietto verde continua a seguire il movimento di irripidimento della curva dei Treasury consolidando il proprio apprezzamento, come corretto riflesso del buon recupero dell'economia americana e abbandonando il ruolo di asset rifugio assunto nel pieno della pandemia. Una situazione che appare destinata a proseguire, favorendo il rialzo del cambio e, quindi, il deprezzamento della valuta nipponica rispetto alla divisa americana. La dinamica del cambio USD/JPY resta pertanto dettata dall'andamento del dollaro, a parità di approccio monetario espansivo implementato dalla BoJ, al netto della nuova revisione. Le stime sono 108 (da 103) a 1 mese e 110 (da 106) a 3 mesi. Nel medio-lungo: 112 (da 108) a 6 mesi, 114 (da 110) a 12 mesi e 115 (da 112) a 24 mesi.

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



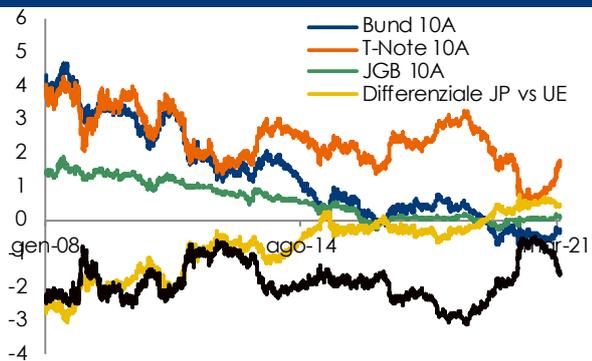
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoJ (lungo termine)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Inflazione giapponese vs Target 2% e tasso BoJ da fine 2010



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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 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>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 02.03.2021.

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 (<https://www.intesasanpaolo.com>).

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 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 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