

# SCENARIO 2021

**MACROECONOMIA E MERCATI**  
AGGIORNAMENTO 2° TRIMESTRE

**PICCOLE E MEDIE IMPRESE**



**INTESA**  **SANPAOLO**

Hanno contribuito alla realizzazione della pubblicazione:

Andrea Conti, Responsabile Strategia Eurizon Capital SGR

Paolo Guida Responsabile Ricerca per Investitori Privati e PMI, Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Luca Mezzomo, Responsabile Ricerca Macroeconomica e Mercati Obbligazionari, Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

# INDICE

## **SCENARIO 2° TRIMESTRE 2021**

Macroeconomia	2
Mercati	2
Previsioni su tassi, valute e materie prime	4
Quadro macroeconomico generale	5
Tassi, valute e materie prime	6

<b>NOTA METODOLOGICA</b>	<b>7</b>
--------------------------	----------

<b>AVVERTENZA GENERALE</b>	<b>8</b>
----------------------------	----------

I dati e le previsioni sono aggiornati al 22.04.2021

# SCENARIO 2° TRIMESTRE 2021: SINTESI

## MACROECONOMIA

### Economia mondiale

La ripresa post-pandemica si sta concretizzando con velocità e tempi molto diversi, dipendenti ora soprattutto dall'intensità delle campagne vaccinali. Si sta aprendo un ampio differenziale di crescita fra gli Stati Uniti, che sono ormai in grado di avviare un processo di riapertura dei settori sensibili, e l'Eurozona, dove questo stadio potrebbe essere raggiunto soltanto fra qualche mese. La ripresa sarà sostenuta da politiche fiscali ancora accomodanti, in particolare negli Stati Uniti.

### Inflazione

La ricostituzione delle scorte di fine 2020 ha generato forti tensioni in alcune catene del valore, facendo emergere deficit nel sistema dei trasporti di merci fra l'Asia, l'Europa e gli Stati Uniti dopo il ridimensionamento avvenuto durante la pandemia. Le tensioni di breve termine sui prezzi sono state acuite dal rimbalzo dei prezzi delle materie prime e da fattori locali. L'inflazione toccherà picchi transitori nel corso del 2021, salvo scendere bruscamente di nuovo. In seguito, la ripresa favorirà un moderato rialzo.

### Politica monetaria

Le Banche centrali dei Paesi avanzati continuano a garantire condizioni finanziarie accomodanti e ad aiutare la politica fiscale espansiva. I programmi di sostegno resteranno attivi nel 2021. Il miglioramento dello scenario economico americano potrebbe anticipare la svolta del ciclo di politica monetaria, che però difficilmente potrà concretizzarsi prima del prossimo anno.

## MERCATI

### Tassi d'interesse area euro (Euribor ed Eurirs)

I tassi di mercato a medio-lungo termine sono aumentati da inizio anno, come risultato di un maggiore ottimismo sulle prospettive economiche alla luce dell'avvio delle campagne vaccinali. L'evidenza ha indotto la BCE ad accelerare l'acquisto di titoli nel 2° trimestre dell'anno per limitare la risalita dei tassi. Nei prossimi mesi riteniamo che i tassi Euribor si manterranno negativi su tutte le principali scadenze per effetto delle misure estremamente accomodanti della BCE. Anche i tassi Eurirs si manterranno su livelli contenuti e prevalentemente negativi, con prospettive di moderato aumento nel corso del 2021, grazie al consolidarsi della ripresa.

### Lo scenario dei mercati e le performance storiche



Nota: Base Numero Indice marzo 2016=100. L'indice rappresenta la performance lorda (comprese cedole o dividendi) di un investimento pari a 100 effettuato a marzo 2016. Le performance annue sono medie riferite al periodo che va da marzo 2016 a marzo 2021. Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e MSCI.

## Monetario

Il moderato rialzo dei tassi di mercato negli Stati Uniti non ha interessato le scadenze a breve europee che continuano ad avere un rendimento negativo. L'azione della BCE resta forte e caratterizzata da supporto abbondante di liquidità, in assenza di pressioni inflazionistiche e di un'accelerazione significativa del ciclo economico. Ne deriva un quadro di tassi monetari ancora fortemente compressi e negativi anche nel 2021, rendendo il comparto ancora sfavorevole.

## Obbligazionario Governativo

Tassi a lunga a scadenza USA risaliti ai livelli pre-pandemia, a fronte di tassi tedeschi ancora vicini ai minimi. A dispetto del movimento già avvenuto, i tassi USA rimangono storicamente bassi e a rischio di ulteriori rialzi. A maggior ragione non vediamo opportunità nei tassi tedeschi. Per quanto riguarda i titoli italiani, i tassi cedolari risultano interessanti rispetto a quelli di maggior merito di credito, ma va considerato che il livello assoluto è storicamente molto basso.

## Azionario

Partenza decisamente positiva per le borse nel 2021, grazie alla ripresa degli utili aziendali e nonostante la risalita dei tassi USA a lunga scadenza. In ottica di medio termine i mercati azionari appaiono ancora interessanti, grazie all'ulteriore accelerazione attesa per i profitti. Non si possono tuttavia escludere temporanei episodi di volatilità se la normalizzazione dei tassi governativi dovesse accelerare.

## Dati e previsioni economiche

	2021 STIME PRECEDENTI	2021 STIME CORRENTI	2022
<b>EUROPA</b>			
Crescita economica	4.5	4.0	4.5
Inflazione	1.0	1.4	1.6
Tasso di interesse*	0.0	0.0	0.0
<b>STATI UNITI</b>			
Crescita economica	4.2	6.8	3.2
Inflazione	2.1	2.7	2.0
Tasso di interesse*	0.0-0.25	0.0-0.25	0.0-0.25
Tasso di cambio EUR/USD*	1.15-1.25	1.15-1.25	1.15-1.25

Nota: \* Tassi di fine periodo. Tasso di rifinanziamento per la BCE; Tasso Fondi Federali per la Fed. I dati sono espressi in percentuale, a eccezione del dato sul tasso di cambio EUR/USD. Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo

## Valute

Dollaro in recupero nei primi mesi del nuovo anno, dopo un 2020 all'insegna della debolezza. Il sostegno è arrivato dal rialzo dei tassi a lunga scadenza in USA a fronte di tassi europei meno variati. Nell'immediato il recupero del dollaro potrebbe proseguire, ma nel 2° semestre l'euro dovrebbe ritrovare un sostegno nella probabile accelerazione macroeconomica dell'area. A quel punto il cambio dollaro/euro potrebbe muoversi in un corridoio senza una chiara direzione.

## Materie Prime

Dopo un avvio brillante, il comparto delle materie prime resta ben posizionato per conseguire ulteriori guadagni nel 2021, grazie a un'espansione della domanda mondiale di materie prime. La nostra valutazione positiva è supportata da tre principali fattori: scenario macroeconomico favorevole, politiche economiche espansive – accompagnate da politiche fiscali orientate a investimenti green e redistribuzione – e reflazione. In particolare, gli ambiziosi obiettivi ambientali fissati per i prossimi decenni richiedono investimenti significativi in nuove tecnologie e la realizzazione di infrastrutture ad hoc, che implicano una crescita strutturale della domanda di metalli industriali, gas naturale, argento, platino e palladio.

## Lo scenario sulle principali aree di investimento

MERCATI	RENDIMENTO NETTO %			SCENARIO*		RENDIMENTO NETTO % MEDIO PERIODO** (BASE ANNUA)	COMMENTO
	DA INIZIO 2021	2020	2015-2019 MEDIO ANNUO	PRECEDENTE	ATTUALE		
Monetario Euro	-0,1	-0,3	-0,2	Sfavorevole	Sfavorevole	0,0/0,4	Tassi negativi e a livelli storicamente bassi
Obbligazionario Euro	-1,7	3,7	1,6	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	-0,1/0,8	Tassi attesi moderatamente in rialzo
Obbligazionario Germania	-1,7	2,2	1,2	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	ND	Tassi tedeschi negativi su tutte le scadenze
Obbligazionario Italia	-0,8	5,9	1,5	Neutrale	Neutrale	ND	Titoli italiani più interessanti ma con rischi di rialzo dei tassi
Azionario Europa	8,3	-1,1	4,3	Positivo	Positivo	2,8/7,4	Quotazioni non più a sconto, ma supportate della crescita degli utili
Azionario Italia	8,7	-2,4	3,7	Positivo	Positivo	3,2/9,1	Quotazioni non più a sconto, ma supportate della crescita degli utili
Azionario Stati Uniti	6,7 (9,0 in euro)	13,6 (6,4 in euro)	8,4 (7,9 in euro)	Positivo	Positivo	2,8/7,7 (3,0/7,8 in euro)	Quotazioni non più a sconto, ma supportate della crescita degli utili

Nota: i rendimenti netti sono approssimati applicando l'aliquota di tassazione del 26% alla performance lorda dell'indice (inclusi i dividendi o le cedole), anche se negativi in considerazione del credito d'imposta; ND=non disponibile.

\* I giudizi espressi si riferiscono a un orizzonte temporale di 24 mesi e vanno considerati, per ogni classe di attività finanziaria, in relazione alla redditività attesa nel comparto monetario. Il giudizio sul comparto monetario è espresso in relazione alla prospettiva di conservazione del potere di acquisto, data l'inflazione attesa.

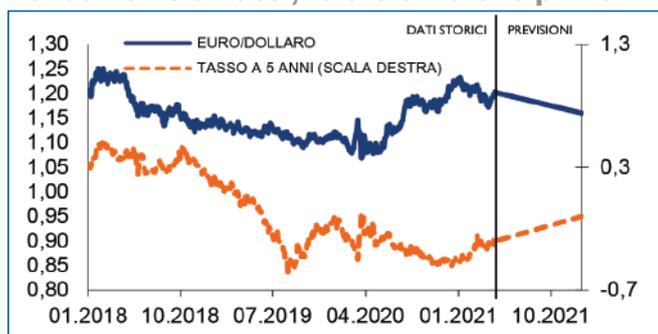
\*\*Il rendimento netto atteso di medio periodo si riferisce a un orizzonte di 5 anni a partire dall'anno in corso. Per i mercati in valuta diversa dall'euro è stato ipotizzato un tasso di cambio medio EUR/USD pari a 1,21 nel periodo di riferimento.

Indici Monetario, Obbligazionario e Azionario: indici JPMorgan e indice MTS BOT; indice Azionario Europa: MSCI area euro; indice Azionario Italia: Indice FTSE MIB; indice Azionario Stati Uniti: S&P500.

Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 07.04.2021, se non diversamente indicato.

# PREVISIONI SUI TASSI, VALUTE E MATERIE PRIME

## L'andamento di tassi, valute e materie prime



Fonte: Bloomberg.



Fonte: Bloomberg. Indici: 02.01.2014 = 100.

## Previsioni su tassi, valute e materie prime

MERCATI	INDICATORE	ULTIMO DATO DISPONIBILE	A DICEMBRE 2021	TENDENZA 2022	COMMENTO
Tassi	Tasso sui fondi federali (Fed Funds)	0,00/0,25	0,00/0,25	Stabile	Tassi a livelli minimi, politica monetaria espansiva e stabile
	Tasso di deposito BCE	-0,50	-0,50	Stabile	Tassi a livelli minimi, politica monetaria espansiva e stabile
	Tasso Euribor 1 mesi	-0,55	-0,60/-0,50	Stabile	Sostanzialmente stabile per effetto della prosecuzione dello stimolo monetario
	Tasso Euribor 3 mesi	-0,54	-0,60/-0,50	Stabile	Sostanzialmente stabile per effetto della prosecuzione dello stimolo monetario
	Tasso swap a 2 anni (Eurirs)	-0,49	-0,40/-0,30	Leggermente in salita	I tassi di mercato, inizialmente stabili per effetto delle misure BCE, aumenteranno marginalmente per la graduale ripresa economica
	Tasso swap a 5 anni (Eurirs)	-0,30	-0,20/0,00	Leggermente in salita	I tassi di mercato, inizialmente stabili per effetto delle misure BCE, aumenteranno marginalmente per la graduale ripresa economica
	Tasso swap a 10 anni (Eurirs)	0,06	0,10/0,30	Leggermente in salita	I tassi di mercato, inizialmente stabili per effetto delle misure BCE, aumenteranno marginalmente per la graduale ripresa economica
	Tasso swap a 30 anni (Eurirs)	0,46	0,60/0,80	Leggermente in salita	I tassi di mercato, inizialmente stabili per effetto delle misure BCE, aumenteranno marginalmente per la graduale ripresa economica
Valute	Euro/Dollaro	1,201	1,15/1,17	Leggermente in discesa	Dollaro leggermente favorito nel breve per maggiore e più rapida ripresa economica USA
	Dollaro/Yen	108,0	112/114	Leggermente in salita	Yen in deprezzamento contro dollaro per effetto della maggiore propensione al rischio
Materie prime*	Prezzo del petrolio	65,40 USD a barile	70/75 USD a barile	Leggermente in salita	Risalita per effetto della ripresa economica globale
	Prezzo del rame	9.401 USD	9.500/10.500 USD a tonn	Leggermente in salita	Risalita per effetto della ripresa economica globale
	Prezzo dell'oro	1.784 USD	1.600/1.800 USD a oncia	Leggermente in discesa	Leggero calo a causa della maggiore propensione al rischio e del modesto recupero dell'inflazione
	Prezzo della Soia	15,14 USD per Bushel	14,00/15,00 USD per Bushel	Leggermente in salita	Risalita dopo iniziale correzione. Aumento della domanda per effetto della ripresa economica

Nota: (\*) Il prezzo del petrolio si riferisce al Brent Dated; il prezzo del rame si intende per tonnellata metrica e si riferisce al future a 3 mesi; il prezzo dell'oro si intende per oncia e si riferisce allo spot; il prezzo della soia si riferisce alla prima scadenza del future. Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 22.04.2021.

# QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

L'impatto della pandemia sull'attività economica globale sta diventando sempre più diversificato geograficamente. La differenziazione dipende da fattori demografici, livello di sviluppo, efficacia delle strategie di contenimento e delle campagne di vaccinazione, intensità delle misure fiscali compensative, diffusione di nuove varianti. Dove è più avanti, la campagna vaccinale sta dimostrando di poter incidere sulla resilienza del sistema sanitario, configurandosi come un fattore determinante di ripresa. Tuttavia, gran parte dei paesi emergenti restano al margine del processo e, fra quelli avanzati, l'Europa (eccezion fatta per il Regno Unito) e il Giappone hanno un divario da recuperare rispetto agli Stati Uniti, pari ad almeno un trimestre nel caso dell'Unione Europea, e almeno a tre trimestri nel caso del Giappone (che però può contare su un sistema di contenimento molto più efficace di quello europeo). Nel complesso, il commercio mondiale registra una crescita robusta e il PIL globale dovrebbe crescere di circa il 6% nel 2021. La ripresa ha già creato qualche tensione sui prezzi delle materie prime e dei beni intermedi, amplificate da problemi nel sistema dei trasporti marittimi e dal basso livello delle scorte, sicché il 2021 si presenta come un anno di rimbalzo anche per l'inflazione.

## Stati Uniti

Lo scenario USA ha svoltato definitivamente a inizio 2021, con l'approvazione di due pacchetti di stimolo fiscale e una netta accelerazione della marcia verso il controllo di COVID-19. L'immunità di gregge potrebbe essere conseguita entro luglio, garantendo la piena riapertura dell'economia dopo la crisi pandemica. Sul fronte economico, la doppia dose di stimolo fiscale somministrata con due manovre ravvicinate (a fine 2020, per 900 mld, e a metà marzo, per 1,9 tln) dovrebbe, insieme alla diffusione dei vaccini, generare un boom di consumi, inizialmente concentrato sui beni e successivamente diffuso ai servizi, finanziato dall'accumulo record di risparmio. L'atteso rapido assorbimento dell'output gap dovrebbe generare pressioni verso l'alto sui prezzi, con un rialzo dell'inflazione stabilmente intorno al 2% alla fine del 2022, dopo un periodo di transitorio overshooting.

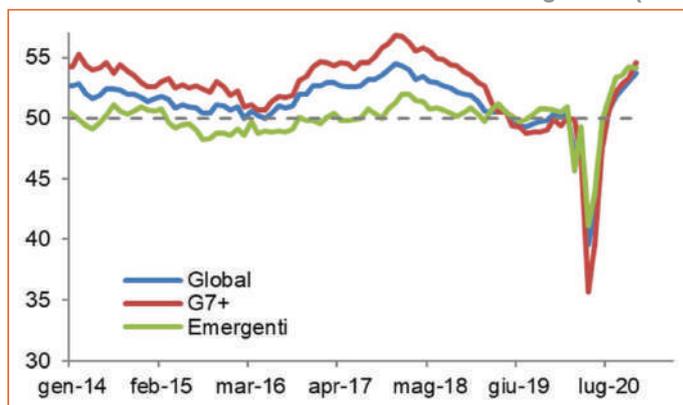
La Fed, con la nuova strategia di politica monetaria reattiva e non preventiva, dovrebbe continuare ad accomodare l'espansione fiscale e le spinte alla crescita. Qualunque cambiamento di policy è condizionato al raggiungimento di progresso "effettivo", e non "previsto", su occupazione e obiettivo di inflazione (che potrà essere superato "per qualche tempo"). La prima correzione di rotta potrebbe avvenire da fine estate, preparando una riduzione degli acquisti che sarà attuata probabilmente nel 2022.

## Eurozona

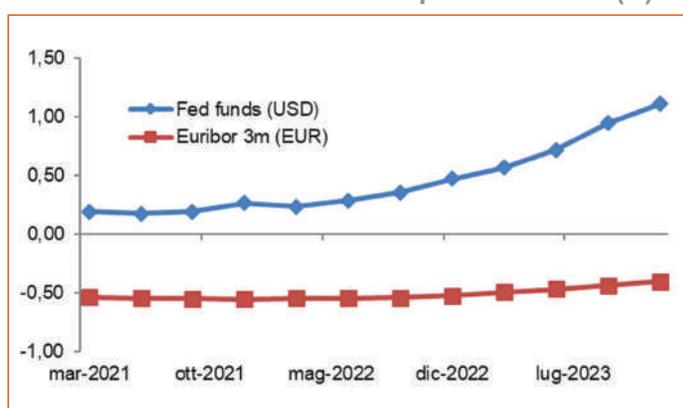
Il condizionamento della pandemia resta molto forte nell'Eurozona, che paga il ritardo della campagna vaccinale. Il 4° trimestre 2020 ha registrato una nuova contrazione del PIL, sebbene di intensità inferiore rispetto alla primavera. Il 2021 dovrebbe essere iniziato con un'ulteriore discesa, e il miglioramento del 2° trimestre rischia di essere frenato dalla coda dell'ondata invernale di contagio. Dal 2° semestre 2021 la graduale immunizzazione della popolazione europea garantirà una ripresa più stabile. Il ritorno ai livelli pre-crisi di PIL è previsto soltanto a metà 2022, e la crisi pandemica ha lasciato in eredità uno strascico di sotto-occupazione che frenerà la ripresa dell'inflazione dopo il picco atteso nel 2° trimestre 2021 e il successivo calo, dovuti a fattori in larga misura transitori. Il deficit del settore pubblico è atteso in riduzione nel 2021, dal 7,2% a 6,2% del PIL aggregato, essenzialmente per gli effetti della ripresa sulle entrate fiscali e per il calo della spesa di emergenza. Dal prossimo anno, dovrebbero aggiungersi i fondi europei legati al programma pluriennale Next Generation EU.

Le misure di politica monetaria annunciate dalla BCE stanno aumentando l'eccesso di liquidità, mantenendo i tassi di interesse e i premi per il rischio su livelli molto bassi. Nei prossimi mesi non si attendono variazioni dei tassi ufficiali. Gli acquisti di titoli legati all'emergenza pandemica, aumentati transitoriamente nel 2° trimestre, continueranno almeno fino al marzo 2022.

## Andamento recente dell'attività manifatturiera globale (PMI)



## Tassi di interesse a breve termine impliciti nei futures (%)



Nota: PMI = indice dei responsabili degli acquisti; fonte Refinitiv-Datastream. A destra: dati in %; elaborazioni Intesa Sanpaolo rispettivamente su dati di fonte Bloomberg e Refinitiv-Datastream.

# TASSI, VALUTE E MATERIE PRIME

L'avvio delle campagne vaccinali ha alimentato le prospettive di uscita dalla pandemia nel corso del 2021, anche se con ritmi differenziati a seconda del paese. Gli Stati Uniti e il Regno Unito appaiono destinati a beneficiare di una ripresa economica anticipata rispetto all'Europa continentale, grazie a una maggiore velocità nella somministrazione dei vaccini. Ne è derivato un rialzo dei tassi a medio-lungo termine all'inizio dell'anno, temperato dagli interventi delle Banche centrali che hanno interesse a evitare un'eccessiva risalita. In prospettiva i tassi Euribor sono attesi rimanere a livelli negativi e sostanzialmente stabili nel 2021, mentre i tassi Eurirs dovrebbero registrare solo moderate variazioni al rialzo entro fine anno, soprattutto sulle scadenze lunghe. Dopo un iniziale rafforzamento a inizio anno, il dollaro è atteso confermare una maggiore debolezza contro euro per effetto della ripresa economica anche nel vecchio continente. Scenario favorevole per le materie prime, ad eccezione dell'oro, grazie alla ripresa del ciclo economico mondiale.

## Tassi d'interesse area Euro (Euribor ed Eurirs)

Il miglioramento del quadro epidemico con l'avvio delle campagne vaccinali migliora le prospettive economiche e si riflette in un moderato aumento dei tassi a medio-lungo termine, mentre i tassi a breve resteranno compressi dall'azione ultra-espansiva della Banca Centrale Europea. I tassi Euribor resteranno dunque ancora negativi e stabili su tutte le principali scadenze, così come i tassi Eurirs fino alla scadenza dei 5 anni. Nel dettaglio dei tassi Eurirs, le scadenze brevi e medie (2 e 5 anni) resteranno sostanzialmente stabili nei prossimi mesi, per poi aumentare leggermente entro fine anno. Anche per le scadenze lunghe ed extra-lunghe (10 e 30 anni) ci aspettiamo una sostanziale stabilità nel breve e marginali incrementi entro fine anno (nell'ordine dello 0,1-0,2%).

## Valute

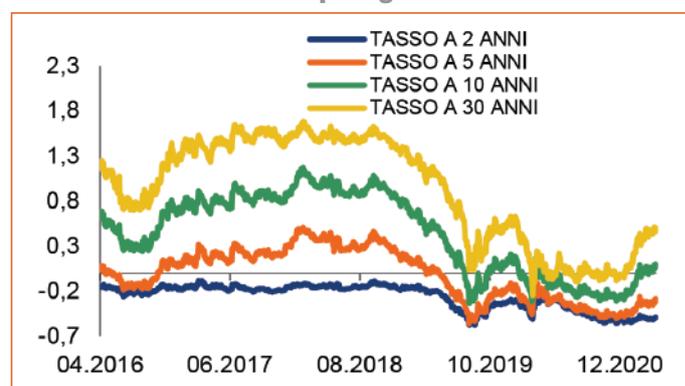
Dollaro in recupero nei primi mesi del nuovo anno, dopo un 2020 all'insegna della debolezza. Il sostegno è arrivato dal rialzo dei tassi a lunga scadenza in USA, con un differenziale tra tassi americani ed europei tornato a 200 punti base, livello di inizio 2020. Contro euro il movimento da inizio anno è stato da 1,22 a 1,17. Nell'immediato il recupero del dollaro potrebbe proseguire, ma nel 2° semestre l'euro dovrebbe ritrovare un sostegno nella probabile accelerazione macro dell'area, man mano che procede la campagna vaccinale e iniziano ad essere erogati i fondi del NGEU/Recovery Fund. A quel punto il cambio dollaro/euro potrebbe muoversi in un corridoio senza una chiara direzione.

## Materie prime

Le materie prime sono ben posizionate per beneficiare di un contesto di ripresa economica, poiché la domanda di energia e metalli sembra destinata a crescere nel corso dei prossimi trimestri. Per il petrolio, i membri dell'OPEC+ hanno esteso i tagli alla produzione fino alla fine di aprile, apparentemente a causa del timore che le restrizioni imposte per contenere la pandemia possano influire negativamente sui consumi in vari Paesi. Il mercato globale dovrebbe pertanto rimanere in deficit nel prossimo futuro, alimentando quotazioni petrolifere elevate. Sul fronte dei preziosi, le quotazioni dell'oro hanno toccato

i minimi da giugno, a causa di uno scenario macroeconomico divenuto meno favorevole a fronte delle previsioni di una solida ripresa della crescita economica globale. Gli investitori hanno ridotto l'esposizione all'oro a seguito dell'aumento dei rendimenti dei Treasury, che attualmente rappresenta il principale rischio per i metalli preziosi. L'argento potrebbe invece continuare a sovraperformare l'oro sulla scia delle aspettative di maggiori investimenti nel settore fotovoltaico. I metalli industriali sono uno dei comparti destinati a ottenere i maggiori benefici dall'attesa "nuova ricostruzione", poiché l'accelerazione dell'economia mondiale e gli ingenti piani di spesa pubblica orientati agli investimenti green dovrebbero favorire i consumi di metalli. Per ciò che riguarda gli agricoli, i timori sulle forniture dovrebbero allentarsi nei prossimi mesi, con una conseguente diminuzione dei prezzi della maggior parte delle merci agricole dopo i recenti picchi, anche se le quotazioni resteranno ben sostenute su livelli relativamente elevati. Più a lungo termine, le materie prime agricole restano uno strumento interessante per gli investitori, grazie al loro buon potenziale di diversificazione e alla loro esposizione a rischi strategici.

## I tassi d'interesse swap negli ultimi 5 anni



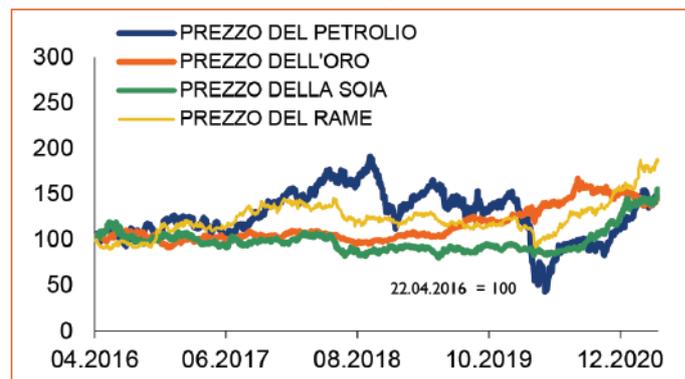
Nota: dati in percentuale. Fonte: Bloomberg.

## Le principali valute negli ultimi 5 anni



Fonte: Bloomberg.

## Le principali commodity negli ultimi 5 anni



Fonte: Bloomberg.

# NOTA METODOLOGICA

I rendimenti di medio periodo sono realizzati secondo la metodologia Black-Litterman grazie all'utilizzo di un modello gestito da Eurizon Capital.

L'approccio Black-Litterman (B-L) rappresenta un riferimento metodologico valido, efficace e ampiamente riconosciuto per realizzare le scelte di asset allocation tattica con l'obiettivo di sfruttare i movimenti di più breve periodo delle asset class. Elementi chiave per passare dal portafoglio strategico al tattico sono: le view di mercato di breve periodo, di tipo qualitativo, su cui si è maggiormente fiduciosi (eventualmente anche una sola view) e il controllo del rischio, in quanto si vuole massimizzare il contributo delle view alla performance nel rispetto del profilo di investimento del portafoglio. Nel processo di asset allocation tattica il naturale punto di riferimento è il portafoglio strategico da cui si devia solo se vi sono asset class che si ritiene siano da favorire nel breve periodo. L'approccio B-L consente di implementare tale processo in modo quantitativo combinando statistica bayesiana e teoria classica del portafoglio. Il modello introduce il concetto di rendimenti di equilibrio (prior): sono i rendimenti che fanno del portafoglio strategico il portafoglio ottimo. Tali rendimenti sono ottenuti via reverse optimization: dati i pesi strategici si trovano i rendimenti ottimi. I rendimenti di equilibrio vengono modificati in via quantitativa per incorporare l'informazione aggiuntiva rappresentata dalle view tattiche: la statistica bayesiana consente di ottenere i nuovi rendimenti (posterior) per tutte le asset class consistenti con la struttura di rischio (volatilità e correlazioni). Questo è il cuore dell'approccio B-L. Nel processo si considera tutto il set informativo disponibile: in altre parole anche nel caso di una sola view tutti i rendimenti attesi vengono modificati in modo coerente. Per dare l'intuizione si ha che in caso di view positiva su un'asset class, quelle maggiormente correlate positivamente vedono salire i rendimenti attesi rispetto alla prior e viceversa per quelle correlate negativamente. L'approccio B-L consente di unire i benefici dell'approccio qualitativo nella definizione delle view (ci si può concentrare sulle view forti ed esprimerle in modo qualitativo) con i benefici dell'approccio quantitativo in termini di disciplina, rigore metodologico e utilizzo completo del set informativo (attese di rendimento e di rischio).

# AVVERTENZA GENERALE

Il presente documento è stato preparato, approvato e distribuito dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, in particolare da Intesa Sanpaolo S.p.A., banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, e da Eurizon Capital SGR S.p.A., società di gestione del risparmio autorizzata alla prestazione del servizio di gestione collettiva dalla Banca d'Italia.

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 dal Gruppo Bancario 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 dello stesso, 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 dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

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 Bancario 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 Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti e/o le rispettive famiglie possono detenere posizioni lunghe o brevi 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 titolo di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

Il presente documento è pubblicato con cadenza trimestrale. Il precedente report è stato distribuito in data 24.12.2020.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo e Eurizon Capital SGR a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob (deposito curato da Intesa Sanpaolo), esclusivamente ai clienti delle banche del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in formato elettronico e potrà altresì essere messo a disposizione presso le filiali del Gruppo.

In nessun caso il presente documento potrà essere distribuito al di fuori del territorio della Repubblica Italiana ovvero essere reso disponibile a soggetti non residenti in Italia. In particolare, e senza limitazione della generalità di quanto precede, il presente documento, così come ogni sua riproduzione, anche parziale, non può essere ricevuto, consegnato o trasmesso negli Stati Uniti d'America o a ogni residente degli Stati Uniti d'America, quali definiti ai sensi della Regulation S relativa allo U.S. Securities Act del 1933, né nel Regno Unito ovvero in Lussemburgo o in Giappone.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo e Eurizon Capital SGR e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo e Eurizon Capital. 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 e Eurizon Capital SGR.



