

**Mensile Valute**
**Dollaro in apprezzamento dopo la Fed di giugno**
**EUR – l'euro si indebolisce mentre la BCE discute dell'uscita dal PEPP**

Le divergenze di opinione sull'uscita dal PEPP sono al centro della discussione interna alla BCE. Appare chiaro che questo tema non sarà al centro del meeting del 22 luglio e che difficilmente una risposta conclusiva potrà arrivare nella riunione di settembre. E' probabile che la BCE voglia avere maggior evidenza della tenuta della ripresa economica dell'Eurozona, sul finale d'anno, prima di prendere una posizione più restrittiva. In attesa di capire le intenzioni, la valuta unica ha perso terreno nei confronti del dollaro, dopo il messaggio meno accomodante della Fed. L'EUR/USD è visto a: 1,19 da 1,20 a 1 mese; 1,17 (da 1,16) a 3 mesi; 1,15 da 1,17 a 6 mesi; 1,20 da 1,21 a 12 mesi e 1,22 da 1,23 a 24 mesi.

**USD – il messaggio meno accomodante della Fed sostiene il dollaro**

Nel FOMC dello scorso 16 giugno (la Fed tornerà a riunirsi il 28 luglio), l'atteso miglioramento del sentiero di ripresa economica ha indotto la Fed a lasciar intendere come il timing del primo rialzo dei tassi si sia maggiormente allineato al ritiro delle misure di acquisto titoli, fornendo così un messaggio meno accomodante al mercato. Il dollaro sembra consolidare la propria forza: una dinamica che appare più coerente con il reale stato di salute dell'economia USA e che consente, nel rapporto di cambio con l'euro, di non spingere ad un eccessivo apprezzamento la valuta unica, effetto che rischiava di essere di ostacolo alla ripresa europea.

**GBP – sterlina in consolidamento dopo la BoE di giugno**

La BoE conferma di considerare transitorio il surriscaldamento della dinamica dei prezzi (per fine anno sarà ben distante dal target del 2%) ma, al pari della Fed, se la crescita domestica continuerà a questi ritmi, potrebbe forse limitarsi ad anticipare leggermente il rialzo dei tassi, portandolo a fine 2022. L'istituto inglese gode inoltre del vantaggio legato al fatto che i tassi ufficiali non sono mai scesi in territorio negativo. Questo differenziale fra la curva inglese e quella europea contribuisce a sostenere un orizzonte previsionale di apprezzamento per la sterlina e le consente di consolidare su livelli alti sia contro euro che contro dollaro.

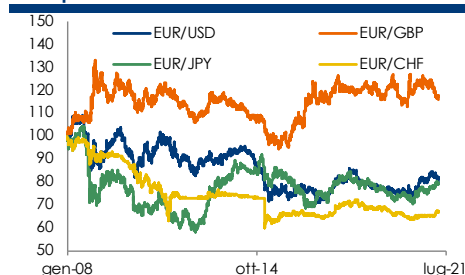
**JPY – yen indebolito ma BoJ distante dal target di inflazione**

La Banca centrale conferma di essere pronta ad allentare ancora la politica monetaria, qualora necessario, per superare l'impatto della pandemia sull'economia e provare a raggiungere il target d'inflazione del 2%. La BoJ tornerà a riunirsi il prossimo 16 luglio; per il momento lo yen appare indebolito contro dollaro (a causa della forza della valuta USA) e meno contro euro.

**Previsioni tassi di cambio**

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
<b>Euro</b>						
EUR/USD	1,1815	1,19	1,17	1,15	1,20	1,22
EUR/GBP	0,8574	0,86	0,85	0,84	0,84	0,83
EUR/JPY	130,71	131	132	130	137	141
<b>Altre valute</b>						
GBP/USD	1,3779	1,39	1,38	1,37	1,43	1,47
USD/JPY	110,63	110	112	113	114	115
EUR/CHF	1,0927	1,09	1,10	1,12	1,14	1,15

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

**Principali valute estere vs. euro**


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**7 luglio 2021 - 11:40 CET**

Data e ora di produzione

Nota mensile

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

Analista Finanziario

**7 luglio 2021 - 11:45 CET**

Data e ora di circolazione

**Titoli di Stato**

Scadenza	Rendimento %
T-Note 10A	1,36
Bund 10A	-0,26
Gilt 10A	0,63
JGB 10A	0,04

Fonte: Bloomberg

**Cambi**

EUR/USD	1,1815
USD/JPY	110,63
GBP/USD	1,3779
EUR/CHF	1,0927
EUR/SEK	10,17
EUR/NOK	10,29
EUR/DKK	7,436
USD/CAD	1,2486
AUD/USD	0,7487
NZD/USD	0,7003
USD/ZAR	14,3984
EUR/JPY	130,71
EUR/GBP	0,8574
EUR/CAD	1,4752
EUR/AUD	1,5781
EUR/NZD	1,6871
EUR/ZAR	17,0111
EUR/ISK	146,70
EUR/HUF	353,85

Fonte: Bloomberg

## EUR: l'euro si indebolisce mentre la BCE discute dell'uscita dal PEPP

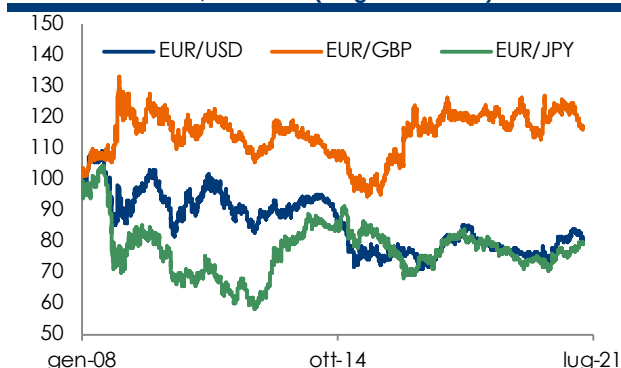
**L'euro si indebolisce mentre la BCE discute sul timing della riduzione delle misure espansive.** Nel meeting BCE del 10 giugno è stato confermato il ritmo (sostenuto) di acquisto di titoli all'interno del programma PEPP ma sono chiaramente emerse una serie di divergenze di opinioni nell'ambito del Consiglio Direttivo. I successivi interventi dei vari membri del Board, attraverso discorsi o interviste, non hanno fatto altro che ribadire come il dibattito sia acceso all'interno dell'Istituto centrale e riguardi proprio il volume di acquisti PEPP ma, soprattutto, come gestire in maniera ordinata l'uscita dal programma, nel 2022. Le divergenze di opinioni rendono difficile, al momento, stabilire quando verrà trovato l'accordo sull'uscita dal PEPP ma appare chiaro che questo tema non sarà al centro del meeting del 22 luglio e che difficilmente una risposta conclusiva arriverà nella riunione di settembre. La BCE vorrà avere maggior evidenza della tenuta della ripresa economica nell'Eurozona, sul finale d'anno, prima di prendere una posizione più restrittiva. In attesa di capire le intenzioni dell'Istituto, la valuta unica ha perso terreno nei confronti del dollaro, dopo il messaggio meno accomodante della Fed, scendendo sotto la soglia di 1,20 e riducendo la forza eccessiva che ne aveva caratterizzato gli ultimi mesi.

**EUR/USD:** il ribasso del cambio rispecchia la ritrovata forza del dollaro a seguito del nuovo atteggiamento della Fed, meno accomodante, che ha preso atto dei robusti dati economici USA, riducendo la pressione sulla valuta unica e sulla BCE. Di contro, il dibattito interno alla BCE sul futuro delle misure espansive e una crescita in Europa che resta modesta accrescono le incertezze e indeboliscono l'euro. L'EUR/USD cambia profilo di stima: 1,19 da 1,20 a 1 mese; 1,17 (da 1,16) a 3 mesi; 1,15 da 1,17 a 6 mesi; 1,20 da 1,21 a 12 mesi e 1,22 da 1,23 a 24 mesi.

**EUR/GBP:** non cambia la nostra previsione di consolidamento della valuta inglese, sostenuto dai soliti elementi dello scenario: risposta sanitaria efficace, cessazione delle misure restrittive (al netto delle varianti) e recupero dell'economia nel post-Brexit e nel post-pandemia, grazie all'azione di politica monetaria della BoE. Il mercato ha da tempo scommesso sul recupero del sistema britannico, premiando la sterlina rispetto all'euro. Le nostre stime cambiano a: 0,86 da 0,85 a 1 mese e 0,85 da 0,84 a 3 mesi; 0,84 a 6 mesi e 12 mesi e 0,83 a 24 mesi.

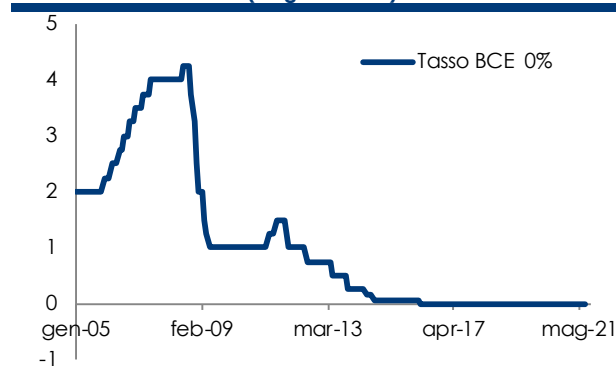
**EUR/JPY:** il trend di deprezzamento della valuta giapponese contro euro, in atto ormai da più di un anno, si interrompe nelle ultime settimane, a seguito della marginale debolezza della valuta unica. Questa dinamica del cambio pensiamo che possa proseguire fino a quando non ci sarà chiarezza sulle future scelte di politica monetaria della BCE. Le stime vedono: 131 da 130 a 1 mese; 132 da 129 a 3 mesi; 130 a 6 mesi; 137 a 12 mesi e 141 a 24 mesi.

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



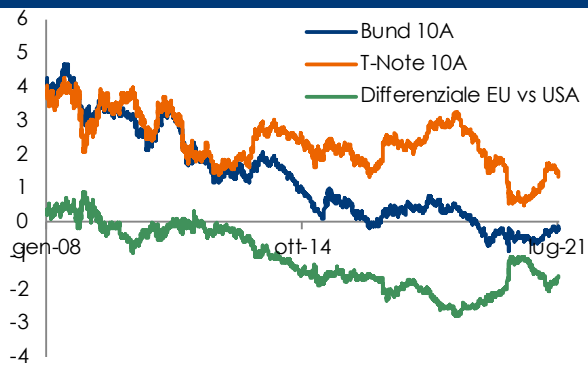
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)**



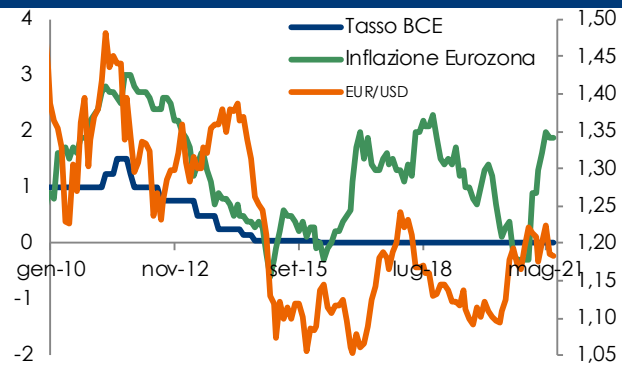
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10°**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Tassi ufficiali BCE (dx), Inflazione Eurozona (sx) e EUR/USD (dx)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE e Eurostat

## USD: il messaggio meno accomodante della Fed sostiene il dollaro

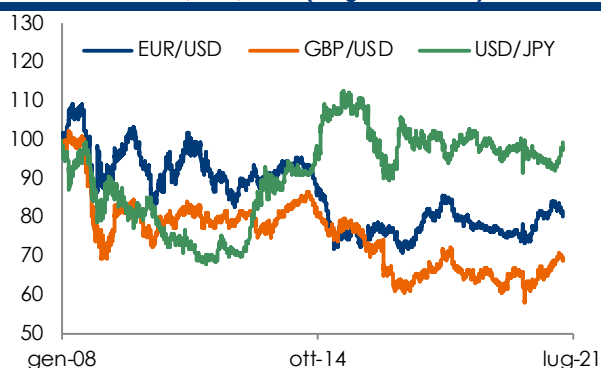
**La Fed muta il messaggio rendendolo meno accomodante.** Nel FOMC dello scorso 16 giugno (la Fed tornerà a riunirsi il 28 luglio) si è deciso all'unanimità il mantenimento dei tassi di riferimento. L'atteso miglioramento del sentiero di ripresa economica ha indotto la Fed a lasciar intendere come il timing del primo rialzo dei tassi si sia maggiormente allineato al ritiro delle misure di acquisto titoli, previste per la fine del prossimo anno. La dinamica del dollaro non ha particolarmente risentito dei pur forti dati occupazionali di giugno (con revisione migliorativa anche su quelli di maggio) restando intorno ai livelli delle ultime settimane, raggiunti dopo il meeting Fed del mese scorso e il cambio di atteggiamento, in senso meno accomodante, dell'Istituto americano. La Fed monitora con attenzione la dinamica del mercato del lavoro, che rappresenta una statistica alla base delle sue scelte di politica monetaria. Il dollaro sembra così consolidare la propria forza: una dinamica che appare più coerente con il reale stato di salute dell'economia USA e che consente, nel rapporto di cambio con l'euro, di non spingere ad un eccessivo apprezzamento la valuta unica, effetto che rischiava di essere di ostacolo alla dinamica di ripresa del ciclo europeo nel post-pandemia.

**EUR/USD:** la Fed è stata costretta dalle condizioni di mercato e dal miglioramento del quadro economico domestico a modificare (a parole) il proprio approccio espansivo. Recupero economico, inflazione, irripidimento della curva dei Treasury ed anomalo deprezzamento del dollaro non potevano più essere ignorati. Il quadro di robusti dati macroeconomici americani, accompagnati da un obiettivo surriscaldamento della dinamica dei prezzi, appare ora più coerente col messaggio meno accomodante espresso da Powell e con un maggior apprezzamento della divisa americana. L'EUR/USD cambia profilo di stima: 1,19 da 1,20 a 1 mese; 1,17 (da 1,16) a 3 mesi; 1,15 da 1,17 a 6 mesi; 1,20 da 1,21 a 12 mesi e 1,22 da 1,23 a 24 mesi.

**GBP/USD:** pur se in maniera minore, complice la ritrovata forza del dollaro, la solidità della valuta inglese contro la divisa statunitense resta un fattore oggettivo che limita l'influenza delle scelte della Fed sul "cable". La tempestiva azione sanitaria, le reazioni dell'economia nel post-Brexit e l'efficace approccio della Bank of England sono tutti aspetti che pensiamo possano ancora dare sostegno alla sterlina. Le stime vedono il cambio a 1,39 (da 1,41) a 1 mese; 1,38 (da 1,39) a 3 mesi; 1,37 a 6 mesi; 1,43 a 12 mesi e 1,47 a 24 mesi.

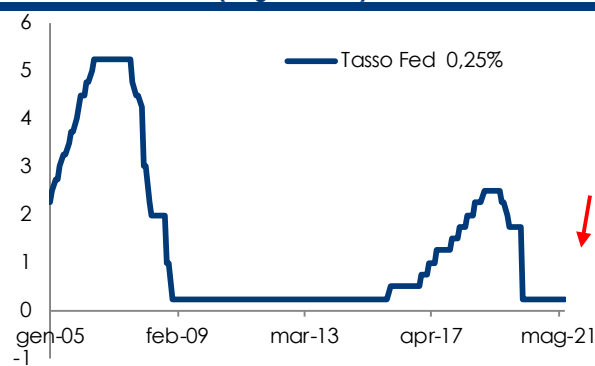
**USD/JPY:** non muta lo scenario sul cross col dollaro: è la valuta USA a determinare la dinamica dell'USD/JPY, specie in questa fase di rialzo del cambio dovuto alla ritrovata forza del dollaro, amplificato dall'approccio espansivo della Bank of Japan. Un quadro destinato a stabilizzarsi ulteriormente. Le previsioni sul cambio USD/JPY vedono: 110 a (da 108) 1 mese e 112 (da 110) a 3 mesi. Nel medio-lungo: 113 (da 112) a 6 mesi, 114 a 12 mesi e 115 a 24 mesi.

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



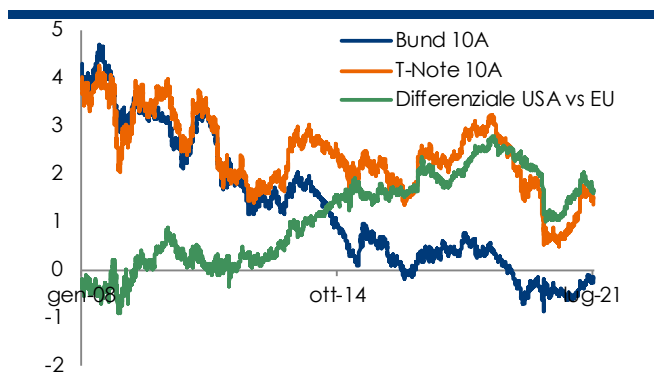
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Tasso base ufficiale FED (lungo termine)**



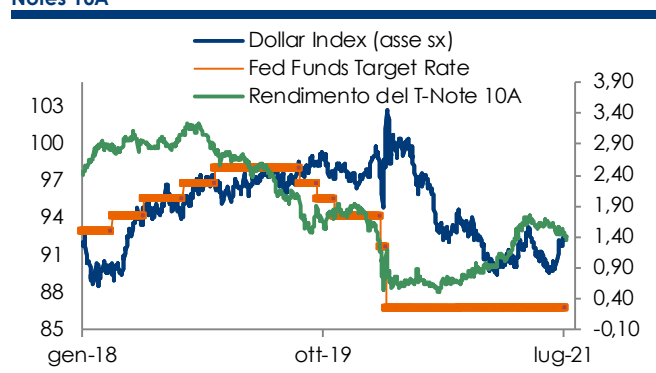
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**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 Fed e Dip. del Tesoro USA

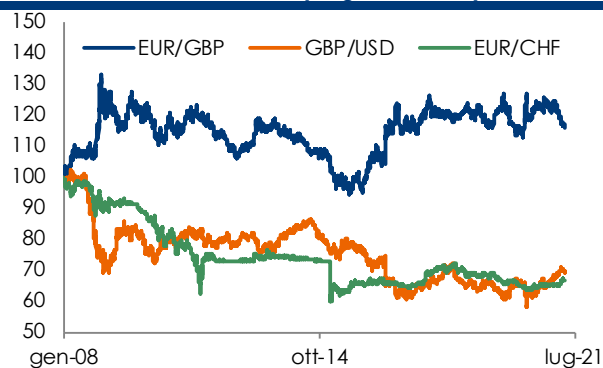
## GBP: sterlina in consolidamento dopo la BoE

Non cambia il quadro sulla sterlina: Brexit, efficace azione della Bank of England e recupero economico permangono i fattori a supporto della divisa. Nel meeting di giugno la Banca d'Inghilterra ha ribadito, all'unanimità, il tasso di interesse allo 0,1%, mentre il target del programma di acquisto di titoli a 895 miliardi di sterline (875 di Gilt e 20 di corporate bond) è rimasto fisso ma con un voto 8-1. Come in occasione del meeting di maggio, viene confermata la discussione in seno al Board della BoE circa il prosieguo di un'azione massiccia di acquisto di titoli. La BoE appare marginalmente più ottimista circa il miglioramento delle condizioni interne dovuto al prosieguo della campagna vaccinale che, al netto delle varianti, ha avuto effetti certamente positivi su tutti i comparti accelerando la normalizzazione del quadro inglese. Il prossimo meeting della Bank of England è in calendario il 5 agosto. La BoE conferma di considerare transitorio il surriscaldamento della dinamica dei prezzi (per fine anno sarà ben distante dal target del 2%) ma, al pari della Fed, se la crescita domestica continuerà a questi ritmi, potrebbe forse limitarsi ad anticipare leggermente il rialzo dei tassi, portandolo a fine 2022. L'Istituto inglese gode inoltre del vantaggio legato al fatto che i tassi ufficiali non sono mai scesi in territorio negativo. Questo differenziale fra la curva inglese e quella europea contribuisce a sostenere un orizzonte previsionale di apprezzamento per la sterlina e le consente di consolidare su livelli alti sia contro euro che contro dollaro.

**EUR/GBP:** movimento di consolidamento della divisa britannica nei confronti dell'euro; il cambio resta stabile in un intorno di 0,8550. Probabilmente la sterlina consoliderà ancora per qualche settimana intorno a quest'area, a patto che la BCE non sorprenda il mercato nel meeting del prossimo 5 agosto, quando verrà rilasciato l'Inflation Report contenente le nuove previsioni di crescita ed inflazione. Il recupero del sistema britannico e la tempestiva risposta all'emergenza sanitaria restano un vantaggio per il Regno Unito rispetto ad altre aree economiche più lente nell'uscire dalla crisi. L'altro fattore che avvantaggia la sterlina rispetto all'euro è ovviamente il differenziale dei tassi che è destinato ad accentuarsi ulteriormente a favore della divisa inglese. Le nostre stime cambiano a: 0,86 da 0,85 a 1 mese e 0,85 da 0,84 a 3 mesi; 0,84 a 6 mesi e 12 mesi e 0,83 a 24 mesi.

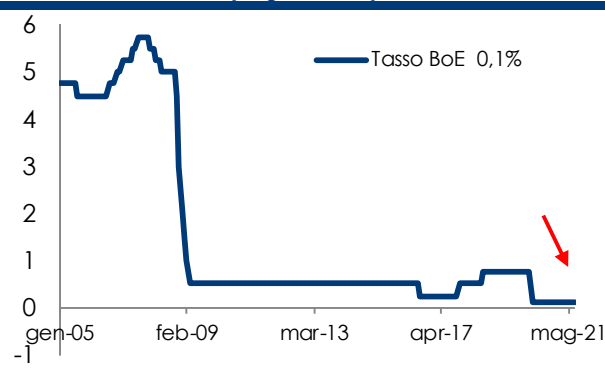
**GBP/USD:** fattori immutati per il "cable". La tempestiva risposta sanitaria, le reazioni dell'economia nel post-Brexit e le scelte ponderate della BoE consentono alla sterlina di resistere, più di altre valute, alla dinamica di apprezzamento del dollaro. Gli operatori sommano il consolidarsi di attese di rialzo dei tassi BoE già l'anno prossimo alla stabilità del quadro economico: una situazione che continuerà a rafforzare la dinamica della sterlina. Le stime vedono il cambio a 1,39 (da 1,41) a 1 mese; 1,38 (da 1,39) a 3 mesi; 1,37 a 6 mesi; 1,43 a 12 mesi e 1,47 a 24 mesi.

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



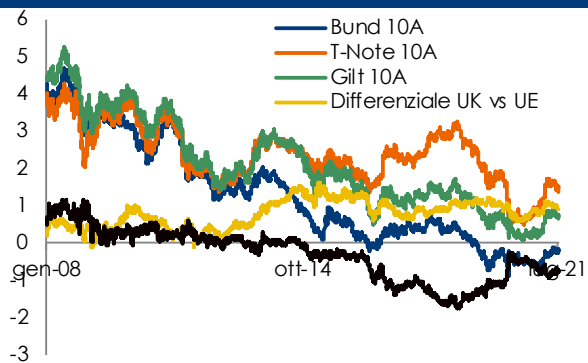
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Tasso base ufficiale BoE (lungo termine)**



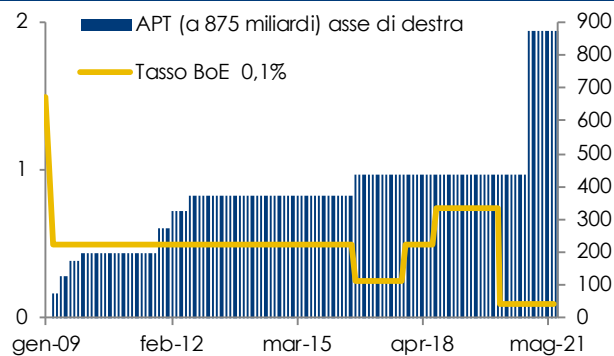
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**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 Bank of England

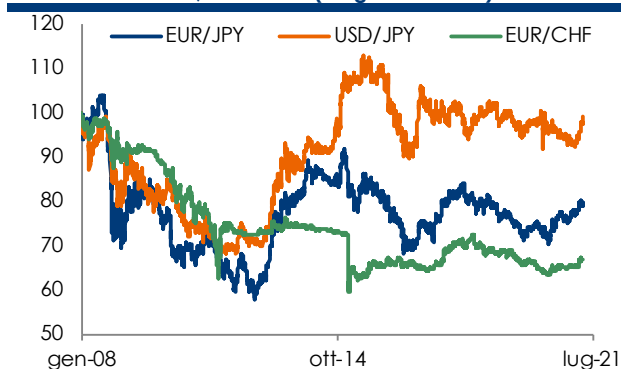
## JPY: per la BoJ il target di inflazione appare lontano

**La Bank of Japan estende il programma e indebolisce lo yen ma il target di inflazione resta lontano.** Al termine del Consiglio di politica monetaria di giugno, la Bank of Japan ha mantenuto il suo obiettivo di controllo della curva dei rendimenti a -0,1% per i tassi a breve termine e 0% per i rendimenti a 10 anni. La BoJ ha anche deciso di estendere di sei mesi la scadenza dei programmi di acquisto di asset e i prestiti in scadenza a settembre. Circa le stime economiche, il PIL si è ridotto del 3,9% su base annua nel 1° trimestre, mentre le limitazioni a persone e attività pesano ancora sui consumi. L'inflazione core a maggio è aumentata dello 0,1% a/a, restando ben lontana dall'obiettivo del 2%. I salari in Giappone hanno mostrato un deciso rialzo, sia in termini nominali che reali (pesati cioè per il livello di inflazione), nell'ultimo mese e questo è un segnale comunque positivo per la Banca centrale giapponese che conferma di essere pronta ad allentare ancora la propria politica monetaria, qualora necessario, per superare l'impatto della pandemia sull'economia e provare a raggiungere il target d'inflazione del 2%. La BoJ tornerà a riunirsi il prossimo 16 luglio e, per il momento, lo yen appare indebolito contro dollaro (a causa della forza della valuta USA) e meno contro euro.

**EUR/JPY:** marginale apprezzamento dello yen nei confronti dell'euro a causa della debolezza relativa della valuta unica, originata dall'apprezzamento fisiologico del dollaro americano, dopo il messaggio meno accomodante della Fed. Proprio la dinamica del dollaro resta il fattore chiave al centro del mercato valutario ed in grado di influenzare tutti i tassi di cambio. Il ritorno di una marginale avversione al rischio, dovuta appunto alle tensioni sanitarie in Giappone, ha solo parzialmente contribuito ad accrescere l'appeal della divisa nipponica agli occhi degli investitori in cerca di asset difensivi. Le stime vedono: 131 da 130 a 1 mese; 132 da 129 a 3 mesi; 130 a 6 mesi; 137 a 12 mesi e 141 a 24 mesi.

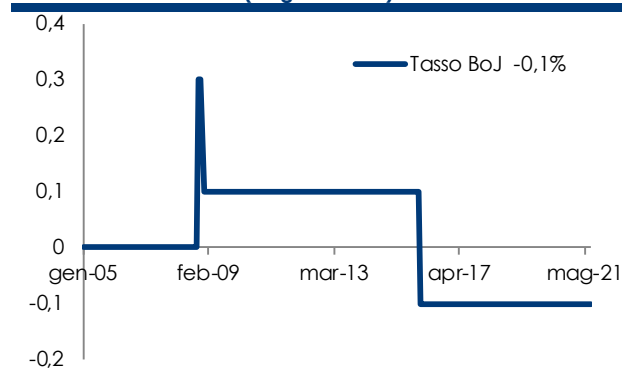
**USD/JPY:** il dollaro inverte la rotta e accentua il proprio apprezzamento riflettendo il buon recupero dell'economia americana, grazie al messaggio più restrittivo (anche se parzialmente smussato da Powell) emerso dall'ultimo meeting Fed. Al contempo, Kuroda (BoJ) non può far altro che lanciare messaggi accomodanti a lunghissimo termine, confermando la disponibilità dell'Istituto centrale ad ampliare il suo impegno espansivo di sostegno all'economia nel post-pandemia. La dinamica del cambio USD/JPY resta comunque vincolata all'andamento del dollaro. Le previsioni sul cambio USD/JPY vedono: 110 a (da 108) 1 mese e 112 (da 110) a 3 mesi. Nel medio-lungo: 113 (da 112) a 6 mesi, 114 a 12 mesi e 115 a 24 mesi.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

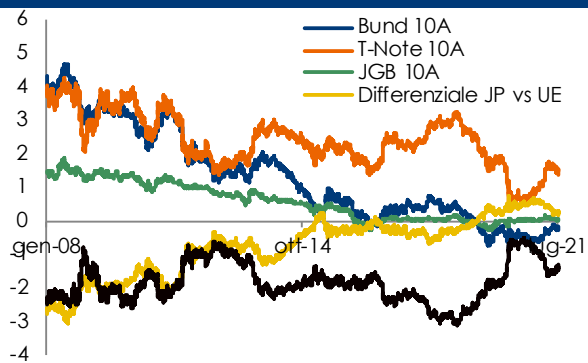
**Tasso base ufficiale BoJ (lungo termine)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

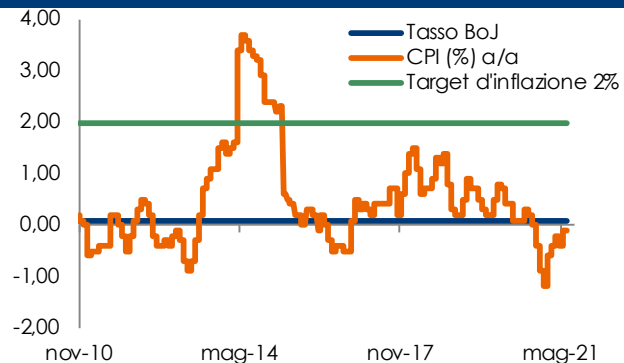


**Differenziale rendimento JGB 10A vs. T-Note 10A e Bund 10A**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Inflazione giapponese vs Target 2% e tasso BoJ**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BoJ e Ministero delle Finanze JP

## 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 01.06.2021.

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

Paolo Leoni  
Serena Marchesi  
Fulvia Risso

#### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Maria Giovanna Cerini, Monica Bosi