

Mensile Valute
L'anomala debolezza del dollaro domina i cambi
EUR – l'euro si apprezza mentre la BCE rimanda ogni decisione a giugno

I robusti dati macroeconomici americani delle ultime settimane stridono con l'anomala debolezza del dollaro, amplificando la pressione sulla valuta unica. Di contro, la crescita in Europa appare molto debole, come certificato dai dati relativi al 1° trimestre, e questo scenario potrebbe essere ulteriormente complicato da una valuta unica troppo apprezzata, che potrebbe rappresentare un problema per il recupero di molte economie dell'Eurozona, in primis Germania e Italia, che si basano molto sul commercio estero. Un tema che la BCE ha rimandato alla riunione del 10 giugno, quando anche il mercato si aspetta qualche dettaglio in più sul prosieguo dell'azione espansiva della Banca Centrale.

USD – la Fed accomodante frena l'apprezzamento del dollaro

La Fed non ha sorpreso il mercato esprimendo un messaggio molto accomodante, a cui si è sommato l'annuncio del massiccio piano di spesa dell'amministrazione Biden. Di fondo, il quadro di robusti dati macroeconomici americani stride con l'anomala debolezza del dollaro. Pensiamo che Powell prosegua nella sua campagna di minimizzazione del recupero dell'economia USA con lo scopo di evitare indesiderati irripidimenti delle curve dei tassi americani e un eccessivo rafforzamento della valuta americana, che ci appare comunque inevitabile.

GBP – la BoE non cambia il suo approccio espansivo, la sterlina resta stabile

Si rafforza la nostra previsione di consolidamento della valuta inglese, a patto che gli elementi del positivo scenario inglese (efficace prosieguo della campagna vaccinale, cessazione delle misure restrittive e recupero del sistema economico inglese sia nel post-Brexit che nel post-pandemia) continuino a marciare nella stessa direzione. Il mercato ha da tempo scommesso sul recupero del sistema britannico e sull'efficiente risposta all'emergenza sanitaria, attribuendo al Regno Unito un vantaggio rispetto ad altre aree economiche più lente nell'uscire dalla crisi, come appunto l'Eurozona.

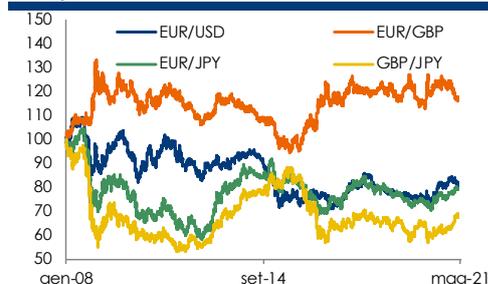
JPY – la BoJ resta espansiva contro l'emergenza sanitaria in atto

La riunione della Bank of Japan si è conclusa senza alcun cambiamento della politica monetaria, lo scorso 27 aprile: resta l'impegno a proseguire lo stimolo monetario e il controllo della curva (il cui approccio era già stato rivisto nella precedente riunione) fino a quando l'inflazione non avrà superato il 2%, standone al di sopra stabilmente. Dal dettaglio dello scenario di crescita emerge ancora una forte incertezza; il Giappone è infatti nuovamente alle prese con l'emergenza che ha portato al varo di nuove misure restrittive nelle principali prefetture del Paese. Un quadro che conferma lo scenario di debolezza dello yen.

Previsioni tassi di cambio

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1994	1,17	1,16	1,15	1,17	1,20
EUR/GBP	0,8627	0,86	0,85	0,84	0,83	0,83
EUR/JPY	131,09	127	128	130	133	138
Altre valute						
GBP/USD	1,3902	1,37	1,36	1,37	1,42	1,44
USD/JPY	109,30	108	110	112	114	115
GBP/JPY	151,95	150	151	151	151	151

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Principali valute estere vs. euro


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

6 maggio 2021 - 14:31 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

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

Analista Finanziario

6 maggio 2021 - 14:38 CET

Data e ora di circolazione

Titoli di Stato

Scadenza	Rendimento %
T-Note 10A	1,57
Bund 10A	-0,24
Gilt 10A	0,82
JGB 10A	0,09

Fonte: Bloomberg

Cambi

EUR/USD	1,1994
USD/JPY	109,30
GBP/USD	1,3902
EUR/CHF	1,0957
EUR/SEK	10,19
EUR/NOK	10,03
EUR/DKK	7,4359
USD/CAD	1,2276
AUD/USD	0,7741
NZD/USD	0,7205
USD/ZAR	14,3848
EUR/JPY	131,09
EUR/GBP	0,8627
EUR/CAD	1,4724
EUR/AUD	1,5494
EUR/NZD	1,6647
EUR/ZAR	17,2532
EUR/ISK	151,10
EUR/HUF	358,84

Fonte: Bloomberg

EUR: la BCE conferma l'approccio monetario espansivo

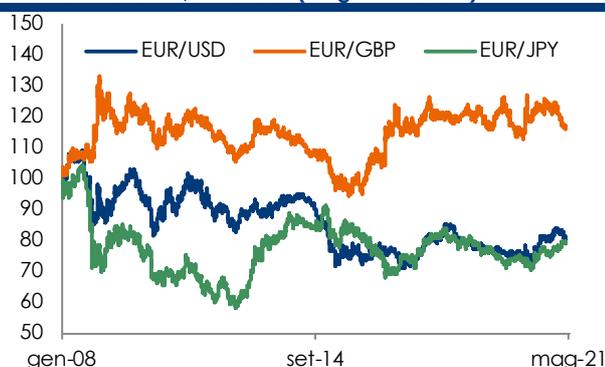
L'euro subisce la debolezza del dollaro, apprezzandosi, dopo che la BCE ha rimandato ogni decisione al 10 giugno. La prospettiva emersa dal meeting BCE di aprile è ancora improntata ai rischi legati sia ai nuovi contagi che all'andamento della campagna vaccinale, riconoscendo però la stabilizzazione delle condizioni finanziarie, pur rimanendo molto cauta sullo scenario futuro. Il messaggio è di una Banca centrale che resterà ancora estremamente accomodante e attenta all'evoluzione delle variabili macroeconomiche, ma con un approccio flessibile: il programma PEPP potrà non essere completamente utilizzato se le dinamiche di crescita e inflazione lo permetteranno, così come la BCE resta pronta a potenziare i propri strumenti nel caso di un nuovo deterioramento dello scenario. Sulle prospettive del ritmo degli acquisti del PEPP da giugno in avanti, la BCE non ha offerto indicazioni rilevanti, spostando di fatto l'attenzione sulla prossima riunione, in agenda per il 10 giugno.

EUR/USD: il rialzo del cambio ci appare eccessivo e i robusti dati macroeconomici americani delle ultime settimane stridono con l'anomala debolezza del dollaro, amplificando la pressione sulla valuta unica. Di contro, la crescita in Europa appare molto debole, come certificato dai dati relativi al 1° trimestre, e questo scenario potrebbe essere ulteriormente complicato da una valuta unica troppo apprezzata, che potrebbe rappresentare un problema per il recupero di molte economie dell'Eurozona, in primis Germania e Italia, che si basano molto sul commercio estero. Un tema che la BCE ha rimandato alla riunione del 10 giugno, quando anche il mercato si aspetta qualche dettaglio in più sul prosieguo dell'azione espansiva della Banca Centrale. L'EUR/USD resta a: 1,17 a 1 mese, 1,16 a 3 mesi, 1,15 a 6 mesi, 1,17 a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi.

EUR/GBP: ancora una volta sottolineiamo come la sterlina sia la valuta che più di tutte ha retto alla forza dell'euro e questo ci consente di ribadire la nostra previsione di consolidamento della valuta inglese, a patto che gli elementi del positivo scenario inglese (efficace prosieguo della campagna vaccinale, cessazione delle misure restrittive e recupero del sistema economico inglese sia nel post-Brexit che nel post-pandemia) continuino a marciare nella stessa direzione. Il mercato ha da tempo scommesso sul recupero del sistema britannico e sull'efficiente risposta all'emergenza sanitaria, attribuendo al Regno Unito un vantaggio rispetto ad altre aree economiche più lente nell'uscire dalla crisi, come appunto l'Eurozona. Le nostre stime restano pertanto: 0,86 a 1 mese e 0,85 a 3 mesi, 0,84 a 6 mesi, 0,83 a 12 mesi e a 24 mesi.

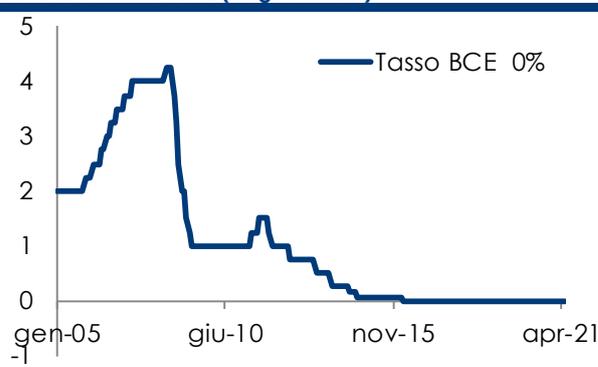
EUR/JPY: si amplifica la forza relativa dell'euro verso lo yen, un fattore che sostiene il trend di deprezzamento della valuta giapponese in atto ormai da più di un anno. Ribadiamo come questa dinamica del cambio possa proseguire anche per il prossimo trimestre, o almeno fino al meeting BCE di giugno quando non escludiamo qualche novità nell'approccio monetario. Le stime restano: 127 a 1 mese, 128 a 3 mesi, 130 a 6 mesi, 133 a 12 mesi e 138 a 24 mesi.

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



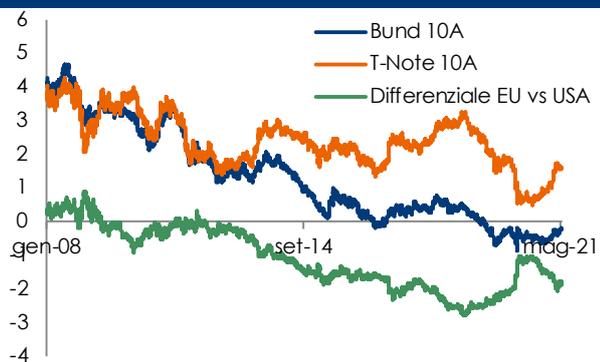
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE ed Eurozona

USD: la Fed accomodante frena l'apprezzamento del dollaro

La Fed riconosce il buon stato di salute dell'economia ma resta accomodante, dollaro debole in maniera anomala. In linea con le aspettative, nel meeting di aprile la Federal Reserve ha mantenuto invariato lo status quo di politica monetaria con voto unanime. La Banca centrale, pur apprezzando il coinvolgimento nella crescente ripresa dei settori più colpiti dalla pandemia e pur ammettendo l'attenuazione – dovuta alle vaccinazioni – del rischio economico del virus, ha continuato a sottolineare le criticità prospettive di quest'ultimo, ribadendo sostanzialmente la volontà di avviare un confronto su possibili svolte di policy solo una volta ottenuto l'effettivo controllo della pandemia. Anche la confermata lettura delle recenti pressioni inflazionistiche quali transitorie, nonostante i riconosciuti progressi nella crescita e nell'occupazione, implica un probabile mantenimento fino a fine anno delle linee guida sul QE e fino a fine 2023 del tasso di riferimento. La Banca centrale USA tornerà a riunirsi il prossimo 16 giugno.

EUR/USD: la Fed non ha sorpreso il mercato esprimendo un messaggio molto accomodante, a cui si è sommato l'annuncio del massiccio piano di spesa dell'amministrazione Biden. Di fondo, il quadro di robusti dati macroeconomici americani stride con l'anomala debolezza del dollaro e questo, in relativo, spinge al rialzo il cambio EUR/USD provocando un ingiustificato apprezzamento della valuta unica. Pensiamo che Powell prosegua nella sua campagna di minimizzazione del recupero dell'economia USA con lo scopo di evitare indesiderati irripidimenti delle curve dei tassi americani e un eccessivo rafforzamento del dollaro, che ci appare comunque inevitabile. L'EUR/USD è visto a: 1,17 a 1 mese, 1,16 a 3 mesi, 1,15 a 6 mesi, 1,17 a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi.

GBP/USD: la dinamica del cambio GBP/USD continua ad essere il riferimento da osservare per capire il reale momento di forza relativa della sterlina. Una solidità, che contro dollaro, appare ancora più evidente ed è frutto della somma di due fattori: il positivo scenario inglese e la debolezza della divisa USA. L'efficacia della campagna vaccinale, le reazioni dell'economia nel post-Brexit e le misure messe in campo dalla BoE sono tutti aspetti che pensiamo possano ancora dare sostegno alla sterlina. Le stime vedono il cambio a 1,37 a 1 mese, 1,36 a 3 mesi, 1,37 a 6 mesi, 1,42 a 12 mesi e 1,44 a 24 mesi.

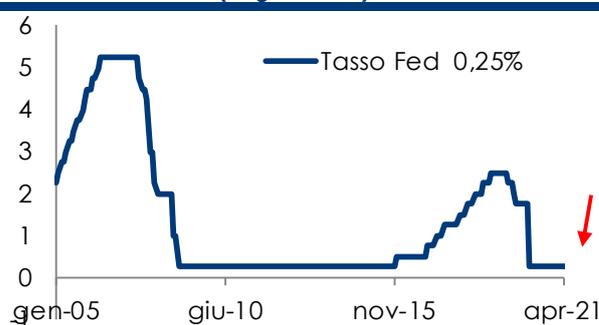
USD/JPY: scenario immutato sul cross col dollaro a determinare la dinamica dell'USD/JPY, specie in questa fase di consolidamento del cambio, dovuto all'anomala debolezza del dollaro e all'immobilismo della BoJ, che deve fronteggiare il ritorno dell'emergenza sanitaria in Giappone. Un quadro che pensiamo possa restare stabile per qualche tempo, consentendoci di non modificare le stime che vedono: 108 a 1 mese e 110 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 112 a 6 mesi, 114 a 12 mesi e 115 a 24 mesi.

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



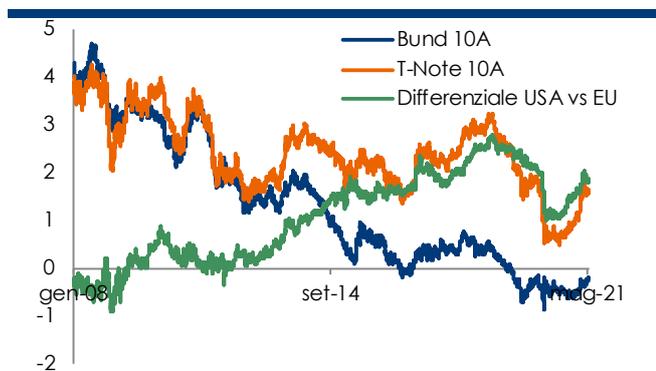
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale Fed (lungo termine)



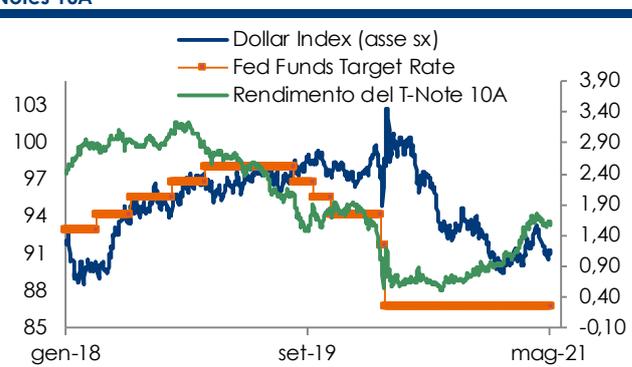
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed

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: consolida l'apprezzamento dopo il meeting BoE

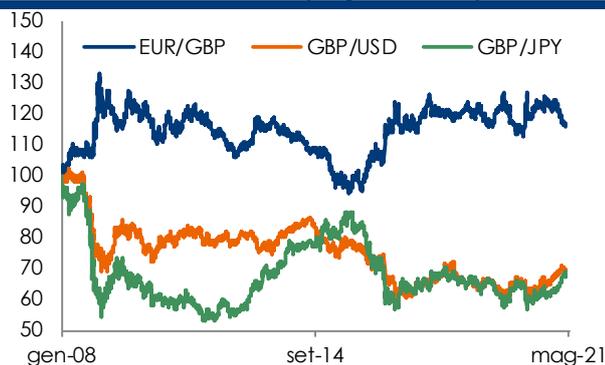
La BoE non cambia il suo approccio: tassi fermi allo 0,10% e programma di acquisto immutato.

La Banca d'Inghilterra ha confermato, all'unanimità, il tasso di interesse allo 0,1%. Nel meeting odierno è stato ribadito anche il target del programma di acquisto di titoli a 895 miliardi di sterline (875 di Gilt e 20 di corporate bond) ma non all'unanimità (8-1). Vengono quindi smentite le indiscrezioni di una possibile ipotesi di riduzione anticipata del programma, ma viene confermata la discussione in seno al Board della BoE circa il prosieguo di un'azione così massiccia di acquisto di titoli, dopo che il programma era stato ampliato di 150 miliardi complessivi nel novembre del 2020. L'inizio del rientro delle misure espansive avverrà solo quando ci saranno chiari ed evidenti segnali di deciso recupero dell'economia e di una più ampia normalizzazione della situazione, un concetto, di fatto, che appare mutuato dall'approccio della Fed americana. La BoE appare marginalmente più cauta circa il miglioramento delle condizioni interne dovute al prosieguo della campagna vaccinale che, come espresso nel precedente meeting, 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 24 giugno.

EUR/GBP: ancora una volta sottolineiamo come la sterlina sia la valuta che più di tutte ha retto alla forza dell'euro e questo ci consente di ribadire la nostra previsione di consolidamento della valuta inglese, a patto che gli elementi del positivo scenario inglese (efficace prosieguo della campagna vaccinale, cessazione delle misure restrittive e recupero del sistema economico inglese sia nel post-Brexit che nel post-pandemia) continuino a marciare nella stessa direzione. Il mercato ha da tempo scommesso sul recupero del sistema britannico e sull'efficiente risposta all'emergenza sanitaria, attribuendo al Regno Unito un vantaggio rispetto ad altre aree economiche più lente nell'uscire dalla crisi, come appunto l'Eurozona. Le nostre stime restano pertanto: 0,86 a 1 mese e 0,85 a 3 mesi, 0,84 a 6 mesi, 0,83 a 12 mesi e a 24 mesi.

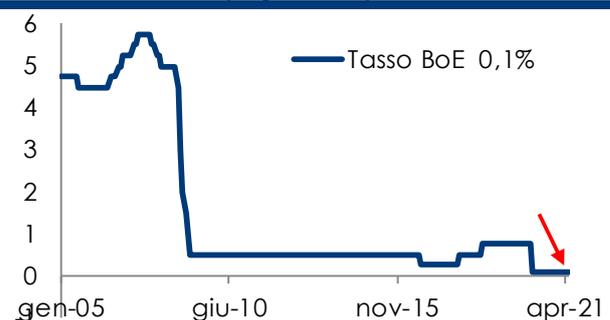
GBP/USD: temi invariati sul "cable"; il prosieguo della campagna vaccinale, le reazioni dell'economia nel post-Brexit e le scelte, senza dubbio efficaci, della BoE stanno consentendo alla sterlina di resistere, più di altre valute, alla volatile dinamica del dollaro. Un quadro che prevediamo possa restare come elemento di fondo, a patto che l'apprezzamento della divisa americana non acceleri in maniera eccessiva; in quel caso anche la sterlina non potrà che subire il contraccolpo. Le stime vedono il cambio a 1,37 a 1 mese, 1,36 a 3 mesi, 1,37 a 6 mesi, 1,42 a 12 mesi e 1,44 a 24 mesi.

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



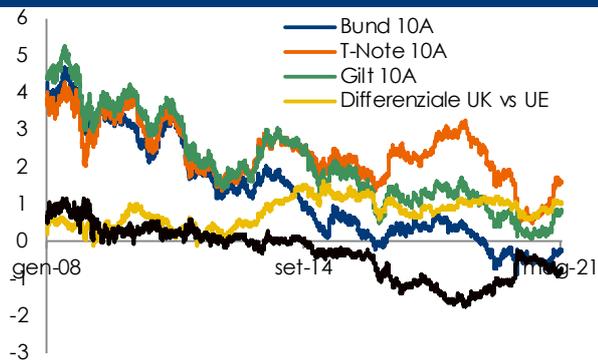
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoE (lungo termine)



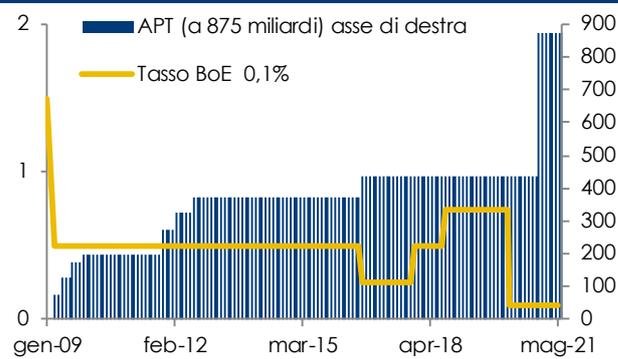
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of England

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: la BoJ resta espansiva contro l'emergenza sanitaria in atto

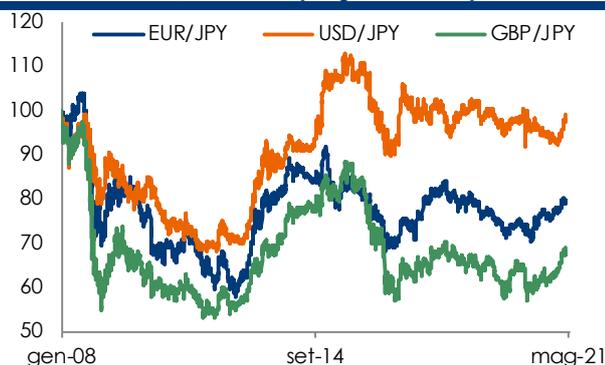
La Bank of Japan non modifica il proprio approccio monetario espansivo di contrasto al ritorno delle tensioni sanitarie in Giappone.

La riunione della Bank of Japan si è conclusa senza alcun cambiamento della politica monetaria, lo scorso 27 aprile: resta l'impegno a proseguire lo stimolo monetario e il controllo della curva (il cui approccio era già stato rivisto nella precedente riunione) fino a quando l'inflazione non avrà superato il 2%, standone al di sopra stabilmente. Dal dettaglio dello scenario di crescita emerge ancora una forte incertezza, anche se la revisione attuata è formalmente e modestamente verso l'alto, con l'aspettativa di ripresa sostenuta dalla politica fiscale, dalla domanda estera e dalle condizioni finanziarie accomodanti, in un contesto di contenimento dell'emergenza sanitaria legata al COVID-19. Il Giappone è nuovamente in una grave emergenza che ha portato al varo di nuove misure restrittive nelle principali prefetture del Paese. In conclusione, sulla base dell'aggiornamento delle previsioni, in cui l'inflazione non raggiunge né supera il target del 2%, la BoJ proseguirà ad oltranza il suo attuale approccio espansivo della politica monetaria e tornerà a riunirsi il prossimo 18 giugno.

EUR/JPY: lo yen accentua la debolezza nei confronti dell'euro, a causa della forza relativa della valuta unica, generata dall'anomalo deprezzamento del dollaro americano, tema che continua ad essere il driver assoluto in grado di influenzare tutti i cambi. Questo resta talmente predominante che anche un certo ritorno dell'avversione al rischio, dovuta appunto alle tensioni sanitarie in Giappone, non ha minimamente aumentato l'appeal della divisa nipponica nel suo ruolo di valuta difensiva. Le stime restano immutate: 127 a 1 mese, 128 a 3 mesi, 130 a 6 mesi, 133 a 12 mesi e 138 a 24 mesi.

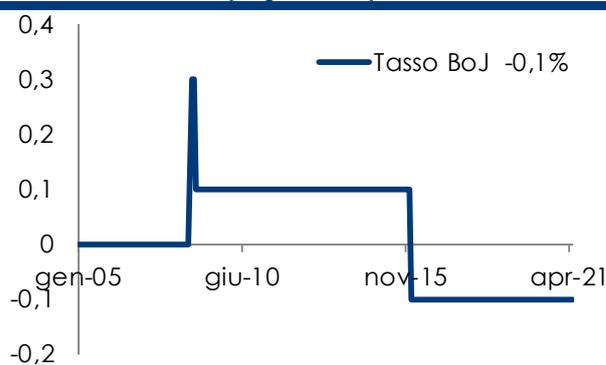
USD/JPY: il biglietto verde interrompe la sua corsa (così come il movimento di irripidimento della curva dei Treasury) consolidando il proprio deprezzamento, senza riflettere il buon recupero dell'economia americana grazie all'azione di Powell che smorza qualsiasi velleità di eccessivo apprezzamento del dollaro, generata dalla forte pressione del mercato su Treasury e valuta. Un'azione, quella di Powell, che appare destinata a proseguire, favorendo il consolidamento del cambio, specie in questa fase in cui anche Kuroda (BoJ) non può far altro che lanciare messaggi di approccio accomodante a lunghissimo termine, visto il ritorno anche dell'emergenza sanitaria in Giappone. La dinamica del cambio USD/JPY resta pertanto dettata dall'andamento del dollaro, a parità di approccio monetario espansivo espresso da entrambe le banche centrali. Le stime sono 108 a 1 mese e 110 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 112 a 6 mesi, 114 a 12 mesi e 115 a 24 mesi.

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



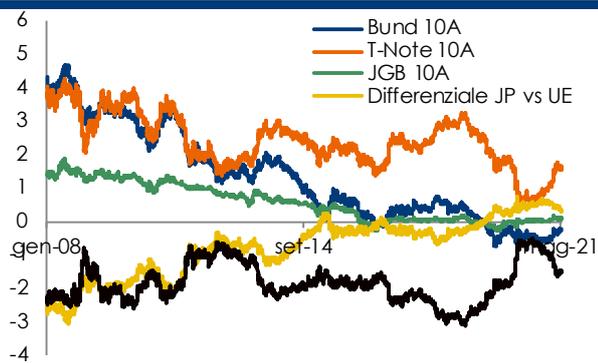
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoJ (lungo termine)



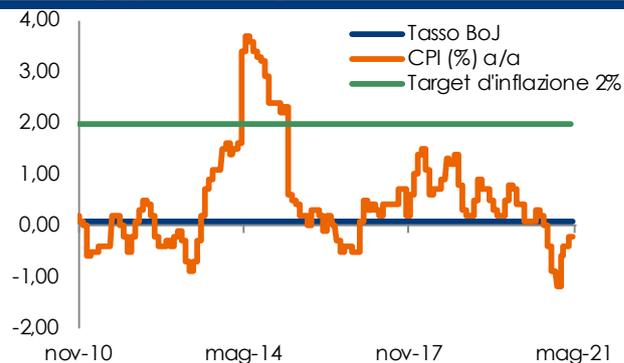
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of Japan

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

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 01.04.2021.

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: Cristina Baiardi