

Mensile Valute

Il movimento dei tassi USA influenza il mercato Forex

EUR – la BCE resterà accomodante indebolendo l'euro

Resta alta l'attenzione sull'euro ma, in particolare, sull'irripidimento delle curve dei rendimenti dei titoli europei, dovuto all'effetto trascinarsi generato dal movimento sui Treasury USA. La rimodulazione da parte degli investitori delle prospettive di inflazione globale e delle attese di politica monetaria, visto l'incombere di tutte le riunioni (la BCE l'11 marzo e, a seguire, tutte le altre), sta creando molta volatilità sia sui cambi che sul mercato obbligazionario. La BCE, in caso di mancato intervento, dovrà giustificare perché ritiene che l'economia possa tollerare condizioni di finanziamento meno accomodanti, vista la probabile debolezza delle sue previsioni macroeconomiche, comunicate proprio in occasione del prossimo meeting. In conclusione, si sono allentati tutti gli effetti indesiderati sulla divisa europea, che dovrebbe consolidare su livelli più bassi contro dollaro.

USD – l'irripidimento delle curve trascina il dollaro

Il rafforzamento del dollaro, spinto dal movimento al rialzo dei tassi americani, resta il driver sul mercato Forex. L'irripidimento delle curve dei rendimenti dei Treasury, che scontano aspettative di inflazione, ripresa economica e rialzo dei tassi ufficiali, è un effetto indesiderato che la Fed continuerà a contrastare, in vista del prossimo meeting in calendario il 17 marzo. Ancora una volta, confermiamo l'idea che il biglietto verde non possa ignorare a lungo lo scenario, restando eccessivamente debole e non riflettendo il buon recupero dell'economia USA.

GBP – prosegue l'apprezzamento in scia alle vaccinazioni

La tendenza di fondo della sterlina resta impostata all'ulteriore rafforzamento, che si fonda su alcuni fattori che appaiono determinanti. Il buon accordo commerciale post-Brexit siglato con l'UE, il recedere delle aspettative di taglio dei tassi in territorio negativo espresso dalla Bank of England e il prosieguo efficace della campagna vaccinale nel Regno Unito appaiono come tre fondamentali molto forti su cui basare la previsione di rialzo della sterlina.

JPY – attenzione alla revisione della politica monetaria della Bank of Japan

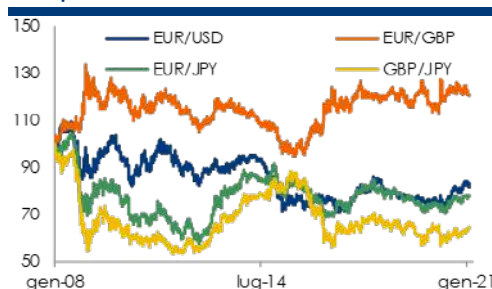
Gli operatori sono concentrati sul meeting BoJ in calendario il prossimo 19 marzo. Il Governatore Kuroda ha ripetutamente affermato che la Banca centrale sta cercando di rendere il suo quadro di controllo della curva dei rendimenti più efficace, perfezionandolo piuttosto che rivedendolo totalmente. L'obiettivo è quello di affrontare alcuni degli effetti collaterali negativi della bassa crescita e inflazione, a cui si somma l'eccessivo apprezzamento dello yen, elemento di ostacolo ad un'economia improntata all'export come quella giapponese.

Previsioni tassi di cambio

| Cambio | Valore | 1M | 3M | 6M | 12M | 24M |
|---------------------|--------|------|------|------|------|------|
| Euro | | | | | | |
| EUR/USD | 1,2041 | 1,19 | 1,17 | 1,18 | 1,19 | 1,2 |
| EUR/GBP | 0,8651 | 0,88 | 0,86 | 0,85 | 0,84 | 0,84 |
| EUR/JPY | 128,58 | 123 | 124 | 127 | 131 | 134 |
| Altre valute | | | | | | |
| GBP/USD | 1,3919 | 1,35 | 1,37 | 1,4 | 1,42 | 1,44 |
| USD/JPY | 106,78 | 103 | 106 | 108 | 110 | 112 |
| GBP/JPY | 148,63 | 141 | 141 | 142 | 143 | 150 |

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Principali valute estere vs. euro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

2 marzo 2021 - 16:05 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

2 marzo 2021 - 16:10 CET

Data e ora di circolazione

Titoli di Stato

| Scadenza | Rendimento % |
|------------|--------------|
| T-Note 10A | 1,43 |
| Bund 10A | -0,32 |
| Gilt 10A | 0,76 |
| JGB 10A | 0,13 |

Fonte: Bloomberg

Cambi

| | |
|---------|---------|
| EUR/USD | 1,2041 |
| USD/JPY | 106,78 |
| GBP/USD | 1,3919 |
| EUR/CHF | 1,1014 |
| EUR/SEK | 10,17 |
| EUR/NOK | 10,32 |
| EUR/DKK | 7,4359 |
| USD/CAD | 1,2662 |
| AUD/USD | 0,7767 |
| NZD/USD | 0,7264 |
| USD/ZAR | 15,0116 |
| EUR/JPY | 128,58 |
| EUR/GBP | 0,8651 |
| EUR/CAD | 1,5246 |
| EUR/AUD | 1,5502 |
| EUR/NZD | 1,6575 |
| EUR/ZAR | 18,0755 |
| EUR/ISK | 153,10 |
| EUR/HUF | 364,10 |

Fonte: Bloomberg

EUR: la BCE resterà accomodante indebolendo l'euro

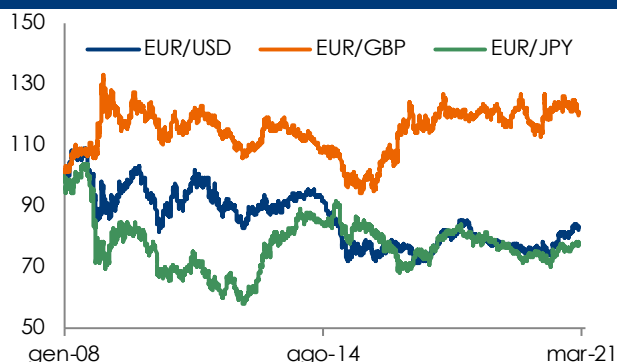
Resta alta l'attenzione sull'euro ma, in particolare, sull'irripidimento delle curve dei rendimenti dei titoli europei, dovuto all'effetto trascinarsi generato dal movimento sui Treasury USA. La rimodulazione da parte degli investitori delle prospettive di inflazione globale e delle attese di politica monetaria, visto l'incombere di tutte le riunioni (la BCE l'11 marzo e, a seguire, tutte le altre), sta creando molta volatilità sia sui cambi che sul mercato obbligazionario. Sono cambiate anche le aspettative di mercato sulle future mosse di politica monetaria, un mutamento forse troppo anticipato rispetto al momento in cui avverranno effettivamente i primi rialzi dei tassi in tutto il mondo e particolarmente in Europa, dove la ripresa è ben lontana dall'essere concreta. Gli interventi degli esponenti del Consiglio Direttivo della BCE, volti a stigmatizzare questa evidente anomalia confermando la stretta osservazione della situazione, non hanno sortito un grande effetto salvo sciogliere la tensione rialzista sull'euro. La BCE, in caso di mancato intervento, dovrà giustificare perché ritiene che l'economia possa tollerare condizioni di finanziamento meno accomodanti, vista la probabile debolezza delle sue previsioni macroeconomiche, comunicate proprio in occasione del prossimo meeting. In conclusione, si sono allentati tutti gli effetti indesiderati sulla divisa europea, che dovrebbe consolidare su livelli più bassi contro dollaro.

EUR/USD: la moneta unica si è deprezzata contro il dollaro, subendone la forza relativa delle ultime settimane. Il cambio staziona ormai stabilmente in area 1,20. Il cambio euro/dollaro si è definitivamente allontanato dai massimi in area 1,2350 ed il profilo di previsione resta improntato al consolidamento su livelli più bassi rispetto alla valuta americana. L'EUR/USD è visto a: 1,19 a 1 mese, 1,17 a 3 mesi, 1,18 a 6 mesi, 1,19 a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi.

EUR/GBP: consolida la sterlina che, dopo essere stata sensibilmente sotto al livello di 0,8600 contro la valuta unica, vede ora il cambio EUR/GBP oscillare in un intorno di area 0,8650. Efficacia della campagna vaccinale, attese di inflazione e ciclo economico in ripresa continuano ad essere gli elementi che sosterranno ancora il positivo quadro inglese e, di conseguenza, la sterlina. Le stime indicano 0,88 (da 0,89) a 1 mese e 0,86 (da 0,87) a 3 mesi, 0,85 (da 0,87) a 6 mesi, 0,84 (da 0,86) a 12 mesi e 0,84 (da 0,86) a 24 mesi.

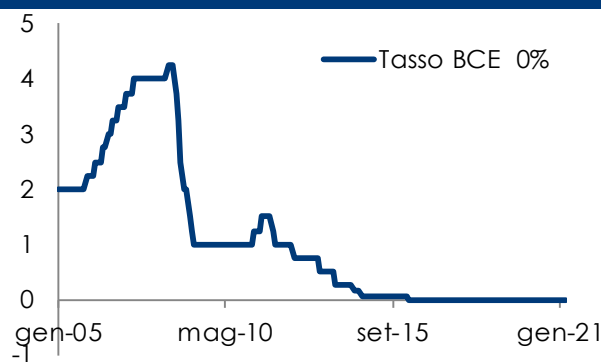
EUR/JPY: viene meno la forza relativa dell'euro nei confronti dello yen, riequilibrando ulteriormente il trend di deprezzamento della valuta giapponese rispetto alla divisa unica. Questo movimento laterale avevamo già detto che avrebbe potuto proseguire ancora per la prima parte del 2021. Le stime sono: 123 a 1 mese, 124 a 3 mesi, 127 a 6 mesi, 131 a 12 mesi e 134 a 24 mesi.

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



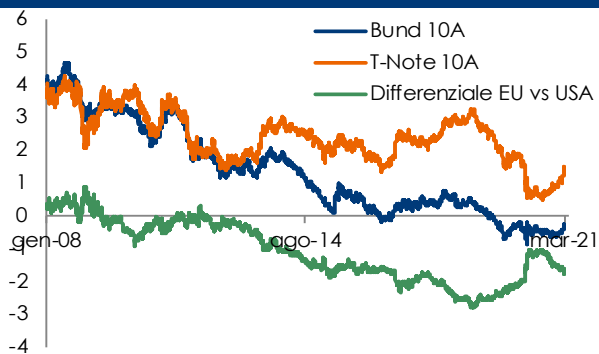
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BCE (lungo termine)



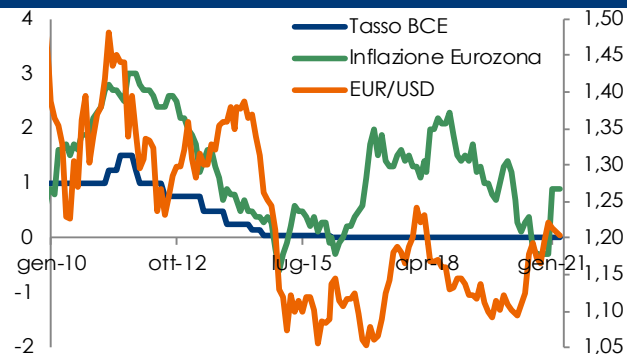
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

USD: l'irripidimento delle curve trascina il dollaro

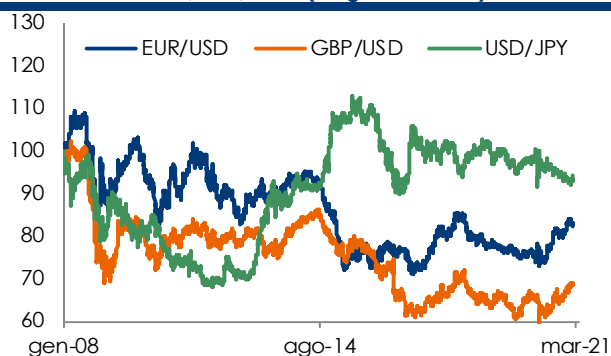
Il rafforzamento del dollaro, spinto dal movimento al rialzo dei tassi americani, resta il driver sul mercato Forex. L'irripidimento delle curve dei rendimenti dei Treasury, che scontano aspettative di inflazione, ripresa economica e rialzo dei tassi ufficiali, è un effetto indesiderato che la Fed continuerà a contrastare, in vista del prossimo meeting in calendario il 17 marzo. Le audizioni di Powell al Congresso delle scorse settimane hanno delineato uno scenario più ottimistico, ma hanno anche confermato l'approccio ampiamente espansivo della Fed. Anche i verbali del FOMC, relativi al meeting del 27 gennaio, hanno ribadito l'approccio accomodante, allontanando le ipotesi di "tapering" (ovvero la riduzione degli acquisti di titoli di Stato da parte della Banca centrale), ritenuto prematuro, visto che il recupero del ciclo economico in atto viene giudicato ancora minato dagli effetti della pandemia. Ancora una volta, confermiamo l'idea che il biglietto verde non possa ignorare a lungo lo scenario americano, restando eccessivamente debole e non riflettendo il buon recupero dell'economia USA.

EUR/USD: lo scenario sul 2021 resta piuttosto complesso. Le curve dei tassi di interesse del T-Note hanno iniziato a scontare il deciso miglioramento della situazione economica statunitense, trascinando con sé, solo parzialmente, anche i tassi europei, che fanno però riferimento ad un contesto economico decisamente meno roseo. Il dollaro si è così apprezzato maggiormente, mentre l'eccessivo apprezzamento dell'euro si interrotto, togliendo dal quadro un possibile problema per la BCE, visto il faticoso recupero del ciclo economico in Europa. L'EUR/USD è visto a: 1,19 a 1 mese, a 1,17 a 3 mesi, 1,18 a 6 mesi, 1,19 a 12 mesi e 1,20 a 24 mesi.

GBP/USD: la dinamica del cambio GBP/USD è quella che meglio esprime il momento della sterlina, la cui forza sintetizza tutti i fattori che caratterizzano lo scenario inglese. Il prosieguo della campagna vaccinale, le reazioni dell'economia nel post-Brexit e le scelte, fino ad ora efficaci, della BoE consentiranno ancora alla sterlina di apprezzarsi contro dollaro, nonostante il recupero della divisa USA. Le stime vedono il cambio a 1,35 (da 1,34) a 1 mese, 1,37 (da 1,35) a 3 mesi, 1,40 (da 1,36) a 6 mesi, 1,42 (da 1,38) a 12 mesi e 1,44 (da 1,40) a 24 mesi.

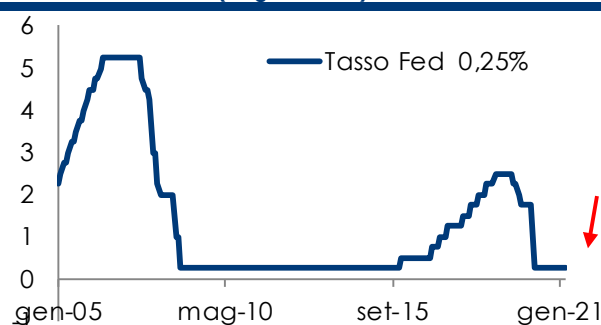
USD/JPY: lo scenario non muta, è il dollaro a determinare i movimenti del cross USD/JPY, anche in questa fase di marginale rialzo del cambio. Il recupero in atto del biglietto verde ha consentito allo yen di deprezzarsi ulteriormente, nonostante permanga la crisi sanitaria interna al Giappone e i numeri economici non esprimano un particolare recupero del ciclo. Le stime sono 103 a 1 mese e 106 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 108 a 6 mesi, 110 a 12 mesi e 112 a 24 mesi.

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



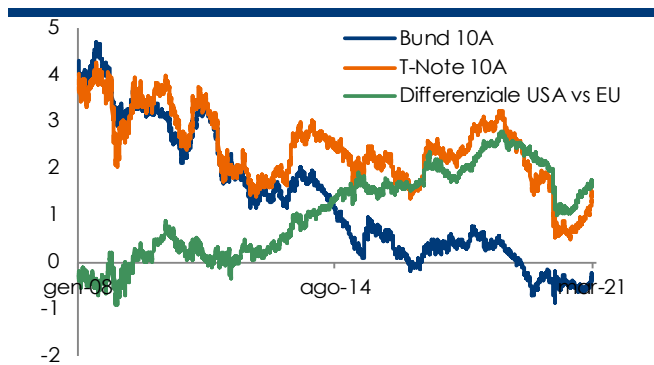
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale FED (lungo termine)



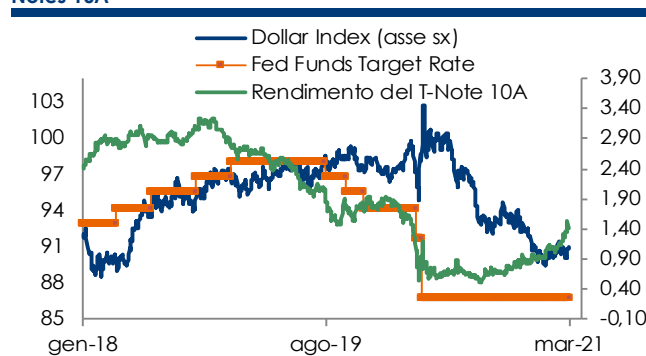
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

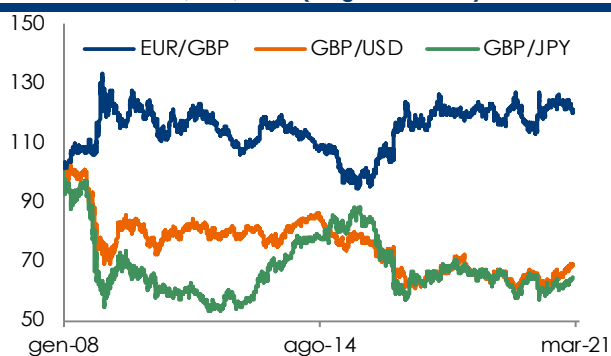
GBP: prosegue l'apprezzamento in scia alle vaccinazioni

La tendenza di fondo della sterlina resta impostata all'ulteriore rafforzamento, che si fonda su alcuni fattori che appaiono determinanti. Il buon accordo commerciale post-Brexit siglato con l'UE, il recedere delle aspettative di taglio dei tassi in territorio negativo espresso dalla Bank of England e il prosieguo efficace della campagna vaccinale nel Regno Unito appaiono come tre fondamentali molto forti, su cui basare la previsione di rialzo della sterlina. La Banca d'Inghilterra (BoE) ha deciso all'unanimità di lasciare invariato il tasso di interesse allo 0,1% nel meeting del 4 febbraio, confermando anche il target del programma di acquisto di titoli a 895 miliardi di sterline (875 di Gilt e 20 di corporate bond). I risultati dell'indagine condotta dall'Autorità di controllo macroprudenziale (PRA) tra gli attori del sistema bancario britannico relativamente alla possibilità di tagliare i tassi in territorio negativo hanno allontanato con forza questa ipotesi, che resta un'opzione improbabile per la BoE (che tornerà a riunirsi il prossimo 18 marzo). Avevamo già evidenziato come la Brexit stesse dando un'importante spinta alla ripresa della sterlina; ora, in aggiunta, la Gran Bretagna sta acquisendo un altro vantaggio rispetto all'Eurozona grazie all'alto numero di vaccinati, i cui effetti socio-economici potrebbero tradursi, a breve, in una veloce riapertura dal lockdown. Il mercato ovviamente sta premiando tutti quei paesi che sotto il profilo sanitario stanno velocemente uscendo dalla pandemia, attribuendo loro una posizione privilegiata rispetto a quelle economie ancora alle prese con l'emergenza sanitaria.

EUR/GBP: la sterlina è la valuta che più di tutte ha retto alla forza dell'euro, prima del recente indebolimento della valuta unica. Le prospettive per l'economia inglese restano di cauto miglioramento e strettamente legate all'efficace prosieguo della campagna vaccinale, visto che il tema dei tassi negativi è diventato marginale nelle priorità della Bank of England. Un quadro che consente di riconfermare la nostra previsione di possibile rafforzamento della sterlina, se tutti questi tasselli del quadro andranno al loro posto. Le stime indicano 0,88 (da 0,89) a 1 mese e 0,86 (da 0,87) a 3 mesi, 0,85 (da 0,87) a 6 mesi, 0,84 (da 0,86) a 12 mesi e 0,84 (da 0,86) a 24 mesi.

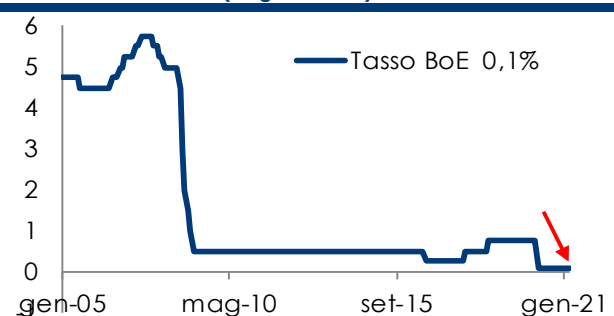
GBP/USD: temi immutati sul "cable": il prosieguo della campagna vaccinale, le reazioni dell'economia nel post-Brexit e le scelte, fino ad ora efficaci, della BoE hanno consentito alla sterlina di apprezzarsi contro dollaro, un trend che prevediamo possa continuare. Le stime vedono il cambio a 1,35 (da 1,34) a 1 mese, 1,37 (da 1,35) a 3 mesi, 1,40 (da 1,36) a 6 mesi, 1,42 (da 1,38) a 12 mesi e 1,44 (da 1,40) a 24 mesi.

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



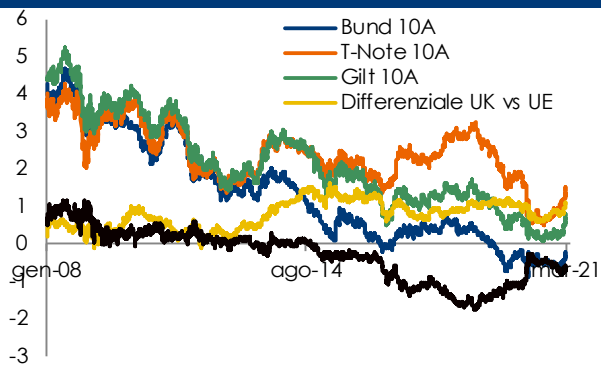
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoE (lungo termine)



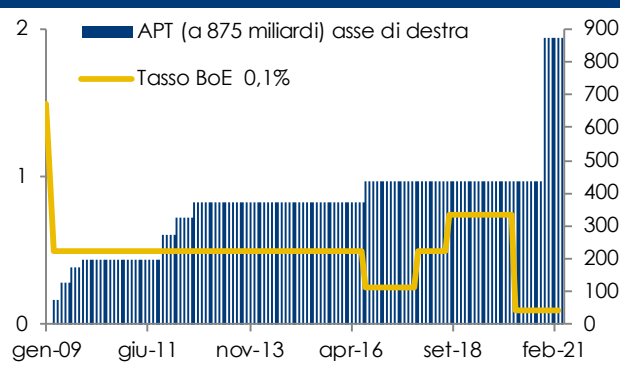
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Programma APT e Tasso BoE da gennaio 2009



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

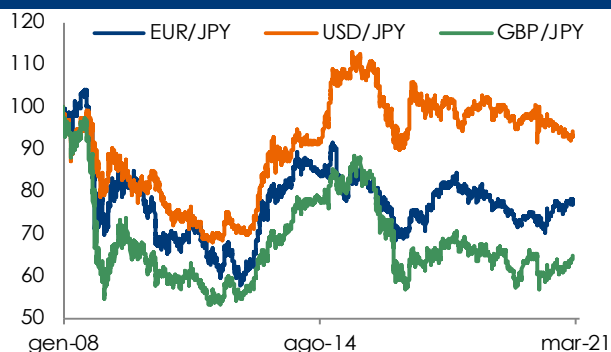
JPY: debole in attesa del meeting della BoJ

Attenzione alla revisione della politica monetaria della Bank of Japan. Gli operatori sono concentrati sul meeting BoJ in calendario il prossimo 19 marzo. La revisione della politica della Banca del Giappone si concentrerà probabilmente sull'acquisto di fondi azionari flessibili, sui movimenti dei rendimenti obbligazionari e sugli effetti dei tassi negativi. Il Governatore Kuroda ha ripetutamente affermato, in una serie di apparizioni in Parlamento, che la Banca centrale sta cercando di rendere il suo quadro di controllo della curva dei rendimenti più efficace, perfezionandolo piuttosto che rivendendolo totalmente. Anche se il recupero dei prezzi energetici aiuta a riportare l'inflazione giapponese di nuovo in territorio positivo, Kuroda non vede un ritorno di una crescita dei prezzi stabile al 2% prima della scadenza del suo attuale mandato, nell'aprile 2023. Da qui la necessità di rendere più efficaci i meccanismi della politica della BoJ e di affrontare alcuni degli effetti collaterali negativi, come l'eccessivo apprezzamento del cambio. Kuroda ha già detto però che non cambieranno i due principali punti di ancoraggio dell'azione dell'Istituto: il tasso di interesse negativo a breve termine e l'obiettivo di rendimento delle obbligazioni a 10 anni. Da qualche giorno la valuta nipponica ha ripreso il trend di indebolimento contro dollaro, un movimento che potrebbe essere favorevole ad un'economia improntata all'export come quella giapponese, in un momento in cui i rischi legati all'emergenza sanitaria in Giappone sembrano in riduzione, favorendo il recupero dell'economia.

EUR/JPY: la forza relativa dell'euro si attenua ancora, riducendo così la pressione sullo yen, complice la frenata dell'avversione al rischio che ha smussato l'appel della divisa nipponica nel suo ruolo di valuta difensiva. Le tensioni legate all'emergenza COVID-19 in Giappone sembrano sopirsi leggermente, consentendo un miglioramento delle aspettative sia sul quadro sanitario che su quello economico. Le stime sono: 123 a 1 mese, 124 a 3 mesi, 127 a 6 mesi, 131 a 12 mesi e 134 a 24 mesi.

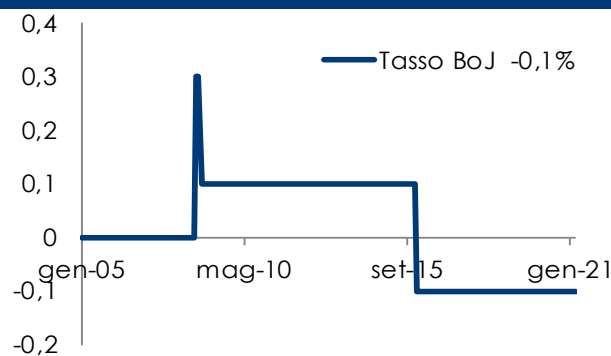
USD/JPY: il biglietto verde ha seguito il movimento di irripidimento della curva dei Treasury ed ha iniziato finalmente ad apprezzarsi con maggior decisione, esprimendo il buon recupero dell'economia americana e abbandonando il ruolo di asset rifugio assunto nel corso della pandemia. Una situazione che favorirà ancora il rialzo del cambio e, quindi, il deprezzamento della valuta nipponica rispetto alla divisa americana. I movimenti del cambio USD/JPY restano pertanto dettati dall'andamento del dollaro, a parità di approccio monetario estremamente espansivo implementato dalla BoJ. Le stime sono 103 a 1 mese e 106 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 108 a 6 mesi, 110 a 12 mesi e 112 a 24 mesi.

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



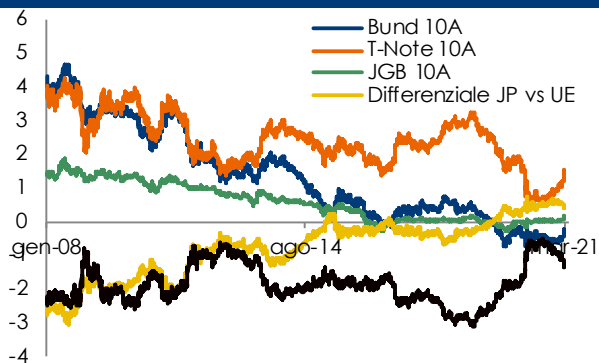
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoJ (lungo termine)



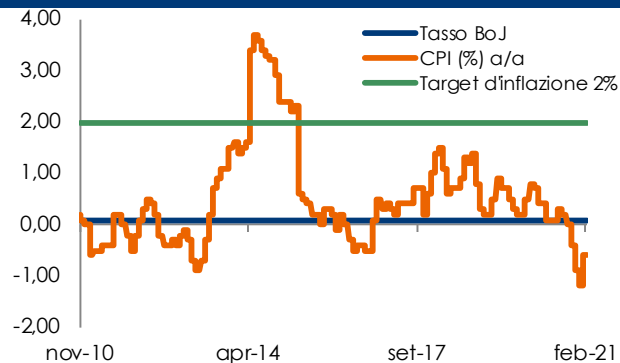
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Glossario

| | |
|---|--|
| Benchmark | Parametro di riferimento |
| Bilancia commerciale | Differenza fra esportazioni ed importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie) |
| Bilancia dei pagamenti | Differenza fra esportazioni ed importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie) |
| Bilancia delle partite correnti | Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati) |
| Bridge loans | Prestiti a breve termine concessi in attesa che il prenditore ottenga un finanziamento alternativo (ad esempio un'emissione di obbligazioni) |
| Debito pubblico | Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati) |
| Debito estero | Emissioni di titoli in valuta |
| Default | Insolvenza |
| Disavanzo (o fabbisogno) pubblico | Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche |
| Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario | Deficit al netto degli interessi sul debito |
| Disoccupazione (tasso di) | Rapporto tra numero delle persone in cerca di occupazione e totale forza lavoro |
| Downgrade | Peggioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito |
| Euribor | Tasso interbancario lettera area euro |
| Euromercato | Mercato dei titoli emessi da non residenti in valuta diversa da quella dei paesi in cui avviene il collocamento (euroobbligazioni) |
| Global bond | Titolo obbligazionario emesso simultaneamente sull'Euromercato e sul mercato interno del paese nella cui valuta il titolo è denominato |
| Hedge funds | Fondi comuni speculativi |
| Investitori istituzionali | Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari |
| Junk bond | Titoli obbligazionari high yield (speculativi) con rating BB o inferiore |
| Leverage | Debiti netti/mezzi propri |
| Moneta | Gli aggregati monetari dell'area dell'euro comprendono: M1 (circolante e depositi in c/c); M2 (M1+depositi con durata fino a 2 anni); M3 (M2+p/c+quote di fondi comuni monetari + obbligazioni con scadenza originaria fino a 2 anni) |
| Over The Counter (OTC) | Mercato non soggetto al controllo di un'apposita autorità che lo regolamenti |
| Paesi emergenti | Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele |
| Placement (private) | Collocamento (privato) |
| Prodotto interno lordo (PIL) | Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale |
| Produzione industriale | Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese |
| Profit warning | Annuncio di revisione di stime al ribasso |
| Saldo partite correnti | Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti |
| Saldo in conto capitale | Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti |
| Upgrade | Miglioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito |

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, Refinitiv).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 04.02.2021.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Il presente documento sarà disponibile per i clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.com>).

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari

o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

Certificazione Analisti

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

(a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'/degli analista/i;

(b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;

(c) l'/gli analista/i citato/i nel documento è/sono socio/i AIAF.

Note Metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi
Fulvia Riso
Andrea Volpi

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Monica Bosi