

Mensile Valute
Euro/dollaro in deciso ribasso dopo le Banche centrali
EUR – debole dopo i chiarimenti della BCE sul futuro rialzo dei tassi

L'euro appare molto indebolito dopo la conferma che il rialzo dei tassi BCE non arriverà prima del 2023. Il dollaro, a sua volta, sconta invece l'avvio del *tapering* come ribadito dalla Fed, una situazione che inevitabilmente lo rafforza contro tutte le principali valute, spingendo al ribasso l'EUR/USD. La Fed, come la BCE, ha amplificato l'allerta sull'inflazione dando comunque un segnale di prontezza al mercato, rispetto all'eccessivo surriscaldamento dei prezzi.

USD – la conferma dell'imminente tapering spinge al rialzo il dollaro

La Fed suggerisce che il *tapering* possa iniziare già il 3 novembre, il dollaro reagisce coerentemente e inaugura un deciso trend di apprezzamento. Le nuove proiezioni sui Fed funds, comunicate a settembre, mostrano che i membri sono equamente divisi sulla possibilità di una stretta già il prossimo anno, oppure nel 2023. Questo significa che metà dei membri del Comitato prevede almeno un rialzo nel 2022, confermando il segnale di imminente cambio di passo della Fed, prima sul programma di acquisto di titoli e poi sul costo del denaro. Un quadro che appare decisamente supportivo per la valuta USA.

GBP – la chiarezza della Bank of England favorisce la sterlina

La BoE ha ribadito al mercato quali saranno le prossime mosse di politica monetaria. Questa linea di massima trasparenza, benché abbia una connotazione restrittiva e non espansiva, è stata comunque interpretata positivamente dal mercato che viene rassicurato dalla prontezza di azione dell'istituto centrale, che dà l'idea di non essere impreparato rispetto all'eccessivo surriscaldamento dei prezzi, favorendo la forza della sterlina.

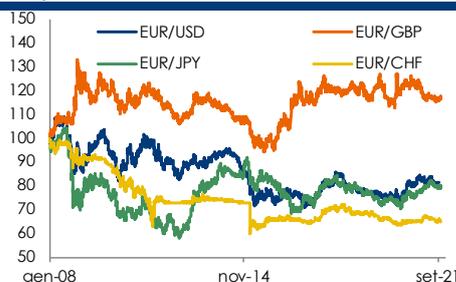
JPY – Bank of Japan si conferma accomodante e lo yen si deprezza

Il risultato del meeting del 22 settembre ha rispettato le attese legate alla complessità del passaggio politico in atto in Giappone che culminerà col rinnovo della Camera Bassa (elezioni previste a novembre). Il preludio sono state le Primarie del Partito Liberale (29 settembre) che hanno visto l'affermazione di Fumio Kishida come nuovo presidente del partito conservatore e neo premier giapponese. Stimoli economici per migliaia di miliardi di yen per sostenere la ripresa nel post pandemia, uniti alle azioni necessarie per la lotta al cambiamento climatico, sono le promesse di Kishida. In virtù di questo scenario, era pressoché inevitabile che la Bank of Japan prendesse tempo, auspicando il prosieguo del deprezzamento dello yen (sia contro dollaro che contro euro) che favorisca l'export e alimenti il recupero del ciclo economico.

Previsioni tassi di cambio

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1619	1,17	1,15	1,18	1,22	1,24
EUR/GBP	0,8539	0,85	0,84	0,84	0,83	0,82
EUR/JPY	128,82	128	129	133	138	141
Altre valute						
GBP/USD	1,3608	1,37	1,36	1,40	1,46	1,50
USD/JPY	110,87	110	112	113	114	115
EUR/CHF	1,0743	1,09	1,10	1,11	1,12	1,14

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Principali valute estere vs. euro


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

5 ottobre 2021 - 11:31 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

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

Analista Finanziario

5 ottobre 2021 - 11:37 CET

Data e ora di circolazione

Titoli di Stato

Scadenza	Rendimento %
T-Note 10A	1,49
Bund 10A	-0,22
Gilt 10A	1,02
JGB 10A	0,06

Fonte: Bloomberg

Cambi

EUR/USD	1,1619
USD/JPY	110,87
GBP/USD	1,3608
EUR/CHF	1,0743
EUR/SEK	10,14
EUR/NOK	9,97
EUR/DKK	7,4372
USD/CAD	1,2579
AUD/USD	0,7286
NZD/USD	0,6964
USD/ZAR	15,055
EUR/JPY	128,82
EUR/GBP	0,8539
EUR/CAD	1,4615
EUR/AUD	1,5948
EUR/NZD	1,6685
EUR/ZAR	17,4925
EUR/ISK	148,80
EUR/HUF	356,33

Fonte: Bloomberg

EUR: debole dopo i chiarimenti BCE sul rialzo dei tassi

L'euro si deprezza dopo che la BCE ha chiarito che il rialzo dei tassi è ancora molto lontano.

L'euro appare molto indebolito, dopo la conferma che il rialzo dei tassi BCE non arriverà prima del 2023. La BCE, come la Fed, ha amplificato l'allerta sull'inflazione dando comunque un segnale di prontezza al mercato, rispetto all'eccessivo surriscaldamento dei prezzi. Un quadro sulla valuta unica decisamente cambiato rispetto alle prime reazioni seguite al meeting di settembre che l'euro aveva archiviato senza particolari movimenti. Il chiarimento sui tassi, da parte della BCE, si è reso necessario vista la mancanza di comunicazione al mercato durante la passata riunione, che era invece ruotata intorno alla discussione sul PEPP. Il dibattito sulle sorti complessive del programma di acquisto di titoli PEPP verrà introdotto nei prossimi mesi; la presidente Lagarde ha nuovamente confermato che la riunione di politica monetaria del 16 dicembre sarà fondamentale da questo punto di vista. La chiusura del programma ha come presupposto una nuova revisione al rialzo delle proiezioni di inflazione e la conferma dello scenario di ripresa in occasione dell'aggiornamento di fine anno. Il surriscaldamento dei prezzi, dettato soprattutto dal rincaro dei costi energetici, appare un tema destinato a confermarsi. Anche la ripresa economica nell'Eurozona sta sorprendendo al rialzo, come dimostrano i dati delle ultime settimane. Pertanto, i due elementi che la BCE ha posto sotto osservazione da qui a fine anno stanno rafforzando lo scenario di riduzione dell'acquisto di titoli tratteggiato dall'istituto centrale. L'elemento nuovo è la forza del dollaro, che sconta l'imminente *tapering* della Fed e scarica i propri effetti sul cambio EUR/USD, spingendolo al ribasso. Una situazione che dovrebbe consolidarsi almeno nel breve-medio periodo.

EUR/USD: l'euro resta molto debole, dopo la conferma che il rialzo dei tassi BCE non arriverà prima del 2023. Il dollaro, a sua volta, sconta invece l'avvio del *tapering* come ribadito dalla Fed, una situazione che inevitabilmente lo rafforza contro tutte le principali valute, spingendo al ribasso l'EUR/USD. La Fed, come la BCE, ha amplificato l'allerta sull'inflazione dando comunque un segnale di prontezza al mercato. L'EUR/USD è visto a: 1,17 a 1 mese; 1,15 (da 1,16) a 3 mesi; 1,18 (da 1,15) a 6 mesi; 1,22 a 12 mesi e 1,24 a 24 mesi.

EUR/GBP: la Bank of England darà inizio alla sua svolta monetaria restrittiva prima della BCE e questo dovrebbe favorire un tendenziale apprezzamento della sterlina rispetto all'euro. Le nostre stime indicano: 0,85 (da 0,84) a 1 mese, 0,84 a 3 mesi; 0,84 (da 0,83) a 6 mesi; 0,83 (da 0,82) a 12 mesi e 0,82 a 24 mesi.

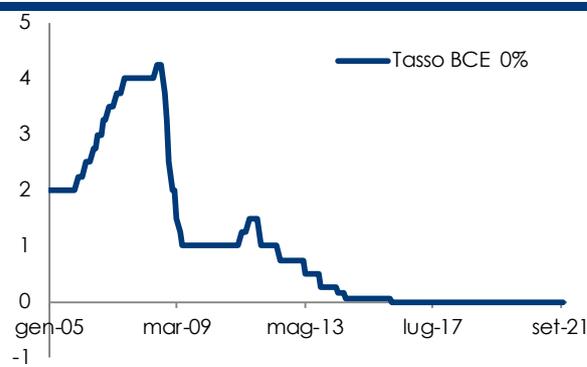
EUR/JPY: ribadiamo che l'attuale trend in atto sul cambio euro/yen possa proseguire fino alle decisioni sul PEPP della BCE, previste per la riunione di dicembre. Le stime vedono: 128 (da 129) a 1 mese; 129 (da 130) a 3 mesi; 133 (da 129) a 6 mesi; 138 (da 139) a 12 mesi e 141 (da 143) a 24 mesi.

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



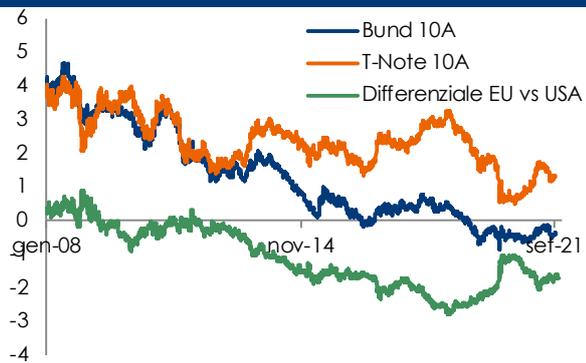
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BCE



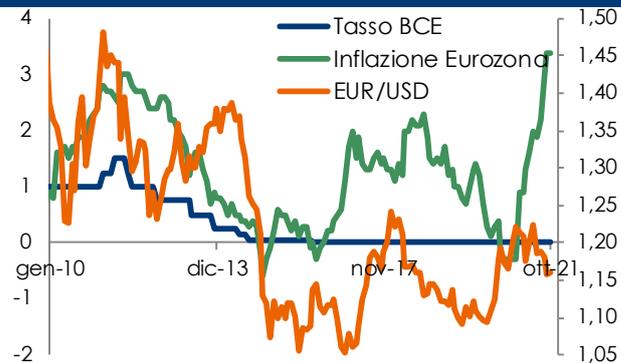
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



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 ed Eurostat

USD: la conferma dell'imminente *tapering* spinge al rialzo il dollaro

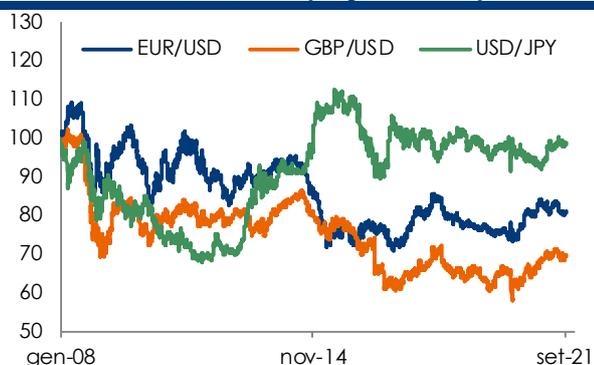
La Fed suggerisce che il *tapering* possa iniziare già a novembre, il dollaro reagisce coerentemente e inaugura un deciso trend di apprezzamento. Dalla riunione della Fed dello scorso settembre sono arrivati segnali più restrittivi di quanto atteso dal mercato, in termini di tempistiche sia per il *tapering* che per il primo rialzo dei tassi. Il messaggio espresso è stato interpretato in maniera molto chiara dal mercato: se il progresso continuerà in larga misura come atteso, la Fed si sentirà autorizzata a un'imminente moderazione nel ritmo di acquisti di titoli. In tutte le successive occasioni Powell non ha smentito questa linea, riconfermando quanto già chiarito in occasione del meeting, ovvero che questo atteggiamento significa che il *tapering* potrebbe avvenire già alla prossima riunione prevista il 3 novembre, anche se non è esclusa la possibilità di un rinvio. L'obiettivo della Fed è arrivare alla conclusione del programma entro la metà del 2022 (è ipotizzabile una riduzione di circa 15 miliardi di dollari al mese). Powell ha ribadito che il rialzo dei tassi resta legato dal ciclo di riduzione degli acquisti. Le nuove proiezioni sui Fed funds, comunicate a settembre, mostrano che i membri sono equamente divisi sulla possibilità di una stretta già il prossimo anno, oppure nel 2023. Questo significa che metà dei membri del Comitato prevede almeno un rialzo nel 2022, confermando il segnale di imminente cambio di passo della Fed, prima sul programma di acquisto di titoli e poi sul costo del denaro. Un quadro che appare decisamente supportivo per la valuta USA.

EUR/USD: il dollaro sconta l'avvio imminente del *tapering*, come ribadito dalla Fed, che ha anche alzato l'allerta sull'inflazione, avvalorando le attese di un rapido cambio di passo. Questa linea di fermezza, benché abbia una connotazione restrittiva e non espansiva, è interpretata positivamente dal mercato che viene rassicurato dalla prontezza di azione dell'istituto, che appare preparato a fronteggiare l'eccessivo surriscaldamento dei prezzi. Una situazione che inevitabilmente rafforza il dollaro contro tutte le altre principali monete, spingendo al ribasso l'EUR/USD. Il cambio è visto a: 1,17 a 1 mese; 1,15 (da 1,16) a 3 mesi; 1,18 (da 1,15) a 6 mesi; 1,22 a 12 mesi e 1,24 a 24 mesi.

GBP/USD: Fed e Bank of England sono le Banche centrali più allineate e ferme nel tratteggiare la loro futura azione monetaria. La sterlina, a maggior ragione, è la valuta che più di altre può resistere alla dinamica di apprezzamento del dollaro. Le stime vedono il cambio a 1,37 (da 1,39) a 1 mese, 1,36 (da 1,38) a 3 mesi e 1,40 (da 1,38) a 6 mesi, 1,46 (da 1,47) a 12 mesi e 1,50 a 24 mesi.

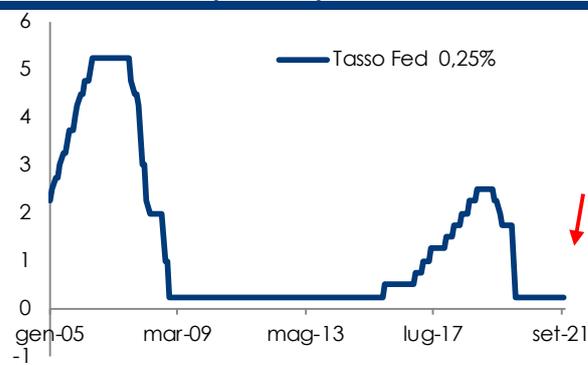
USD/JPY: equilibri immutati sul cross USD/JPY; è la forza della valuta americana a determinarne la dinamica, specie in questa fase di deciso apprezzamento del dollaro che sconta l'imminente riduzione degli acquisti da parte della Fed. Un quadro che appare consolidato, visto che la Bank of Japan sembra costretta, invece, ad essere più accomodante, date le complicazioni politiche ed economiche interne al Giappone. Le previsioni sul cambio USD/JPY vedono: 110 (da 111) a 1 mese e 112 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 113 a 6 mesi, 114 a 12 mesi e 115 a 24 mesi (tutte invariate).

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



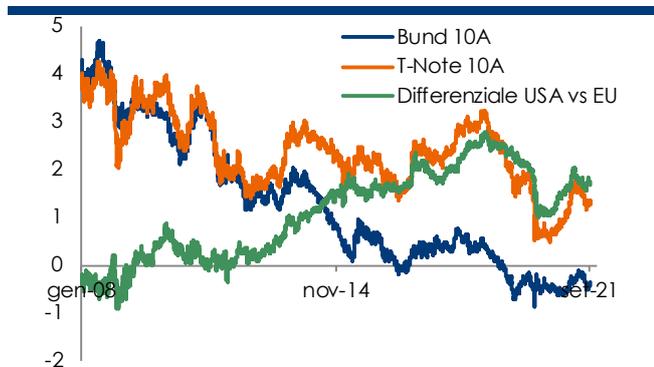
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale Fed (Fed Funds)



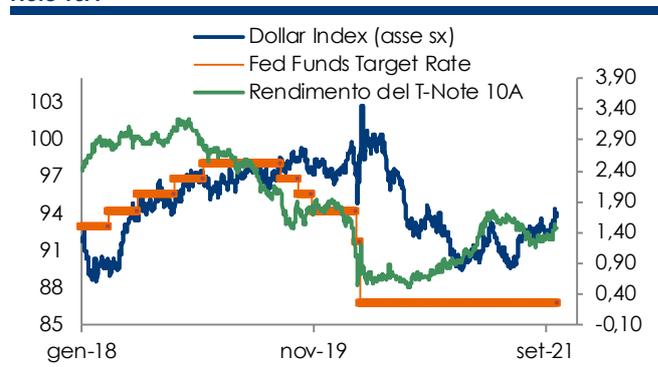
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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-Note 10A



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed e Dip. del Tesoro USA

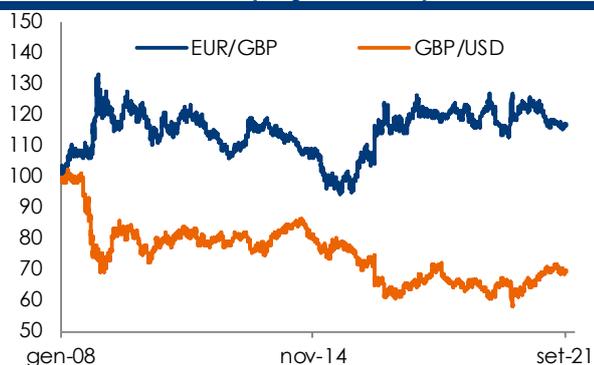
GBP: la chiarezza della Bank of England favorisce la valuta

Sterlina in consolidamento dopo che la Banca d'Inghilterra (BoE) riconferma, all'unanimità, il tasso di interesse allo 0,10% ma si prepara alla svolta. Nel meeting del 23 settembre è stato ribadito anche il target del programma di acquisto di titoli a 895 miliardi di sterline (875 di Gilt, con voto 7-2, e 20 di corporate bond, con voto unanime). Come in occasione del meeting di agosto, il programma viene lasciato invariato ma senza l'accordo totale del Board della BoE, confermando quanto già emerso, ovvero il dibattito ancora aperto sulla futura svolta nell'azione della Banca centrale (la BoE tornerà a riunirsi il 4 novembre). Rispetto al Monetary Policy Report di agosto, l'inflazione a dodici mesi è passata dal 2,0% di luglio al 3,2% di agosto, rispetto al 3,0% previsto. L'inflazione aumenterà ulteriormente nel breve termine, fino a poco sopra il 4% nel 4° trimestre, a causa dell'andamento dei prezzi dell'energia e di tutte le commodity, ma è prevista rientrare verso il target del 2% nel 2022. La BoE ha già definito quale sarà la svolta operativa nel momento in cui si concretizzeranno le condizioni di contenimento dell'inflazione: prima si alzeranno i tassi e dopo si passerà alla riduzione del QE e più precisamente quando il *bank rate* tornerà allo 0,5%. A rafforzare il quadro inglese, tra aprile e giugno, l'economia della Gran Bretagna è cresciuta più del previsto: l'Office for National Statistics (ONS) ha infatti segnalato che nel 2° trimestre il prodotto interno lordo (PIL) è salito del 5,5%, a fronte di una stima preliminare che indicava una crescita del 4,8%. La sterlina è apparsa volatile nelle ultime giornate a causa delle tensioni domestiche in Gran Bretagna che ne hanno frenato il trend di forza, originatosi dopo il meeting della Bank of England.

EUR/GBP: consolida la divisa britannica, dopo la riunione della BoE del 23 settembre che ha chiarito le future mosse e lanciato l'allerta sull'inflazione. L'avvicinarsi della svolta della politica monetaria della Bank of England continua a sostenere la sterlina contro euro. Una situazione già in essere che però si è ulteriormente amplificata con il deprezzamento della divisa unica delle ultime settimane. Ancora una volta confermiamo che il differenziale dei tassi è destinato ad accentuarsi nel breve a favore della divisa inglese. Le nostre stime indicano: 0,85 (da 0,84) a 1 mese, 0,84 a 3 mesi; 0,84 (da 0,83) a 6 mesi; 0,83 (da 0,82) a 12 mesi e 0,82 a 24 mesi.

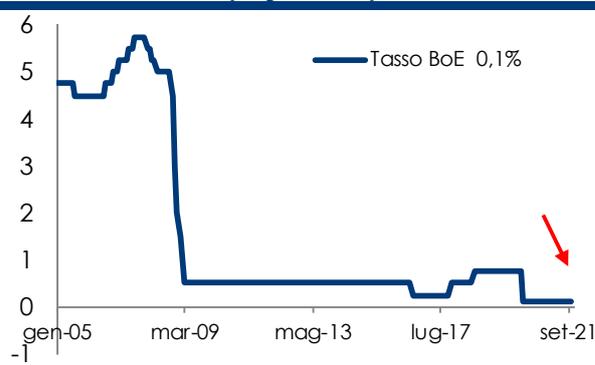
GBP/USD: la BoE è, insieme alla Fed, la Banca centrale che con maggior chiarezza ha indicato al mercato quali saranno le prossime mosse di politica monetaria. Questa linea di massima trasparenza, benché abbia una connotazione restrittiva e non espansiva, è stata comunque interpretata positivamente dal mercato che viene rassicurato dalla prontezza di azione dei due istituti centrali, che danno l'idea di non essere impreparati rispetto all'eccessivo surriscaldamento dei prezzi, favorendo la forza della sterlina. Le stime vedono il cambio a 1,37 (da 1,39) a 1 mese, 1,36 (da 1,38) a 3 mesi e 1,40 (da 1,38) a 6 mesi, 1,46 (da 1,47) a 12 mesi e 1,50 a 24 mesi.

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



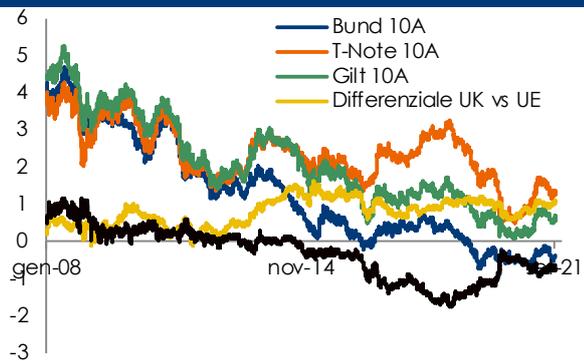
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoE (lungo termine)



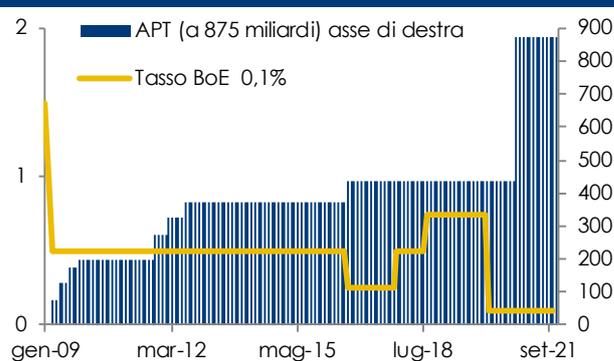
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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: BoJ si conferma accomodante, lo yen si deprezza

La Bank of Japan (BoJ) ha ribadito l'obiettivo di tasso di interesse a breve termine a **-0,10%** e quello per i rendimenti dei titoli a 10 anni intorno allo **0%**. Nella riunione del 22 settembre, la BoJ ha peggiorato l'outlook sulle esportazioni e sulla produzione, rafforzando le aspettative di mantenimento del suo massiccio stimolo, nonostante il trend di ritiro delle misure di sostegno che è invece emerso dai meeting delle altre principali Banche centrali. Nel dettaglio, la BoJ ha confermato (all'unanimità) che acquisterà ETF e fondi di investimento immobiliare giapponesi (J-REIT) secondo necessità ma restando sotto al tetto annuale di circa 12 trilioni di yen per i primi e circa 180 miliardi di yen per i secondi. La BoJ tornerà a riunirsi il prossimo 28 ottobre. Sul fronte interno, l'economia giapponese è emersa dalla stasi dello scorso anno ma la robusta domanda globale ha solo in parte compensato il calo dei consumi interni (ancora in atto) dovuto all'estensione dei limiti alla circolazione indotto dallo stato di emergenza pandemico. Il risultato del meeting ha finito per rispettare le attese vista la complessità del passaggio politico in atto in Giappone che culminerà col rinnovo della Camera Bassa (elezioni previste a novembre). Il preludio sono state le Primarie del Partito Liberale (29 settembre) che hanno visto l'affermazione di Fumio Kishida come nuovo presidente del partito conservatore in Giappone e neo premier, da poco insediatosi. Stimoli economici per migliaia di miliardi di yen per sostenere la ripresa nel post pandemia, uniti alle azioni necessarie per la lotta al cambiamento climatico, sono le promesse di Kishida. In virtù di questo scenario, era pressoché inevitabile che la Bank of Japan prendesse tempo, auspicando il prosieguo del deprezzamento dello yen (sia contro dollaro che contro euro) che favorisca l'export e alimenti il recupero del ciclo economico.

EUR/JPY: la dinamica del dollaro resta il driver principale del mercato Forex e anche il cambio EUR/JPY sta subendo il deciso rafforzamento della divisa USA, successiva al meeting Fed, che sta favorendo la debolezza delle altre monete, in particolare lo yen. Il ritorno di una marginale avversione al rischio, dovuta alle tensioni su crescita, petrolio e COVID, non ha minimamente coinvolto la divisa nipponica, ignorata dagli investitori alla ricerca di asset difensivi. Le stime vedono: 128 (da 129) a 1 mese; 129 (da 130) a 3 mesi; 133 (da 129) a 6 mesi; 138 (da 139) a 12 mesi e 141 (da 143) a 24 mesi.

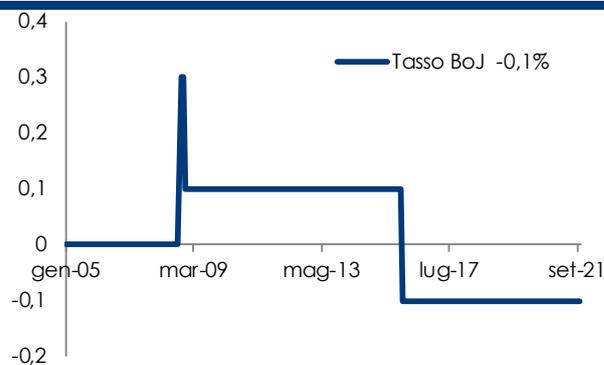
USD/JPY: il dollaro si è decisamente rafforzato dopo il FOMC di settembre in cui Powell ha confermato i tempi dell'inizio del *tapering* come riflesso del buon recupero dell'economia americana. Al contempo, Kuroda (BoJ) non ha potuto far altro che lanciare messaggi accomodanti ed avere un approccio attendista, confermando la disponibilità dell'istituto centrale ad ampliare il suo impegno espansivo di sostegno all'economia nel post-pandemia, visto il delicato passaggio politico che sta attraversando il Giappone. Le previsioni sul cambio USD/JPY vedono: 110 (da 111) a 1 mese e 112 a 3 mesi. Nel medio-lungo: 113 a 6 mesi, 114 a 12 mesi e 115 a 24 mesi (tutte invariate).

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



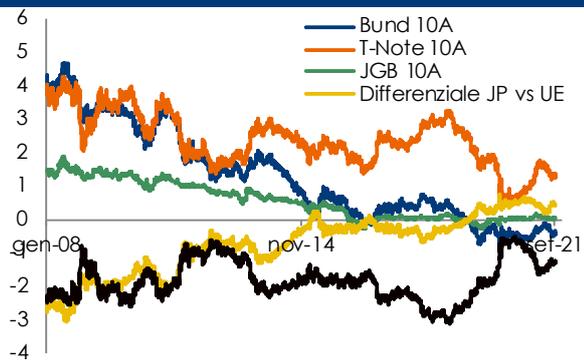
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoJ



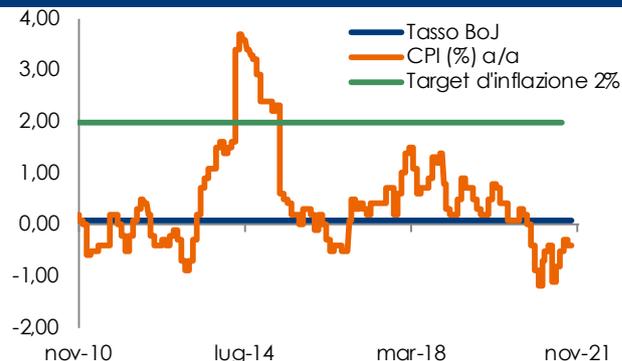
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of Japan

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 giapponese

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 10.09.2021.

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