

# SCENARIO 2021

**MACROECONOMIA E MERCATI**  
AGGIORNAMENTO 4° TRIMESTRE

**PICCOLE E MEDIE IMPRESE**

**INTESA**  **SANPAOLO**

Hanno contribuito alla realizzazione della pubblicazione:

Andrea Conti, Responsabile Strategia Eurizon Capital SGR

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

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

# INDICE

## **SCENARIO 4° TRIMESTRE 2021**

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

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

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

I dati e le previsioni sono aggiornati al 22.10.2021

# SCENARIO 4° TRIMESTRE 2021: SINTESI

## MACROECONOMIA

### Economia mondiale

La ripresa post-pandemica si è ulteriormente diffusa, ma i tassi di crescita stanno rallentando a causa di “colli di bottiglia” del commercio internazionale e di un minor contributo dell’effetto riaperture. Le proiezioni di crescita per il biennio 2021-22 sono calate marginalmente. La crescita reale sarà alimentata anche da politiche fiscali accomodanti, dalla ripresa dei consumi (di servizi, in particolare) e da un ciclo positivo di investimenti privati e pubblici.

### Inflazione

Le tensioni in alcune catene del valore hanno fatto emergere deficit nel sistema dei trasporti di merci fra l’Asia, l’Europa e gli Stati Uniti, causando problemi in alcune filiere. Le tensioni di breve termine sui prezzi sono state acuite dal rimbalzo dei prezzi delle materie prime e da fattori locali. Riteniamo che l’inflazione toccherà picchi transitori nel corso del 2° semestre 2021, per poi scendere bruscamente di nuovo nel 2022. In seguito, la ripresa favorirà una moderata accelerazione dei prezzi, sostenuta dal calo della disoccupazione.

### Politica monetaria

Le Banche centrali dei Paesi avanzati continuano a garantire condizioni finanziarie accomodanti e ad accompagnare la politica fiscale espansiva, ma il quadro sta per mutare. Il miglioramento dello scenario economico americano dovrebbe portare a una riduzione dello stimolo monetario negli Stati Uniti dalla fine di quest’anno. Nel corso del 2022, la Federal Reserve potrebbe iniziare ad aumentare i tassi ufficiali, mentre la BCE potrebbe interrompere gli acquisti netti legati alla crisi pandemica.

## MERCATI

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

Tassi Euribor sostanzialmente stabili su livelli negativi sulle principali scadenze, mentre i tassi Eurirs proseguono la salita, alimentata dal miglioramento delle condizioni economiche e dai timori inflazionistici. Per i prossimi mesi i tassi Eurirs registreranno ancora un moderato aumento, mentre i tassi Euribor rimarranno compressi poiché il momento del rialzo dei tassi ufficiali BCE è ancora molto lontano.

### Lo scenario dei mercati e le performance storiche



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

### Monetario

Nonostante la recente risalita di alcuni tassi di mercato, soprattutto sulle scadenze medio-lunghe, l’azione delle Banche centrali resta ancora molto accomodante. La temporaneità dell’aumento dell’inflazione induce a ritenere che la politica monetaria resterà ancora di supporto nei prossimi mesi. Peraltro, i tassi monetari restano estremamente compressi e negativi sulle principali scadenze, giustificando un giudizio ancora sfavorevole sul comparto.

### Obbligazionario Governativo

Tassi governativi a lunga scadenza USA in stabilizzazione attorno ai livelli pre-pandemia dopo il rapido rialzo del 1° trimestre e tassi Bund ancora negativi fino alla scadenza decennale. Ai livelli attuali i tassi di USA e Germania risultano storicamente bassi e a rischio di rialzo man mano che proseguirà il recupero economico e le Banche centrali ridurranno gli stimoli monetari. I tassi cedolari offerti dai titoli governativi italiani risultano interessanti rispetto a quelli di maggior merito di credito, ma va considerato che il livello assoluto è storicamente molto basso.

### Azionario

Primi nove mesi dell’anno positivi per le borse. In ottica di medio termine i mercati azionari appaiono ancora interessanti, in un contesto di prosecuzione del recupero economico e di crescita degli utili. Il rialzo delle borse potrebbe però risultare rallentato e più volatile rispetto al recente passato, in considerazione di un atteggiamento delle Banche centrali che diventerà via via meno accomodante.

### Dati e previsioni economiche

	2021 STIME PRECEDENTI	2021 STIME CORRENTI	2022
<b>EUROPA</b>			
Crescita economica	4.5	5.2	4.7
Inflazione	1.9	2.3	2.2
Tasso di interesse*	0.0	0.0	0.0
<b>STATI UNITI</b>			
Crescita economica	7.5	6.1	3.9
Inflazione	3.1	4.3	2.6
Tasso di interesse*	0.0-0.25	0.0-0.25	0.25-0.50
Tasso di cambio EUR/USD*	1.15-1.25	1.15-1.18	1.10-1.20

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

## Valute

Dollaro in recupero da inizio anno, dopo un 2020 all'insegna della debolezza. Nell'immediato il recupero del dollaro potrebbe proseguire, mentre la Fed inizia il piano di riduzione degli acquisti di titoli. Una stabile tendenza di rafforzamento del dollaro appare però poco probabile perché anche la BCE, con qualche mese di ritardo rispetto alla Fed, inizierà il dibattito sulla riduzione degli stimoli, dando a quel punto supporto all'euro.

## Materie Prime

Nonostante diversi fattori alimentino pressioni al ribasso, i prezzi della maggior parte delle materie prime sono ben sostenuti, grazie a mercati fisici tesi. La scarsità di offerta resta infatti un problema significativo in molte filiere. La mano invisibile del mercato riuscirà gradualmente a ripristinare l'equilibrio, poiché le elevate quotazioni stanno sollecitando una risposta sul fronte dell'offerta, mentre l'erosione della domanda e i progressi tecnologici potrebbero frenare i consumi di alcune materie prime. Tuttavia, questi processi di adeguamento richiederanno tempo e dovremmo prepararci a quotazioni delle materie prime che si mantengano su livelli superiori alla media a cinque anni per un periodo prolungato.

## Lo scenario sulle principali aree di investimento

MERCATI	RENDIMENTO NETTO %			SCENARIO*		RENDIMENTO NETTO % MEDIO PERIODO** (BASE ANNUA)	COMMENTO
	DA INIZIO 2021	2020	2015-2019 MEDIO ANNUO	PRECEDENTE	ATTUALE		
Monetario Euro	-0,2	-0,3	-0,2	Sfavorevole	Sfavorevole	0,0/0,4	Tassi negativi e a livelli storicamente bassi
Obbligazionario Euro	-1,8	3,7	1,6	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	-0,1/0,8	Tassi attesi moderatamente in rialzo
Obbligazionario Germania	-1,7	2,2	1,2	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	ND	Tassi tedeschi negativi su tutte le scadenze
Obbligazionario Italia	-0,8	5,9	1,5	Neutrale	Neutrale	ND	Titoli italiani più interessanti ma con rischi di rialzo dei tassi
Azionario Europa	12,5	-1,1	4,3	Positivo	Positivo	2,8/7,3	Quotazioni non più a sconto, ma supportate della crescita degli utili
Azionario Italia	11,4	-2,4	3,7	Positivo	Positivo	3,2/9,0	Quotazioni non più a sconto, ma supportate della crescita degli utili
Azionario Stati Uniti	12,2 (15,2 in euro)	13,6 (6,4 in euro)	8,4 (7,9 in euro)	Positivo	Positivo	2,8/7,6 (2,2/7,0 in euro)	Quotazioni non più a sconto, ma supportate della crescita degli utili

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

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

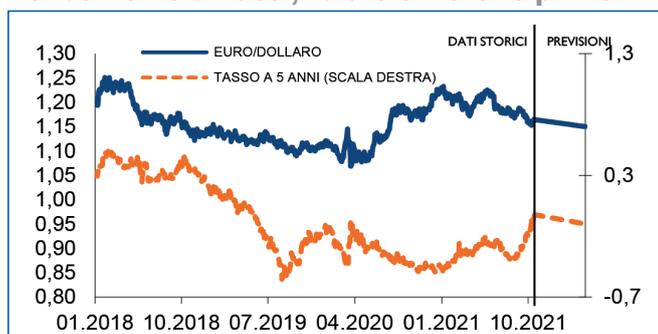
\*\*Il rendimento netto atteso di medio periodo si riferisce a un orizzonte di 5 anni a partire dall'anno in corso. Per i mercati in valuta diversa dall'euro è stato ipotizzato un tasso di cambio medio EUR/USD pari a 1,22 nel periodo di riferimento.

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

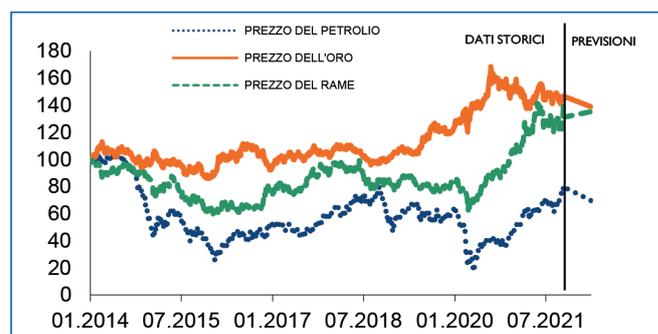
Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 11.10.2021, se non diversamente indicato.

# PREVISIONI SUI TASSI, VALUTE E MATERIE PRIME

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



Fonte: Bloomberg.



Fonte: Bloomberg. Indici: 02.01.2014 = 100.

## Previsioni su tassi, valute e materie prime

MERCATI	INDICATORE	ULTIMO DATO DISPONIBILE	A MARZO 2022	TENDENZA 2022	COMMENTO
Tassi	Tasso sui fondi federali (Fed Funds)	0,00/0,25	0,00/0,25	Leggermente in salita	Tassi a livelli minimi, politica monetaria in graduale inversione nel 2022
	Tasso di deposito BCE	-0,50	-0,50	Stabile	Tassi a livelli minimi, politica monetaria in graduale inversione nel 2022
	Tasso Euribor 1 mesi	-0,56	-0,60/-0,50	Stabile	Sostanzialmente stabile per effetto della prosecuzione dello stimolo monetario
	Tasso Euribor 3 mesi	-0,53	-0,60/-0,50	Stabile	Sostanzialmente stabile per effetto della prosecuzione dello stimolo monetario
	Tasso swap a 2 anni (Eurirs)	-0,33	-0,45/-0,35	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno moderatamente per la ripresa economica e l'aumento dell'inflazione
	Tasso swap a 5 anni (Eurirs)	-0,02	-0,20/0,00	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno moderatamente per la ripresa economica e l'aumento dell'inflazione
	Tasso swap a 10 anni (Eurirs)	0,28	0,05/0,25	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno moderatamente per la ripresa economica e l'aumento dell'inflazione
	Tasso swap a 30 anni (Eurirs)	0,44	0,45/0,65	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno moderatamente per la ripresa economica e l'aumento dell'inflazione
Valute	Euro/Dollaro	1,164	1,14/1,16	Leggermente in salita	Dollaro favorito nel breve per l'azione della Fed, recupero dell'euro nel corso del 2022 (intervallo 1,10-1,20)
	Dollaro/Yen	113,50	113/117	Leggermente in salita	Yen in deprezzamento contro dollaro per effetto della maggiore propensione al rischio
Materie prime*	Prezzo del petrolio	83,76 USD a barile	70/80 USD a barile	Leggermente in salita	Risalita per effetto della ripresa economica globale
	Prezzo del rame	9.704 USD	9.500/10.500 USD a tonn.	Leggermente in salita	Risalita per effetto della ripresa economica globale
	Prezzo dell'oro	1.792 USD	1.650/1.750 USD a oncia	Leggermente in discesa	Leggero calo a causa della maggiore propensione al rischio e del calo dell'inflazione dopo una temporanea risalita
	Prezzo della Soia	12,30 USD per Bushel	11,90/12,90 USD per Bushel	Leggermente in discesa	Dopo un'iniziale salita per la forza della domanda, atteso aumento delle scorte in prospettiva 2022

Nota: (\*) Il prezzo del petrolio si riferisce al Brent Dated; il prezzo del rame si intende per tonnellata metrica e si riferisce al future a 3 mesi; il prezzo dell'oro si intende per oncia e si riferisce allo spot; il prezzo della soia si riferisce alla prima scadenza del future. Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 22.10.2021.

# QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

I divari geografici di crescita dovuti alla diversa velocità della campagna vaccinale si stanno riducendo, almeno nel gruppo dei Paesi avanzati, e le ripercussioni economiche della pandemia appaiono ora più controllabili. Il PIL globale dovrebbe crescere di quasi il 6% nel 2021. La natura ancora sbilanciata della ripresa, finora più vigorosa per i beni che per i servizi, ha già creato tensioni sui prezzi delle materie prime e dei beni intermedi, amplificate da problemi nel sistema dei trasporti marittimi e dal basso livello delle scorte, sicché il 2021 si presenta come un anno di netto rimbalzo anche per l'inflazione. Le strozzature dell'offerta stanno causando anche un rallentamento del commercio mondiale e dell'attività manifatturiera.

## Stati Uniti

Lo scenario USA ha svoltato definitivamente a inizio 2021, con l'approvazione di due pacchetti di stimolo fiscale e il successo della campagna vaccinale, che ha consentito una riapertura quasi completa dell'economia dopo la crisi pandemica. Ne è risultato un boom di consumi, inizialmente concentrato sui beni e successivamente diffuso ai servizi, finanziato anche dall'accumulo record di risparmio, che sarà accompagnato da un'accelerazione anche degli investimenti. Il mercato del lavoro è afflitto da problemi settoriali di eccesso di domanda, legati alla natura squilibrata della ripresa, malgrado la crescita complessiva dell'occupazione sia stata inferiore alle attese. L'inflazione registrerà picchi transitori superiori al 5% quest'anno, gonfiata anche dalla normalizzazione dei prezzi nei servizi e dai rincari dell'energia, ma nel corso del 2022 tornerà su livelli decisamente inferiori. Nel medio termine, l'atteso assorbimento della disoccupazione dovrebbe generare pressioni verso l'alto sui prezzi, con un più persistente rialzo dell'inflazione sopra il 2% a partire dalla fine del 2022. La Fed ha adottato una nuova strategia di politica monetaria reattiva e non preventiva. Qualunque cambiamento della politica monetaria è condizionato al raggiungimento di progresso "effettivo", e non "previsto", su occupazione e obiettivo di inflazione (che potrà essere superato "per qualche tempo"). La prima correzione di rotta si dovrebbe concretizzare nei mesi finali del 2021, e consisterà in una riduzione degli acquisti di titoli obbligazionari. Questi ultimi dovrebbero essere azzerati entro l'estate 2022, aprendo la strada a un possibile rialzo dei tassi ufficiali.

## Eurozona

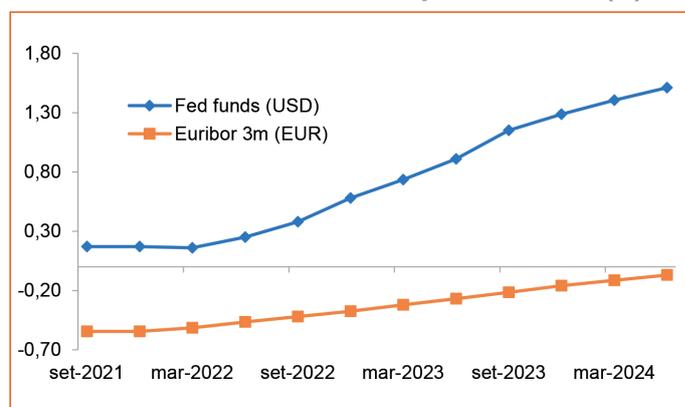
La ripresa del 2° trimestre è stata abbastanza vivace, nonostante la coda dell'ondata di contagio abbia indotto alcuni paesi dell'area a rinviare l'allentamento delle restrizioni, spostando al 3° trimestre una parte del recupero legato alle riaperture. Dal 2° semestre 2021 l'immunizzazione della popolazione europea, che ora procede speditamente, ha garantito una ripresa più stabile.

Ci attendiamo tassi di espansione del PIL sopra il 5% annuo nel 2021, e sopra il 4% nel 2022. Il rimbalzo dell'attività sarà trainato dai consumi, di servizi in particolare, e dagli investimenti fissi; l'attività manifatturiera è frenata dalla difficoltà del commercio internazionale. Il ritorno ai livelli pre-crisi di PIL è ormai prossimo. La crisi pandemica ha lasciato in eredità uno strascico di sotto-occupazione che frenerà la ripresa dell'inflazione dopo il picco atteso nel 2° trimestre 2021 e il successivo calo, dovuti a fattori in larga misura transitori (in particolare: energia, effetto riaperture, manovre sull'IVA in Germania). Il deficit del settore pubblico si ridurrà di poco quest'anno, mentre una correzione fiscale più ampia, ma sempre adattata rispetto alla ripresa economica in corso, è prevista dal 2022. I fondi europei legati al programma pluriennale Next Generation EU iniziano a essere erogati già nel 2° semestre 2021, ma acquisiranno peso soprattutto dal prossimo anno. Il loro contributo alla crescita sarà importante soprattutto in Italia. Le misure di politica monetaria annunciate dalla BCE continuano ad accrescere l'eccesso di liquidità, mantenendo i tassi di interesse e i premi per il rischio su livelli molto bassi. Nei prossimi mesi non si attendono variazioni dei tassi ufficiali. Gli acquisti di titoli legati all'emergenza pandemica, aumentati transitoriamente nel 2° e 3° trimestre, sono stati moderatamente ridotti nel 4° trimestre. Ci si attende che siano interrotti dall'aprile 2022. Tuttavia, gli acquisti legati al programma ordinario APP proseguiranno anche il prossimo anno, e non riteniamo che siano possibili rialzi dei tassi ufficiali nel 2022, come invece i mercati paiono ormai temere.

## Inflazione in netta ripresa, ma calerà entro il 2022



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



Nota: inflazione calcolata sull'indice generale dei prezzi al consumo; fonte Refinitiv-Datastream e proiezioni Intesa Sanpaolo. A destra: dati in %; elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati di fonte Refinitiv-Datastream.

# TASSI, VALUTE E MATERIE PRIME

La ripresa economica prosegue, anche se a ritmi inferiori nel terzo trimestre dell'anno rispetto al secondo. Anche l'accelerazione dei prezzi si è confermata negli ultimi mesi, con il rialzo delle quotazioni delle materie prime e le strozzature alla produzione come principali fattori di spinta. E' dunque proseguita la risalita dei tassi di mercato sulle scadenze medio-lunghe, mentre sul mercato monetario i tassi Euribor sono rimasti sostanzialmente invariati e su livelli negativi. Tale quadro è atteso confermarsi anche nei prossimi mesi, con poche variazioni per i tassi monetari e moderati rialzi per le scadenze medio-lunghe degli Eurirs. Il dollaro è atteso rafforzarsi ancora contro euro in vista delle azioni restrittive della Fed, ma già nel 2022 l'euro si avvantaggerà di azioni analoghe da parte della BCE. Per effetto della ripresa del ciclo economico mondiale, scenario ancora al rialzo per le quotazioni delle materie prime, ad eccezione dell'oro.

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

Le migliori condizioni economiche e le prospettive di minor supporto da parte della Banca centrale europea nel corso del 2022 giustificano un moderato aumento dei tassi di mercato, soprattutto sulle scadenze medio-lunghe. Le scadenze più brevi resteranno ancorate alle attuali condizioni monetarie che sono ancora estremamente accomodanti. I tassi Euribor sono attesi permanere su livelli negativi nei prossimi mesi. Nel dettaglio dei tassi Eurirs, le scadenze brevi e medie (2-5 anni) vedranno un moderato aumento nei prossimi 12 mesi (0,3% circa), mentre per le scadenze lunghe ed extra-lunghe (5, 10 e 30 anni) ci aspettiamo incrementi leggermente maggiori (nell'ordine dello 0,3-0,4% nei prossimi 12 mesi).

## Valute

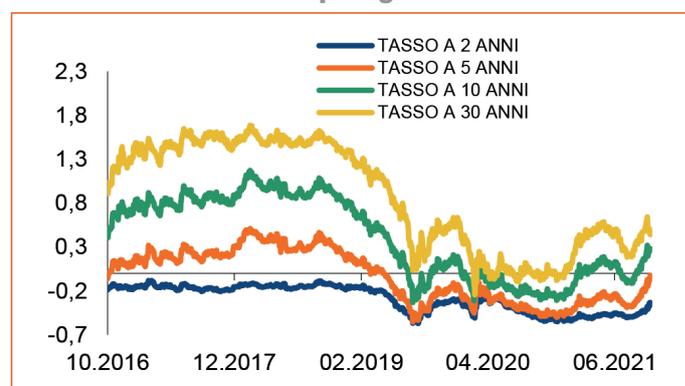
Dollaro in recupero nei primi nove mesi dell'anno, dopo un 2020 all'insegna della debolezza. Contro euro il movimento da inizio anno è stato da 1,22 a 1,15. Nell'immediato il recupero del dollaro potrebbe proseguire, mentre la Fed inizia il piano di riduzione degli acquisti di titoli. Una stabile tendenza di rafforzamento del dollaro appare però poco probabile perché anche la BCE, con qualche mese di ritardo rispetto alla Fed, inizierà il dibattito sulla riduzione degli stimoli, dando a quel punto supporto all'euro.

## Materie prime

Il mercato mondiale del petrolio dovrebbe attestarsi vicino all'equilibrio nel 4° trimestre 2021 e nel 1° trimestre 2022, per poi tornare in surplus nel 2022. Tuttavia, restiamo cautamente positivi sulle quotazioni e ci attendiamo un moderato potenziale di crescita per il petrolio Brent, a fronte di uno scenario macroeconomico ancora favorevole: la domanda sarà sostenuta dal ritorno della crescita economica mondiale a livelli pre-crisi e dalla progressiva ripresa di scambi commerciali e trasporti. I prezzi dei metalli preziosi hanno registrato una diminuzione spiegata dal rafforzamento del dollaro americano e dalle aspettative di un imminente tapering da parte della Federal Reserve.

Nei prossimi mesi, l'adozione di politiche monetarie più restrittive negli Stati Uniti e in Europa potrebbe erodere ulteriormente il supporto dell'oro. Nel nostro scenario di base, il recente rallentamento globale dovrebbe avere natura transitoria e la crescita dovrebbe consolidarsi in futuro. Per questo motivo, confermiamo la maggior parte delle nostre previsioni a lungo termine sui metalli industriali. I prezzi della maggior parte delle merci agricole dovrebbero diminuire nei prossimi mesi, a fronte delle aspettative di mercati meno tesi. Tuttavia, i timori legati alle condizioni meteorologiche restano in primo piano e potrebbero alimentare volatilità, a causa degli impatti più gravi e meno prevedibili di cambiamento climatico e riscaldamento globale sul settore.

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



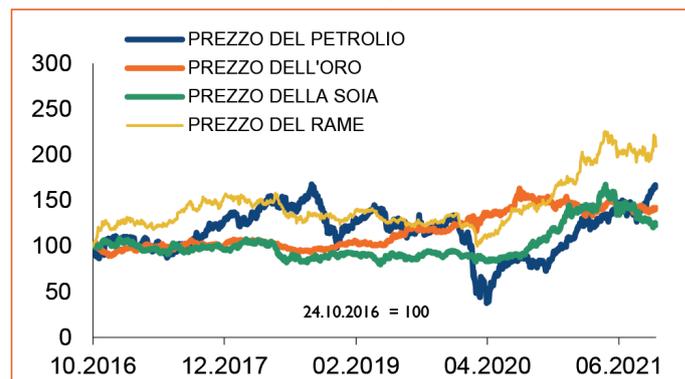
Nota: dati in percentuale. Fonte: Bloomberg.

## Le principali valute negli ultimi 5 anni



Fonte: Bloomberg.

## Le principali commodity negli ultimi 5 anni



Fonte: Bloomberg.

# NOTA METODOLOGICA

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

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

# AVVERTENZA GENERALE

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

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

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

Le società del Gruppo Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti e/o le rispettive famiglie possono detenere posizioni lunghe o brevi in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi titolo di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

Il presente documento è pubblicato con cadenza trimestrale. Il precedente report è stato distribuito in data 14.07.2021.

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

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

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



