

Mensile Valute
Euro/dollaro stabile dopo il rialzo delle stime BCE
EUR – l'euro metabolizza la rimodulazione del PEPP e attende dicembre

L'euro resta sulle sue posizioni dopo il meeting BCE che rimanda le decisioni più importanti alla riunione di dicembre. La valuta unica archivia senza particolari movimenti il meeting BCE di settembre. La Banca Centrale Europea ha annunciato un "moderato" ridimensionamento degli acquisti netti realizzati nell'ambito del PEPP, oltre a rivedere, in modo positivo, le proiezioni macroeconomiche. 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. Nel complesso, la riunione non ha sorpreso i mercati, con la valuta unica che si è limitata a consolidare sui valori registrati nelle ultime settimane.

USD – le attese sul tapering Fed rendono il dollaro volatile

Prevale la volatilità sul dollaro, in vista del FOMC del 22 settembre, in cui la Fed dovrà chiarire le tempistiche del tapering. Il nostro scenario centrale non cambia: nella riunione del 22 settembre la Fed, pur sottolineando la presenza di rischi collegati alla pandemia, discuterà comunque il programma di riduzione del ritmo di acquisto di titoli (tapering) lasciando aperta la possibilità di annunciare e avviare tale misura entro fine 2021. Uno scenario che dovrebbe sgombrare i dubbi sulla dinamica del dollaro e favorirne l'apprezzamento.

GBP – sterlina in attesa delle scelte della Bank of England

La sterlina consolida in vista del meeting della Bank of England del 23 settembre. La BoE ha già definito quale sarà la sequenza operativa nel momento in cui si concretizzeranno le condizioni della svolta monetaria: prima si alzeranno i tassi e dopo si passerà alla riduzione del QE e più precisamente quando il bank rate tornerà allo 0,5%. Questo scenario di modesto ritiro delle misure di sostegno all'economia sta garantendo un certo consolidamento della sterlina.

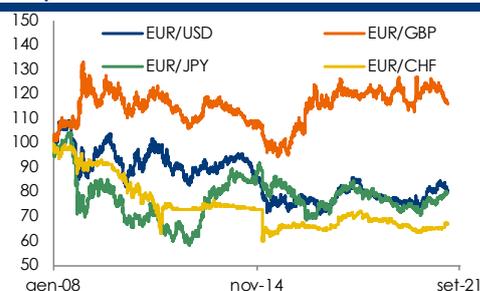
JPY – BoJ accomodante in attesa della transizione politica in Giappone

Crisi politica e timori sanitari preoccupano la BoJ che, al pari di tutte le altre grandi Banche centrali, appare però più concentrata sulla stabilità e sostenibilità della politica monetaria e molto meno sul raggiungimento dell'obiettivo di inflazione. Kuroda (BoJ) non potrà far altro che lanciare messaggi accomodanti ed avere un approccio attendista, nel meeting del 22 settembre, confermando la disponibilità dell'istituto centrale ad ampliare il suo impegno espansivo di sostegno all'economia nel post- pandemia, specie nel delicato passaggio politico che investirà il Giappone nei prossimi mesi.

Previsioni tassi di cambio

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1832	1,17	1,16	1,15	1,22	1,24
EUR/GBP	0,8538	0,84	0,84	0,83	0,82	0,82
EUR/JPY	129,79	129	130	129	139	143
Altre valute						
GBP/USD	1,3857	1,39	1,38	1,38	1,47	1,50
USD/JPY	109,70	111	112	113	114	115
GBP/JPY	1,0846	1,09	1,10	1,12	1,14	1,15

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Principali valute estere vs. euro


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

10 settembre 2021 - 11:43 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

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

Analista Finanziario

10 settembre 2021 - 11:50 CET

Data e ora di circolazione

Titoli di Stato

Scadenza	Rendimento %
T-Note 10A	1,32
Bund 10A	-0,35
Gilt 10A	0,74
JGB 10A	0,05

Fonte: Bloomberg

Cambi

EUR/USD	1,1832
USD/JPY	109,70
GBP/USD	1,3857
EUR/CHF	1,0846
EUR/SEK	10,17
EUR/NOK	10,25
EUR/DKK	7,4359
USD/CAD	1,2629
AUD/USD	0,738
NZD/USD	0,7119
USD/ZAR	14,1707
EUR/JPY	129,79
EUR/GBP	0,8538
EUR/CAD	1,4943
EUR/AUD	1,6031
EUR/NZD	1,662
EUR/ZAR	16,7665
EUR/ISK	150,80
EUR/HUF	350,65

Fonte: Bloomberg

EUR: stabile dopo il rialzo delle stime BCE e la frenata sul PEPP

L'euro resta sulle sue posizioni dopo il meeting BCE che rimanda le decisioni più importanti alla riunione di dicembre. L'euro archivia senza particolari movimenti il meeting BCE di settembre. La Banca Centrale Europea ha annunciato un "moderato" ridimensionamento degli acquisti netti realizzati nell'ambito del PEPP, oltre a rivedere, in modo positivo, le proiezioni macroeconomiche. Tutto invariato per i tassi ufficiali (DFR: -0,50%, MRO: 0%, MLF: 0,25%). Sul fronte delle previsioni, l'accelerazione dei prezzi è giudicata ancora in gran parte temporanea, mentre le pressioni sottostanti sui prezzi si stanno concretizzando solo molto lentamente. La variazione del PIL è stata rivista al rialzo per l'anno in corso, al 5% (dal 4,6% di giugno), mentre per il 2022 e 2023 il quadro è di fatto invariato, rispettivamente a 4,6% (da 4,7%) e 2,1%. Più consistenti, in linea con le previsioni, le revisioni al rialzo sulla dinamica dei prezzi, attesi aumentare rispettivamente del 2,2%, 1,7% e 1,5% a/a, con revisioni al rialzo rispettivamente di 0,3%, 0,2% e 0,1%. L'inflazione in media resta comunque ancora lontana dall'obiettivo della BCE, come esplicitato dopo la revisione della strategia di politica monetaria, secondo cui i tassi resteranno ai livelli attuali o inferiori finché l'inflazione non raggiungerà il 2% per buona parte dell'orizzonte previsivo (attualmente dal 2021 al 2023) e fino a quando l'istituto non giudicherà i progressi ottenuti tali da mantenere l'inflazione stabile al 2% nel medio termine. La discussione sulle sorti complessive del programma di acquisto di titoli PEPP sarà introdotta nei prossimi mesi; la presidente Lagarde ha ripetuto più volte che la riunione di politica monetaria del 16 dicembre sarà cruciale 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. Nel complesso, la riunione e la successiva conferenza stampa non hanno sorpreso i mercati, con la valuta unica che si è limitata a consolidare sui valori registrati nelle ultime sedute.

EUR/USD: come atteso, la BCE ha rivisto, in senso blandamente migliorativo, le stime di crescita dell'Eurozona e al contempo ha confermato l'allerta sul surriscaldamento dei prezzi. Una somma di fattori che però non ha prodotto un'esplicita posizione dell'istituto centrale sulla riduzione degli acquisti di titoli dei Paesi dell'Unione (PEPP). L'EUR/USD è visto a: 1,17 a 1 mese; 1,16 a 3 mesi; 1,15 a 6 mesi; 1,22 a 12 mesi e 1,24 a 24 mesi.

EUR/GBP: l'avvicinarsi della svolta normalizzatrice della politica monetaria della Bank of England sostiene la sterlina contro euro, in vista del meeting del 22 settembre. La BoE dovrebbe cambiare approccio monetario prima rispetto alla BCE, uno scenario che agevolerà un tendenziale apprezzamento della sterlina rispetto all'euro. Le nostre stime indicano: 0,84 a 1 e 3 mesi; 0,83 a 6 mesi e 0,82 a 12 mesi e 24 mesi.

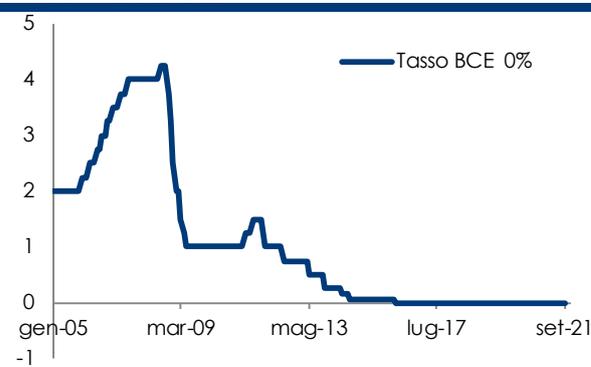
EUR/JPY: pensiamo che il trend in atto sul cross euro/yen possa proseguire fino a quando non ci sarà chiarezza sulle future scelte di politica monetaria della BCE, a dicembre. Le stime vedono: 129 a 1 mese; 130 a 3 mesi; 129 a 6 mesi; 139 a 12 mesi e 143 a 24 mesi.

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



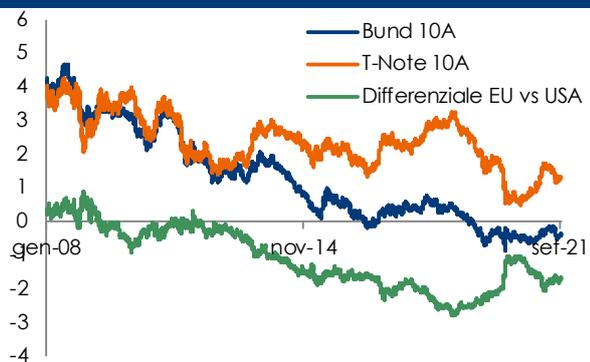
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BCE



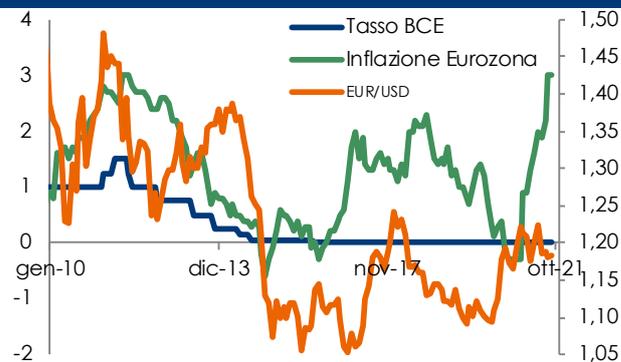
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

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 e Eurostat

USD: le attese sul *tapering* Fed rendono il dollaro volatile

Prevale la volatilità sul dollaro, in vista del FOMC del 22 settembre. Dollaro volatile nelle ultime settimane in attesa del meeting della Fed di settembre che dovrà chiarire le tempistiche del *tapering*. Nell'intervento di Powell alla conferenza di Jackson Hole di fine agosto, è apparso chiaro come vi siano "sostanziali ulteriori progressi" verso gli obiettivi di stabilità dei prezzi e occupazione, pur sottolineando come le condizioni per un rialzo dei tassi siano ancora premature, lasciando tuttavia aperta la porta per una prossima riduzione degli acquisti di titoli di stato americani. A rendere meno chiara la strategia Fed ha contribuito il dato sugli occupati non agricoli di agosto, che è stato inferiore alle attese. L'aumento, che è stato il più basso degli ultimi sette mesi, ha probabilmente rispecchiato i crescenti timori sulla variante Delta, che potrebbero aver portato alcune aziende a frenare le assunzioni e spinto alcuni lavoratori ad evitare alcune opportunità di lavoro potenzialmente rischiose. Questo ha indotto il mercato a ipotizzare una possibile dilazione nel ritiro delle misure di sostegno della Fed, agevolando il deprezzamento del dollaro. Ciò nonostante, il nostro scenario centrale non cambia: nella riunione del 22 settembre la Fed, pur sottolineando la presenza di rischi collegati alla pandemia, discuterà comunque il programma di riduzione del ritmo di acquisto titoli (*tapering*) lasciando aperta la possibilità di annunciare e avviare tale misura entro fine 2021. Uno scenario che dovrebbe sgombrare i dubbi sulla dinamica del dollaro e favorirne l'apprezzamento.

EUR/USD: la dinamica in accelerazione dei salari e la distinzione fra condizioni per il *tapering* e condizioni per la svolta sui tassi dovrebbero mantenere ancora aperta l'opzione di riduzione degli acquisti in tempi non troppo lontani. Tale quadro non può che agevolare il rafforzamento del dollaro, anche nei confronti dell'euro, nonostante il miglioramento delle stime di crescita e l'atteggiamento tendenzialmente meno accomodante della BCE. L'EUR/USD è visto a: 1,17 a 1 mese; 1,16 a 3 mesi; 1,15 a 6 mesi; 1,22 a 12 mesi e 1,24 a 24 mesi.

GBP/USD: l'imminente svolta di politica monetaria della BoE consente alla sterlina di resistere, più di altre valute, alla dinamica di apprezzamento del dollaro, rendendo il quadro pressoché immutato sul "cable". Gli operatori sommano il consolidarsi di attese di rialzo dei tassi (già l'anno prossimo) alla stabilità del quadro economico: una situazione che continuerà ad avvantaggiare la sterlina nei confronti della valuta USA. Le stime vedono il cambio a 1,39 a 1 mese, 1,38 a 3 e 6 mesi, 1,47 a 12 mesi e 1,50 a 24 mesi.

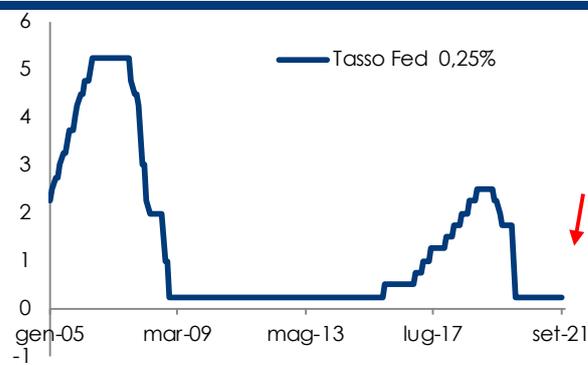
USD/JPY: non cambiano gli equilibri sul cambio con lo yen: è la valuta americana a determinare la dinamica dell'USD/JPY, specie in questa fase di consolidamento del cambio dovuto alle attese comuni per le riunioni di Fed e BoJ. Un quadro destinato a stabilizzarsi ulteriormente se la Fed terrà fede alla propria strategia e la BoJ deciderà invece di essere più attendista. Le previsioni sul cambio USD/JPY vedono: 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.

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



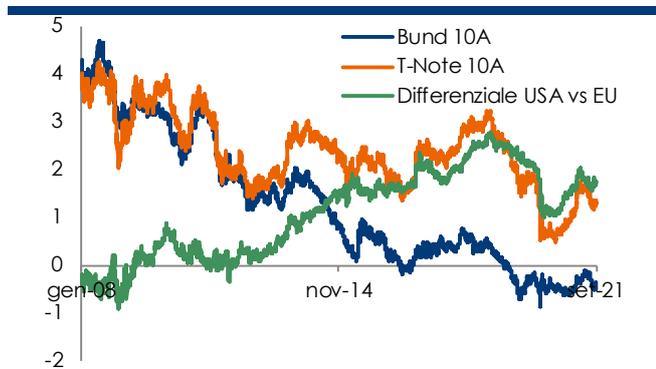
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale FED Fund



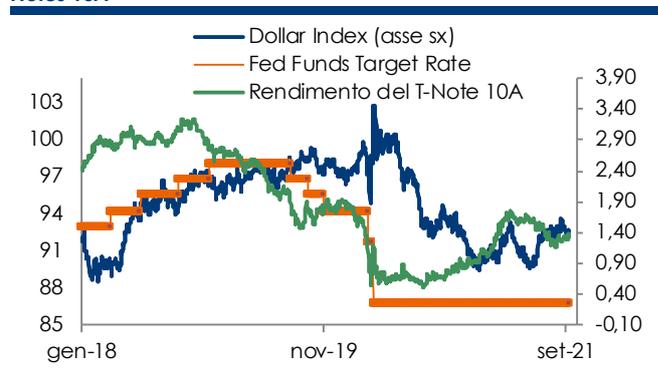
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



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

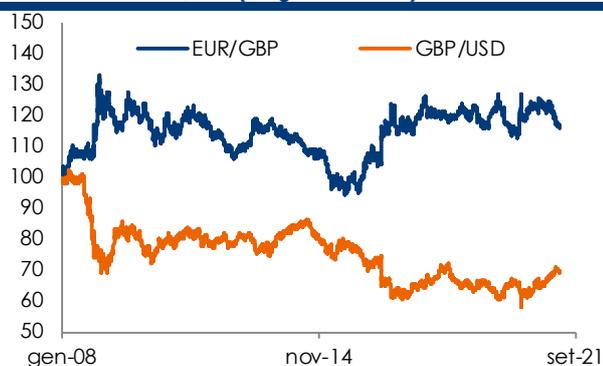
GBP: sterlina in attesa delle scelte della Bank of England

La sterlina consolida in vista del meeting della Bank of England del 23 settembre. Per capire cosa attenderci dobbiamo fare un passo indietro alla riunione del 5 agosto. In quell'occasione la Banca d'Inghilterra ha riconfermato, all'unanimità, il tasso di interesse allo 0,1%, così come è stato confermato anche il target del programma di acquisto di titoli a 895 miliardi di sterline (875 di Gilt e 20 di corporate bond) ma non all'unanimità (7-1). Il programma è stato lasciato invariato ma senza l'accordo totale del Board della BoE, confermando la discussione in seno all'istituto. I maggiori indizi di una svolta della politica monetaria sono però stati espressi nel Monetary Policy Report di agosto, attraverso le nuove proiezioni sullo scenario economico e le stime aggiornate sull'inflazione. Nonostante lo scenario sanitario sia ancora molto preoccupante a causa della veloce diffusione della variante Delta, la BoE sostiene che l'economia inglese abbia ormai imboccato la strada della ripresa. Il Comitato della BoE ha lasciato intendere che non modificherà la politica monetaria almeno fino a quando non ci saranno prove evidenti che si stanno compiendo progressi significativi nel raggiungimento dell'obiettivo di inflazione del 2% in modo sostenibile. Nonostante siano stati compiuti notevoli progressi nel raggiungimento di queste condizioni, esse non sono ancora pienamente soddisfatte. Quello che ci attendiamo dalla prossima riunione è il formale avvio della svolta nella policy. La BoE ha già definito quale sarà la sequenza operativa nel momento in cui si concretizzeranno le condizioni della svolta: prima si alzeranno i tassi e dopo si passerà alla riduzione del QE e più precisamente quando il *bank rate* tornerà allo 0,5%. In quel frangente si avvierà la riduzione dello stock di titoli acquistati partendo col non reinvestire le obbligazioni in scadenza, mentre la vendita attiva dei titoli in bilancio inizierà solo una volta che il *bank rate* abbia raggiunto almeno l'1%. Questo scenario di modesto ritiro delle misure di sostegno all'economia sta garantendo un certo consolidamento della sterlina.

EUR/GBP: movimento di consolidamento della divisa britannica, dopo la rilevante riunione BoE del 5 agosto e in vista del meeting del 23 settembre. L'avvicinarsi della svolta normalizzatrice della politica monetaria della Bank of England sostiene la sterlina contro euro. La BoE dovrebbe cambiare approccio con ampio anticipo rispetto alla BCE, uno scenario che agevolerà un tendenziale rafforzamento della sterlina rispetto all'euro. Il differenziale dei tassi è destinato ad accentuarsi nel breve a favore della divisa inglese. Le nostre stime indicano: 0,84 a 1 e 3 mesi; 0,83 a 6 mesi e 0,82 a 12 mesi e 24 mesi.

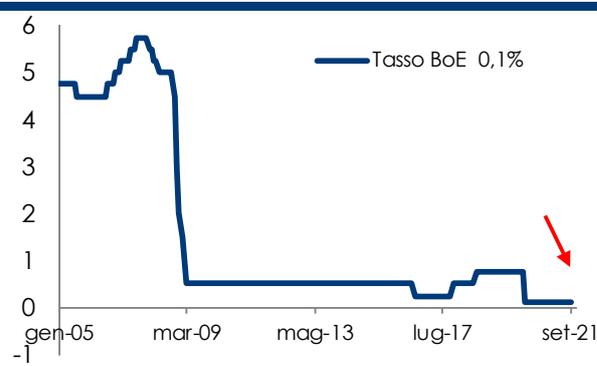
GBP/USD: quadro pressoché immutato sul "cable". La risposta sanitaria e le reazioni dell'economia nel post-Brexit, unite all'imminente svolta della BoE, consentono alla sterlina di resistere, più di altre valute, alla dinamica di apprezzamento del dollaro. Gli operatori sommano il consolidarsi di attese di rialzo dei tassi già l'anno prossimo alla stabilità del quadro economico, come certificato anche dalla BoE: una situazione che continuerà ad avvantaggiare la dinamica della sterlina. Le stime vedono il cambio a 1,39 a 1 mese, 1,38 a 3 e 6 mesi, 1,47 a 12 mesi e 1,50 a 24 mesi.

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



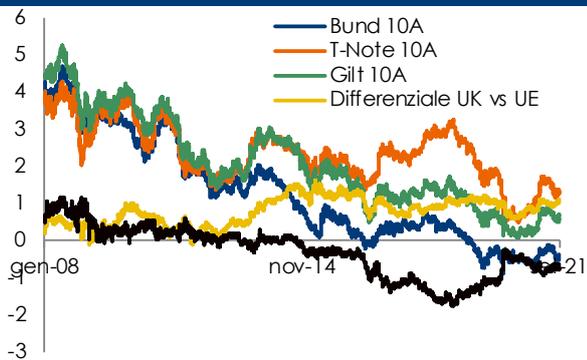
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoE



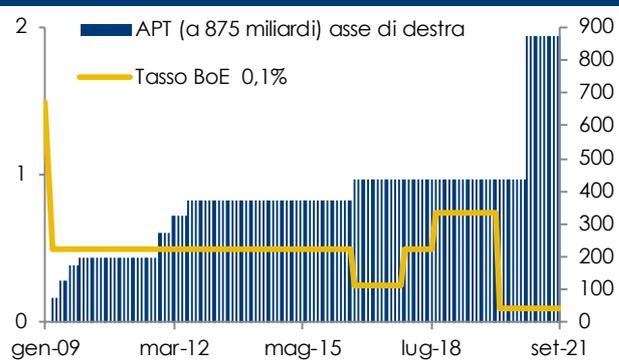
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of England

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Programma APT e Tasso BoE da gennaio 2009



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of England

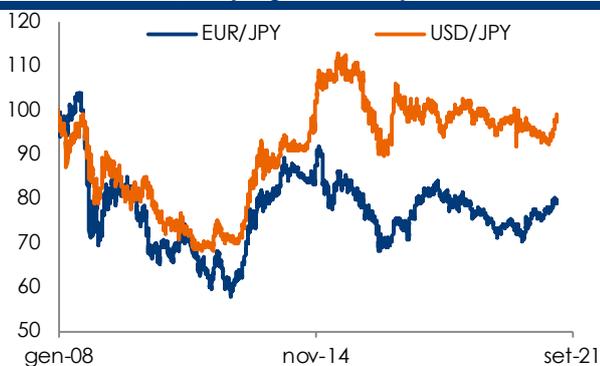
JPY: BoJ accomodante in attesa della transizione politica

Crisi politica e timori sanitari preoccupano la BoJ. La Banca del Giappone è fra gli istituti centrali che per prima e con massima circospezione ha già introdotto qualche blanda misura di riduzione dell'acquisto di titoli, segnalando una rimodulazione dei plafond di acquisto e abbandonando il rastrellamento massiccio di determinati segmenti di scadenza. La BoJ, al pari di tutte le altre grandi Banche centrali, appare però più concentrata sulla stabilità e sostenibilità della politica monetaria e molto meno sul raggiungimento dell'obiettivo di inflazione. Questo concetto, che emerge come trasversale rispetto alle differenti condizioni economiche dei diversi Paesi, la porterà ad essere ancora prudente nel meeting del 22 settembre, esprimendo probabilmente un messaggio ancora di attesa prima di varare una vera e propria svolta nella politica monetaria. Nello specifico, la prudenza della Bank of Japan sarà dovuta non solo ai rischi economici e ai timori sanitari ma anche rispetto al delicato passaggio politico in Giappone. La sorprendente velocità con cui il premier Suga ha perso consenso nel Paese (tra i principali motivi dell'insoddisfazione la diffusione del virus e una campagna di vaccinazione troppo lenta oltre ad una discutibile gestione delle Olimpiadi) ha portato rapidamente alla crisi politica e alla decisione di farsi da parte, in vista dello scioglimento della Camera Bassa e delle elezioni generali da tenersi entro il 28 novembre. Le primarie del 29 settembre in seno al Partito Liberaldemocratico decreteranno, verosimilmente, anche il profilo del futuro nuovo Primo Ministro. In questo scenario, la Bank of Japan probabilmente prenderà tempo, lasciando che lo yen resti in trading range sia contro dollaro che contro euro.

EUR/JPY: la dinamica del dollaro resta il fattore chiave al centro del mercato valutario e in grado di influenzare tutti i tassi di cambio, in particolare quelli con lo yen. Il ritorno di una marginale avversione al rischio, dovuta alle tensioni sanitarie, ha solo parzialmente contribuito ad accrescere l'appeal della divisa nipponica agli occhi degli investitori in cerca di asset difensivi. Il focus è sulla riunione della Bank of Japan e sul passaggio politico in Giappone, in agenda nei prossimi mesi. Le stime vedono: 129 a 1 mese; 130 a 3 mesi; 129 a 6 mesi; 139 a 12 mesi e 143 a 24 mesi.

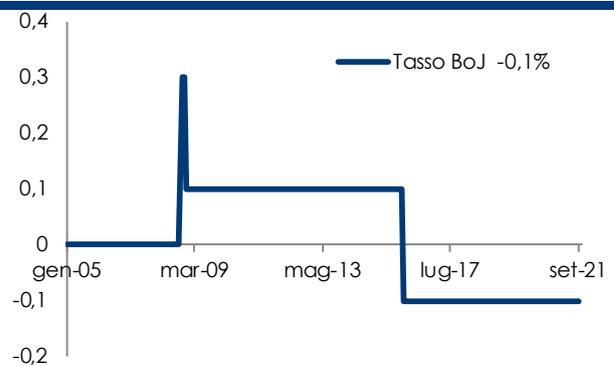
USD/JPY: il dollaro appare volatile in vista del FOMC in attesa che Powell chiarisca i tempi dell'inizio del *tapering* come riflesso del buon recupero dell'economia americana. Al contempo, Kuroda (BoJ) non può far altro che lanciare messaggi accomodanti ed avere un approccio attendista, confermando la disponibilità dell'Istituto centrale ad ampliare il suo impegno espansivo di sostegno all'economia nel post-pandemia, specie nel delicato passaggio politico che investirà il Giappone nei prossimi mesi. La dinamica del cambio USD/JPY resta comunque vincolata all'andamento del dollaro. Le previsioni sul cambio USD/JPY vedono: 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.

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



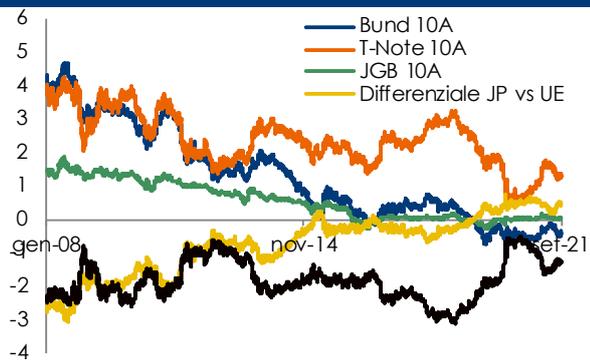
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoJ



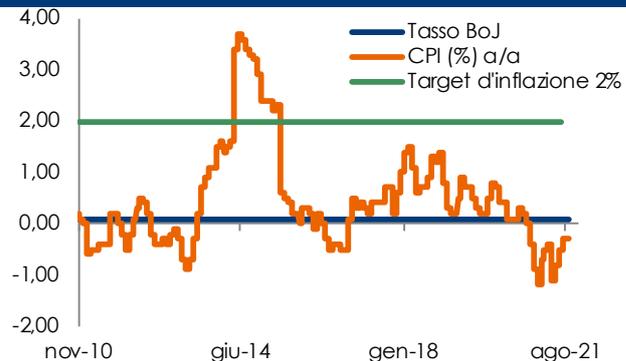
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of Japan

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 07.07.2021.

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