

# SCENARIO 2022

**MACROECONOMIA E MERCATI**  
AGGIORNAMENTO 2° 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 2° TRIMESTRE 2022**

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 11.04.2022

# SCENARIO 2° TRIMESTRE 2022: SINTESI

## MACROECONOMIA

### Economia mondiale

L'invasione russa dell'Ucraina ha drasticamente peggiorato le prospettive dell'economia europea, colpita da un eccezionale rincaro delle materie prime energetiche, dalla riduzione delle esportazioni verso la Russia e dal deterioramento del clima di fiducia. Nel resto del mondo, le ripercussioni saranno più limitate, ma comunque si profila un netto rallentamento della crescita del commercio mondiale dopo il boom del 2021. La guerra farà nuovamente peggiorare i problemi delle filiere di approvvigionamento. Malgrado lo shock, nel 2022 la crescita resterà ancora positiva grazie alle misure fiscali di sostegno e all'ulteriore ripresa dei servizi dopo la crisi pandemica, ma l'incertezza è elevata.

### Inflazione

La guerra russo-ucraina ha impartito una nuova spinta al rialzo alle quotazioni delle materie prime, accentuando le pressioni inflazionistiche globali. Il picco del ciclo di inflazione si è fatto più alto e protratto. La stabilizzazione dei prezzi energetici dovrebbe comunque portare al calo dei tassi di inflazione fra 2022 e 2023.

### Politica monetaria

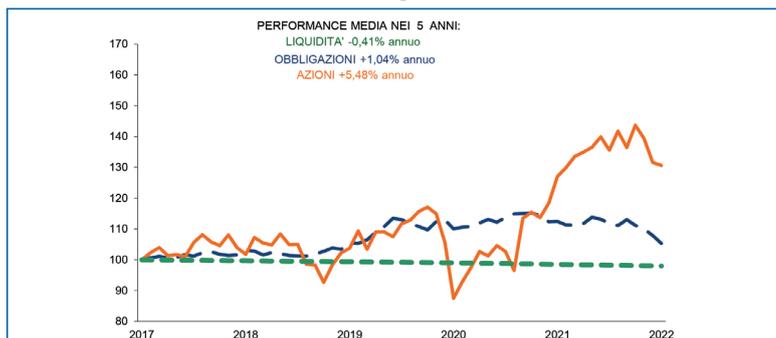
La correzione della politica monetaria sta accelerando negli Stati Uniti e in Europa. Negli Stati Uniti, l'evidenza che l'economia è caratterizzata da eccesso di domanda ha indotto la Federal Reserve a segnalare un cambio di passo sull'aumento dei tassi ufficiali, che potrebbero superare il livello pre-pandemia entro la fine dell'estate 2022. In Europa, la BCE ha segnalato di voler anticipare la chiusura dei programmi di acquisto e di voler alzare i tassi ufficiali entro fine anno. Soltanto in Giappone la politica monetaria resta ferma.

## MERCATI

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

L'accelerazione dei prezzi sostenuta dall'aumento dei costi energetici ha accelerato il percorso di rimozione dello stimolo monetario da parte della BCE. Conseguentemente, i tassi Euribor hanno cominciato a risalire, con il 12 mesi tornato positivo. Le prospettive sono per una prosecuzione di una moderata salita, in vista del primo rialzo dei tassi già nel 2022. Anche i tassi Eurirs continueranno a registrare una moderata risalita soprattutto sulle scadenze brevi, in linea con prospettive di tassi BCE più alti.

### Lo scenario dei mercati e le performance storiche



Nota: Base Numero Indice marzo 2017=100. L'indice rappresenta la performance lorda (comprese cedole o dividendi) di un investimento pari a 100 effettuato a marzo 2017. Le performance annue sono medie riferite al periodo che va da marzo 2017 a marzo 2022. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e MSCI

### Monetario

Il conflitto ucraino non ha interrotto il percorso di riduzione degli acquisti BCE, sebbene l'istituto monetario europeo si trovi di fronte al dilemma di un'inflazione in aumento e una crescita attesa in calo. In ogni caso, difficilmente si modificherà un quadro di tassi monetari ancora contenuti in area euro. Ne deriva un giudizio ancora sfavorevole per il comparto monetario.

### Obbligazionario Governativo

I titoli governativi statunitensi sembrano scontare, soprattutto sulle scadenze brevi e medie, il rialzo dei tassi Fed in programma entro fine 2023. Ancora a rischio di rialzo invece i tassi tedeschi, e in generale quelli dell'Eurozona, all'avvicinarsi del rialzo dei tassi monetari BCE. I tassi cedolari offerti dai titoli governativi italiani risultano interessanti rispetto a quelli di maggior merito di credito, ma il livello assoluto risulta tutt'ora storicamente basso.

### Azionario

La correzione di inizio 2022 ha fatto rientrare gli eccessi valutativi di fine 2021 rendendo le azioni più interessanti in ottica di medio termine. Nell'immediato però le borse potrebbero confermare volatili in attesa di verificare l'impatto del rialzo delle materie prime e dei primi rialzi dei tassi Fed sulla crescita degli utili.

### Dati e previsioni economiche

	2022 STIME PRECEDENTI	2022 STIME CORRENTI	2023
<b>EUROPA</b>			
Crescita economica	3.9	3.0	2.4
Inflazione	3.1	6.4	2.6
Tasso di interesse*	-0.5	-0.25	0.5
<b>STATI UNITI</b>			
Crescita economica	4.1	3.4	2.3
Inflazione	4.0	6.8	3.0
Tasso di interesse*	0.75-1.00	1.75-2.00	2.5-2.75
Tasso di cambio EUR/USD*	1.10-1.20	1.05-1.15	1.15-1.20

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

La svolta restrittiva della Fed ha prolungato il recupero del dollaro in atto da inizio 2021 e può continuare a sostenerlo nell'immediato. In avvicinamento a metà anno, però, l'attesa di rialzo dei tassi BCE potrebbe però favorire il recupero dell'euro.

## Materie Prime

I prezzi delle materie prime legate alla Russia hanno registrato un forte

incremento, i premi di rischio sono aumentati a causa dell'incertezza sugli effetti delle sanzioni punitive e dei rischi alle forniture. Nel nostro nuovo scenario di base un compromesso potrebbe essere raggiunto nei prossimi mesi, ma una nuova Guerra Fredda sta iniziando. Di conseguenza, gli scambi commerciali e le filiere globali subiranno alcuni cambiamenti strutturali, mentre prezzi e volatilità resteranno probabilmente più elevati per un periodo prolungato, ampiamente sostenuti da forti rischi geopolitici e dalla persistente minaccia di interruzioni delle forniture.

## Lo scenario sulle principali aree di investimento

MERCATI	RENDIMENTO NETTO %			SCENARIO*		RENDIMENTO NETTO % MEDIO PERIODO** (BASE ANNUA)	COMMENTO
	DA INIZIO 2022	2021	2016-2020 MEDIO ANNUO	PRECEDENTE	ATTUALE		
Monetario Euro	-0,1	-0,4	-0,2	Sfavorevole	Sfavorevole	0,0/0,4	Tassi negativi e a livelli storicamente bassi
Obbligazionario Euro	-4,0	-2,6	1,9	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	-0,1/0,9	Tassi attesi moderatamente in rialzo
Obbligazionario Germania	-3,7	-2,0	1,0	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	ND	Tassi tedeschi negativi su tutte le scadenze
Obbligazionario Italia	-3,5	-2,2	2,6	Neutrale	Neutrale	ND	Titoli italiani più interessanti ma con rischi di rialzo dei tassi
Azionario Europa	-6,0	18,1	3,2	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,4/6,3	Prospettive favorevoli, ma rendimenti attesi inferiori al 2021
Azionario Italia	-5,6	20,2	4,2	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,2/6,8	Prospettive favorevoli, ma rendimenti attesi inferiori al 2021
Azionario Stati Uniti	-2,6 (-0,1 in euro)	21,2 (28,5 in euro)	9,4 (6,9 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,3/6,2 (0,5/4,5 in euro)	Prospettive favorevoli, ma rendimenti attesi inferiori al 2021

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.

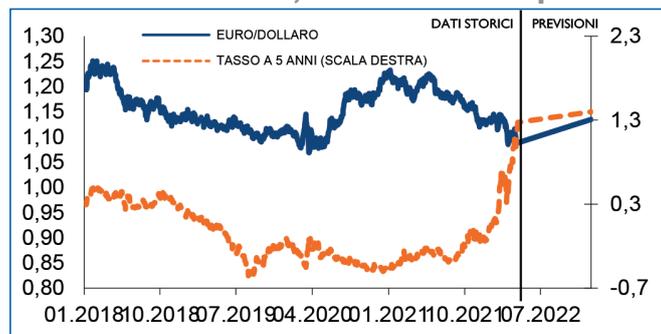
\*\*Il rendimento netto atteso di medio periodo si riferisce a un orizzonte di 5 anni a partire dall'anno in corso. Per i mercati in valuta diversa dall'euro è stato ipotizzato un tasso di cambio medio EUR/USD pari a 1,20 nel periodo di riferimento.

Indici Monetario, Obbligazionario e Azionario: indici JPMorgan e indice MTS BOT; indice Obbligazionario Corporate: indice Markit Iboxx Corporates; indice Azionario Europa: MSCI area euro; indice Azionario Italia: Indice FTSE MIB; indice Azionario Stati Uniti: S&P500; indice Azionario Giappone: Topix 150; indice Azionario Emergenti: MSCI Emergenti.

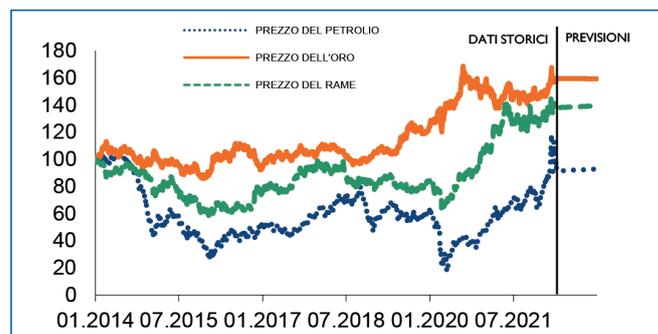
Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 04.04.2022, se non diversamente indicato.

# 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 DICEMBRE 2022	TENDENZA 2022	COMMENTO
Tassi	Tasso sui fondi federali (Fed Funds)	0,25/0,50	1,75/2,00	In salita	Politica monetaria più restrittiva nel 2022
	Tasso di deposito BCE	-0,50	-0,25/0,00	Leggermente in salita	Politica monetaria moderatamente più restrittiva nel 2022
	Tasso Euribor 1 mesi	-0,53	-0,40/-0,20	Leggermente in salita	Leggermente in salita per graduale rimozione dello stimolo monetario
	Tasso Euribor 3 mesi	-0,43	-0,150/-0,05	Leggermente in salita	Leggermente in salita per graduale rimozione dello stimolo monetario
	Tasso swap a 2 anni (Eurirs)	0,78	0,80/1,00	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno moderatamente per la politica monetaria più restrittiva
	Tasso swap a 5 anni (Eurirs)	1,27	1,30/1,50	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno moderatamente per la politica monetaria più restrittiva
	Tasso swap a 10 anni (Eurirs)	1,49	1,50/1,70	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno moderatamente per la politica monetaria più restrittiva
	Tasso swap a 30 anni (Eurirs)	1,28	1,20/1,40	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno moderatamente per la politica monetaria più restrittiva
Valute	Euro/Dollaro	1,088	1,12/1,15	Leggermente in salita	Dollaro favorito nel breve per l'azione della Fed, recupero dell'euro nel corso del 2022
	Dollaro/Yen	125,4	125/127	Leggermente in salita	Yen in deprezzamento contro dollaro per effetto della politica monetaria espansiva della Banca del Giappone
Materie prime*	Prezzo del petrolio	98,5 USD a barile	95/105 USD a barile	Leggermente in salita	Dopo un iniziale salita, in stabilizzazione su livelli leggermente più elevati
	Prezzo del rame	10.200 USD	10.200/10.400 USD a tonn.	Leggermente in salita	Dopo un iniziale salita, in stabilizzazione su livelli leggermente più elevati
	Prezzo dell'oro	1.953 USD	1.900/2.000 USD a oncia	Leggermente in salita	Dopo un iniziale salita, in stabilizzazione su livelli leggermente più elevati
	Prezzo della Soia	16,55 USD per Bushel	15,50/16,50 USD per Bushel	Leggermente in salita	Dopo un iniziale salita, in calo per la normalizzazione del mercato

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 11.04.2022.

# QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

La guerra russo-ucraina ha allontanato di nuovo le prospettive di normalizzazione delle filiere internazionali di approvvigionamento, che sembravano moderatamente migliorate nei mesi precedenti. Lo shock ha impresso un nuovo impulso ai corsi delle materie prime: se Russia e Ucraina hanno un peso complessivamente molto modesto nel commercio internazionale, invece rivestono un ruolo primario in alcuni mercati di materie prime (gas, petrolio, carbone, metalli e prodotti agricoli). La crescita mondiale rallenterà più del previsto, mentre l'inflazione resterà eccezionalmente elevata più a lungo. La crisi avrà effetti profondamente asimmetrici, colpendo l'Europa più di Estremo Oriente e Americhe.

## Stati Uniti

L'economia americana è arrivata alla vigilia dell'invasione dell'Ucraina in una situazione di eccesso di domanda di beni e lavoro, con l'inflazione in costante rialzo, diffusa a tutti i settori, e una spirale salari/prezzi ormai conclamata. La bilancia energetica pressoché in equilibrio e quella agricola in avanzo contribuiranno a contenere gli effetti del conflitto sulla crescita. L'economia è però esposta alle conseguenze sull'inflazione, in ulteriore rialzo sulla scia dei rincari delle materie prime e del peggioramento dei colli di bottiglia all'offerta. La crescita del PIL resterà sostenuta nel 2022, a 3,4%, e forse anche nel 2023 (2,3%), ma la svolta monetaria, l'impulso negativo della politica fiscale, le strozzature all'offerta ancora irrisolte e la scarsità della forza lavoro eserciteranno un effetto di freno crescente. A causa degli shock esterni, della domanda troppo forte e di pressioni salariali persistenti, l'inflazione è prevista a 6,8% nel 2022 e al 3% nel 2023.

L'eccesso di domanda diffuso a tutti i settori e l'instaurarsi di una spirale salari/prezzi hanno spinto la Fed ad aprire un nuovo ciclo dei tassi, con attese per un totale di 7 interventi nel 2022 e 4 nel 2023, tassi al 2% alla fine di quest'anno e al 3% a fine 2023 e rischi verso l'alto. Il FOMC si è impegnato a riportare l'inflazione al 2% a qualsiasi costo e attuerà una politica monetaria mirata a frenare la domanda, con tassi in territorio restrittivo.

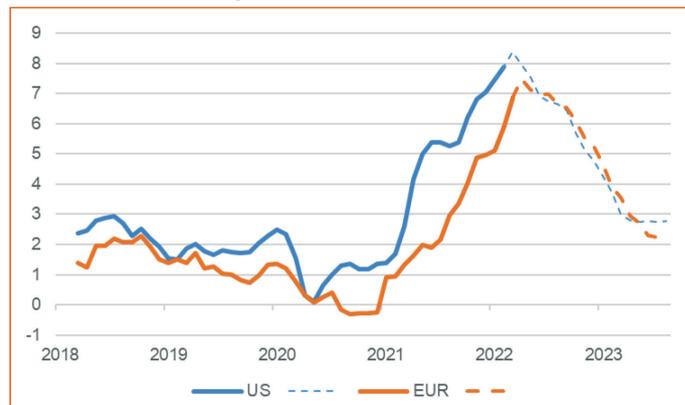
## Eurozona

Tra fine 2021 e inizio 2022 la ripresa economica nell'area euro ha perso spinta, penalizzata dalla recrudescenza dei contagi da variante Omicron. L'attività è tornata a riaccelerare moderatamente una volta superato il picco dei contagi, ma l'esplosione del conflitto in Ucraina pone nuovi severi rischi al ribasso per lo scenario nel biennio 2022-23. L'incertezza è elevata, e l'Eurozona è, tra le principali economie sviluppate, senz'altro la più esposta: pesano sia l'intensità relativamente maggiore dei legami commerciali, sia la forte dipendenza dalle importazioni

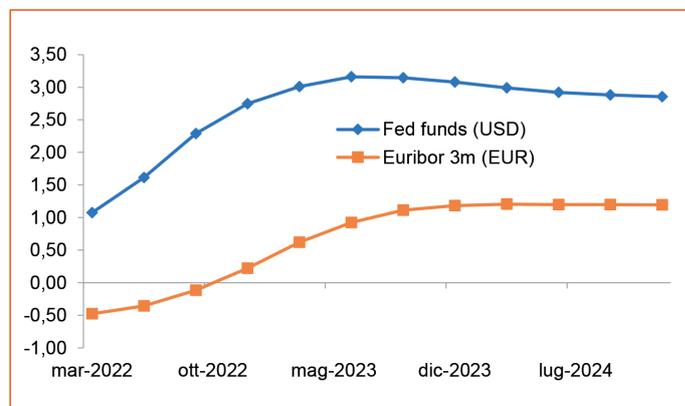
di gas, petrolio e carbone russi. L'impatto della crisi internazionale sarà severo, in particolare per gli effetti sul comparto energetico, togliendo circa un punto percentuale alla crescita precedentemente attesa nel 2022. L'industria sarà il comparto più penalizzato, mentre i servizi dispongono ancora di ampi margini di recupero per il superamento della crisi pandemica.

Un importante fattore mitigante è rappresentato dall'adozione da parte dei Governi di misure fiscali compensative, che potrebbero arrivare al 2% del PIL. Il deficit del settore pubblico si è ridotto poco nel 2021; una correzione fiscale più ampia era prevista dal 2022, ma ora sarà ridimensionata. In alcuni paesi, come l'Italia, un sostegno verrà anche dai fondi europei legati al programma pluriennale Next Generation EU. La politica monetaria sta mutando direzione, pur con tutte le cautele dovute alla complessa situazione internazionale. Gli acquisti di titoli legati all'emergenza pandemica saranno drasticamente ridotti in aprile con la chiusura del PEPP, mentre quelli nell'ambito dell'APP saranno probabilmente sospesi nel corso del 3° trimestre. La BCE potrebbe anche iniziare ad aumentare i tassi ufficiali fra ottobre e dicembre. I tassi di interesse a breve termine torneranno a essere positivi nel 2023, con un punto di arrivo atteso intorno all'1%.

## 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

Il conflitto in Ucraina avrà conseguenze economiche, ma al momento non giudicate tali da interrompere il percorso di rimozione dello stimolo monetario da parte della BCE, anche a causa di un'accelerazione dei prezzi, nonostante sia imputabile all'aumento dei costi energetici. I tassi di mercato sono dunque destinati a salire, anche se si manterranno al di sotto della media storica nei prossimi mesi. Il dollaro resta supportato nel breve, grazie a progressivi rialzi dei tassi da parte della Fed. Solo nella seconda metà del 2022 l'euro dovrebbe tornare a rafforzarsi. Le quotazioni delle materie prime segneranno un aumento strutturale causato dalle sanzioni, dalla forte domanda e dalle problematiche logistiche acuite dal conflitto in Ucraina.

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

I tassi Euribor restano in massima parte su livelli negativi, ma la progressiva rimozione dello stimolo monetario da parte della BCE alimenta le aspettative di rialzo dei tassi, che probabilmente arriverà prima della fine dell'anno. L'ordine di grandezza del rialzo dei tassi Euribor sarà di qualche decina di punti base entro dicembre, con il tasso sui depositi BCE in aumento di almeno 25pb nella seconda parte del 2022.

I tassi Eurirs hanno registrato una netta risalita da inizio 2022, su tutte le principali scadenze, complici le prospettive di rimozione dello stimolo monetario da parte della BCE, sulla scia dell'accelerazione dei prezzi. In prospettiva tale movimento è destinato a proseguire, sia sulle scadenze brevi che su quelle lunghe ed extra-lunghe (30-50pb circa in 12 mesi).

## Valute

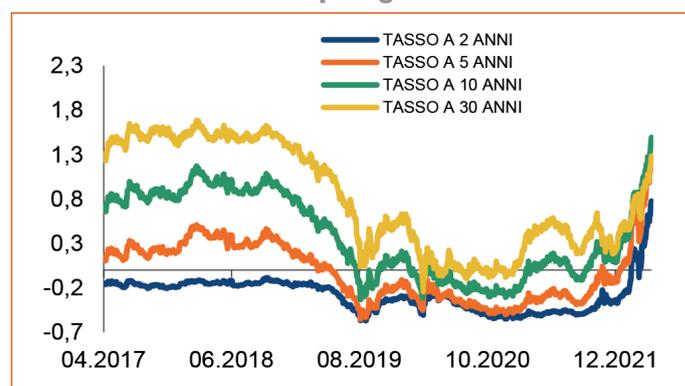
Dollaro in ulteriore rafforzamento, a consolidare una tendenza in atto da inizio 2021. Contro euro il movimento da inizio anno è stato da 1,15 a 1,10. Nell'immediato il dollaro potrebbe continuare ad essere supportato dal rapido rialzo dei tassi Fed; nella seconda metà dell'anno è tuttavia probabile che l'attenzione passi sull'inizio di rialzo dei tassi BCE, che dovrebbe a quel punto sostenere l'euro.

## Materie prime

Nel nostro scenario di base, le quotazioni del Brent potrebbero mantenersi vicine a un livello medio di 120 USD/barile nel 2° trimestre 2022, per poi scendere verso una media di 110 dollari nel 2° semestre e di 90 dollari nel 2023. La guerra in Ucraina ha colpito i mercati energetici europei nel peggior momento possibile: il continente era nel pieno di una grave crisi energetica, con quotazioni ai massimi storici e scorte domestiche ai minimi da sempre. Nel breve termine, l'Europa è fortemente dipendente dalle importazioni di gas russo e vulnerabile a condizioni meteorologiche avverse. I prezzi di gas naturale ed energia resteranno probabilmente molto elevati nei prossimi trimestri, ma dovrebbero diminuire nel 2° semestre 2022 poiché forze di mercato e interventi politici dovrebbero progressivamente ripristinare un nuovo equilibrio. Da inizio anno, i prezzi dei metalli preziosi sono saliti grazie alla domanda di beni rifugio e al rischio di minori forniture dalla Russia, particolarmente rilevante per il palladio. Avversione al rischio, rischi geopolitici e pressioni inflazionistiche dovrebbero controbilanciare rafforzamento del dolla-

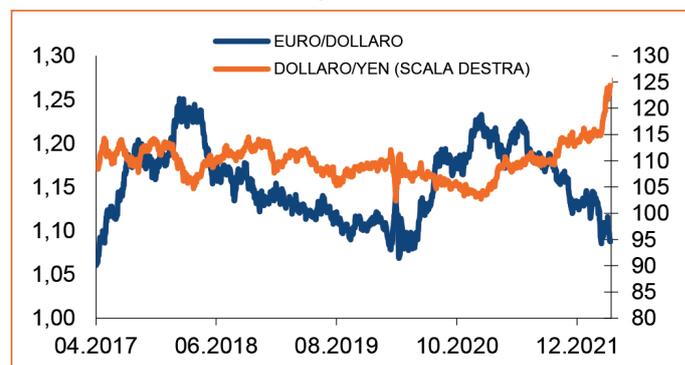
ro americano e politiche monetarie più restrittive, poiché le banche centrali procederanno con cautela nel rialzo dei tassi di interesse per proteggere la ripresa economica. In un contesto già caratterizzato da limitata offerta mondiale, estremamente bassi livelli di scorte e brillanti prospettive di consumi futuri, il conflitto tra Russia e Ucraina ha scatenato il panico sui mercati dei metalli per le distorsioni dei flussi logistici e le minacce di interruzione delle forniture. Inoltre, la scelta politica dell'Europa di ridurre la dipendenza da combustibili fossili di origine russa indica che la crescita della domanda di metalli per la transizione verde potrebbe accelerare. La crisi energetica e quella geopolitica potrebbero facilmente tradursi in una nuova crisi alimentare. Nel breve e medio termine, garantire adeguate forniture di merci agricole resterà la questione più pressante per vari Paesi, a fronte di un'elevata inflazione nel comparto alimentare, crescente domanda di importazioni dall'Asia e aspettative di scarsi raccolti per siccità in Sud America e Sud-Est Asiatico.

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



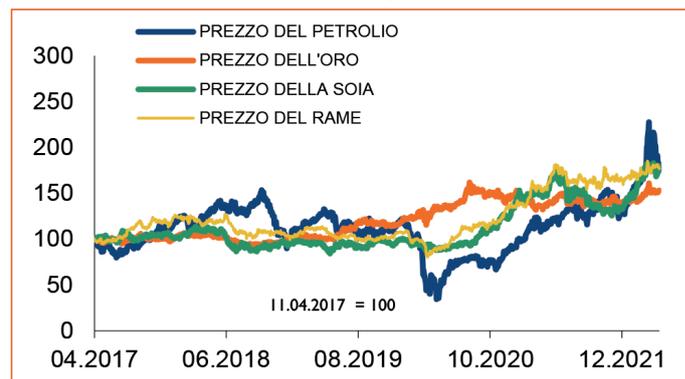
Nota: dati in percentuale. Fonte: Bloomberg.

## 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 22.12.2021.

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.



