

Mensile Valute

I dazi di Trump rendono cauta la Fed e spingono il dollaro

EUR – La concretizzata divergenza fra BCE e Fed graverà ancora sull'euro

La volontà della BCE di non gravare eccessivamente sul ciclo economico dell'Eurozona con un costo del denaro troppo alto, unita ai dati macro in deterioramento, ha giustificato il calo dei tassi nella riunione del 30 gennaio ma certamente non ha ridato slancio alla valuta unica. In aggiunta, una serie di indiscrezioni di stampa segnala come alcuni membri del Board BCE sarebbero già pronti ad avallare una nuova riduzione del costo del denaro anche in occasione della riunione del 6 marzo. Una prospettiva che certamente impedirà un maggior recupero della divisa unica, specie contro dollaro, lungo tutto l'orizzonte temporale di breve e medio periodo.

USD – Incertezza e volatilità sosterranno ancora il consolidamento del dollaro

La cautela della Fed nella riunione dello scorso 29 gennaio ha confermato la volontà di attendere prima di una svolta nella propria politica monetaria. Il tutto in un contesto economico poco variato e con un'azione politica non ancora avviata e dai contorni parzialmente definiti sui dazi. L'ammontare dei tagli Fed che gli investitori si attendono per il 2025 è di circa 50pb. Di conseguenza, il dollaro sta incorporando a pieno questa prospettiva, rinsaldando la nostra previsione di consolidamento contro tutte le principali valute, almeno per tutta la prima metà dell'anno.

GBP – Le attese di taglio del bank rate non sembrano pesare sulla sterlina

La sterlina è attesa consolidare contro le principali valute provando ad arginare la rinnovata forza del dollaro statunitense. La BoE, che aveva confermato il bank rate al 4,75% a dicembre, è ora pronta ad abbassarlo di 25pb (probabilità del mercato vicina al 100%) il 6 febbraio. Le tensioni di inizio anno sui titoli di stato britannici (Gilt) e le incertezze sui dazi minacciati da Trump hanno spinto il governatore Bailey ad affermare che saranno necessarie decisioni importanti per impedire che il debito pubblico continui a salire, ma Bailey ha ribadito il suo sostegno agli sforzi del Governo per stimolare la crescita in vista delle tensioni commerciali.

JPY – Le attese di rialzo dei tassi faticheranno a supportare lo yen

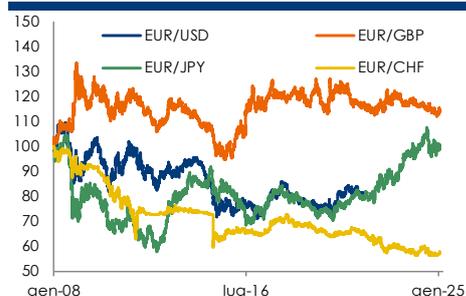
La volontà di proseguire con l'aumento dei tassi di interesse è il messaggio che la Banca del Giappone continua a veicolare, a patto che l'economia e i prezzi si muovano secondo le previsioni. La prospettiva ideale per il Giappone sarebbe che i salari e gli utili aziendali crescessero ancora, incrementando così i consumi e gli investimenti ma alimentando solo un'inflazione moderata. Non cambia lo scenario sullo yen, il cui recupero resta vincolato al prosieguo dell'approccio restrittivo della Banca del Giappone e alla frenata del dollaro, quando la Fed tornerà a ridurre i tassi.

Previsioni tassi di cambio

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,0362	1,03	1,02	1,04	1,05	1,07
EUR/GBP	0,8360	0,82	0,81	0,81	0,80	0,80
EUR/JPY	160,78	163	164	159	154	150
Altre valute						
GBP/USD	1,2395	1,26	1,25	1,28	1,31	1,33
USD/JPY	155,19	158	160	153	147	140
EUR/CHF	0,9441	0,93	0,92	0,94	0,95	0,98

Fonte: previsioni Research Department Intesa Sanpaolo

Principali valute estere vs. euro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

3 febbraio 2025 - 12:46 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

3 febbraio 2025 - 12:52 CET

Data e ora di circolazione

Titoli di Stato

Scadenza	Rendimento %
T-Note 10A	4,54
Bund 10A	2,46
Gilt 10A	4,54
JGB 10A	1,25

Fonte: Bloomberg

Cambi

EUR/USD	1,0362
USD/JPY	155,19
GBP/USD	1,2395
EUR/CHF	0,9441
EUR/SEK	11,50
EUR/NOK	11,74
EUR/DKK	7,4615
USD/CAD	1,4541
AUD/USD	0,6218
NZD/USD	0,5634
USD/ZAR	18,6694
EUR/JPY	160,78
EUR/GBP	0,8360
EUR/CAD	1,5070
EUR/AUD	1,6685
EUR/NZD	1,8358
EUR/ZAR	19,338
EUR/ISK	146,67
EUR/HUF	407,71

Fonte: Bloomberg

EUR: si concretizza la divergenza fra BCE e Fed a scapito dell'euro

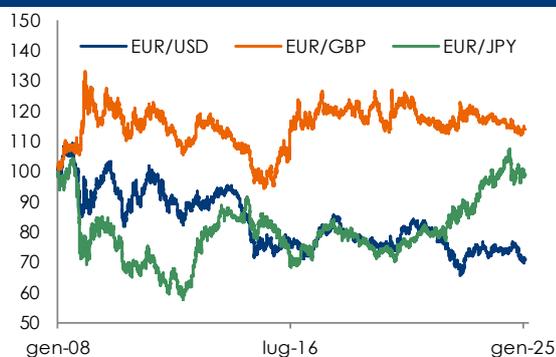
La prospettiva di un maggior calo del costo del denaro in Europa, quest'anno, si fa sempre più concreta gravando in negativo sull'euro, almeno nella prima parte dell'anno. La BCE ha portato il tasso sui depositi al 2,75% dal 3% (tasso MRO a 2,90%), con un taglio di 25pb del tutto scontato dal mercato e deciso all'unanimità. Lo scenario sottostante non è cambiato dalla scorsa riunione, con rischi che restano al ribasso per la crescita e bilanciati per l'inflazione, in un quadro però di forte incertezza alla luce delle eventuali scelte dell'amministrazione Trump. La BCE continua a non dare visibilità sul futuro percorso dei tassi ufficiali ma ritiene che la politica monetaria debba rimanere restrittiva in attesa che il prossimo 7 febbraio venga pubblicato un documento che definisca quale sia il livello di equilibrio del tasso target della banca centrale. Per concludere, la volontà della BCE di non gravare eccessivamente sul ciclo economico dell'Eurozona con un costo del denaro troppo alto, unita ai dati macro in deterioramento, non ha ridato slancio alla valuta unica. In aggiunta, una serie di indiscrezioni di stampa segnala come alcuni membri del Board BCE sarebbero già pronti ad avallare un nuovo calo del costo del denaro in occasione della riunione del 6 marzo. Una prospettiva che impedirà un maggior recupero dell'euro, specie contro dollaro, lungo l'orizzonte temporale di breve e medio periodo.

EUR/USD: si concretizza lo scontato disallineamento tra le politiche monetarie di Fed e BCE. La prospettiva di robusto calo del costo del denaro in Europa a fronte di un significativo rallentamento del taglio dei tassi per la banca americana probabilmente impedirà un recupero strutturale dell'euro, nei confronti del dollaro, almeno nella prima parte di quest'anno.

EUR/GBP: anche la sterlina continuerà a beneficiare del differenziale dei tassi fra Europa e Inghilterra, visto che la BCE accelererà nel suo processo di allentamento monetario mentre la Bank of England, seppur attesa tagliare i tassi a febbraio, resterà comunque più cauta.

EUR/JPY: lo yen resterà debole almeno nella prima parte dell'anno ma potrà recuperare contro euro, solo se proseguirà il rialzo dei tassi da parte della Banca del Giappone nel 2025, e se la BCE manterrà il proprio approccio espansivo.

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



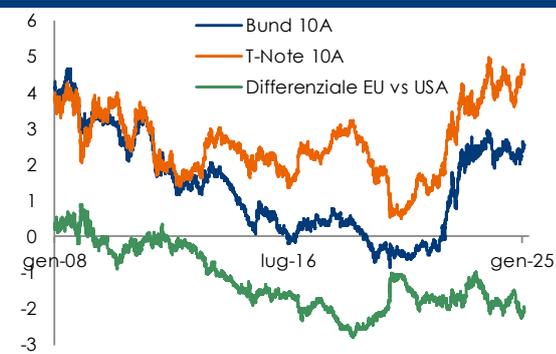
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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 (sx), inflazione Eurozona (sx) ed EUR/USD (dx)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE ed Eurostat

USD: incertezza e volatilità sosterranno il consolidamento del dollaro

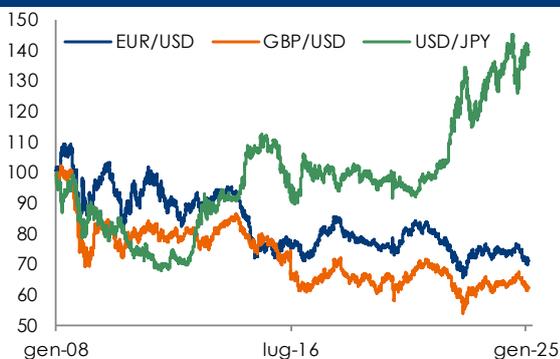
La prudenza della Fed è dettata dall'incertezza sull'attuazione delle politiche di Trump: uno scenario che alimenterà la volatilità dei mercati e il consolidamento del dollaro statunitense. Il dollaro si è rafforzato sul mancato taglio dei tassi Fed nel FOMC del 29 gennaio, un movimento che pensiamo possa essere comunque di dimensione limitata, sia perché la decisione era attesa ma anche perché Powell non ha escluso che lo scenario di ribasso del costo del denaro resti valido, con nuovi tagli in corso d'anno se le condizioni lo consentiranno. Nel complesso, il FOMC di gennaio ha avuto carattere interlocutorio, confermando che la Fed si porrà in una situazione di attesa, prima di una svolta nella propria politica monetaria, in un quadro economico poco variato e con un'azione politica non ancora avviata e dai contorni parzialmente definiti sui dazi (Cina al 10%, Canada e Messico al 25%). Quest'ultimo elemento resta infatti il driver principale per il dollaro. L'incertezza che avvolge le politiche della nuova amministrazione Trump manterrà molto probabilmente alta la volatilità, mentre i dati macroeconomici, come il recente PIL del 4° trimestre 2024 meno forte del previsto ma con domanda per consumi degli americani ancora robusti, tratteggiano un ciclo economico che continua a dare segnali controversi. L'ammontare dei tagli che gli investitori si attendono per il 2025 è di circa 50pb. Di conseguenza, il dollaro sta incorporando a pieno questa prospettiva, rinsaldando la nostra previsione di consolidamento contro tutte le principali valute, almeno nella prima metà dell'anno.

EUR/USD: l'esito delle recenti riunioni di Fed e BCE ha confermato la nostra previsione per cui difficilmente l'euro recupererà strutturalmente in questa prima parte del 2025 contro dollaro. Il biglietto verde probabilmente consoliderà sui massimi (1,03-1,05) fino a quando saranno più chiari gli effetti delle tariffe di Trump e le conseguenti future scelte della Fed sul costo del denaro.

GBP/USD: nonostante la forza del dollaro, la sterlina è attesa ancora in consolidamento sfruttando il differenziale tassi e la cautela della Bank of England, che però è attesa tagliare i tassi nella riunione di febbraio ma senza penalizzare la divisa inglese.

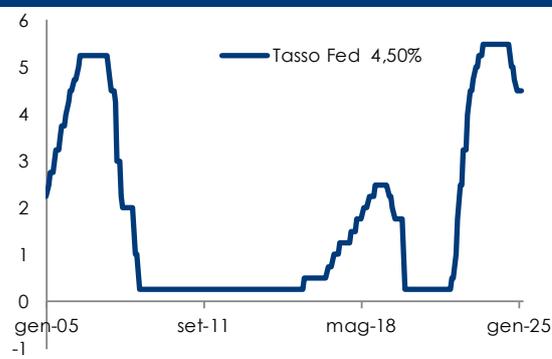
USD/JPY: la forza del dollaro impedisce un maggior recupero della valuta giapponese, che spera nel prosieguo dell'approccio restrittivo della Banca del Giappone, dopo il rialzo tassi di gennaio.

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



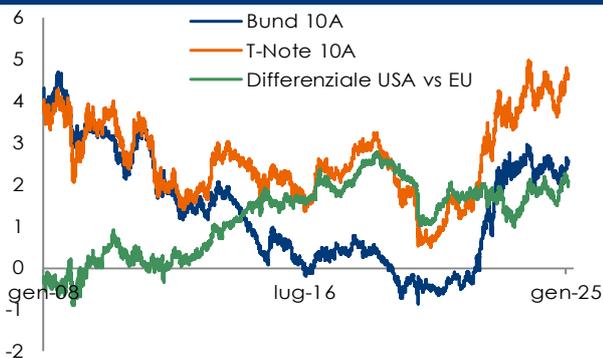
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale Fed "upper bound" (fed funds)



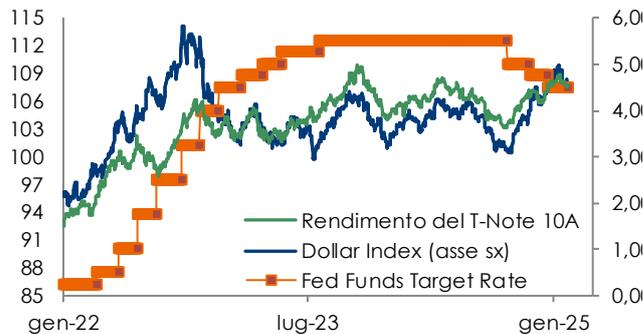
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Dollar Index (commerciale) da inizio 2022, tasso Fed e T-Note 10A



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

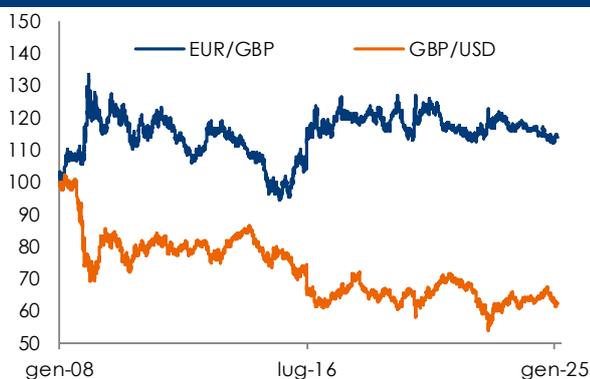
GBP: le attese di taglio dei tassi non sembrano pesare sulla sterlina

La Bank of England (BoE) è attesa abbassare il bank rate di 25pb il 6 febbraio ma questo non sembra indebolire eccessivamente la sterlina. La sterlina è attesa consolidare contro le principali valute, arginando la rinnovata forza del dollaro statunitense emersa in queste prime settimane dell'anno. La BoE, che aveva confermato il tasso di riferimento al 4,75% lo scorso 19 dicembre, è ora pronta ad abbassarlo di 25pb. Il mercato sconta questa decisione con una probabilità vicina al 100%, il 6 febbraio. La cautela di Trump sui dazi, se si esclude la durezza usata con Canada e Messico, consentirebbe maggior spazio di manovra espansiva alla politica monetaria. La BoE aveva già affermato che l'economia britannica, fortemente orientata ai servizi, poteva risultare pronta ad affrontare le penalizzazioni commerciali minacciate da Trump, pur restando un elemento di forte attenzione e cautela per la Banca d'Inghilterra (BoE), nel suo processo di ribasso dei tassi. L'altro elemento critico, per la BoE e per la sterlina, sono le valutazioni degli effetti che il Budget d'autunno, promosso dal Governo laburista, potrebbe avere sulla dinamica dei prezzi. Le tensioni di inizio anno sui titoli di stato britannici (Gilt) hanno spinto il governatore Bailey ad affermare che saranno necessarie decisioni importanti per impedire che il debito pubblico continui a salire, ma Bailey ha ribadito il suo sostegno agli sforzi del Governo per stimolare la crescita. Un quadro gravato da molte incertezze che potrebbero però risultare sufficientemente circoscritte da consentire l'atteso calo del bank rate.

EUR/GBP: pensiamo che possa proseguire la dinamica di consolidamento della forza relativa della sterlina contro euro basato sull'idea che la BoE possa tagliare i tassi ma meno della BCE. Questo differenziale tassi a favore della divisa inglese resta il principale driver per la sterlina.

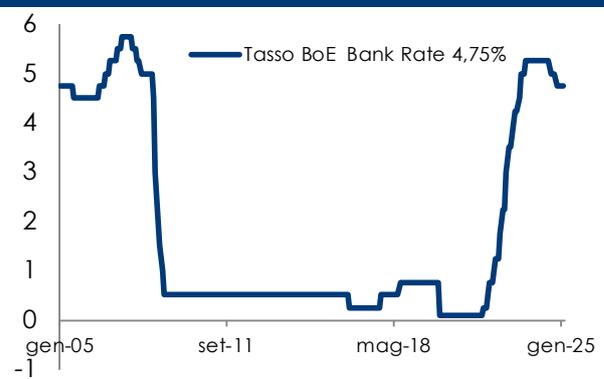
GBP/USD: nonostante la recente forza del dollaro, la sterlina potrebbe tornare a consolidare contro il biglietto verde, anche se in maniera minore. A pesare in negativo sulla divisa inglese è il ridimensionamento delle aspettative sul calo dei tassi Fed, nel 2025, rispetto ai tagli ipotizzati per la BoE. Una prospettiva che impedirà uno storno maggiore del dollaro mantenendolo forte.

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



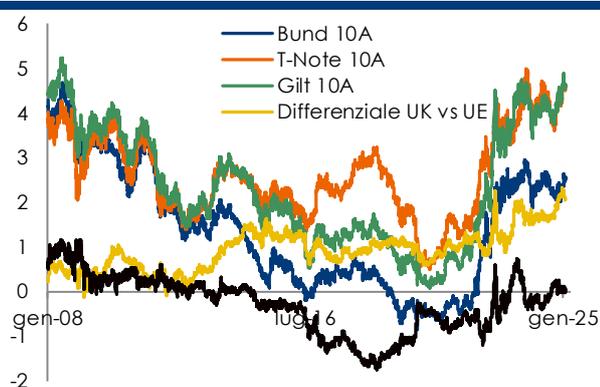
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoE (bank rate)



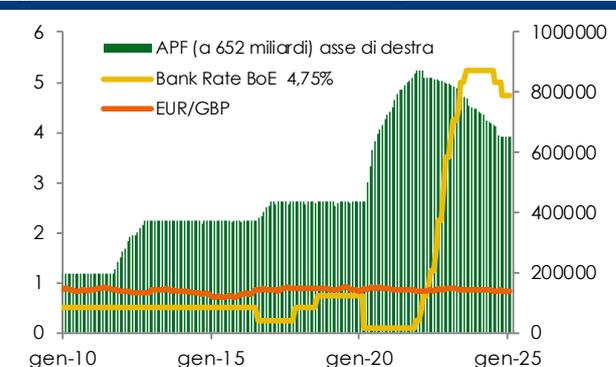
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of England

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Programma APF in sterline e Tasso BoE da gennaio 2010



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of England

JPY: le attese di rialzo dei tassi faticheranno a supportare lo yen

Lo yen consolida il recupero dopo il rialzo dei tassi di interesse attuato a gennaio; è però indispensabile che continui l'azione restrittiva della Banca del Giappone nel corso del 2025. La Banca del Giappone (BoJ) ha alzato i tassi di 25pb portandoli allo 0,50%. Le motivazioni della decisione e di una retorica inaspettatamente restrittiva usata dal governatore Ueda risiedono nei segnali che arrivano dalle negoziazioni salariali e, in prospettiva, dall'accelerazione dei consumi. Sul fronte dell'inflazione, la BoJ ha rivisto al rialzo le sue previsioni per i prossimi tre anni: nell'anno fiscale in corso (31 marzo 2025) crescerà del 2,7%, rispetto al precedente 2,5%, del 2,4% nel 2025 dal precedente 1,9%, e infine del 2% nel 2026 rispetto al precedente 1,9%. Recentemente il vicesegretario Himino ha ribadito la volontà di proseguire con l'aumento dei tassi di interesse se l'economia e i prezzi si muoveranno secondo le previsioni. La prospettiva ideale per il Giappone sarebbe che i salari e gli utili aziendali crescessero ancora, incrementando così i consumi e gli investimenti ma alimentando solo un'inflazione moderata. Non cambia lo scenario sullo yen, il cui maggior recupero resta vincolato al prosieguo dell'approccio restrittivo della Banca del Giappone e alla frenata del dollaro, quando la Fed tornerà a ridurre i tassi. In questo senso, in vista della riunione BoJ del 19 marzo, è interessante segnalare l'ingresso nel board di Junko Koeda al posto di Seiji Adachi: la prima grande sostenitrice del ritorno a tassi positivi, il secondo alleato dell'ex-governatore Kuroda e artefice della decennale politica di tassi negativi.

EUR/JPY: scenario immutato per lo yen, che potrebbe recuperare marginalmente contro euro nella seconda parte dell'anno, beneficiando, da un lato, del prosieguo del calo dei tassi europei e, dall'altro, delle rinnovate aspettative di rialzo dei tassi BoJ nel corso del 2025.

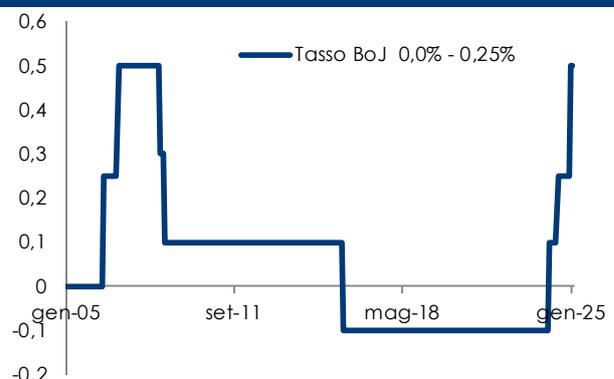
USD/JPY: i toni cauti usati da Trump sui dazi hanno parzialmente rassicurato i mercati ma non hanno impedito alla Fed di confermare, nella recente riunione, l'approccio prudente sui tassi. Il ridimensionamento delle aspettative sui tagli, per il 2025, manterrà forte il dollaro, anche se lo yen potrebbe comunque consolidare nella seconda parte dell'anno contro il biglietto verde grazie alle attese di rialzo dei tassi BoJ.

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



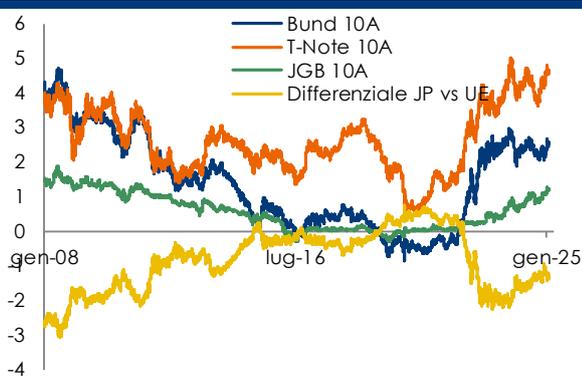
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoJ



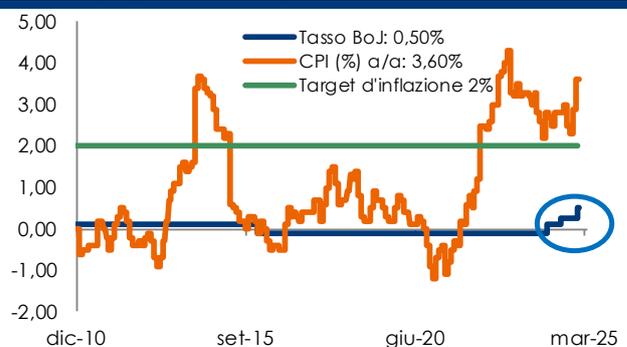
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of Japan

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

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 S.p.A., 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, LSEG).

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, LSEG, 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 da Research Department di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 08.01.2025.

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, potrà essere consegnato ai clienti interessati. Sarà inoltre messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni (www.prodottiequotazioni.intesasnpaolo.com) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasnpaolo.com/it/business/mercati.html>), oltre che dei clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet della Banca (<https://www.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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 – in accordo con 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, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro 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. all'indirizzo (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Retail Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

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 Research Department - 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