

Focus

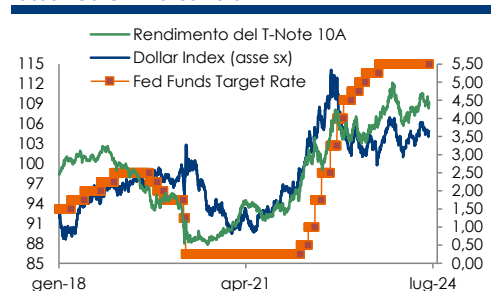
USD: dipendente dai tempi delle banche centrali

La crescita negli Stati Uniti sta (finalmente) rallentando: il mercato del lavoro mostra qualche segnale di raffreddamento così come l'inflazione, nonostante il flusso di dati non sia univoco in questo senso. Le aspettative di mercato sui tassi sono diventate ancora più caute dell'orientamento della banca centrale. In prospettiva i rendimenti potrebbero scendere su tutta la curva delle scadenze, in un contesto in cui l'approccio "riunione per riunione" potrebbe alimentare la volatilità. In questo scenario, considerando l'evoluzione relativa all'area euro, le attese puntano a un rafforzamento del dollaro nel breve termine e poi a un indebolimento nel medio-lungo periodo.

Scenario macro: si sta lentamente concretizzando il rallentamento dell'economia statunitense

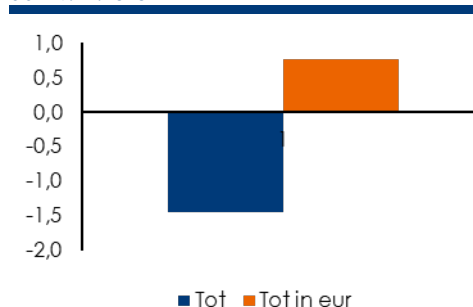
L'economia statunitense sta rallentando. Nel 1° trimestre il PIL è cresciuto di +1,6% t/t annualizzato, in calo da +3,4% precedente a causa del contributo negativo sia delle scorte sia degli scambi con l'estero. La domanda domestica ha mantenuto invece una buona dinamica con gli investimenti in riaccelerazione, grazie alla componente residenziale, e coi consumi in espansione di +2,5% t/t annualizzata. La forza di questi ultimi dovrebbe tuttavia ridursi temporaneamente nel trimestre in corso, come anticipato dai dati di aprile sulle stagnanti vendite al dettaglio e sui consumi reali personali in marginale calo. Sono in peggioramento anche i sondaggi di fiducia delle famiglie: questi hanno mostrato crescenti preoccupazioni riguardo alla perdurante inflazione, alle condizioni finanziarie stringenti e alla situazione occupazionale. Gli indici di attività ISM relativi a maggio sono invece stati misti: deludente e inferiore alla soglia di 50 (che separa l'attesa di espansione da quella di contrazione) quello manifatturiero e ancora robusto quello relativo ai servizi. Il mercato del lavoro è in fase di lento e difficile ribilanciamento. Infatti, il report sull'occupazione di aprile ha finalmente fornito un concreto segnale di ribilanciamento del mercato del lavoro (con nuovi occupati inferiori alla media a 1 anno e disoccupazione in aumento a 3,9%). Invece, il rapporto di maggio è stato più forte del previsto, ma l'indagine sulle famiglie ha fornito un quadro meno positivo, con un tasso di disoccupazione in aumento al 4%. La crescita dei salari ha subito una nuova accelerazione, anche se i dati JOLTS pubblicati all'inizio della settimana suggeriscono che il processo di "riequilibrio" tra domanda e offerta è ancora in corso. Quanto all'inflazione, ad aprile l'indice core (che esclude alimentari ed energia) ha finalmente segnato un rallentamento congiunturale (+0,3% m/m dopo +0,4% registrato costantemente nei 3 mesi invernali) ma ha confermato la vischiosità dell'importante componente "abitazione". Infine, in merito alle condizioni finanziarie, l'accesso al credito sarebbe divenuto ultimamente più difficile, con una conseguente riduzione

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



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

Performance titoli in valuta e convertiti in euro, dal 29.12.2023



Note: indici total return Barclays Bloomberg. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

10 giugno 2024 - 13:02 CET

Data e ora di produzione

Valute

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Fulvia Risso

Analista Finanziario

Mario Romani

Analista Finanziario

10 giugno 2024 - 13:08 CET

Data e ora di circolazione

Cambi

EUR/USD	1,0740
EUR/AUD	1,6297
EUR/NZD	1,7582
EUR/HUF	394,28
EUR/PLN	4,3297
EUR/TRY	34,9196
EUR/ZAR	20,13
EUR/BRL	5,7733
EUR/RUB	95,67
EUR/CAD	1,4795

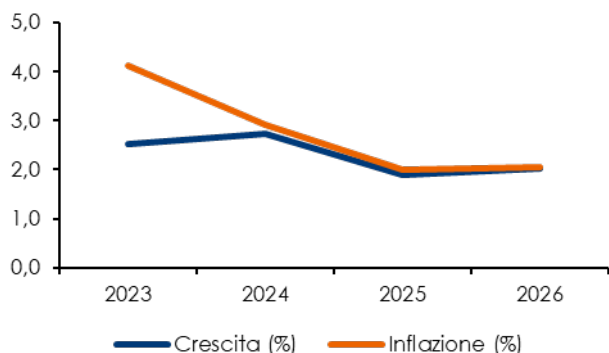
Fonte: Bloomberg

della domanda di prestiti: ciò è emerso dall'indagine sull'andamento del credito bancario pubblicata a maggio dalla Fed.

Politica monetaria: ancora un po' di pazienza per il primo taglio dei tassi

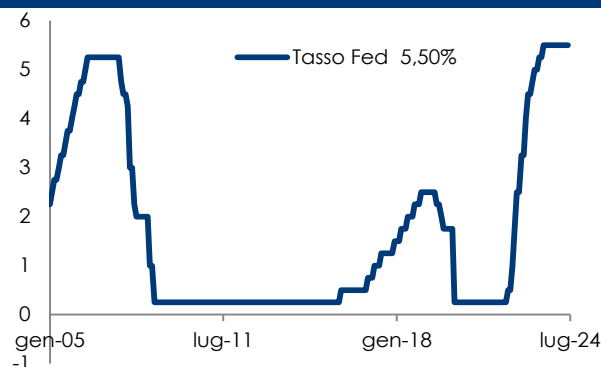
La Fed mantiene invariata la politica monetaria dall'ultimo rialzo dello scorso luglio: i tassi di riferimento sono stabili a 5,25-5,50%. In marzo è stato eliminato ogni esplicito riferimento alla possibilità di un nuovo rialzo, orientandosi verso il riconoscimento di un "migliore equilibrio" dei rischi. Tuttavia, contestualmente la banca centrale, oltre a decidere un rallentamento nel ritmo di riduzione del bilancio, ha ammesso che potrebbe essere necessario più tempo perché il rientro dell'inflazione verso l'obiettivo possa considerarsi ben avviato. La Fed aspetterà molto probabilmente dopo la pausa per toccare i tassi ufficiali ma, rispetto al meeting di maggio, potrebbero emergere nella riunione del 12 giugno toni più accomodanti sulla scorta degli ultimi dati su inflazione, crescita e mercato del lavoro che hanno fornito segnali di moderazione. Per quanto riguarda invece le prospettive dopo l'estate, la mediana delle opinioni degli esponenti del Consiglio della Fed sul sentiero futuro dei tassi potrebbe spostarsi verso l'alto, compatibilmente con due tagli nel 2024 invece dei tre previsti a marzo, in linea con le nostre previsioni. Data l'incertezza che continua a gravare sullo scenario e la volatilità delle previsioni, la Fed continuerà comunque, molto probabilmente, a prendere decisioni riunione per riunione e in dipendenza del flusso di dati.

Previsioni FMI: crescita e inflazione (%)



Nota: previsioni dal 2023. Fonte: FMI, World Economic Outlook aprile 2024

Tasso fed funds, upper bound (da gennaio 2005)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed

Outlook sulla valuta: le aspettative di mercato circa l'avvio della riduzione del costo del denaro convergono sull'autunno; il dollaro già da qualche tempo sconta la svolta espansiva della Fed deprezzandosi lentamente rispetto alla valuta unica.

Nell'incontro di maggio la Fed ha sostanzialmente mantenuto un atteggiamento cauto, rafforzando il nostro scenario di consolidamento del dollaro, nel breve termine, e di probabile indebolimento nel medio-lungo periodo, quando la svolta espansiva, ora collocata in autunno, finalmente si concretizzerà. La riunione Fed del 12 giugno è attesa con grande interesse, non per la decisione sui tassi che appare scontata con la riconferma degli attuali livelli ma in particolare per le nuove previsioni economiche e per le dichiarazioni del presidente Powell. Il mercato continua a prevedere un calo del costo del denaro, negli Stati Uniti, a partire dal 4° trimestre di quest'anno, nonostante le dichiarazioni prudenti dei membri della Fed, in un contesto in cui i dati macroeconomici continuano a generare incertezza. Il mercato del lavoro resta forte e i dati relativi al ciclo economico mostrano un rallentamento solo marginale. L'inflazione sembra restare in una tendenza tollerabile per la Fed e questo mantiene solido lo scenario di taglio dei tassi in autunno. In questo contesto e con le aspettative di mercato che puntano a novembre o, al più tardi, dicembre, come prima occasione utile per ridurre il costo del denaro, il dollaro ha da tempo iniziato a scontare come imminente la svolta espansiva della Fed, frenando la sua corsa

contro la valuta unica ma limitando comunque il deprezzamento. Ad alimentare lo scenario di incertezza si è aggiunto l'esito preliminare delle elezioni europee che, pur non mettendo in dubbio l'attuale linea politica dell'Eurozona, rende lo scenario più frastagliato, un altro elemento che rischia di amplificare l'apprezzamento del biglietto verde a scapito dell'euro. Le nostre previsioni per l'EUR/USD sono quindi coerenti con questa prospettiva di medio-lungo termine, al netto del probabile consolidamento, intorno agli attuali valori, del biglietto verde nel brevissimo termine: 1,05 a 1 mese, 1,08 a 3 mesi; 1,10 a 6 mesi; 1,12 a 12 mesi e 1,14 a 24 mesi.

Previsioni tassi di cambio

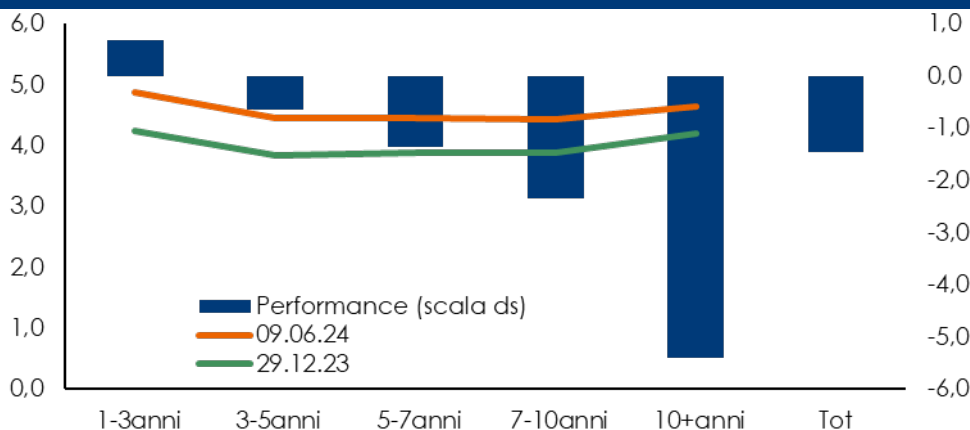
Previsioni Intesa Sanpaolo	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
EUR/USD	1,0740	1,05	1,08	1,10	1,12	1,14
Consenso Bloomberg	Valore	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	2025	2026
EUR/USD	1,0740	1,07	1,08	1,09	1,12	1,13

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso

Outlook sui bond: rendimenti attesi in graduale discesa in un contesto ancora condizionato dalla volatilità

Da inizio anno la performance dei titoli di Stato statunitensi è stata negativa, riflesso di un incremento dei rendimenti di circa 65pb sul tratto a due anni e di 55pb su quello a 10 anni, con una curva ancora più invertita (ossia con i tassi brevi più alti di quelli lunghi). Questo risultato è stato accompagnato da una volatilità piuttosto elevata, derivante dalla continua rimodulazione delle attese circa la tempistica del primo taglio dei tassi e l'ammontare complessivo di allentamento monetario atteso per questa fase di politica monetaria. L'incremento dei tassi è stato tale da portare le attese di mercato, che a inizio 2024 incorporavano tagli del target rate per circa 150pb e un avvio della fase di allentamento monetario già in aprile, ad essere, ad oggi, ancora più caute delle indicazioni della stessa banca centrale.

Curva dei rendimenti e variazioni per segmenti di curva



Fonte: Bloomberg

Ai livelli attuali, il mercato monetario incorpora il primo taglio tra novembre, con una probabilità di circa l'80%, e dicembre, per un allentamento complessivo di circa 100pb sull'orizzonte temporale di un anno. Questo scenario è più restrittivo delle più recenti indicazioni della banca centrale e anche delle nostre previsioni. Pertanto, riteniamo possibile una discesa dei rendimenti nei prossimi mesi, accompagnata da una curva che entro il prossimo giugno potrebbe tornare ad essere inclinata positivamente. L'approccio descritto dalla Fed di decidere "riunione per riunione" potrebbe continuare ad alimentare un elevato grado di volatilità, in corrispondenza sia delle riunioni della banca centrale che della pubblicazione dei dati più rilevanti.

Treasury: rendimenti a fine 2023, attuali e previsioni Intesa Sanpaolo

	29.12.2023	10.06.2024	Set	Dic	Mar	Giu
2 anni	4,25	4,88	4,52	4,43	4,11	3,99
5 anni	3,85	4,46	4,30	4,20	4,10	4,10
10 anni	3,88	4,43	4,30	4,20	4,40	4,50
30 anni	4,03	4,55	4,50	4,40	4,60	4,70

Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Principali indicatori economici e finanziari**Rating sul debito in valuta locale a lungo termine**

	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
	Aaa	Negativo	AA+	Stabile

Rating sul debito in valuta estera a lungo termine

	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
	Aaa	Negativo	AA+	Stabile

Indicatori economici	2024E	2025E	2026E	2027E
Crescita (%)	2,7	1,9	2,0	2,0
Inflazione (%)	2,9	2,0	2,1	2,1
Surplus o Deficit/PIL (x)	-6,5	-7,1	-6,6	-6,6
Tasso di disoccupazione (%)	4,0	4,2	4,3	4,3
Partite Correnti (% PIL)	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5

Indicatori finanziari	Ultimo dato disponibile	Var. a 1 mese	Var. da inizio anno
-----------------------	-------------------------	---------------	---------------------

CDS e Tassi

Tasso di riferimento	5,50	0	0
Tasso a 2 anni	4,89	6	64
Tasso a 10 anni	4,43	-2	55
CDS a 5 anni in pb, in USD	39	-1	-9

Altre variabili (variazioni in %)

EUR/USD (*)	1,0740	0,3	2,8
USD/JPY (*)	156,87	0,7	11,2
Dow Jones	38.799	-1,8	2,9

Note: (*) una variazione positiva indica un rafforzamento del dollaro (rispettivamente contro EUR o contro JPY) e viceversa; dati relativi agli indicatori finanziari aggiornati al 10.06.2024; E= expected, atteso. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook aprile 2024, FMI

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 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>.

La pubblicazione 'Focus' viene redatta senza una cadenza predefinita per analizzare temi di particolare interesse e che possono variare a seconda delle circostanze. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 13.05.2024.

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 del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni (www.prodottiequotazioni.intesasnpaolo.com) e dei clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasnpaolo.com>). Il presente documento verrà anche messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati.

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 – 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 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 Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi