

Mensile Valute

**Il differenziale tassi BCE-Fed può essere il nuovo driver**

**EUR – L'alta inflazione nell'Eurozona alimenta le attese di ulteriori rialzi dei tassi**

L'ennesimo aumento dell'inflazione sottostante nell'Eurozona, registrato lo scorso mese, ha rafforzato le aspettative di ulteriore restrizione da parte della BCE: uno scenario che sta supportando l'euro, in apprezzamento contro tutte le principali divise. Questo quadro, sommato a una certa resilienza dell'economia europea, meno debole di quanto previsto qualche mese fa, consentirebbe il consolidamento del recupero in atto per la valuta unica, specie contro dollaro. Il probabile allargamento del differenziale di tasso fra Europa e Stati Uniti può diventare il driver principale per il cambio EUR/USD, in vista delle future decisioni delle banche centrali.

**USD – Il dollaro sconta la fine della restrizione e l'inizio del taglio dei tassi**

I recenti dati macroeconomici hanno rafforzato l'idea che la Fed possa essere prossima alla conclusione della stretta monetaria. In aggiunta, il biglietto verde registra commenti decisamente più sfumati dei membri del FOMC circa l'impatto dei rialzi dei prezzi petroliferi sull'economia USA, scontando (indebolendosi) la fine del rincaro del costo del denaro e l'inizio del taglio dei tassi. La Fed resta cauta, in attesa di valutare l'entità della restrizione del credito bancario e, conseguentemente, di decidere se e quando interrompere il suo approccio monetario restrittivo.

**GBP – La Bank of England alza cautamente i tassi e la sterlina ne beneficia**

La Bank of England ha scelto di procedere con un contenuto rialzo dei tassi, facendo intendere che il livello di arrivo del bank rate stimato dal mercato può essere in linea con le proiezioni della banca centrale: un massimo al 4,25% entro l'estate e poi, a fine anno, l'inizio della discesa del costo del denaro. Uno scenario che, pur non essendo totalmente favorevole alla sterlina, potrebbe consentirle di consolidare ed evitare aggiuntivi deprezzamenti, a patto che la situazione sul fronte economico interno non si deteriori ulteriormente.

**JPY – Toccherà a Ueda cambiare l'approccio espansivo della Bank of Japan**

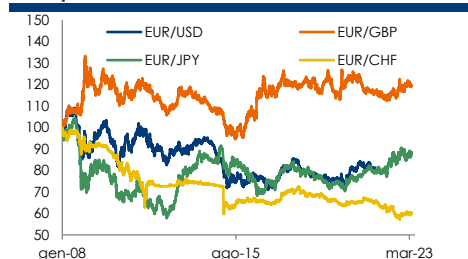
Il successore di Kuroda è Kazuo Ueda, in passato già membro del Comitato esecutivo della banca centrale: a lui spetterà il compito, gradualmente, di ridurre l'approccio espansivo della BoJ (che tornerà a riunirsi il 28 aprile). L'eventuale prosieguo dell'approccio espansivo continuerebbe ad alimentare il deprezzamento dello yen, specie contro euro, con la valuta unica che dovrebbe continuare a beneficiare della ferrea volontà di rialzare i tassi da parte della BCE.

**Previsioni tassi di cambio**

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
<b>Euro</b>						
EUR/USD	1,0903	1,05	1,10	1,12	1,14	1,15
EUR/GBP	0,8754	0,89	0,89	0,90	0,90	0,90
EUR/JPY	142,87	142	140	138	136	135
<b>Altre valute</b>						
GBP/USD	1,2452	1,22	1,24	1,25	1,26	1,28
USD/JPY	131,19	132	127	124	120	118
EUR/CHF	0,9887	0,99	1,01	1,02	1,04	1,05

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

**Principali valute estere vs. euro**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

6 aprile 2023 – 12:31 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per  
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

6 aprile 2023 - 12:38 CET

Data e ora di circolazione

**Titoli di Stato**

Scadenza	Rendimento %
T-Note 10A	3,29
Bund 10A	2,20
Gilt 10A	3,43
JGB 10A	0,47

Fonte: Bloomberg

**Cambi**

EUR/USD	1,0903
USD/JPY	131,19
GBP/USD	1,2452
EUR/CHF	0,9887
EUR/SEK	11,35
EUR/NOK	11,39
EUR/DKK	7,4513
USD/CAD	1,3475
AUD/USD	0,6709
NZD/USD	0,6310
USD/ZAR	18,0551
EUR/JPY	142,87
EUR/GBP	0,8754
EUR/CAD	1,4683
EUR/AUD	1,6242
EUR/NZD	1,7269
EUR/ZAR	19,6742
EUR/ISK	149,71
EUR/HUF	376,36

Fonte: Bloomberg

## EUR: la BCE conferma di voler alzare i tassi e contrastare l'inflazione

**La BCE probabilmente rincarerà ancora il costo del denaro nella prossima riunione del 4 maggio.**

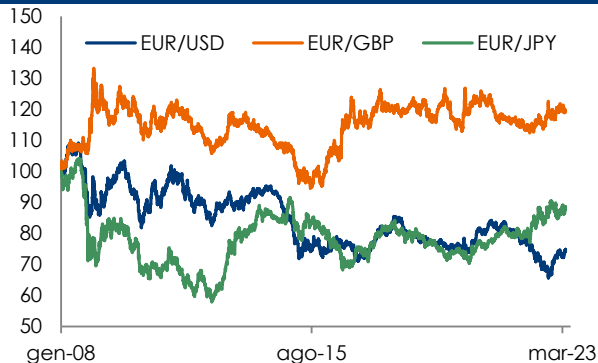
La mossa a sorpresa dell'OPEC+ che, diminuendo ulteriormente la produzione di petrolio di 1 milione di barili dal 1° maggio, rischia di alimentare la componente energia dell'inflazione, specie in Europa, potrebbe vanificare gli sforzi delle banche centrali per calmierare il surriscaldamento dei prezzi. Questo ha stimolato le dichiarazioni dei membri della BCE, che hanno ribadito la ferrea volontà di contrastare questa dinamica, frenando la corsa dei prezzi. L'ennesimo aumento dell'inflazione sottostante nell'Eurozona, lo scorso mese, ha rafforzato le aspettative di ulteriore restrizione da parte della BCE: uno scenario che sta supportando l'euro, in apprezzamento contro tutte le principali divise. Questo quadro, sommato a una certa resilienza dell'economia europea, meno debole di quanto previsto qualche mese fa, consentirebbe il consolidamento del recupero in atto per la valuta unica, specie contro dollaro. Il probabile ampliamento del differenziale di tasso fra Europa e Stati Uniti può diventare il driver principale per il cambio EUR/USD, in vista delle future decisioni delle banche centrali.

**EUR/USD:** i dati di inflazione spingono la BCE verso ulteriori e necessari rialzi dei tassi. Una prospettiva a sostegno dell'euro rispetto al dollaro: quest'ultimo sconta infatti la fine del rincaro del costo del denaro e l'inizio del taglio dei tassi americani, nella seconda parte dell'anno. Il divario di tasso fra le due aree economiche potrebbe ampliarsi e divenire il driver principale per il cambio EUR/USD, in vista delle future decisioni delle banche centrali.

**EUR/GBP:** sterlina in blando recupero dopo il contenuto rialzo dei tassi della Bank of England, una strategia che potrebbe consentire alla valuta inglese di consolidare contro le principali divise.

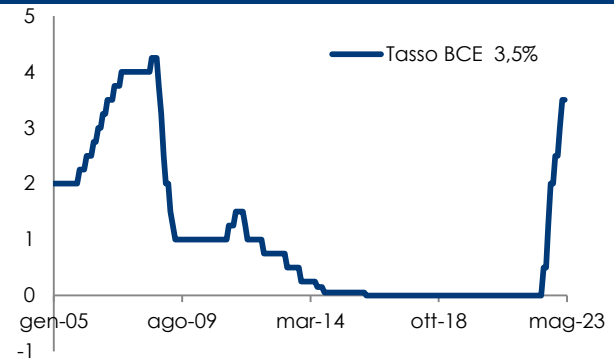
**EUR/JPY:** lo yen recupera ma fatica a contrastare la forza relativa dell'euro, viste le dichiarazioni restrittive della BCE. Le attese di cambio di strategia (in senso meno accomodante) della Bank of Japan, dopo l'insediamento di Ueda, alimentano la forza della divisa nipponica, anche se la dilazione nel tempo di questo possibile mutamento rischia di limitarne l'apprezzamento.

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



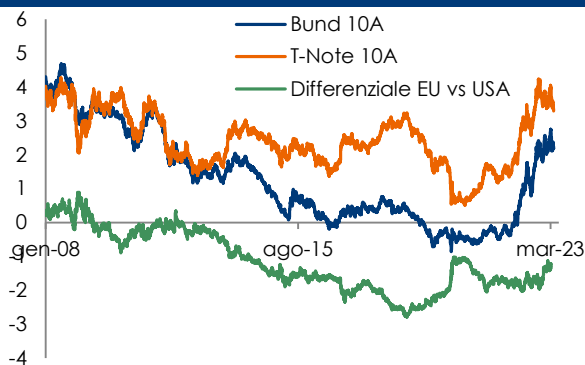
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Tasso base ufficiale BCE**



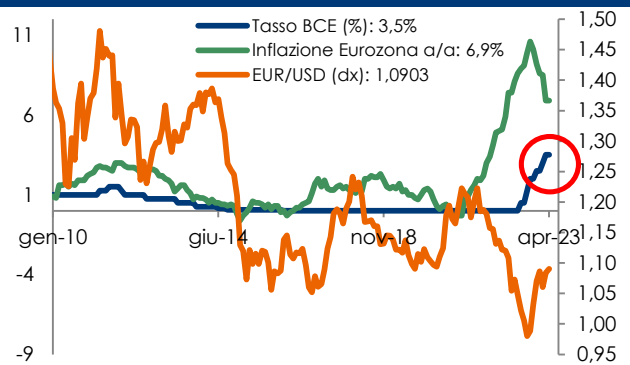
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

**Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Tassi ufficiali BCE (dx), inflazione Eurozona (sx) ed EUR/USD (dx)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE ed Eurostat

## USD: sconta la fine dei rialzi e l'inizio del taglio dei tassi

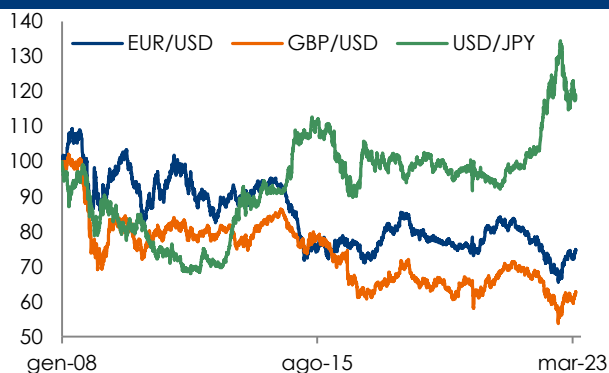
**Il biglietto verde sconta la fine del rincaro del costo del denaro e l'inizio del taglio dei tassi.** La riunione della Fed dello scorso 23 marzo si è conclusa con un rialzo dei fed funds di 25pb (a 5%) e un punto di arrivo dei tassi invariato a 5,25%, anche se il mercato sta rivedendo le proprie aspettative in senso decisamente meno restrittivo, nelle ultime settimane. Fulcro della decisione è stato il riconoscimento del fatto che l'attuale crisi bancaria potrebbe generare un inasprimento delle condizioni del credito per famiglie ed imprese (pesando così su attività economica, occupazione e inflazione), anche se la portata di tale restrizione aggiuntiva (in termini di durata e profondità) non è ovviamente ancora quantificabile: in conclusione, la Fed naviga a vista, in attesa di valutare l'entità della restrizione del credito bancario. I recenti dati macroeconomici statunitensi hanno rafforzato l'idea che la banca centrale USA possa essere prossima alla conclusione della stretta monetaria. In aggiunta, il biglietto verde registra commenti decisamente più sfumati dei membri del FOMC circa l'impatto dei rialzi dei costi petroliferi sull'economia USA, scontando (indebolendosi) la fine del rincaro del costo del denaro e l'inizio del taglio dei tassi.

**EUR/USD:** parzialmente rientrate le tensioni sul settore bancario USA, che avevano premiato il dollaro come bene rifugio, il biglietto verde invece torna a scontare (indebolendosi) la fine del rincaro del costo del denaro e l'inizio del taglio dei tassi, nella seconda parte dell'anno.

**GBP/USD:** la strategia della Bank of England di graduale rialzo dei tassi sembra consentire un certo consolidamento della sterlina che si avvantaggia, contro dollaro, anche delle minori attese di rialzo dei tassi americani (che frenano la valuta statunitense).

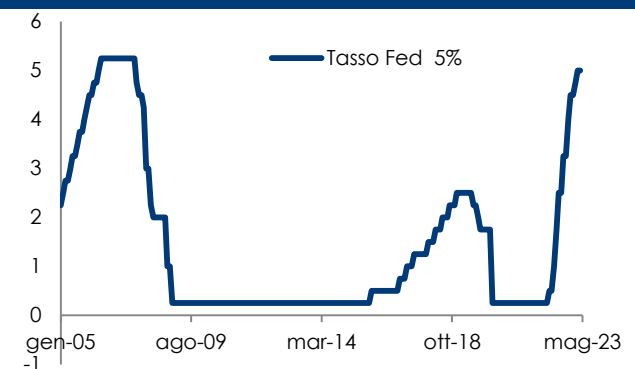
**USD/JPY:** l'andamento dell'USD/JPY resta legato, da un lato, alla nuova prospettiva di frenata della valuta americana e, dall'altro, alle rinnovate attese di un approccio meno accomodante della Bank of Japan, che potrebbe sostenere il recupero dello yen.

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



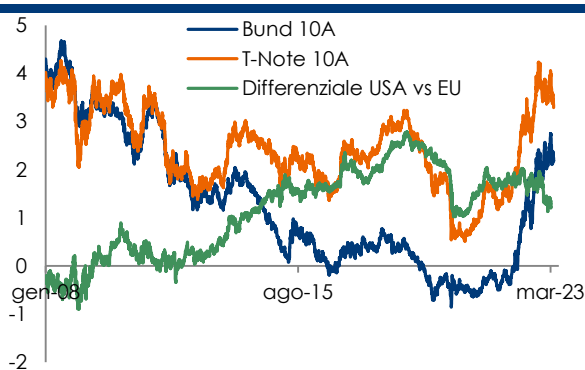
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Tasso base ufficiale Fed (fed funds)



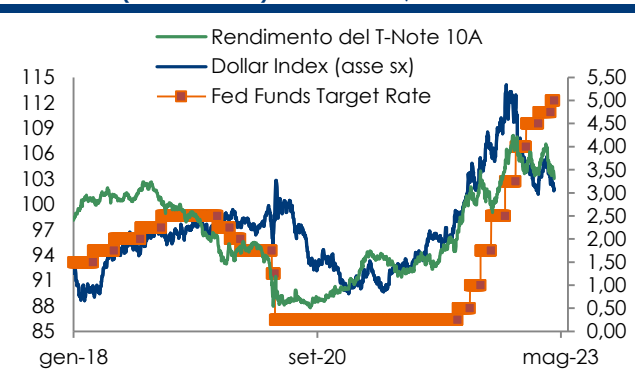
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed

### Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Dollar Index (commerciale) da inizio 2018, tasso Fed e T-Note 10A



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

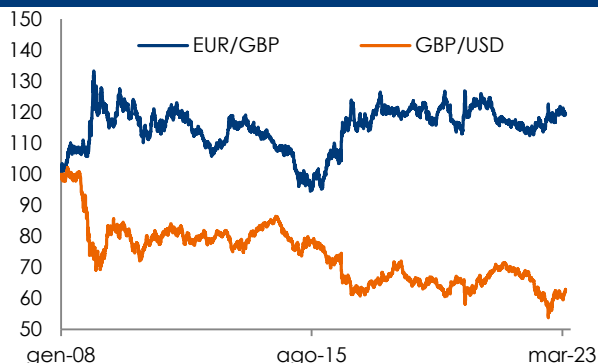
## GBP: la BoE ha alzato prudentemente di 25pb il bank rate

**La Banca d'Inghilterra (BoE) ha aumentato i tassi d'interesse riducendo l'intensità della propria azione, senza peraltro impedire un blando recupero della sterlina.** La Banca d'Inghilterra (BoE) ha aumentato i tassi d'interesse per l'undicesima volta consecutiva ma ha ridotto, prudentemente, l'intensità della propria azione: +25pb (bank rate in salita al 4,25%), con un Board piuttosto allineato nella votazione sul ritocco dei tassi (7-2), nella riunione di marzo. L'inflazione (CPI) è aumentata inaspettatamente con l'ultimo dato di febbraio (+10,4% a/a), ma resta probabile che diminuisca nel resto dell'anno, grazie all'EPG (Energy Price Guarantee, la misura governativa volta a calmierare i prezzi dell'energia per i cittadini) e alla discesa dei prezzi del gas. La BoE ha inoltre rassicurato sulla tenuta del sistema bancario inglese, dopo la volatilità registrata sui mercati a seguito del fallimento della Silicon Valley Bank e dell'acquisto di Credit Suisse da parte di UBS. La Bank of England ha scelto di procedere con un contenuto rialzo dei tassi, facendo intendere che il livello di arrivo del bank rate stimato dal mercato può essere in linea con le proiezioni della banca centrale: un massimo al 4,25% entro l'estate e poi, a fine anno, l'inizio della discesa del costo del denaro. Uno scenario che, pur non essendo totalmente favorevole alla sterlina, potrebbe consentirle di consolidare ed evitare deprezzamenti aggiuntivi, a patto che la situazione sul fronte economico interno non si deteriori ulteriormente. La Bank of England tornerà a riunirsi il prossimo 11 maggio.

**EUR/GBP:** l'alta inflazione (ma attesa in calo nel corso dell'anno) resta l'elemento intorno a cui ruota la strategia sui tassi della Bank of England, che appare piuttosto vicina ad interrompere il ciclo dei rialzi. L'azione della BoE non sta penalizzando la sterlina ma neppure la sta sostenendo, in una fase in cui, al contrario, l'approccio restrittivo della BCE viene ribadito con forza.

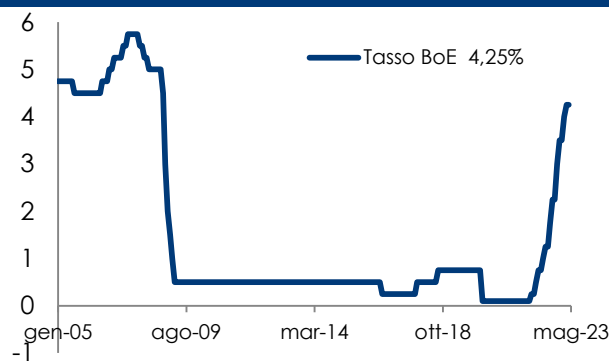
**GBP/USD:** maggior recupero contro dollaro. La sterlina può riguadagnare altro terreno sulla divisa USA proprio in virtù della minor volontà della Fed nel proseguire il rialzo dei tassi.

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



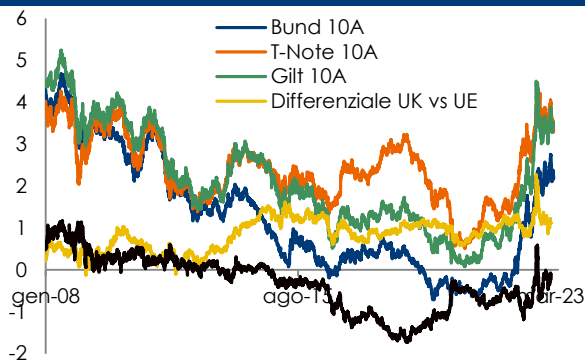
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Tasso base ufficiale BoE (bank rate)**



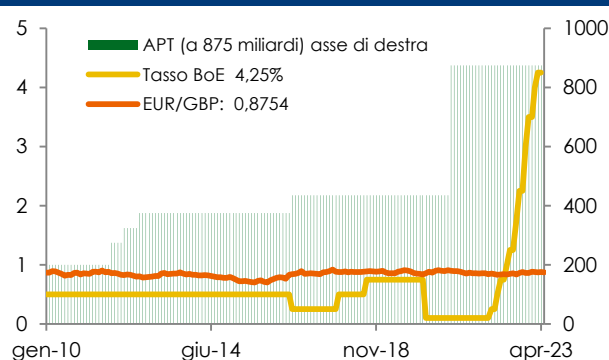
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of England

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Programma APT e tasso BoE da gennaio 2010**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of England

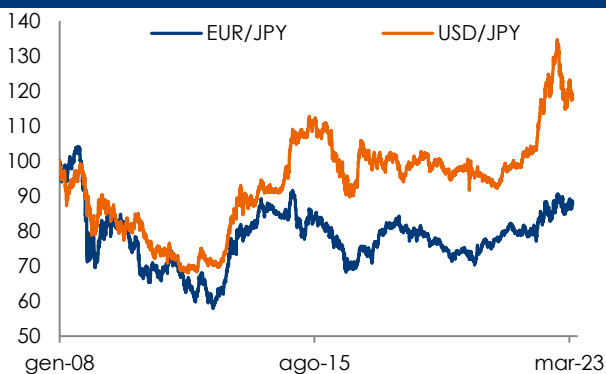
## JPY: cresce l'attesa per la svolta meno accomodante della BoJ

**Permane l'attesa per una svolta meno accomodante da parte della Bank of Japan, ora che Ueda è ufficialmente il nuovo governatore.** Nessuna sorpresa dall'ultima riunione della Bank of Japan (BoJ) presieduta dal governatore Kuroda (10 marzo), il cui mandato è scaduto in questi primi giorni di aprile. Sono stati confermati sia i tassi a breve in territorio negativo al -0,1% che il prosieguo del piano di acquisto di obbligazioni e titoli di Stato. La BoJ ha mantenuto il proprio giudizio sull'economia domestica, definita in espansione accelerata malgrado restino alti i costi delle materie prime. Il successore di Kuroda è Kazuo Ueda, in passato già membro del Comitato esecutivo della banca centrale: a lui spetterà il compito, gradualmente, di ridurre l'approccio espansivo della BoJ (che tornerà a riunirsi il 28 aprile). In coincidenza con la fine dell'anno fiscale giapponese, il 31 marzo, è aumentata la volatilità sullo yen e sui titoli di stato nipponici (JGB): questo ha spinto la BoJ ad allargare la banda di oscillazione per il tasso dei titoli a lunga scadenza, di fatto modificando la propria quantità di acquisto per il 2° trimestre del 2023, in un senso o nell'altro, in caso di necessità. La BoJ potrà pertanto ridurre gli acquisti se lo scenario finanziario dovesse stabilizzarsi a livello globale, lasciandosi contestualmente aperta la possibilità di incrementarli se le tensioni sul fronte bancario dovessero riaffiorare.

**EUR/JPY:** si rafforzano le attese di modifica dell'approccio ultra-accomodante della BoJ, ora che Ueda è ufficialmente il nuovo Governatore. L'eventuale prosieguo dell'approccio espansivo continuerebbe ad alimentare il deprezzamento dello yen contro euro, mentre la valuta unica dovrebbe beneficiare della ferrea volontà di rialzare i tassi da parte della BCE.

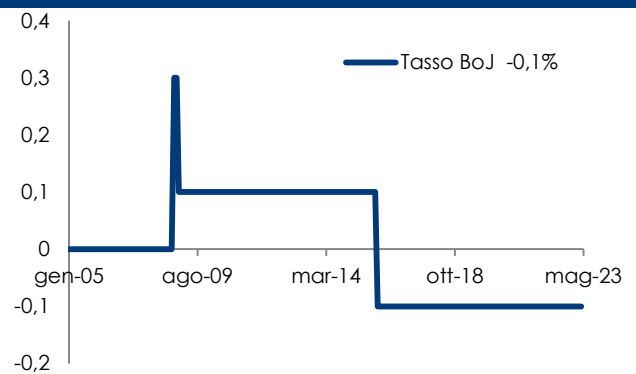
**USD/JPY:** torna al centro dello scenario il beneficio che lo yen potrebbe trarre dalla svolta meno restrittiva della Fed e dal possibile differenziale dei tassi (a favore del Giappone) che risulterebbe fra le due economie. Il dollaro, infatti, registra commenti decisamente più sfumati provenienti dai membri Fed circa l'impatto dei rialzi dei costi petroliferi sull'economia USA, scontando la fine del rincaro del costo del denaro e l'inizio del taglio dei tassi.

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



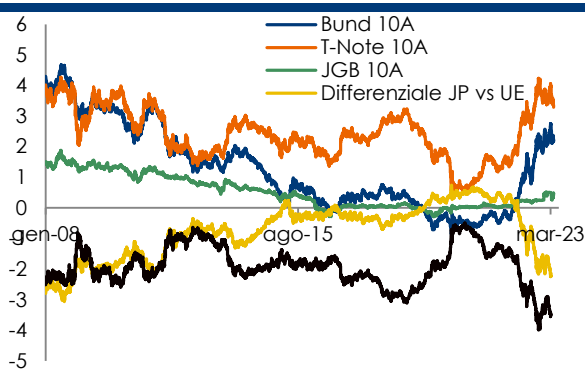
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Tasso base ufficiale BoJ**



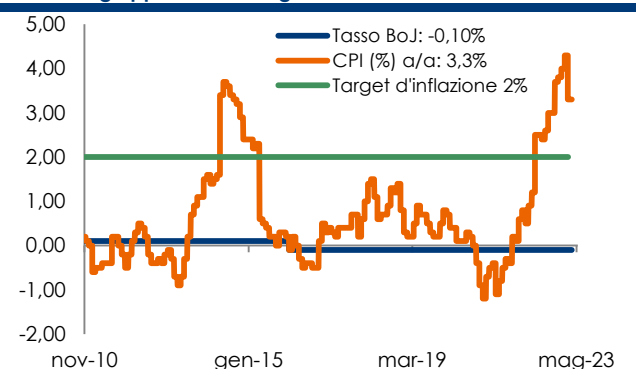
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of Japan

**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 Bank of Japan 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 08.03.2023.

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:** Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi