

Mensile Valute

La dinamica del dollaro domina il mercato dei cambi

EUR – Scosso dal rincaro energetico e penalizzato dal rallentamento del ciclo

La BCE, nella riunione di settembre, ha ritenuto, seppur con una decisione presa non all'unanimità, che i tassi potessero aver raggiunto un livello tale da riportare l'inflazione al target, all'interno dell'orizzonte temporale prefissato. Uno scenario che, pur restando sostanzialmente valido, si scontra con le tensioni sulla valuta unica, fortemente indebolita dal rallentamento del ciclo economico e per nulla sostenuta dai timidi segnali di frenata dell'inflazione. Una situazione che rischia di restare tale almeno nel breve termine, confermando l'incapacità dell'euro di recuperare in maniera decisa, schiacciato dalla forza del dollaro.

USD – Il dollaro incorpora il nuovo scenario sui tassi consolidando la sua forza

La modifica dello scenario sui tassi Fed (alti e per lungo tempo) è stata immediatamente incorporata dal biglietto verde che ha accentuato il suo apprezzamento, beneficiando anche delle preferenze degli investitori avversi al rischio, che lo hanno nuovamente premiato come asset rifugio. In questo quadro, pur restando valida l'ipotesi di una modifica in senso meno restrittivo della politica monetaria americana nel medio termine, nel breve difficilmente il dollaro ridurrà la sua forza. Solo un rallentamento più robusto dell'economia USA e un approccio esplicitamente meno restrittivo della Fed potranno agevolare il deprezzamento del dollaro.

GBP – La cautela della Bank of England e le attese sui tassi frenano la sterlina

Consolida il ribasso della sterlina dopo la decisione della Bank of England di non alzare il bank rate (5,25%) e di mettere in pausa la sua azione restrittiva. La prudenza della BoE, al netto dei segnali di rallentamento dell'inflazione, rischia di penalizzare ancora la sterlina, che inizia a scontare un appiattimento nella dinamica del rialzo dei tassi, ormai vicina al culmine, coi primi ribassi del costo del denaro ipotizzabili alla fine del 1° semestre 2024, in uno scenario economico che potrebbe deteriorarsi ulteriormente.

JPY – La svalutazione dello yen rende critico il quadro giapponese

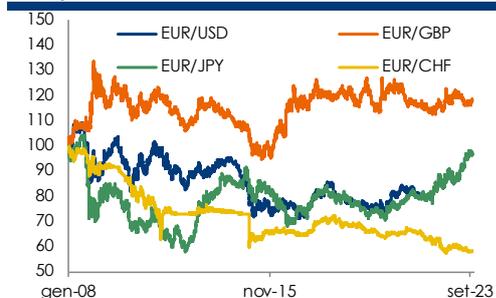
Complice un parziale rallentamento dell'inflazione e nonostante una discussione molto ampia, la Banca del Giappone ha confermato il proseguimento dell'allentamento monetario anche a settembre, in un contesto però molto critico. L'enorme differenziale tassi fra il Giappone e le altre grandi economie alimenta le posizioni di carry trade in cui gli operatori prendono in prestito denaro denominato nella valuta che rende di meno, pagando oneri di finanziamento nulli/negativi, per acquistare monete con rendimenti più alti. Una questione che la BoJ dovrà affrontare mutando il suo atteggiamento, ma che difficilmente verrà considerata prima del prossimo anno.

Previsioni tassi di cambio

| Cambio | Valore | 1M | 3M | 6M | 12M | 24M |
|---------------------|--------|------|------|------|------|------|
| Euro | | | | | | |
| EUR/USD | 1,0489 | 1,06 | 1,10 | 1,11 | 1,12 | 1,14 |
| EUR/GBP | 0,8663 | 0,86 | 0,87 | 0,87 | 0,88 | 0,88 |
| EUR/JPY | 157,15 | 158 | 156 | 150 | 142 | 139 |
| Altre valute | | | | | | |
| GBP/USD | 1,2108 | 1,23 | 1,26 | 1,27 | 1,28 | 1,30 |
| USD/JPY | 149,82 | 149 | 142 | 135 | 127 | 122 |
| EUR/CHF | 0,9635 | 0,95 | 0,96 | 0,98 | 1,00 | 1,02 |

Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Principali valute estere vs. euro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

3 ottobre 2023 - 13:33 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

3 ottobre 2023 - 13:38 CET

Data e ora di circolazione

Titoli di Stato

| Scadenza | Rendimento % |
|------------|--------------|
| T-Note 10A | 4,66 |
| Bund 10A | 2,90 |
| Gilt 10A | 4,51 |
| JGB 10A | 0,77 |

Fonte: Bloomberg

Cambi

| | |
|---------|---------|
| EUR/USD | 1,0489 |
| USD/JPY | 149,82 |
| GBP/USD | 1,2108 |
| EUR/CHF | 0,9635 |
| EUR/SEK | 11,58 |
| EUR/NOK | 11,37 |
| EUR/DKK | 7,4582 |
| USD/CAD | 1,3678 |
| AUD/USD | 0,6365 |
| NZD/USD | 0,5946 |
| USD/ZAR | 19,2084 |
| EUR/JPY | 157,15 |
| EUR/GBP | 0,8663 |
| EUR/CAD | 1,4347 |
| EUR/AUD | 1,6479 |
| EUR/NZD | 1,7641 |
| EUR/ZAR | 20,1475 |
| EUR/ISK | 146,65 |
| EUR/HUF | 388,71 |

Fonte: Bloomberg

EUR: penalizzato dal rincaro energetico e dal rallentamento del ciclo

L'euro continua a pagare la debolezza del quadro economico, le preoccupazioni per i rincari energetici e la conseguente possibile difficoltà della BCE che vorrebbe interrompere la restrizione monetaria.

Nonostante il dato preliminare sull'inflazione di settembre per l'aggregato europeo sia uscito sotto le attese, dando così un segnale di possibile rallentamento dei prezzi e di possibile minor enfasi restrittiva della BCE, la valuta unica non sembra reagire positivamente a questo marginale miglioramento dello scenario e conferma il quadro di debolezza nel breve. Nella riunione del 14 settembre, la BCE ha segnalato come i tassi resteranno su livelli sufficientemente restrittivi per un periodo di tempo sufficientemente lungo. Con l'aumento varato in quell'occasione (tassi ufficiali a +25pb: il tasso sui depositi al 4%, tasso sulle operazioni principali al 4,50% e quello sulle operazioni marginali al 4,75%), la BCE ha ritenuto, seppur con una decisione presa non all'unanimità, che i tassi potessero aver raggiunto un livello tale da riportare l'inflazione al target, all'interno dell'orizzonte temporale prefissato. Uno scenario che, pur restando sostanzialmente valido, si scontra con le tensioni sulla valuta unica, fortemente indebolita dal rallentamento del ciclo economico e per nulla sostenuta dai timidi segnali di frenata dell'inflazione. Una situazione che rischia di restare tale almeno nel breve termine, confermando l'incapacità dell'euro di recuperare, schiacciato dalla forza del dollaro.

EUR/USD: nel breve è probabile un consolidamento su livelli bassi del cambio, in attesa delle riunioni delle banche centrali di ottobre e novembre, in cui apparirà più chiaro quali siano le strategie monetarie di Fed e BCE e quanto peserà realmente il rincaro dei prezzi petroliferi.

EUR/GBP: la sterlina potrebbe confermare una modesta debolezza contro euro, alimentata dalla forse eccessiva prudenza della Bank of England sui tassi.

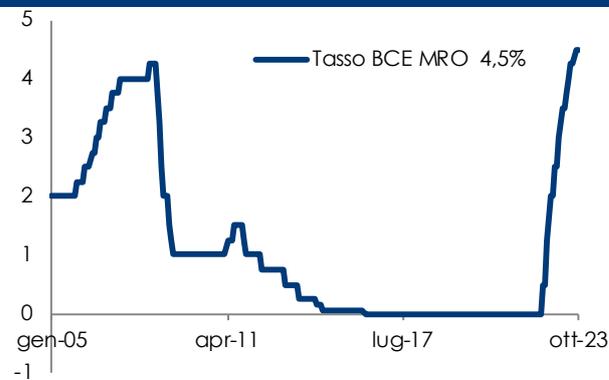
EUR/JPY: lo yen resterà debole, schiacciato dal peso dell'enorme differenziale di tasso contro tutte le principali valute e penalizzato dall'approccio accomodante della Bank of Japan.

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



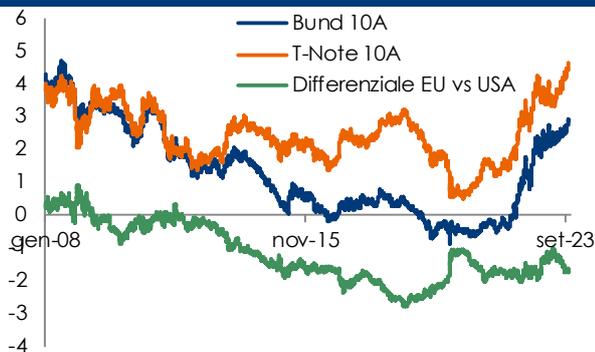
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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: il dollaro incorpora lo scenario sui tassi consolidando la sua forza

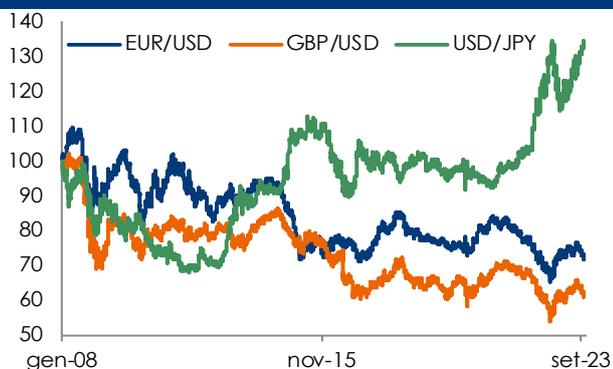
Il biglietto verde resta il dominatore del mercato dei cambi. Il mercato dei cambi resta incentrato sulla dinamica del dollaro, che rimane il principale driver in grado di influenzare tutti i tassi di cambio. I dati USA degli scorsi giorni hanno confermato la resilienza dell'economia statunitense, mentre i primi dati autunnali sulla dinamica dei prezzi, che incorporano però solo parzialmente il rialzo delle quotazioni petrolifere, hanno mostrato una lenta frenata dell'inflazione, imputando proprio ad alimentari ed energia le uniche cause di possibile tensione. Nel complesso un risultato che non dovrebbe modificare l'atteggiamento della Fed nel breve, ma che alimenterà l'attesa per la fine del ciclo di rialzi. La Fed ha mantenuto invariati i tassi di riferimento (5,25-5,50%) nella riunione del 20 settembre, ma ha rafforzato l'orientamento restrittivo con uno spostamento verso l'alto del grafico a punti, segnalando inoltre come i fed funds sono previsti restare su livelli alti per lungo tempo. Una modifica decisa dello scenario sui tassi che il biglietto verde ha immediatamente incorporato accentuando l'apprezzamento, beneficiando anche delle preferenze degli investitori avversi al rischio, che lo hanno nuovamente premiato come asset rifugio. In questo quadro, pur restando valida l'ipotesi di una modifica in senso meno restrittivo della politica monetaria americana nel medio termine, nel breve difficilmente il dollaro ridurrà la sua forza. Solo un rallentamento più robusto dell'economia USA e un approccio esplicitamente meno restrittivo della Fed potranno, nel medio termine, agevolare il deprezzamento del dollaro.

EUR/USD: il cambio appare totalmente dominato dalla forza del dollaro; solo una pausa nel trend di rafforzamento della divisa USA potrà consentire un recupero del tasso di cambio.

GBP/USD: nonostante attese di prosieguo della restrizione monetaria da parte della Bank of England, la sterlina non riuscirà a fronteggiare la forza del dollaro, come avvenuto in passato.

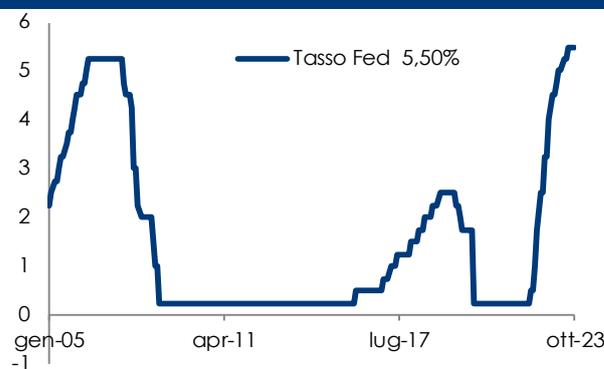
USD/JPY: l'andamento dell'USD/JPY resta condizionato dalle aspettative di frenata della valuta USA nel medio termine, mentre appaiono ininfluenti le attese di revisione restrittiva della BoJ.

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



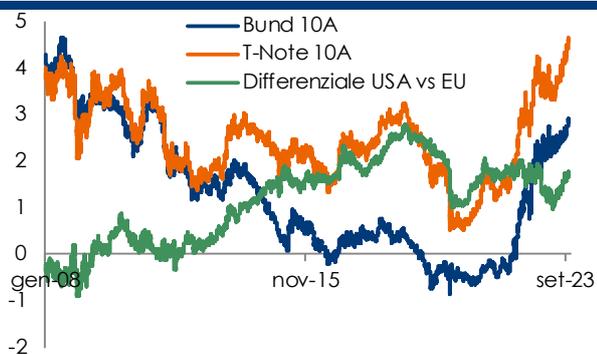
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale Fed (fed funds)



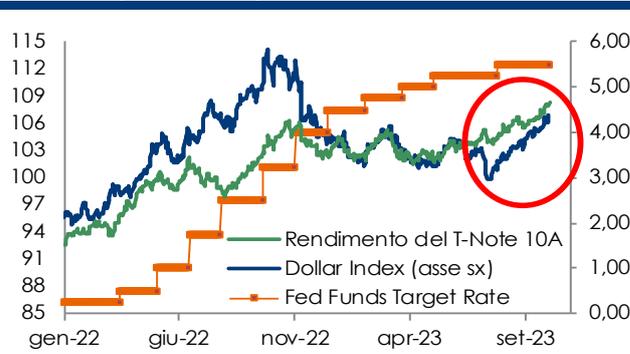
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



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

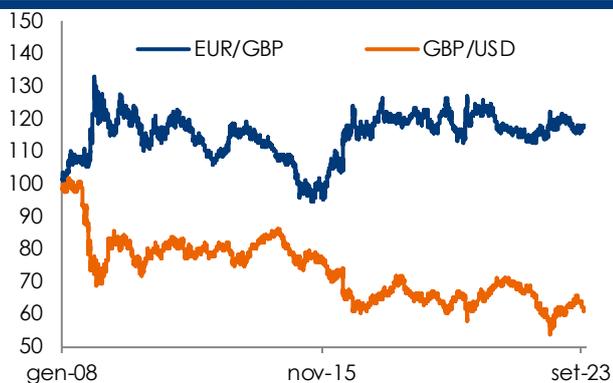
GBP: la cautela della Bank of England penalizza la sterlina

La Bank of England rallenta la sua azione restrittiva penalizzando la sterlina. Consolida il ribasso della sterlina dopo la decisione della Bank of England di non alzare il bank rate (5,25%) e di mettere in pausa la sua azione restrittiva. Una decisione non scontata, ma la cui probabilità era cresciuta di ora in ora, dopo il sorprendente calo dell'inflazione degli ultimi mesi. Il voto del Board è risultato piuttosto risicato: 5 membri a favore di tassi fermi e 4 che avrebbero preferito un rialzo di 25pb. La BoE ha invece votato all'unanimità la riduzione degli acquisti di titoli di stato per 100 miliardi di sterline, nei prossimi dodici mesi. L'ipotesi di un target massimo per il bank rate intorno al 5,50% per i tre anni di previsione (come espresso anche dal consenso di mercato) continua ad essere vista come un livello che consentirebbe il ritorno dell'inflazione al target del 2%. La BoE ha tenuto fede alla sua idea secondo cui il significativo aumento dei tassi sta incidendo sul sistema economico senza mutarne l'orientamento monetario che resta restrittivo, restando pronta, qualora vi fossero pressioni inflazionistiche più persistenti, a un ulteriore inasprimento del costo del denaro. La prudenza della BoE, al netto dei segnali di rallentamento dell'inflazione, rischia di penalizzare ancora la sterlina, che inizia a scontare un appiattimento nella dinamica del rialzo dei tassi, ormai vicina al culmine, coi primi ribassi del costo del denaro ipotizzabili alla fine del 1° semestre 2024, in uno scenario economico che potrebbe deteriorarsi ulteriormente. La Bank of England tornerà a riunirsi il 2 novembre e pubblicherà le nuove previsioni di crescita e inflazione.

EUR/GBP: l'orientamento monetario della BoE resta restrittivo, anche se la prudenza dell'ultima riunione sta penalizzando la sterlina. La BoE potrebbe essere vicina al culmine del rialzo del bank rate, con la valuta inglese che sembra scontare con anticipo la svolta espansiva sui tassi.

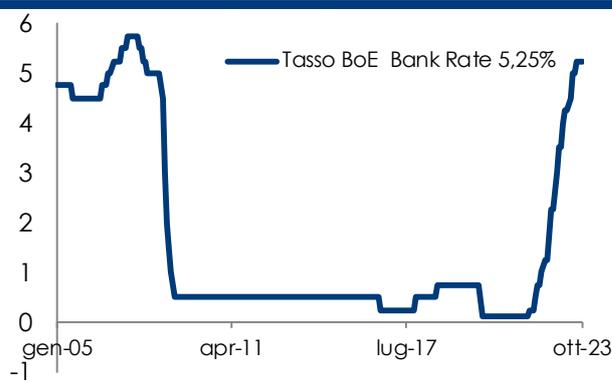
GBP/USD: il dollaro resta il dominatore del mercato Forex e questo smussa gli effetti del differenziale tassi che vedrebbero, in realtà, la sterlina ancora favorita contro il biglietto verde.

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



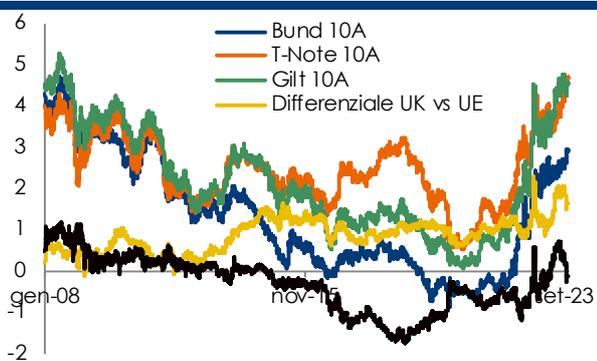
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoE (bank rate)



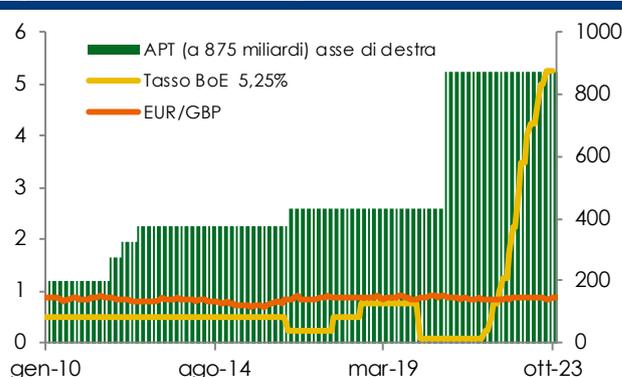
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of England

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: la svalutazione dello yen rende critico il quadro giapponese

Il differenziale tassi con le altre economie e la svalutazione dello yen gravano sul Giappone.

Nella riunione del 22 settembre la BoJ si è confermata accomodante lasciando i tassi negativi al -0,1% e il target dei rendimenti sui bond governativi con scadenza 10 anni (JGB) attorno allo 0%. Il tutto al netto dell'ampliamento della banda di oscillazione dei JGB introdotta a fine luglio, che consente alla BoJ di intervenire in un range di tasso più ampio (fino all'1%), come accaduto più volte nelle ultime settimane nel tentativo di arginare il rialzo dei rendimenti. La discussione è stata ampia ma, complice un parziale rallentamento dell'inflazione, è stato ribadito come la condizione da soddisfare, prima di porre fine alla lunga fase di tassi negativi, sia il raggiungimento della stabilità dei prezzi, associato ad aumenti salariali. Uno scenario giudicato ancora distante che ha giustificato il proseguimento dell'allentamento monetario, in un contesto però molto critico. La svalutazione dello yen, se da un lato ha consentito il miglioramento del ciclo economico grazie ad export e turismo, dall'altro sta ponendo il sistema finanziario costantemente sotto pressione. L'enorme differenziale tassi fra il Giappone e le altre grandi economie alimenta le posizioni di carry trade in cui gli operatori prendono in prestito denaro denominato nella valuta che rende di meno (lo yen), pagando oneri di finanziamento nulli/negativi, per acquistare monete con rendimenti più alti (dollaro o euro). Una questione che la BoJ dovrà affrontare mutando il suo atteggiamento, ma che difficilmente verrà considerata prima del prossimo anno.

EUR/JPY: permane la debolezza dello yen contro euro; i differenti approcci monetari e la lentezza con cui Ueda sta dando vita al processo di revisione della politica monetaria giapponese gravano sulla valuta giapponese penalizzandola.

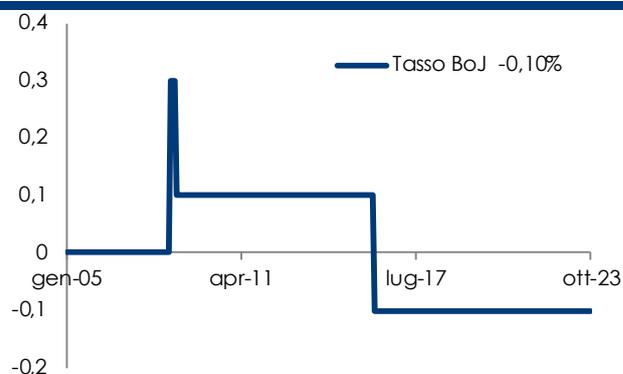
USD/JPY: la debolezza della divisa nipponica non si arresta; pesa l'ampio differenziale di tassi d'interesse tra il Giappone e gli Stati Uniti, con le operazioni di carry trade fra dollaro e yen che proseguono, mantenendo sotto pressione i titoli di stato giapponesi e tutto il sistema.

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



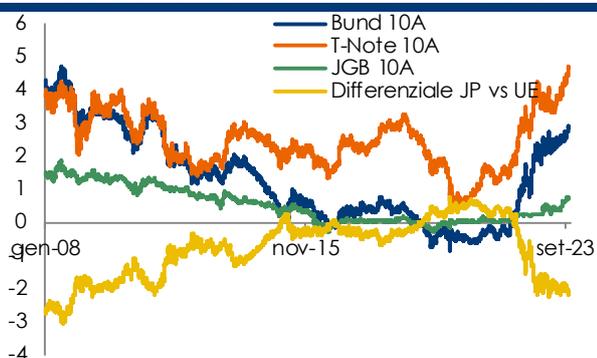
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoJ



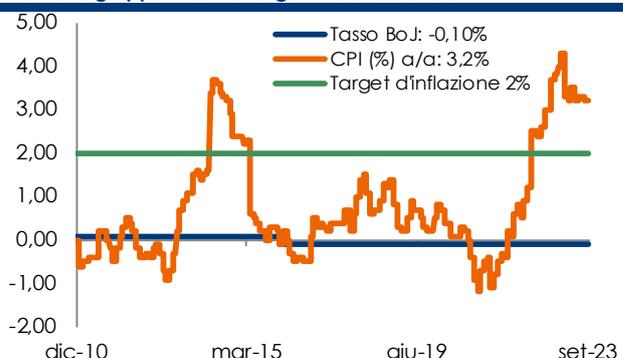
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of Japan

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 06.09.2023.

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: Cristina Baiardi