

Mensile Valute

La differente politica monetaria fra BCE e Fed favorirà l'euro

1° ottobre 2025 - 14:10 CET

Data e ora di produzione

EUR – La fine del ciclo espansivo BCE appare molto probabile e sosterrà l'euro

Nonostante l'evidente divergenza fra la Fed, che è all'inizio di un nuovo ciclo di riduzione del costo del denaro, e la BCE, che è invece pronta a concluderlo, ci aspettiamo solo un consolidamento del cambio nell'intervallo 1,18-1,20, sia nel breve che nel medio-lungo periodo. Una prospettiva che appare ragionevole, a patto che non emergano ulteriori criticità sul sistema statunitense che possano amplificare le pressioni ribassiste sulla divisa americana o un maggior deterioramento del ciclo economico europeo che possa spingere la BCE a riprendere l'espansione monetaria.

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani
Analista Finanziario

1° ottobre 2025 - 14:15 CET

Data e ora di circolazione

USD – Il nuovo ciclo di ribassi della Fed avrà un effetto limitato sul dollaro

Il dollaro ha incassato l'atteso taglio Fed di 25pb di settembre, restando all'interno del suo trend di indebolimento ma limitando al minimo i ribassi e senza dare segnali di ulteriore svalutazione. L'appuntamento chiave per il dollaro è il report occupazionale di settembre: se segnalerà un ulteriore rallentamento del mercato del lavoro negli Stati Uniti, allora la prospettiva di maggior accelerazione nel taglio dei tassi si farà più concreta. Tenendo conto di questo insieme di elementi, la nostra previsione indica una dinamica di debolezza per il biglietto verde ma molto contenuta, proprio in virtù di uno scenario già parzialmente scontato.

GBP – La BoE resterà ferma fino alla primavera del 2026 sostenendo la sterlina

La Banca d'Inghilterra ha recentemente confermato che monitorerà attentamente i rischi di persistenza dell'inflazione e l'evoluzione dell'economia, decidendo volta per volta e con cautela come proseguire l'allentamento della politica monetaria. Il mercato ha progressivamente spostato le attese circa il prossimo calo di 25pb del bank rate dalla fine di quest'anno alla primavera del 2026, in linea con la prudenza espressa dalla banca centrale. Per questo motivo è probabile che, al netto delle turbolenze sui titoli di stato e delle incertezze politiche, la sterlina possa continuare a consolidare contro le principali valute.

Titoli di Stato

Scadenza	Rendimento %
T-Note 10A	4,16
Bund 10A	2,74
Gilt 10A	4,73
JGB 10A	1,65

Fonte: Bloomberg

JPY – Il rialzo dei tassi resta l'unica possibilità di rafforzamento per lo yen

A rendere più incerto lo scenario giapponese è la nomina del nuovo Premier che resta legata al confronto politico all'interno del Partito Liberaldemocratico (LDP). Le aspettative di mercato continuano a scommettere su un aumento dei tassi, ipotesi non esclusa dal governatore Ueda. La probabilità che entro la fine dell'anno ci sia un rialzo di 25pb è piuttosto bassa, ma questo non esclude che alla fine dell'estate 2026 il punto di arrivo dei tassi giapponesi non sia l'1% (+50pb dall'attuale livello). Questa è l'unica prospettiva che può consentire allo yen di incrementare il suo valore.

Cambi

EUR/USD	1,1757
USD/JPY	147,74
GBP/USD	1,3459
EUR/CHF	0,9342
EUR/SEK	11,04
EUR/NOK	11,72
EUR/DKK	7,4643
USD/CAD	1,3922
AUD/USD	0,6619
NZD/USD	0,5801
USD/ZAR	17,2637
EUR/JPY	173,70
EUR/GBP	0,8735
EUR/CAD	1,6366
EUR/AUD	1,7761
EUR/NZD	2,0266
EUR/ZAR	20,2962
EUR/ISK	142,40
EUR/HUF	389,74

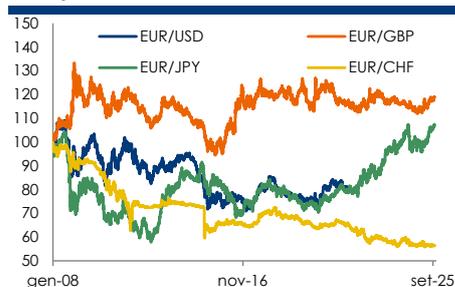
Fonte: Bloomberg

Previsioni tassi di cambio

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1757	1,18	1,19	1,20	1,20	1,18
EUR/GBP	0,8735	0,87	0,88	0,88	0,87	0,86
EUR/JPY	173,70	171	170	168	166	160
Altre valute						
GBP/USD	1,3459	1,36	1,36	1,37	1,38	1,38
USD/JPY	147,74	145	143	140	138	136
EUR/CHF	0,9342	0,93	0,93	0,92	0,92	0,92

Fonte: previsioni Research Department Intesa Sanpaolo

Principali valute estere vs. euro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

EUR: la probabile fine del ciclo espansivo BCE sosterrà l'euro

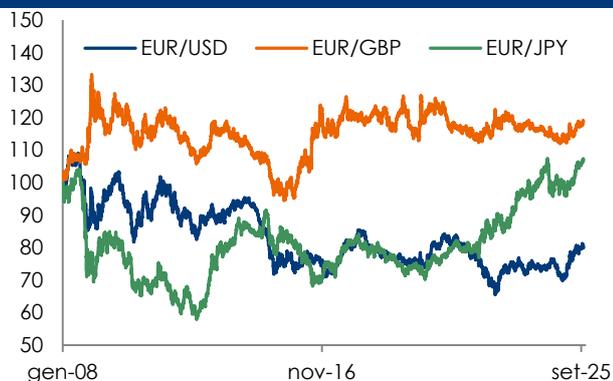
La riunione della BCE dello scorso 11 settembre si è conclusa con il tasso sui depositi invariato al 2%; le aspettative di pausa nell'azione monetaria espansiva sosterranno l'euro. Le nuove proiezioni dello staff BCE sono risultate poco variate rispetto a giugno, rafforzando così la coerenza col livello dei tassi attuale. La BCE resta quindi in una "buona posizione", in attesa di verificare l'impatto sull'economia di diversi fattori tra cui, da una parte, la trasmissione all'economia dei precedenti tagli dei tassi e l'efficacia della manovra espansiva tedesca e, dall'altra, l'incertezza legata all'impatto dei dazi statunitensi. La crisi politica francese non appare un elemento di criticità per il sistema Eurozona e non dovrebbe influire sulle future scelte di politica monetaria. Questo scenario ha rafforzato la sensazione che la BCE possa restare ancora ferma nei prossimi mesi, come probabilmente accadrà il 30 ottobre. Il mercato esclude nel breve un ulteriore taglio dei tassi mentre le nostre previsioni ipotizzano un possibile calo di 25pb entro fine anno ma solo se i dati economici risulteranno più deboli, visto che la dinamica dell'inflazione non sembra destare preoccupazione. In questo scenario e vista la divergenza fra l'azione delle due banche centrali (BCE ferma e Fed nel pieno dell'azione accomodante), ci aspettiamo che l'euro possa beneficiare della situazione registrando però solo un apprezzamento contenuto.

EUR/USD: l'euro dovrebbe ulteriormente avvantaggiarsi delle attese di debolezza (limitata) del biglietto verde. Il recupero della valuta unica potrebbe ampliarsi ancora visto che la BCE sembrerebbe aver terminato il suo ciclo di taglio dei tassi mentre la Fed lo ha appena ricominciato.

EUR/GBP: la sterlina continuerà a beneficiare, consolidando, del differenziale dei tassi fra Eurozona e Regno Unito, che almeno nel medio termine è destinato a restare immutato.

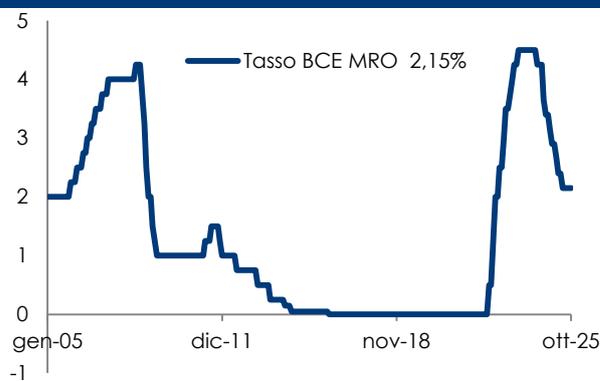
EUR/JPY: lo yen è atteso tornare a recuperare contro euro, ma è indispensabile che riprenda il rialzo dei tassi da parte della Banca del Giappone.

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



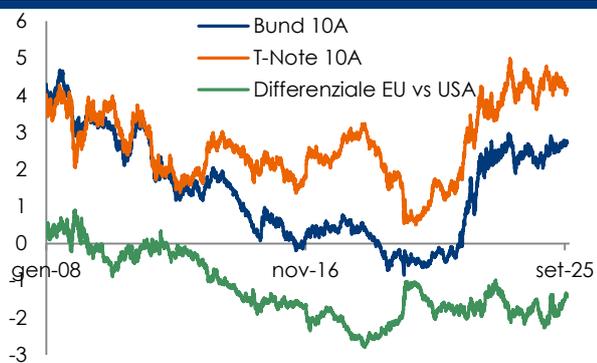
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso MRO della 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 nuovo ciclo di ribassi della Fed avrà un effetto limitato sul dollaro

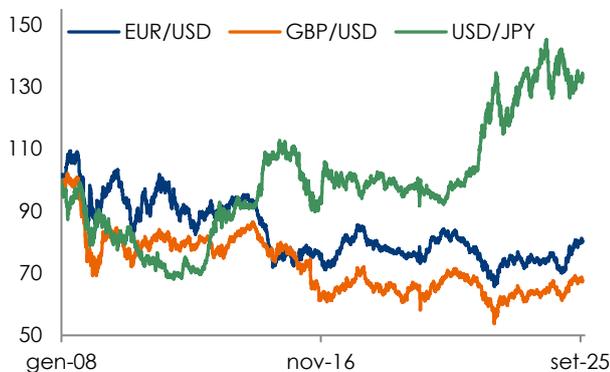
Il dollaro ha incassato l'atteso taglio Fed di 25pb nella riunione del 17 settembre, restando all'interno del suo trend di indebolimento ma limitando al minimo i ribassi e senza dare segnali di ulteriore svalutazione. Powell ha confermato l'avvio di un nuovo ciclo di taglio dei tassi che avrà come punto di arrivo il 3,50%, complice un'inflazione contenuta e temporanea e una crescita resiliente, uno scenario che il biglietto verde aveva già sostanzialmente metabolizzato. Resta qualche differenza con il nostro scenario centrale, che ipotizza un solo taglio dei tassi di altri 25pb entro fine anno e altri due da 25pb nel 2026, con arrivo al 3,50% solo nella seconda parte del prossimo anno. Il mercato, ma anche la stessa Fed, non escludono un arrivo più rapido al nostro medesimo livello dei fed funds (3,50%) già nel 1° trimestre del 2026, ipotizzando altri due tagli da 25pb fra ottobre e dicembre e un altro subito nella prima parte del 2026. L'appuntamento chiave per il dollaro è il report occupazionale di settembre: se segnalerà un ulteriore rallentamento del mercato del lavoro negli Stati Uniti, allora la prospettiva di maggior accelerazione nel taglio dei tassi si farà più concreta. Tenendo conto di questo quadro complesso, la nostra previsione indica una dinamica di debolezza per il biglietto verde ma molto contenuta, proprio in virtù di uno scenario già parzialmente scontato.

EUR/USD: nonostante la divergenza fra la Fed, che è all'inizio di un nuovo ciclo di riduzione del costo del denaro, e la BCE, che è invece pronta a concluderlo, ci aspettiamo solo un consolidamento del cambio nell'intervallo 1,18-1,20, sia nel breve che nel medio-lungo periodo. Una prospettiva ragionevole, a patto che non emergano ulteriori criticità sul sistema statunitense che possano amplificare le pressioni ribassiste sulla divisa americana.

GBP/USD: la sterlina continuerà a beneficiare della frenata del dollaro rafforzando il proprio consolidamento, avvantaggiandosi di un differenziale tassi che andrà ad ampliarsi ulteriormente a favore della divisa inglese e a scapito del biglietto verde.

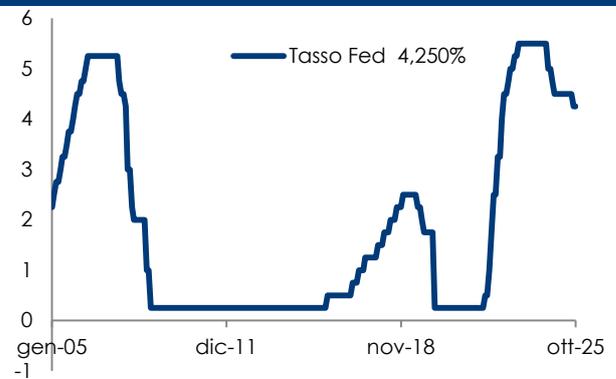
USD/JPY: anche lo yen continuerà probabilmente ad avvantaggiarsi della frenata del dollaro, ma per un maggior rialzo è indispensabile che prosegua l'azione restrittiva della Banca del Giappone.

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



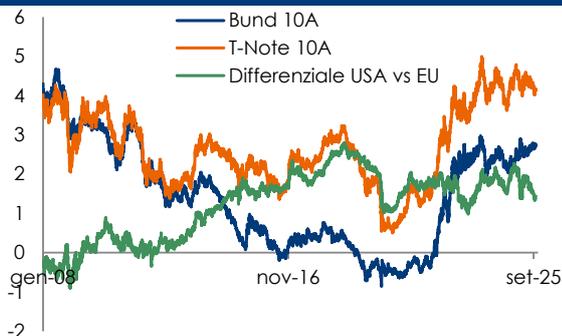
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



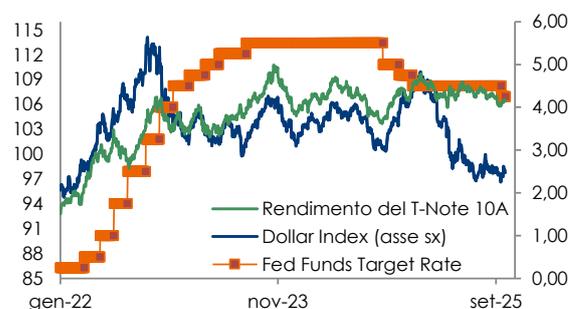
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed

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

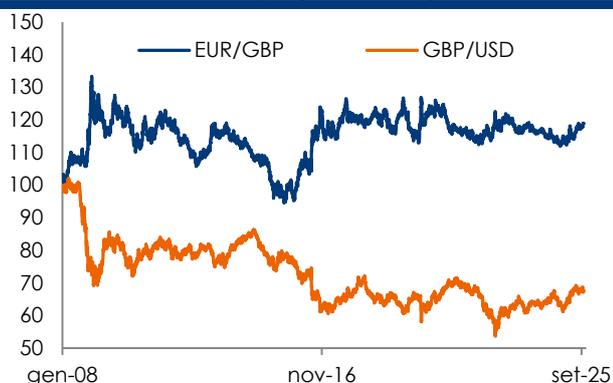
GBP: la BoE resterà ferma fino al 2026 sostenendo la sterlina

La Banca d'Inghilterra (BoE) ha deciso di confermare il tasso di riferimento al 4,00%, lo scorso 18 settembre. La decisione è stata presa con una maggioranza robusta di 7 a 2: due membri avrebbero preferito ridurre il tasso di 25pb (al 3,75%). Un segnale di compattezza che cancella il forte dibattito interno al Board emerso ad agosto e sfociato in una netta spaccatura sulla decisione di abbassare i tassi di 25pb, in quella occasione. La BoE ha inoltre deciso di rallentare il ritmo di riduzione del suo portafoglio in titoli di stato inglesi (solo 70 miliardi di sterline nei prossimi 12 mesi) evitando, in particolare, le vendite di debito a lunga scadenza. Una mossa volta a limitare l'impatto del "Quantitative Tightening" sul mercato dei bond, a fronte delle preoccupazioni sul debito espresse dal mercato e di una delicata situazione fiscale, dovuta alle scelte economiche del Governo laburista. La Banca d'Inghilterra ha confermato che monitorerà attentamente i rischi di persistenza dell'inflazione e l'evoluzione dell'economia, decidendo volta per volta e con cautela come proseguire l'allentamento della politica monetaria, tornando a riunirsi il 6 novembre. Il mercato ha progressivamente spostato le attese circa il prossimo calo di 25pb del bank rate dalla fine di quest'anno alla primavera del 2026, in linea con la prudenza espressa dalla banca centrale. Per questo motivo è probabile che, al netto delle turbolenze sui titoli di stato e delle incertezze politiche, la sterlina possa continuare a consolidare contro le principali valute.

EUR/GBP: lo scenario sui tassi inglesi cambia; la Banca d'Inghilterra è attesa confermare il bank rate all'attuale livello almeno fino alla primavera del 2026. Una prospettiva che dovrebbe consentire alla sterlina di consolidare contro euro, forte dell'ampio differenziale tassi fra le due aree economiche.

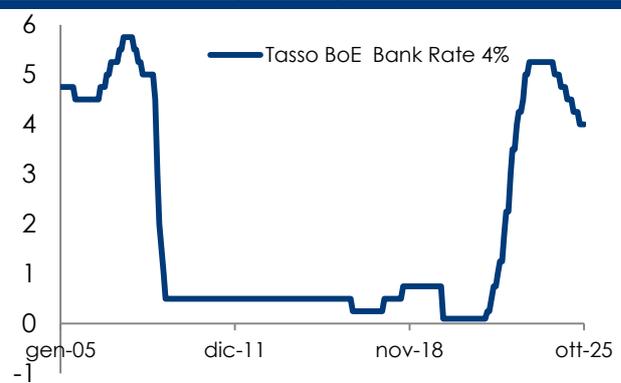
GBP/USD: la discesa del dollaro ha consentito alla sterlina di consolidare contro il biglietto verde. L'indebolimento della divisa USA potrebbe ampliarsi ancora viste le aspettative di espansione monetaria che coinvolgono la Fed, avvantaggiando la moneta inglese rispetto al dollaro.

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



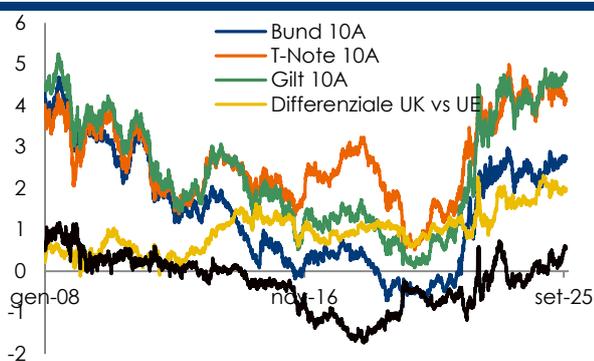
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoE (bank rate)



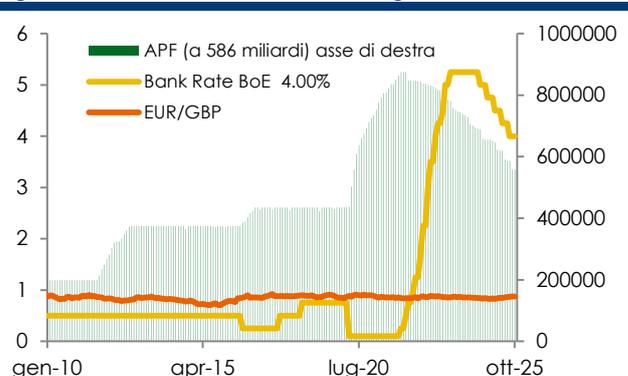
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of England

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: il rialzo dei tassi resta l'unica possibilità di rafforzamento per lo yen

Nella riunione dello scorso 19 settembre, la Banca del Giappone (BoJ) ha lasciato invariati i tassi allo 0,50% col voto di 7 membri a 2. Questi ultimi avrebbero preferito un aumento di 25pb, confermando come sia aperta la discussione all'interno del comitato e cresca l'orientamento aggressivo. La BoJ ha inoltre comunicato che inizierà a vendere i suoi ETF a un ritmo di circa 330 miliardi di yen all'anno, mentre i REIT (real estate investment trust, strumenti legati al mercato immobiliare) saranno venduti a 5 miliardi di yen all'anno. La Banca del Giappone resta cauta sullo stato di salute dell'economia, a causa delle tensioni derivanti dai dazi commerciali e dal rallentamento degli investimenti locali, continuando però a pensare che l'inflazione andrà moderandosi nei prossimi mesi. L'indice "core" dei prezzi al consumo è aumentato solo del 2,7% a/a ad agosto, rallentando dal 3,1% di luglio. Anche i prezzi al consumo nella città di Tokyo, monitorati dalla BoJ, sono rimasti stabili a settembre. A rendere più incerto lo scenario giapponese è la nomina del nuovo Premier che resta legata al confronto politico all'interno del Partito Liberaldemocratico (LDP). Tra i candidati più accreditati a vincere le primarie del 4 ottobre spicca Sanae Takaichi, che potrebbe diventare la prima donna a guidare il Paese. Le aspettative di mercato continuano a scommettere su un aumento dei tassi, ipotesi non esclusa dal governatore Ueda. La probabilità che entro la fine dell'anno ci sia un rialzo di 25pb è piuttosto bassa, ma questo non esclude che alla fine dell'estate 2026 il punto di arrivo dei tassi giapponesi non sia l'1% (+50pb dall'attuale livello). Questa è l'unica prospettiva che può consentire allo yen di incrementare il suo valore.

EUR/JPY: prospettive immutate per lo yen, che è atteso rafforzarsi leggermente nel breve e recuperare maggiormente nel lungo periodo contro euro.

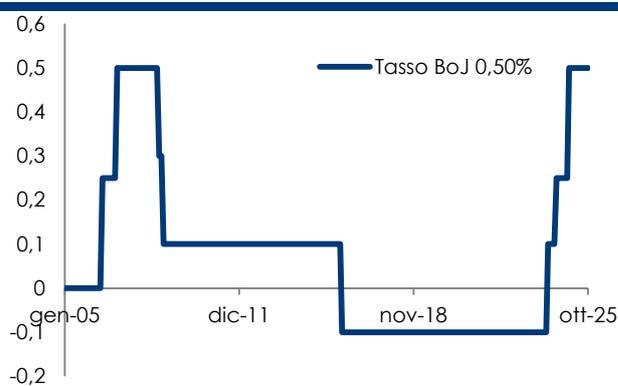
USD/JPY: lo yen ha aumentato la propria volatilità contro le principali valute, e in particolare verso il dollaro statunitense che ha rallentato la sua corsa ribassista. La valuta giapponese, per rafforzarsi ulteriormente, necessita che la Banca del Giappone (BoJ) torni ad alzare i tassi.

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



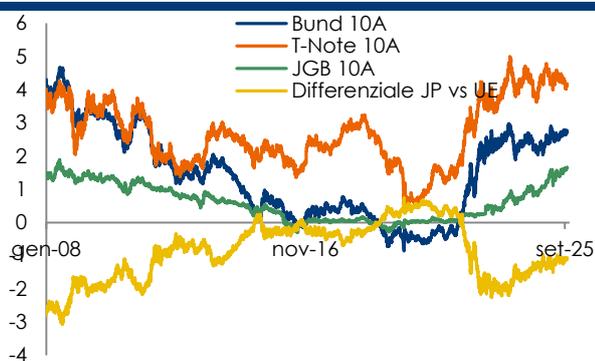
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoJ



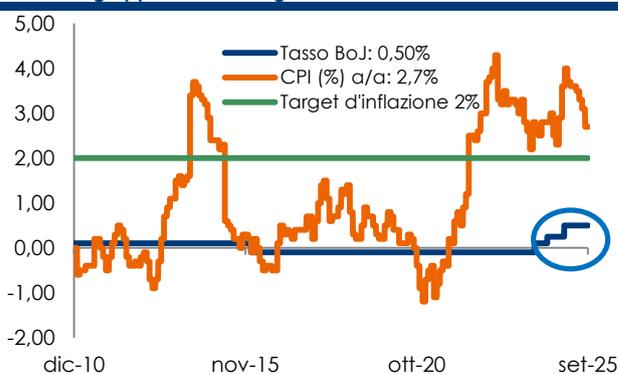
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of Japan

Differenziale rendimento JGB 10A vs. T-Note 10A e Bund 10°



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 03.09.2025.

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