

Focus

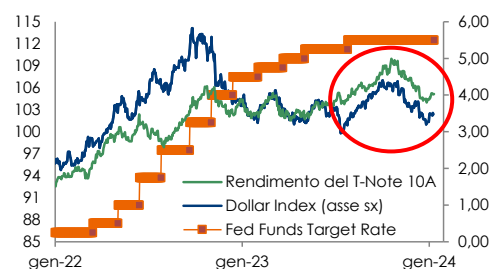
L'attesa di tagli dei tassi Fed frenerà ancora il dollaro

L'economia statunitense, sorprendendo al rialzo le attese, dovrebbe chiudere il 2023 con una crescita del 2,5%, con un rallentamento nell'ultimo trimestre dell'anno scorso e, più intenso, nella prima parte del 2024, quando l'inasprimento delle condizioni creditizie, l'esaurimento dei risparmi e la minore crescita dei redditi reali dovrebbero limitare la spesa delle famiglie. Lo scenario più probabile è di un "soft landing" (i.e. atterraggio morbido). In questo contesto la Fed, dopo l'ultimo rialzo nel luglio 2023, ha mantenuto invariata la politica monetaria. Il calo dell'inflazione più significativo delle attese ha permesso una rimodulazione verso il basso delle attese relative ai tassi da parte del Consiglio direttivo della banca centrale, con tre tagli previsti dal FOMC per l'anno in corso. Il mercato anticipa, invece, un'azione decisamente più accelerata e robusta da parte della Fed. Pertanto, nei prossimi mesi, la parte a breve termine della curva potrebbe essere esposta al rischio di una maggiore inerzia da parte della Fed nell'adeguare i tassi alla discesa dell'inflazione, mentre la parte media e lunga potrebbe restare appesantita dall'offerta elevata e da nuove eventuali sorprese al rialzo sul fronte della crescita o della produttività. Invece, sulla base dello scenario complessivo, le nostre previsioni per la fine dell'anno sono di rendimenti inferiori rispetto ai livelli attuali e di una curva che torni ad essere inclinata positivamente. Il dollaro sta scontando questo quadro confermando la sua dinamica ribassista contro tutte le principali valute. La moneta americana resta comunque percepita come un asset difensivo nelle fasi di incertezza sui mercati e questo ne impedisce uno storno maggiore. In sintesi, ribadiamo il nostro outlook centrale sul dollaro di un moderato indebolimento nel corso del 2024.

Scenario macro: soft landing a inizio 2024

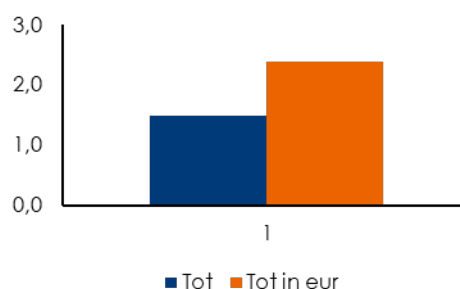
Dopo l'eccezionale exploit estivo, l'economia statunitense nel 4° trimestre 2023 dovrebbe aver registrato un ritmo di crescita meno intenso, ma ancora solido, tale da consentire all'economia una probabile performance di +1,6% t/t annualizzato (che dovrebbe determinare una crescita in media d'anno per il 2023 pari a +2,5%). La tenuta mostrata finora dal ciclo americano, nonostante la stretta monetaria iniziata nel marzo 2022, si spiega sia con il fatto che l'aumento del costo del debito non si è trasferito interamente, specie sulle imprese – dato che le aziende avevano rifinanziato il debito negli anni scorsi a tassi molto bassi (vi sarà invece un maggiore addensamento di scadenze per il rifinanziamento del debito nel 2024-26) – sia con la circostanza che famiglie e aziende hanno potuto contare su un'ampia liquidità accumulata negli anni pandemici. In questo quadro, la solidità del mercato del lavoro ha continuato a sostenere il

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



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

Performance titoli in valuta e convertiti in euro, dall'08.11.2023



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

11 gennaio 2024 – 11:58 CET

Data e ora di produzione

Valute

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per investitori privati e PMI

Paolo Leoni

Analista Finanziario

Fulvia Risso

Analista Finanziario

Mario Romani

Analista Finanziario

11 gennaio 2024 - 12:06 CET

Data e ora di circolazione

Cambi

EUR/USD	1,0986
EUR/JPY	159,70
EUR/GBP	0,8602
EUR/CHF	0,9334
EUR/AUD	1,6343
EUR/NZD	1,7564
EUR/HUF	378,17
EUR/PLN	4,3350
EUR/TRY	33,08
EUR/ZAR	20,47
EUR/BRL	5,37
EUR/RUB	97,54

Fonte: Bloomberg

reddito reale delle famiglie nonostante l'elevata inflazione, e gli incentivi pubblici hanno fornito sostegno agli investimenti non residenziali. Invece, gli investimenti residenziali non hanno potuto evitare l'effetto negativo del rialzo dei tassi.

Un rallentamento più accentuato è atteso invece nella prima parte di quest'anno, quando l'inasprimento delle condizioni creditizie, l'esaurimento dei risparmi e la minore crescita dei redditi reali dovrebbero limitare decisamente la spesa delle famiglie. Nel 2024 i consumi privati sono infatti attesi decelerare a +1,3% da +2,2% stimato per il 2023, mentre per gli investimenti fissi non residenziali ci aspettiamo una frenata ben più vistosa a +0,6% da +4,2% stimato per il 2023; per gli investimenti residenziali, infine, dovrebbe finalmente verificarsi un moderato recupero (+3,5%) dopo il crollo del 2023. La seconda parte del 2024 sarà inoltre caratterizzata dalla campagna elettorale per le elezioni presidenziali del 5 novembre, il cui esito resta incerto.

Lo scenario più probabile resta comunque quello di un "soft landing" (i.e. atterraggio morbido), ossia di un rallentamento dell'economia indotto dall'inasprimento monetario, che non sfoci né in una recessione né in un'impennata della disoccupazione. Riguardo al primo aspetto le variazioni del PIL nei primi due trimestri dell'anno dovrebbero risultare di poco superiori allo zero, mentre sul secondo fronte, l'employment report di dicembre (come quello di novembre) ha mostrato una situazione occupazionale ancora solida, con un tasso di disoccupazione al 3,7% e una crescita degli occupati non agricoli superiore alle attese. Prospettivamente il processo di ribilanciamento del mercato del lavoro USA dovrebbe proseguire in forza di una domanda meno vigorosa, a causa della temporanea stagnazione economica, e di un'offerta che potrebbe gradualmente risalire grazie all'aumento della partecipazione e al maggior contributo dell'immigrazione.

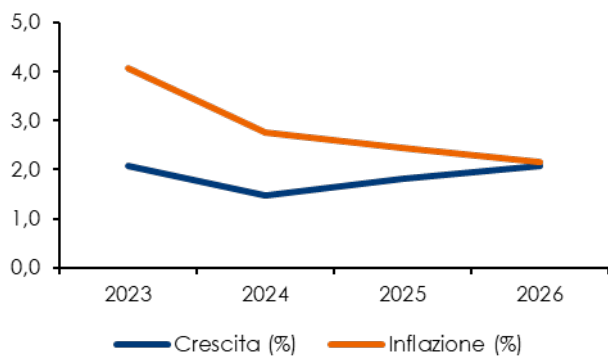
Tale processo di ribilanciamento occupazionale intermittente si è combinato con segnali più espliciti sul fronte dell'inflazione: i dati di novembre del CPI (+3,1% a/a headline e +4% a/a core) e del PPI (+0,9% e +2% a/a, rispettivamente) hanno evidenziato come stia proseguendo il ribaltamento dei minori prezzi energetici su quelli dei beni e, soprattutto, su quelli dei servizi abitativi. Il minor eccesso di domanda che si sta profilando nell'ambito del mercato del lavoro (e, di conseguenza, una potenziale frenata dei salari) potrebbe risultare cruciale ai fini di uno stabile rientro dell'inflazione dei servizi core ex abitazione, componente che attualmente mostra i maggiori rischi al rialzo. Inoltre, la normalizzazione dei prezzi dell'energia ha finalmente determinato un ridimensionamento delle aspettative sul caro-vita delle famiglie, che a dicembre, secondo l'Università del Michigan, hanno ridotto a +3,1% (da +4,5%) le attese sui prezzi a 1 anno e a +2,8% (da +3,2%) quelle a 5-10 anni.

Politica monetaria: incertezza sull'inizio dei tagli

La Fed ha mantenuto invariati i tassi di riferimento a dicembre, fornendo un segnale più chiaro della fine del ciclo di rialzi, attraverso una traslazione verso il basso del grafico a punti (che comporta una riduzione prevista di -75pb nel 2024), e dichiarando che tornerà ad occuparsi anche del secondo pilastro del suo duplice mandato, ossia la crescita. Dalla successiva pubblicazione dei verbali del FOMC di dicembre sono emersi, da un lato, una comune visione dei partecipanti circa l'opportunità di avviare i tagli dei tassi prima della fine di quest'anno, ma, dall'altro, l'assenza di un confronto su quando iniziare tale ciclo di ribassi (che comporta per ora la mancanza di una linea da seguire in questa fase successiva alla serie dei rialzi). In base a quanto pubblicato, alcuni esponenti hanno sottolineato che le attuali circostanze potrebbero giustificare il mantenimento degli attuali livelli di tasso, in particolare se l'inflazione dovesse stabilizzarsi troppo al di sopra del target del 2%, a fronte dell'opinione di altri, secondo cui vanno invece ben considerati i rischi per l'economia associati a un approccio restrittivo eccessivo, in particolare per la velocità con cui un normale riequilibrio del mercato del lavoro potrebbe trasformarsi in un suo profondo deterioramento. Nel documento infine è stata eliminata la definizione di "inaccettabilmente alta" in riferimento all'inflazione, ma al tempo stesso è stato

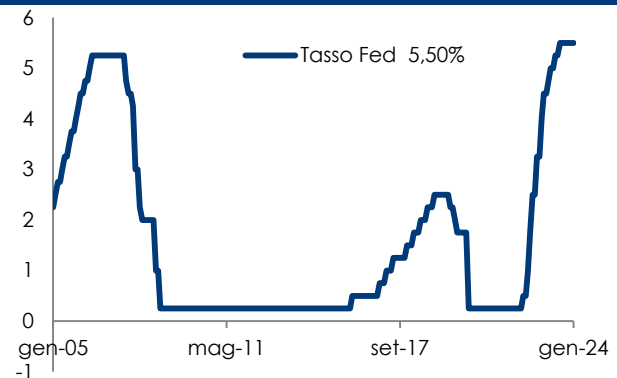
espresso un certo timore dei funzionari riguardo al proseguimento della recente dinamica dei mercati (che potrebbe allentare troppo le condizioni finanziarie). Le nostre proiezioni macroeconomiche per quest'anno, rispetto a quelle della Fed, vedono un calo più lento dell'inflazione core (+2,6% in media nel 2024 contro +2,4% della Fed), in un contesto di disoccupazione marginalmente più elevata e di crescita solo leggermente più bassa a fine anno. Di conseguenza, manteniamo la nostra previsione di due tagli dei tassi Fed nel 2024 con un probabile inizio del ciclo espansivo a settembre, che dovrebbe portare il livello a fine anno a 4,75-5,00%. Per il 2025, prevediamo ulteriori 100pb di tagli, come implicito nel grafico a punti di dicembre, fino ad arrivare a fine anno a un livello pari a 3,75- 4,00%. Ad oggi però i rischi su tale profilo previsivo appaiono orientati verso il basso.

Previsioni FMI: crescita e inflazione (%)



Note: previsioni dal 2023. Fonte: FMI, World Economic Outlook, ottobre 2023

Tasso base ufficiale Fed (fed funds)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed

Outlook sulla valuta: l'attesa per il taglio dei tassi Fed frenerà il dollaro ma il suo ruolo di valuta rifugio impedirà uno storno maggiore

Il biglietto verde conferma la dinamica ribassista di fondo che sconta la fine della restrizione monetaria negli Stati Uniti. L'attenzione degli investitori si concentra sulle tempistiche di riduzione dei tassi della BCE e della Fed nel 2024. Le dichiarazioni dei membri dei rispettivi Board delle banche centrali, come da attese, da un lato cercano di frenare le aspettative, eccessivamente sbilanciate verso un'imminente riduzione del costo del denaro, ma dall'altro non smentiscono lo scenario di allentamento monetario che pensiamo si concretizzerà nel corso del 2024. A meno di sorprese sul fronte dell'inflazione (distante dal target del 2%) o di un'eccessiva forza del ciclo USA, il rialzo dei tassi dovrebbe potersi ritenere concluso. Il dollaro sta senza dubbio scontando questo scenario confermando la sua dinamica ribassista contro tutte le principali valute. La moneta americana resta comunque percepita come un asset difensivo nelle fasi di incertezza sui mercati e questo ne impedisce uno storno maggiore. Ribadiamo pertanto che il nostro outlook centrale sul dollaro resta di un moderato indebolimento nel corso del 2024. Qualora invece si verificasse un maggior rallentamento dell'economia statunitense che costringesse la Fed a un approccio esplicitamente più accomodante, allora assisteremmo a un calo più strutturale del biglietto verde nel medio lungo termine. Le nostre previsioni per l'EUR/USD sono pari a: 1,08 a 1 mese, 1,10 a 3 mesi, 1,11 a 6 mesi, 1,12 a 12 mesi e 1,14 a 24 mesi.

Previsioni tassi di cambio

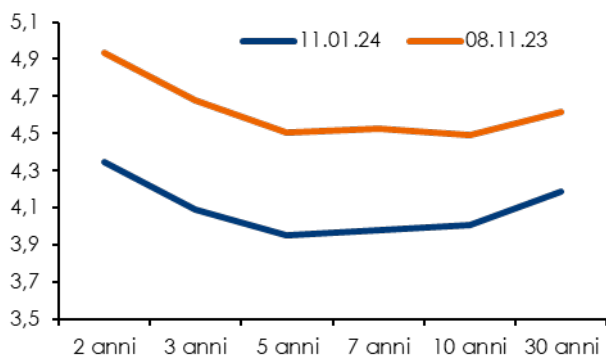
Previsioni Intesa Sanpaolo	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
EUR/USD	1,0986	1,08	1,10	1,11	1,12	1,14
Consenso Bloomberg	Valore	1° trim. 2024	2° trim. 2024	3° trim. 2024	2024	2025
EUR/USD	1,0986	1,10	1,10	1,11	1,12	1,15

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

Outlook sui bond: attesa volatilità nel breve periodo poi probabili rendimenti più bassi e un ritorno a un'inclinazione positiva della curva

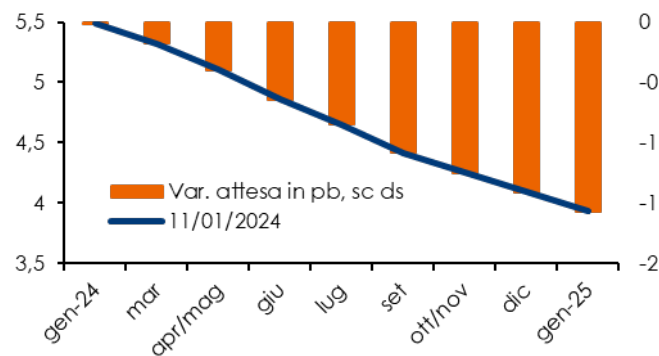
L'apertura a una discesa del target rate nel corso del 2024, per seguire la riduzione dell'inflazione – che si è rivelata più veloce delle previsioni nonostante l'ottima tenuta dell'attività economica – ha generato sulle curve dei rendimenti un forte movimento parallelo verso il basso: rispetto all'8 novembre, il rendimento a 2 anni dei Treasury è sceso di 55pb e quello decennale di circa 45pb.

Curva Treasury all'08.11.2023 e attuale: l'ampio spostamento parallelo verso il basso, riflesso della rimodulazione delle aspettative di politica monetaria



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Attese di mercato sulle prossime mosse di politica monetaria: il primo taglio è scontato pienamente per maggio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Il movimento dei rendimenti di fine 2023 (al netto del parziale ritracciamento dei primi giorni di quest'anno) è legato a una rimodulazione delle attese sulle prossime mosse della banca centrale statunitense: il mercato aveva anticipato l'avvio dell'allentamento delle condizioni monetarie a marzo e previsto una riduzione del target rate per complessivi 150pb entro dicembre (ossia all'incirca un taglio a riunione), allontanandosi progressivamente dalla posizione più cauta circa le tempistiche e l'ampiezza della svolta mantenuta invece dai banchieri centrali dopo la conclusione della fase di rialzi. L'inizio del 2024, sulla scia di alcuni dati più robusti delle previsioni e di diversi interventi di banchieri centrali volti proprio a frenare le aspettative implicite nei rendimenti, ha visto un parziale restringimento di questo divario. L'avvicinamento tra Fed e mercati implicherà, a nostro avviso, una probabile fase di volatilità, verso un punto di convergenza che sarà determinato dall'evoluzione dello scenario, sia in termini di crescita che d'inflazione. In particolare, su un orizzonte temporale più di lungo periodo, riteniamo che l'attenzione si sposterà dalla discesa dei prezzi all'andamento di attività e consumi e che saranno queste variabili a determinare se la banca centrale dovrà tagliare i tassi di interesse in modo aggressivo o meno. Nei prossimi mesi, la parte a breve termine della curva dei Treasury potrebbe essere esposta al rischio di una maggiore inerzia da parte della Fed nell'adeguare i tassi alla discesa dell'inflazione, mentre la parte media e lunga potrebbe restare appesantita dall'offerta elevata e da nuove eventuali sorprese al rialzo sul fronte della crescita o della produttività. Le nostre previsioni per la fine dell'anno sono di rendimenti inferiori rispetto ai livelli attuali e di una curva che torni ad essere inclinata positivamente, mentre nel breve termine manteniamo un orientamento più cauto.

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

	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
	Aaa	Negativo	AA+	Stabile

Rating sul debito in valuta estera a lungo termine

	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
	Aaa	Negativo	AA+	Stabile

Indicatori economici	2023E	2024E	2025E	2026E
Crescita (%)	2,1	1,5	1,8	2,1
Inflazione (%)	4,1	2,8	2,4	2,2
Surplus o Deficit/PIL (x)	-8,2	-7,4	-7,4	-7,0
Tasso di disoccupazione (%)	3,6	3,8	3,9	3,6
Partite Correnti (% PIL)	-3,0	-2,8	-2,7	-2,6

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

CDS e Tassi

Tasso di riferimento	5,50	0,0	0,0
Tasso a 2 anni	4,35	-0,36	0,10
Tasso a 10 anni	4,01	-0,22	0,13
CDS a 5 anni in pb, in USD	46	-1	-1

Altre variabili (variazioni in %)

EUR/USD (*)	1,0986	-2,0	0,5
USD/JPY (*)	145,36	-0,5	3,1
Dow Jones	37696	3,5	0,0

Note: (*) una variazione positiva indica un rafforzamento del dollaro (contro EUR o contro JPY) e viceversa; dati relativi agli indicatori finanziari aggiornati al 10.01.2024; E= expected, atteso. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook ottobre 2023, FMI

Glossario

Benchmark	Parametro di riferimento
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni ed importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni ed importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati)
Bridge loans	Prestiti a breve termine concessi in attesa che il prenditore ottenga un finanziamento alternativo (ad esempio un'emissione di obbligazioni)
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
Disoccupazione (tasso di)	Rapporto tra numero delle persone in cerca di occupazione e totale forza lavoro
Downgrade	Peggioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito
Euribor	Tasso interbancario lettera area euro
Euromercato	Mercato dei titoli emessi da non residenti in valuta diversa da quella dei paesi in cui avviene il collocamento (euroobbligazioni)
Global bond	Titolo obbligazionario emesso simultaneamente sull'Euromercato e sul mercato interno del paese nella cui valuta il titolo è denominato
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
Junk bond	Titoli obbligazionari high yield (speculativi) con rating BB o inferiore
Leverage	Debiti netti/mezzi propri
Moneta	Gli aggregati monetari dell'area dell'euro comprendono: M1 (circolante e depositi in c/c); M2 (M1+depositi con durata fino a 2 anni); M3 (M2+p/c+quote di fondi comuni monetari + obbligazioni con scadenza originaria fino a 2 anni)
Over The Counter (OTC)	Mercato non soggetto al controllo di un'apposita autorità che lo regolamenti
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Placement (private)	Collocamento (privato)
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese
Profit warning	Annuncio di revisione di stime al ribasso
Saldo partite correnti	Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
Upgrade	Miglioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, Refinitiv).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo.

La pubblicazione 'Focus' viene redatta senza una cadenza predefinita per analizzare temi di particolare interesse e che possono variare a seconda delle circostanze. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 11.01.2024.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni (www.prodottiequotazioni.intesasanpaolo.com) e dei clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.com>). Il presente documento verrà anche messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.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) due degli analisti citati nel documento (Fulvia Riso, Mario Romani) sono soci 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 Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi