

Occhi puntati sui PMI

Temi della giornata

- Azionario: Wall Street ritrova positività guidata dal Nasdaq.
- Cambi: euro/dollaro dopo aver sfiorato 1,10, nella serata di ieri, resta tonico in area 1,0950 in vista delle manovre di aiuto alla crescita nell'Eurozona.
- Risorse di base: ennesima apertura al rialzo per il petrolio, dopo le scorte EIA in ribasso registrate eri sera negli USA.

In agenda per oggi

Dati macroeconomici in calendario				
Paese	Indicatore	Effettivo	Previsto	Precedente
Regno Unito	(••) PMI Manifattura di maggio, stima flash	-	37,2	32,6
	PMI Servizi di maggio, stima flash	-	24,0	13,4
USA	(••) Nuovi sussidi di disoccupazione (migliaia di unità), sett.	-	2425	2981
	(••) Sussidi di disoccupaz. continuativi (migliaia di unità), sett.	-	23500	22833
	(••) Indice di fiducia Philadelphia Fed di maggio	-	-40,0	-56,6
	(•) Indicatori anticipatori m/m (%) di aprile	-	-5,7	-6,7
	(••) Vendite di case esistenti (milioni, annualizzato) di aprile	-	4,3	5,3
	(••) Vendite di case esistenti m/m (%) di aprile	-	-18,4	-8,5
Giappone	(•) Bilancia commerciale (miliardi di yen) di aprile	-	-719,3	-190,0

Nota: Il numero di pallini da uno a tre indica l'importanza del dato nel periodo di riferimento. Fonte: Bloomberg

Ultime pubblicazioni: aggiornamento mercati, Mensile Obbligazioni.

21 maggio 2020

10:40 CET

Data e ora di produzione

21 maggio 2020

10:45 CET

Data e ora di prima diffusione

Nota giornaliera

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per investitori  
privati e PMI

Team Retail Research  
Analisti Finanziari

Principali indici azionari

	Valore	Var. % 1g	Var. % YTD
Euro Stoxx	325	1,29	-19,65
FTSE MIB	17.213	1,05	-26,77
FTSE 100	6.067	1,08	-19,56
Xetra DAX	11.224	1,34	-15,29
CAC 40	4.497	0,87	-24,78
Ibex 35	6.684	1,13	-30,01
Dow Jones	24.576	1,52	-13,88
Nikkei 225	20.552	-0,21	-13,12

Note: Var. % 1g= performance giornaliera; Var. % YTD= performance da inizio anno. Fonte: Bloomberg

Principali titoli e indici obbligazionari

	Rendimento	Var. pb 1g	Var. pb YTD
BTP 2 anni	0,53	0,00	57,30
BTP 10 anni	1,63	-0,20	22,10
Bund 2 anni	-0,67	0,00	-7,10
Bund 10 anni	-0,47	-0,40	-28,30
Treasury 2 anni	0,16	-0,19	-140,58
Treasury 10 anni	0,68	-0,81	-123,74
EmbiG spr. (pb)	300,94	-4,12	126,21
Main Corp.(pb)	78,75	-3,30	34,69
Crossover (pb)	467,24	-23,76	260,87

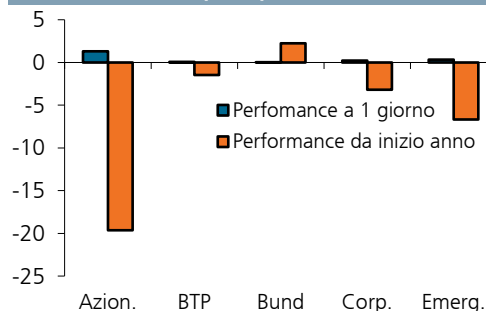
Note: Var. pb 1g= variazione in pb giornaliera; Var. pb YTD= variazione in pb da inizio anno. Fonte: Bloomberg

Principali cambi e materie prime

	Valore	Var. % 1g	Var. % YTD
Euro/dollaro USA	1,10	0,43	2,25
Dollaro/yen	107,54	-0,27	0,96
Euro/yen	118,03	0,14	3,22
Euro/franco svizzero	1,06	-0,27	2,39
Sterlina/dollaro USA	1,22	-0,16	7,80
Euro/Sterlina	0,90	0,59	-6,00
Petrolio (WTI)	33,49	3,05	-45,15
Petrolio (Brent)	35,75	3,17	-45,83
Gas naturale	1,77	-3,22	-21,15
Oro	1.747,81	0,31	14,77
Mais	319,50	-0,54	-20,32

Note: per le valute un num pos. indica un rafforzamento della divisa estera vs euro (per Dollaro/yen rafforz. dello yen vs dollaro) e viceversa. Fonte: Bloomberg

Performance delle principali asset class (%)



Note: TR EFFAS Bloomberg per BTP e Bund, TR IBOXX Eur Liquid Corporates per ICorp., indice JPM EuroEmbiG per Emerg. Fonte: Bloomberg

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del giorno precedente (salvo diversa indicazione). Per il Nikkei 225 chiusura della data odierna.

## Mercati Azionari

### Italia – FTSE MIB (1,05% a 17.213)

**GENERALI:** Il 1° trimestre mostra un buon risultato operativo ma una contrazione dell'utile netto. Il gruppo assicurativo ha registrato nel 1° trimestre un calo dell'85% dell'utile netto rispetto all'anno precedente, dopo 655 milioni di euro di svalutazioni dovute all'adeguamento a valore di mercato di asset finanziari in portafoglio. L'utile netto, pari a 113 milioni, è inferiore al consenso raccolto dalla società di 379 milioni di euro. Invece il risultato operativo è stato migliore delle attese ed è salito del 7,6% a 1,45 miliardi di euro grazie al contributo dei settori Danni e Asset Management. Il consenso si attendeva un utile operativo di 1,3 miliardi. Generali vede un utile operativo "resiliente" nel 2020, anche se probabilmente inferiore al dato del 2019, e un impatto negativo della crisi da COVID-19 sull'utile netto. I premi nel trimestre risultano stabili a 19,2 miliardi (+0,3%) con la crescita del Danni (+4%) che compensa la flessione del Vita. Il *combined ratio* dei Danni scende all'89,5%, dato migliore delle attese. Il *solvency ratio* a fine marzo scende a 196% da 224% di fine 2019 in linea con le stime e conferma la solidità del Gruppo.

**FCA: dichiarazioni del presidente.** Il presidente di FCA John Elkann ha dichiarato che i termini della fusione con PSA rimangono quelli annunciati, mettendo fine alle voci della revisione di alcuni aspetti dell'accordo raggiunto a causa del coronavirus. Elkann ha quindi confermato che l'operazione dovrebbe chiudersi entro il primo trimestre del 2021.

**DAVIDE CAMPARI: diritto di recesso.** La società ha comunicato che il diritto di recesso, relativo al trasferimento della sede legale in Olanda, è stato validamente esercitato per n. 46.007.717 azioni Campari pari a circa il 4% del capitale sociale.

**AUTOGRILL: indicazioni sui primi quattro mesi.** Nei primi quattro mesi del 2020 i ricavi hanno visto una contrazione di circa il 35%, a parità di cambi, a 963 milioni di euro, mentre l'EBITDA è sceso a 50,8 milioni da 178,6 milioni un anno prima. Il Gruppo ha precisato che risulta difficile in questa fase di crisi globale legata al coronavirus fornire una *guidance* per l'esercizio.

**BANCO BPM: possibili dismissioni di UtP.** Secondo fonti di stampa (Il Sole 24 Ore) la Banca starebbe riflettendo sulla migliore opzione per valorizzare un pacchetto di circa 2 miliardi di euro di *Unlikely to Pay* (inadempienza probabili), poco meno di un terzo del totale di quelli che aveva alla fine del 1° trimestre. Il quotidiano accenna a contatti con soggetti strategici specializzati nel settore.

### I 3 migliori & peggiori del FTSE MIB-FTSE All-Share

Titolo	Prezzo	Var 1g %	Volumi medi	
			5g (M)	Var % 5-30g *
Diasorin	189,20	5,58	0,39	0,37
Amplifon	23,03	4,97	0,79	0,72
Enel	6,25	3,56	33,23	27,07
Telecom Italia	0,32	-7,86	185,42	96,17
Salvatore Ferragamo	10,43	-4,75	1,05	0,57
FCA	7,32	-1,59	13,1	9,3

Nota: \* Variazione della media dei volumi a 5 giorni vs. 30 giorni. Nella classifica delle peggiori abbiamo considerato la prima società disponibile dopo la terza in quanto restricted sul titolo. Fonte: Bloomberg

### Zona Euro – Euro Stoxx (1,29% a 325)

#### Francia – CAC 40 (0,87% a 4.497)

**AIR FRANCE: accantonamenti per la sostituzione di tutti i velivoli A380S.** Il Gruppo ha annunciato la decisione di togliere tutti i velivoli A380S dalla propria flotta per sostituirli con nuovi modelli in futura in consegna che presentano performance migliori e un impatto ambientale più contenuto; tale decisione condurrà però ad accantonamenti straordinari di bilancio per circa 500 mln di euro da imputare ai risultati del 2° trimestre.

**AXA: possibile cessione delle attività britanniche della controllata Architas.** Secondo indiscrezioni di mercato, riportate anche da Bloomberg, Axa sarebbe intenzionata a cedere le attività britanniche di asset management della controllata Architas, rappresentate da masse gestite per circa 6 mld di sterline. L'operazione si inquadrirebbe nella strategia di Axa volta a cedere asset di minore entità e non ritenute più strategiche per l'operatività complessiva del gruppo francese.

### I 3 migliori & peggiori dell'Euro Stoxx 50

Titolo	Prezzo	Var 1g %	Volumi medi	
			5g (M)	Var % 5-30g *
Fresenius Se & Co	44,61	7,18	2,52	2,15
Asml Holding	295,95	4,15	1,51	1,30
Koninklijke Philips	41,39	3,68	3,41	3,26
Bayer	59,50	-1,47	3,61	3,58
Deutsche Boerse	150,75	-1,34	0,62	0,66
Kering	436,05	-0,91	0,25	0,21

Nota: \* Variazione della media dei volumi a 5 giorni vs. 30 giorni. Fonte: Bloomberg

### USA – Dow Jones (1,52% a 24.576)

**LOWE'S: trimestrale sopra le attese grazie anche al forte incremento delle vendite online.** Il gruppo retailer statunitense ha chiuso il 1° trimestre con un utile netto superiore alle attese, grazie in particolare all'aumento delle vendite online (+80%). In particolare, il risultato netto si è attestato a 1,34 mld di dollari (EPS pari a 1,76 dollari), in crescita rispetto ai 1,05 mld di dollari (EPS a 1,31 dollari) dell'analogo periodo del precedente esercizio. Al netto delle componenti straordinarie, l'EPS è stato pari a 1,77 dollari, superando il consenso a 1,32. In aumento su base annua del 10% anche i ricavi, pari a 19,68

mld di dollari, contro i 18,34 mld delle stime. Le vendite comparabili sono aumentate del 12,3%. L'amministratore delegato Marvin Ellison ha spiegato che la pandemia di COVID-19 ha spostato la domanda verso gli acquisti online, portando a un incremento dell'80% degli ordini sul sito web Lowes.com. Nonostante il Gruppo abbia ritirato l'outlook per l'intero esercizio per via delle incertezze relative alla pandemia, i miglioramenti registrati nel 1° trimestre dovrebbero proseguire anche nel mese di maggio, secondo quanto stimato dal management. Lowe's ha anche rafforzato ulteriormente la liquidità a disposizione, attraverso un'emissione obbligazionaria di 4 mld di dollari e l'aumento di linee di credito di 770 mln di dollari; in tal modo, le disponibilità complessive hanno raggiunto i 6 mld di dollari in contanti e mezzi equivalenti e 3 mld di dollari di crediti non utilizzati.

**TARGET: trimestrale in calo ma sopra le attese.** Il gruppo retail statunitense ha registrato risultati in calo su base annua a chiusura del 1° trimestre, ma a un livello superiore alle attese. Il risultato per azione si è attestato a 0,59 dollari, inferiori ai 1,53 dollari dell'analogo periodo del precedente esercizio, ma superiori al consenso (0,45 dollari). I ricavi sono stati pari a 19,62 mld di dollari, anch'essi migliori dei 18,75 mld di dollari indicati dagli analisti e le vendite su base comparabile sono salite del 10,8% rispetto al +4,8% dello stesso periodo del precedente esercizio, battendo le stime (+7,5%). In forte aumento le vendite online, cresciute nel periodo considerato del 141%. In deciso calo su base annua l'EBITDA (-39%), attestatosi a 1,09 mld di dollari, ma anche in questo caso superiore ai 968,6 mld di dollari stimati dal consenso.

## Nasdaq (2,08% a 9.376)

### I 3 migliori & peggiori del Dow Jones

Titolo	Prezzo	Var 1g %	Volumi medi	
			5g (M)	Var % 5-30g *
Walt Disney	119,92	4,85	5,26	3,67
Intel	63,10	4,66	7,65	8,07
American Express	90,73	3,98	1,27	1,24
Johnson & Johnson	147,68	-0,90	2,43	2,47
Merck & Co.	76,89	-0,85	3,24	2,93
Unitedhealth Group	287,99	-0,37	1,94	1,40

Nota: \* Variazione della media dei volumi a 5 giorni vs. 30 giorni. Fonte: Bloomberg

### I 3 migliori & peggiori del Nasdaq

Titolo	Prezzo	Var 1g %	Volumi medi	
			5g (M)	Var % 5-30g *
Analog Devices	114,57	7,75	1,34	0,97
Asml Holding Nv-Ny Reg	325,64	6,33	0,40	0,31
Facebook	229,97	6,04	7,55	7,28
Sirius Xm Holdings	5,23	-4,04	9,66	7,43
Liberty Global	21,03	-2,19	0,68	0,94
Charter Communications	512,80	-1,47	0,39	0,41

Nota: \* Variazione della media dei volumi a 5 giorni vs. 30 giorni. Fonte: Bloomberg

## Giappone – Nikkei 225 (-0,21% a 20.552)

Borse asiatiche contrastate, con il Nikkei in lieve calo, nonostante la positività di Wall Street. A pesare sull'indice sono stati i deboli dati macro giapponesi, con le esportazioni in calo del 21,9% ad aprile, dopo una flessione dell'11,7% a marzo. In calo anche il PMI manifatturiero a maggio sceso a 38,4 punti dai 41,9 di aprile, il più basso dal 2009. Inoltre, le borse asiatiche hanno risentito delle nuove tensioni tra USA e Pechino, dopo le nuove accuse del presidente Trump alla Cina, imputata di essere impegnata "in una massiccia campagna di disinformazione" per far vincere a Biden le elezioni e "di non aver fermato la pandemia, quando avrebbe potuto facilmente fermarla".

## Calendario Macroeconomico

Calendario dati macro (ieri)			
Paese	Indicatore	Eff. Cons.	
Area euro	(●●) Fiducia dei consumatori di maggio, stima flash	-	-23,8
	(●●●) CPI armonizzato m/m (%) di aprile, finale	0,3	0,3
	(●●●) CPI armonizzato a/a (%) di aprile, finale	0,3	0,4
	(●●●) CPI armonizzato core a/a (%) di aprile, finale	0,9	0,9
	(●) Partite correnti (miliardi di euro) di marzo	27,4	-
Regno Unito	(●) CPI m/m (%) di aprile	-0,2	-0,1
	(●) CPI a/a (%) di aprile	0,8	0,9
	RPI m/m (%) di aprile	0,0	0,1
	RPI a/a (%) di aprile	1,5	1,6
Giappone	(●●) Ordini di macchinari m/m (%) di marzo	-0,4	-6,7
	(●●) Ordini di macchinari a/a (%) di marzo	0,7	-8,6

Nota: Il numero di pallini da uno a tre indica l'importanza del dato nel periodo di riferimento. Fonte: Bloomberg

## 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.

Il presente documento è anche distribuito da Banca IMI, banca autorizzata in Italia e soggetta al controllo di Banca d'Italia e Consob per lo svolgimento dell'attività di investimento, 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 Datastream).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv Datastream, 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.

Il presente documento è pubblicato con cadenza giornaliera.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia e verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso i siti internet di Banca IMI (<http://www.bancaimi.prodottiequotazioni.com/Studi-e-Ricerche>) e di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.com/it/persona-e-famiglie/mercati.html>). La pubblicazione al pubblico su tali siti viene segnalata tramite il canale aziendale social Twitter @intesasanpaolo <https://twitter.com/intesasanpaolo>.

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>.

## 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>, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/normative.html>) 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 degli analisti

Gli analisti che hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento, dichiarano che:

- (a) le opinioni espresse sulle Società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

### Altre indicazioni

1. Né gli analisti né qualsiasi altra persona strettamente legata agli analisti hanno interessi finanziari nei titoli delle Società citate nel documento.
2. Né gli analisti né qualsiasi altra persona strettamente legata agli analisti operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nelle Società citate nel documento.
3. Sette degli analisti del Team Retail Research (Paolo Guida, Ester Brizzolara, Laura Carozza, Piero Toia, Fulvia Risso, Mario Romani, Serena Marchesi) sono soci AIAF.
4. Gli analisti citati non ricevono bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e 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 Banca IMI e/o 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 Banca IMI e/o 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

Serena Marchesi  
Fulvia Risso  
Andrea Volpi

### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Monica Bosi