

Mensile Valute

Attesa per le parole dei banchieri centrali

EUR – L'attesa per una BCE meno restrittiva rallenta il recupero dell'euro

Le aspettative per la riunione BCE del prossimo 14 dicembre vedono l'istituto centrale ribadire la fine del rincaro del costo del denaro e il raggiungimento del picco dei tassi, evitando di peggiorare il quadro economico europeo che, in maniera molto chiara, sta mostrando un rallentamento più marcato rispetto ad altre aree. L'inversione della politica monetaria e il ritorno a un approccio più accomodante sono stimati, dal mercato, a partire dalla seconda metà del 2024. Le tempistiche della svolta sono al centro del dibattito e rischiano di creare uno scenario prematuro di attesa, che potrebbe inficiare il lavoro di contrasto all'inflazione e rallentare il movimento di recupero dell'euro.

USD – In attesa della Fed di dicembre il dollaro consolida il ribasso in atto

A meno di sorprese sul fronte dell'inflazione (distante dal target del 2%) o di un'eccessiva forza dell'economia USA, il ciclo di rialzo dei tassi da parte della Fed dovrebbe potersi ritenere concluso. La corsa del dollaro si è arrestata; tuttavia, prudentemente, pensiamo che sia ancora presto per definire il ribasso attuale come un'inversione strutturale. A nostro avviso, solo un rallentamento maggiore dell'economia e un approccio esplicitamente meno restrittivo della Fed potrebbero favorire un calo duraturo della valuta nel medio termine.

GBP – Si rafforza il profilo ribassista sui tassi, ma senza penalizzare la sterlina

Le proiezioni contenute nel Monetary Policy Report (MPR) di novembre hanno confermato che i tassi resteranno alti a lungo ma che la Bank of England inaspirerà la propria politica monetaria, solo se emergeranno ulteriori pressioni inflazionistiche. Un quadro stabile in vista della riunione BoE del 14 dicembre, e che ha modificato le aspettative di mercato sul bank rate inglese: il profilo mostra ora tassi fermi agli attuali livelli almeno fino al 2° trimestre 2024 e il primo possibile taglio del costo del denaro nell'estate dell'anno prossimo, ma senza penalizzare la sterlina.

JPY – La BoJ difficilmente cambierà approccio nel breve, a scapito dello yen

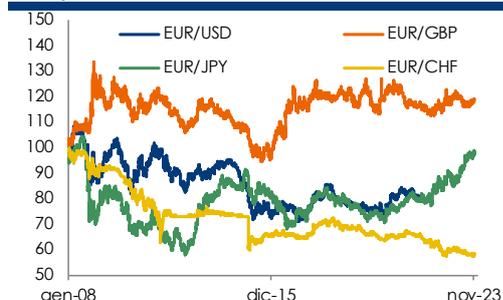
In vista della riunione della Banca del Giappone (BoJ) del prossimo 19 dicembre, pensiamo che difficilmente cambierà qualcosa nell'approccio monetario della banca centrale; lo yen resterà ancora penalizzato dal differenziale tassi fra il Giappone e le altre grandi economie e la svolta restrittiva della BoJ si concretizzerà solo a 2024 inoltrato e non prima. Nelle scorse settimane, la frenata del dollaro e un nuovo surriscaldamento delle dinamiche inflattive in Giappone hanno rafforzato le aspettative di cambio di passo della BoJ, favorendo il recupero della divisa giapponese soprattutto rispetto al biglietto verde.

Previsioni tassi di cambio

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,0826	1,08	1,10	1,11	1,12	1,14
EUR/GBP	0,8577	0,87	0,87	0,87	0,88	0,88
EUR/JPY	159,41	160	156	150	142	139
Altre valute						
GBP/USD	1,2622	1,23	1,26	1,27	1,28	1,30
USD/JPY	147,25	149	142	135	127	122
EUR/CHF	0,9447	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

5 dicembre 2023 - 12:34 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

5 dicembre 2023 - 12:40 CET

Data e ora di circolazione

Titoli di Stato

Scadenza	Rendimento %
T-Note 10A	4,24
Bund 10A	2,30
Gilt 10A	4,19
JGB 10A	0,67

Fonte: Bloomberg

Cambi

EUR/USD	1,0826
USD/JPY	147,25
GBP/USD	1,2622
EUR/CHF	0,9447
EUR/SEK	11,31
EUR/NOK	11,74
EUR/DKK	7,456
USD/CAD	1,3531
AUD/USD	0,6621
NZD/USD	0,6168
USD/ZAR	18,8304
EUR/JPY	159,41
EUR/GBP	0,8577
EUR/CAD	1,4648
EUR/AUD	1,6352
EUR/NZD	1,755
EUR/ZAR	20,3847
EUR/ISK	150,90
EUR/HUF	379,89

Fonte: Bloomberg

EUR: l'attesa per una BCE meno restrittiva frena il recupero dell'euro

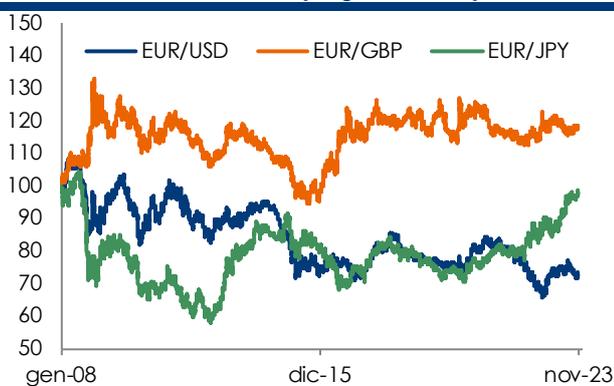
L'euro riduce il recupero esprimendo una maggiore volatilità in vista della riunione BCE di metà dicembre. La BCE, a fine ottobre, ha mantenuto i tassi ufficiali fermi, fiduciosa della validità del proprio scenario previsivo, dopo il rialzo dei tassi di settembre effettuato solo per cautelarsi da una possibile ripresa della dinamica dei prezzi. In realtà, il calo dell'inflazione in Europa, registrato dagli ultimi dati mensili, ha confermato la bontà della scelta attendista effettuata in ottobre. Le aspettative per la riunione BCE del prossimo 14 dicembre vedono l'istituto centrale ribadire la fine del rincaro del costo del denaro e il raggiungimento del picco dei tassi, evitando di peggiorare il quadro economico europeo che, in maniera molto più chiara (rispetto, ad esempio, a quello statunitense), sta mostrando un rallentamento più marcato. Permane la fiducia sul ritorno dell'inflazione verso il target del 2%, se i tassi resteranno su questi livelli restrittivi per un periodo di tempo sufficientemente lungo, senza inasprirli ulteriormente, a patto che non ci siano inattesi surriscaldamenti dei prezzi. L'inversione della politica monetaria e il ritorno a un approccio più accomodante sono stimati, dal mercato, a partire dalla seconda metà del 2024. Le tempistiche della svolta sono al centro del dibattito e rischiano di creare uno scenario prematuro di attesa, che potrebbe inficiare il lavoro di contrasto all'inflazione e rallentare il recupero dell'euro in atto.

EUR/USD: nel breve permane l'idea di un probabile consolidamento sugli attuali livelli per l'euro; la valuta unica ha tratto il massimo vantaggio dal nuovo scenario sui tassi e dalla frenata del biglietto verde. Una situazione che ha spinto il cambio fino a 1,10, livello da cui si è fatto respingere in vista dell'esito delle riunioni di Fed e BCE in agenda a dicembre.

EUR/GBP: la sterlina potrebbe ridurre leggermente il recupero contro euro, visto l'approccio prudente sui tassi che verrà probabilmente ribadito dalla Bank of England anche a dicembre.

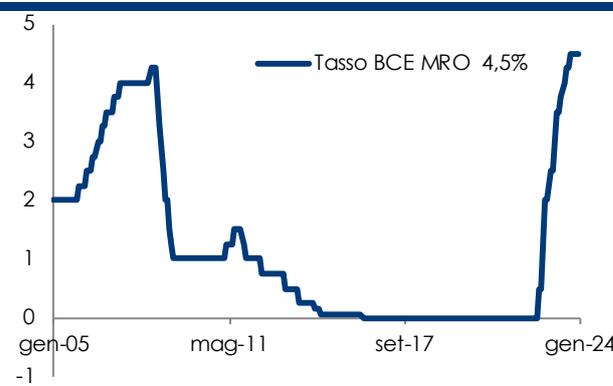
EUR/JPY: lo yen consolida, avendo in parte ridotto la sua debolezza di breve contro euro. La valuta nipponica attende la svolta meno accomodante della BoJ per recuperare ulteriormente.

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



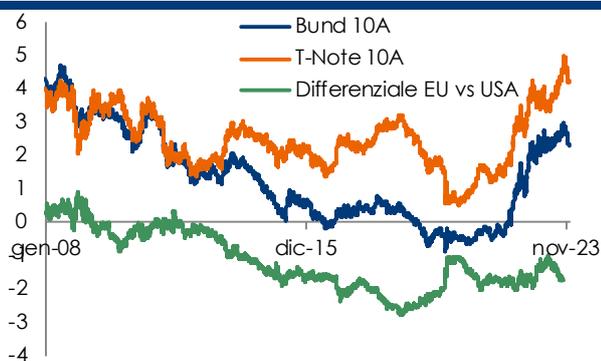
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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: in attesa della Fed di dicembre il dollaro consolida

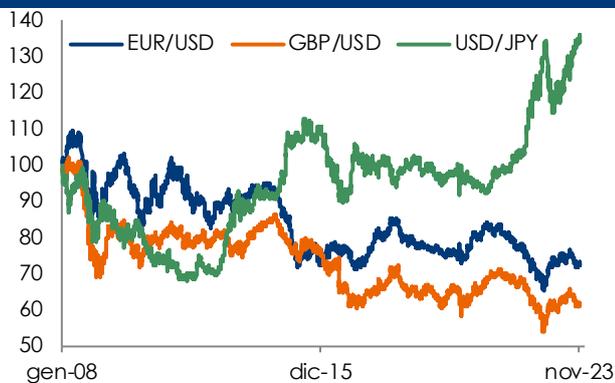
Il biglietto verde ha ridotto il movimento ribassista, ma senza modificare la dinamica di fondo che sconta la fine della restrizione monetaria. Nella riunione del 1° novembre la Fed ha deciso di lasciare invariati i tassi e questo ha dato il via a un ritracciamento del dollaro, che solo negli ultimi giorni si è affievolito, complice l'approssimarsi del nuovo meeting Fed del 13 dicembre. La decelerazione dell'economia statunitense inizia ad essere più visibile nei numeri, senza probabilmente che il sistema finisca in recessione. I dati restano quindi centrali e saranno monitorati con attenzione dal mercato e dalla Fed, soprattutto alla luce delle ultime parole del governatore Powell. Recentemente il Presidente della banca centrale ha respinto le crescenti attese di taglio dei tassi di interesse già nella prima parte del 2024, affermando che l'istituto si muoverà con cautela, mantenendo aperta la possibilità anche di aumentarli nuovamente, se necessario. La sensazione però è che queste affermazioni servano a raffreddare le aspettative degli investitori circa una prematura riduzione del costo del denaro, visti il movimento in calo dei rendimenti dei Treasury e l'eccessiva euforia sui mercati azionari. 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. La corsa del dollaro si è arrestata; tuttavia, prudentemente, pensiamo che sia ancora presto per definire il ribasso attuale come un'inversione strutturale. A nostro avviso, solo un rallentamento maggiore dell'economia e un approccio esplicitamente meno restrittivo della Fed potrebbero favorire un calo duraturo della valuta nel medio termine.

EUR/USD: lo storno del dollaro ha consentito all'euro finalmente di recuperare. Le tempistiche sulla fine della restrizione monetaria, in entrambe le aree, diventano il nuovo driver del cambio.

GBP/USD: la marginale debolezza del dollaro potrebbe favorire ancora il recupero della sterlina nel medio termine, al netto delle scelte della Bank of England di dicembre.

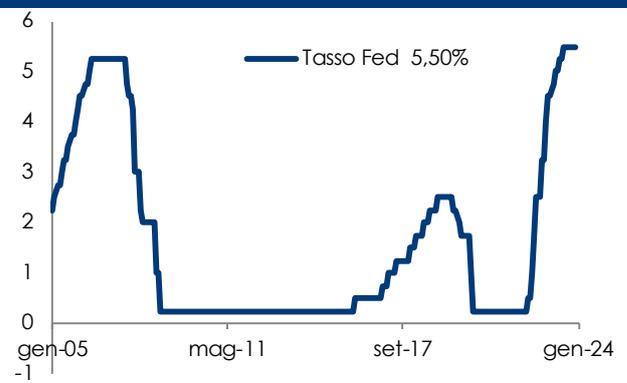
USD/JPY: l'andamento dell'USD/JPY resta vincolato alla debolezza dello yen, nonostante la frenata del dollaro. La valuta giapponese attende la svolta restrittiva della Bank of Japan.

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



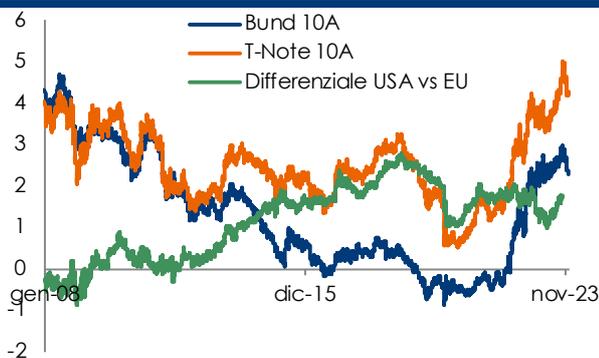
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale Fed (fed funds)



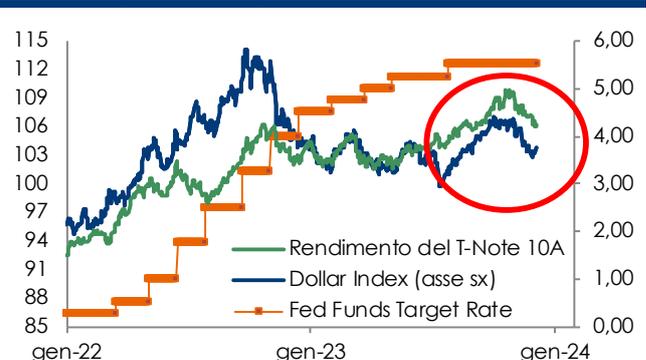
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed

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

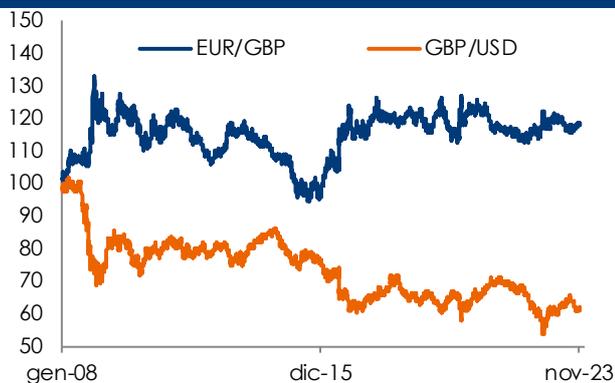
GBP: si rafforza il profilo ribassista sui tassi, ma senza penalizzare la sterlina

La sterlina ha recuperato molto e attende la Bank of England del 14 dicembre. L'esito della riunione della Banca d'Inghilterra del 2 novembre aveva inizialmente penalizzato la sterlina; più che la riconferma del livello (5,25%), è stato l'abbassamento del profilo sui tassi l'elemento che più di tutti aveva gravato sulla valuta, con la BoE che aveva lasciato intendere che quello fosse il punto di arrivo dei tassi (salvo imprevisti sul fronte dell'inflazione). Nel corso delle successive settimane, complice la frenata del dollaro statunitense (che resta la valuta dominante sul mercato Forex), una serie di elementi e aspettative in miglioramento per il sistema inglese e una maggior comprensione del posizionamento attendista della BoE hanno finito per favorire il recupero della sterlina contro tutte le principali monete. Le nuove proiezioni contenute nel Monetary Policy Report (MPR) di novembre hanno in sostanza confermato che i tassi resteranno alti a lungo ma che la BoE inasprirà la propria politica monetaria, solo se emergeranno ulteriori pressioni inflazionistiche. Questo ha modificato in maniera concreta le aspettative di mercato sul bank rate inglese: il profilo mostra ora tassi fermi agli attuali livelli almeno fino al 2° trimestre 2024 e il primo possibile taglio del costo del denaro nell'estate dell'anno prossimo. Uno scenario sui tassi non dissimile, nella sostanza, da quello delineato dalla Banca d'Inghilterra stessa, che dovrebbe riportare l'inflazione al target del 2% entro la fine del 2025.

EUR/GBP: l'orientamento della BoE resta restrittivo ma il profilo del bank rate, tratteggiato dalla banca e dalle aspettative di mercato, potrebbe frenare l'attuale recupero della sterlina.

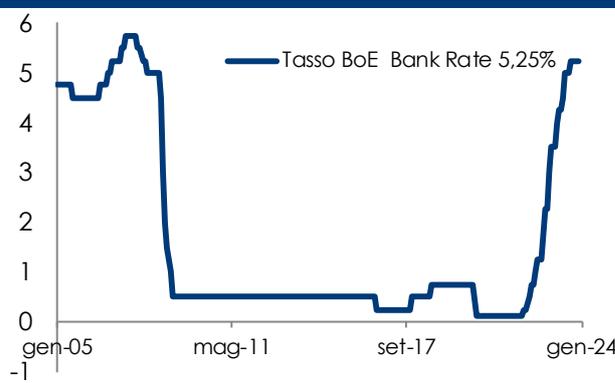
GBP/USD: la sterlina ha recuperato terreno contro dollaro nelle ultime settimane, complice la marginale frenata del biglietto verde, che ha amplificato l'apprezzamento in atto sulla divisa inglese. Un movimento che potrebbe continuare, ma solo nel medio termine, superata la tornata di banche di dicembre.

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



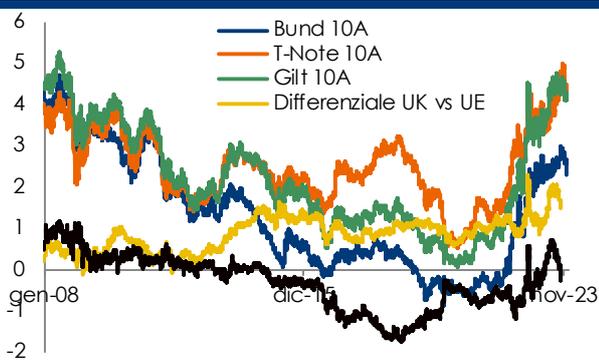
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoE (bank rate)



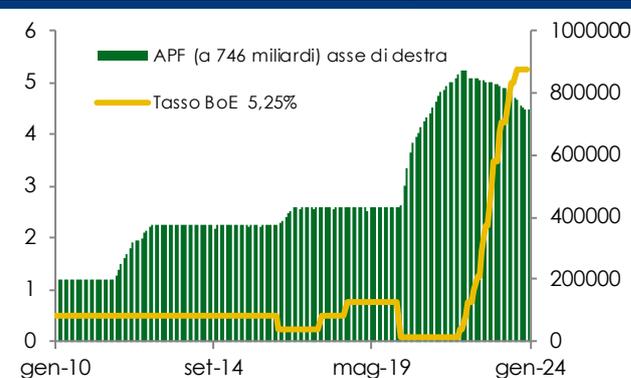
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of England

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: la BoJ difficilmente cambierà approccio a dicembre

L'attesa per la normalizzazione della politica monetaria da parte della Bank of Japan resta il principale elemento di influenza per lo yen.

Nella riunione del 31 ottobre, la Bank of Japan (BoJ) ha lasciato invariato al -0,10% il costo del denaro, confermando la sua politica di tassi negativi. L'istituto ha però modificato il limite superiore della banda di oscillazione tollerata che è stato alzato oltre l'1%, lasciando "correre" maggiormente i rendimenti e favorendo una certa restrizione monetaria. Chiaramente questa mossa è risultata largamente insufficiente e non ha in alcun modo favorito il recupero dello yen. I due fattori che hanno invece consentito alla divisa nipponica di allontanarsi dai minimi contro dollaro sono stati: 1) i prezzi sono saliti leggermente in Giappone lo scorso mese, sia quelli al consumo (CPI) sia il costo dei fattori produttivi (PPI), amplificando le aspettative di svolta restrittiva della banca centrale; 2) la marginale frenata del dollaro, in linea con le attese di fine della restrizione monetaria da parte della Fed, ha contribuito al recupero (in relativo) dello yen.

EUR/JPY: la debolezza dello yen contro euro consoliderà almeno nel breve periodo, visto anche il recupero messo a segno dalla valuta unica nelle ultime settimane; l'intensità dei due diversi approcci monetari e la lentezza nella normalizzazione dell'azione della BoJ continueranno a pesare sulla valuta.

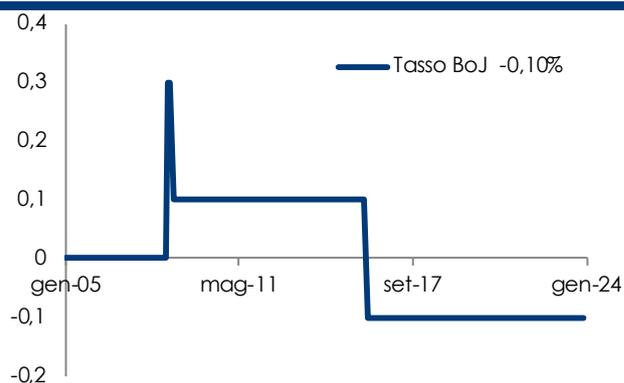
USD/JPY: la debolezza della divisa nipponica si è parzialmente ridotta nelle ultime settimane, traendo vantaggio dalla fase di storno sul dollaro dopo la pausa nell'azione della Fed. L'ampio differenziale di tassi d'interesse tra il Giappone e gli Stati Uniti continua ad alimentare le operazioni di carry trade a sfavore dello yen, in attesa della sperata svolta restrittiva della BoJ il prossimo anno.

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



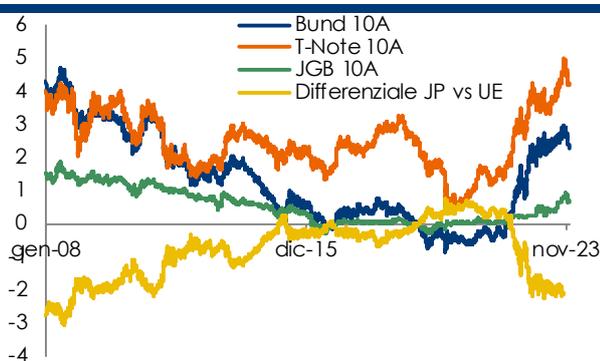
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoJ



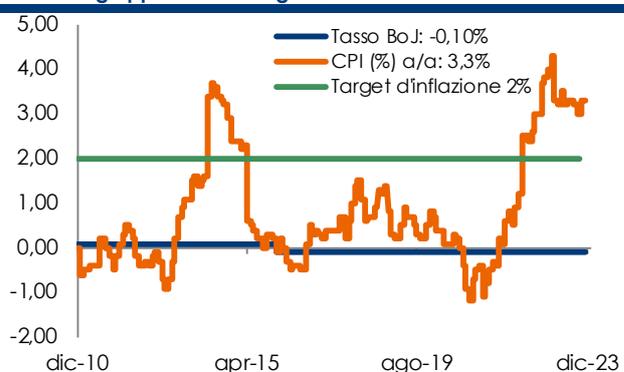
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of Japan

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 07.11.2023.

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 separatezza 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