

Mensile Valute
I primi segnali di trattative commerciali riducono le tensioni
EUR – L'euro resta forte nonostante le attese di ulteriore calo dei tassi BCE

La BCE ha sottolineato l'incertezza che grava sullo scenario dall'avvio dell'aggressiva politica commerciale statunitense con gli annunci del 2 aprile, ribadendo la necessità di prendere le prossime decisioni riunione per riunione sulla base del flusso di dati. Il nostro scenario centrale prevede ancora un ultimo taglio in luglio e, pertanto, un tasso terminale al 2%, con rischi verso un ulteriore allentamento se la crescita dovesse rivelarsi più debole delle attese. L'euro non appare rallentato dagli elementi di incertezza che sottolineiamo, né tanto meno dalla prospettiva di un calo maggiore dei tassi di interesse. Permane la sensazione che la forza della valuta unica sia però temporanea e che possa presto tramutarsi in un movimento di consolidamento.

USD – La Fed resterà cauta consentendo al dollaro di consolidare nel breve

L'evoluzione dello scenario economico ha mostrato un rallentamento della crescita a cui si sono sommati una serie di segnali che mostrano nuove pressioni inflazionistiche, riconducibili alle misure protezionistiche introdotte dall'Amministrazione Trump. Una situazione che ha complicato il quadro all'interno del board della Fed ed ha molto differenziato le opinioni fra i membri accentuandone la divisione, rispetto al recente passato. Questo ha rafforzato la sensazione che occorra più tempo per valutare l'evoluzione delle politiche commerciali e i loro effetti su crescita e inflazione, prolungando la pausa nel percorso di ribasso dei tassi. Una ipotesi che dovrebbe consentire al dollaro per lo meno di consolidare nel breve termine.

GBP – La BoE taglierà i tassi, ma questo non dovrebbe nuocere alla sterlina

La Banca d'Inghilterra (BoE) dovrebbe abbassare i tassi di interesse di 25pb, l'8 maggio, portando il bank rate inglese al 4,25% (da 4,50%). Il mercato sconta questa mossa con probabilità certa, troppa è la tensione generata dai dazi introdotti dal Presidente degli Stati Uniti che rischiano di deteriorare le prospettive dell'economia globale, costringendo (probabilmente) la BoE ad accelerare il taglio dei tassi. Una scelta che non dovrebbe avere conseguenze per la sterlina che continuerà a beneficiare dell'ampio differenziale tassi con le altre economie.

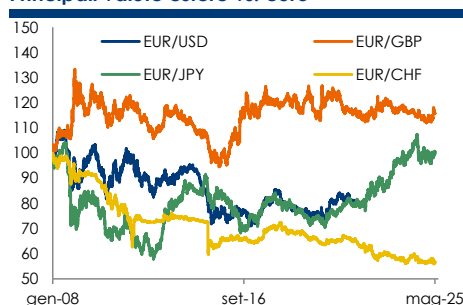
JPY – Consolida lo yen nonostante la pausa nel rialzo dei tassi della BoJ

La Banca del Giappone (BoJ) ha mantenuto invariati i tassi di interesse allo 0,50%, lo scorso 1° maggio. La BoJ ha, però, abbassato le previsioni di crescita economica, motivandole con l'incertezza derivante dalle politiche commerciali statunitensi. L'ulteriore recupero dello yen dipenderà però dal prosieguo del rialzo dei tassi della BoJ.

Previsioni tassi di cambio

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1302	1,12	1,10	1,08	1,06	1,08
EUR/GBP	0,8515	0,85	0,84	0,83	0,83	0,82
EUR/JPY	162,96	160	156	152	149	147
Altre valute						
GBP/USD	1,3274	1,32	1,30	1,31	1,28	1,32
USD/JPY	144,17	143	142	141	140	137
GBP/JPY	0,9314	0,92	0,93	0,94	0,95	0,98

Fonte: previsioni Research Department Intesa Sanpaolo

Principali valute estere vs. euro


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

6 maggio 2025 - 10:05 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

6 maggio 2025 - 10:10 CET

Data e ora di circolazione

Titoli di Stato

Scadenza	Rendimento %
T-Note 10A	4,34
Bund 10A	2,52
Gilt 10A	4,51
JGB 10A	1,26

Fonte: Bloomberg

Cambi

EUR/USD	1,1302
USD/JPY	144,17
GBP/USD	1,3274
EUR/CHF	0,93
EUR/SEK	10,94
EUR/NOK	11,75
EUR/DKK	7,46
USD/CAD	1,38
AUD/USD	0,64
NZD/USD	0,59
USD/ZAR	18,29
EUR/JPY	162,96
EUR/GBP	0,8515
EUR/CAD	1,56
EUR/AUD	1,74
EUR/NZD	1,89
EUR/ZAR	20,67
EUR/ISK	146,90
EUR/HUF	403,5

Fonte: Bloomberg

EUR: l'euro resta forte nonostante le attese di ulteriore calo dei tassi

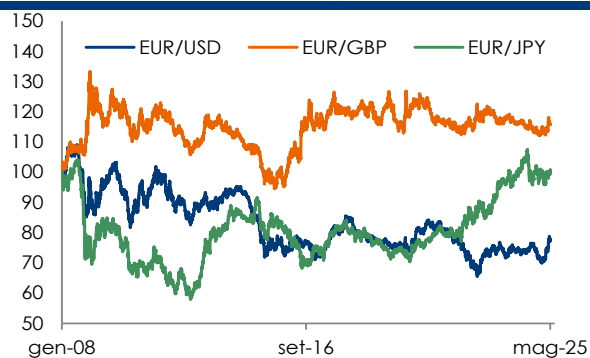
Prosegue la frenata del dollaro favorendo (in relativo) il rafforzamento dell'euro nonostante la prospettiva di ulteriore calo del costo del denaro in Eurozona, se l'economia rallenterà ulteriormente. La BCE ha tagliato i tassi di 25pb portando il tasso sui depositi al 2,25%, livello non più ritenuto restrittivo, nella riunione dello scorso 17 aprile (prossima riunione il 5 giugno). Si tratta del sesto calo dall'avvio della rimozione della restrizione monetaria nell'estate del 2024, quando il tasso sui depositi era al 4%. La BCE ha sottolineato l'incertezza che grava sullo scenario dall'avvio dell'aggressiva politica commerciale statunitense con gli annunci del 2 aprile, ribadendo la necessità di prendere le prossime decisioni riunione per riunione sulla base del flusso di dati. Il nostro scenario centrale prevede ancora un ultimo taglio in luglio e, pertanto, un tasso terminale al 2%, con rischi verso un ulteriore allentamento se la crescita dovesse rivelarsi più debole delle attese. Si rafforza la sensazione che l'inflazione, almeno nel breve termine, possa rallentare più velocemente del previsto per effetto della discesa dei prezzi energetici e del recente apprezzamento dell'euro. Un insieme di elementi ampliano la probabilità che la BCE possa portare il tasso sui depositi anche sotto il 2% entro settembre. L'euro non appare rallentato dagli elementi di incertezza che sottolineiamo, né tanto meno dalla prospettiva di un calo maggiore dei tassi di interesse. Permane la sensazione che la forza della valuta unica sia però temporanea e che possa presto tramutarsi in un movimento di consolidamento.

EUR/USD: le incognite globali manterranno l'euro/dollaro all'interno di un trend laterale probabilmente fino a fine anno. La prospettiva di altri tagli dei tassi BCE per ora non sembra incidere sulla valuta unica ma potrebbe, nel medio-lungo, farle perdere terreno contro dollaro.

EUR/GBP: la sterlina continuerà a beneficiare del differenziale dei tassi fra Eurozona e Inghilterra, nonostante un maggior allineamento nell'azione espansiva fra BCE e Banca d'Inghilterra.

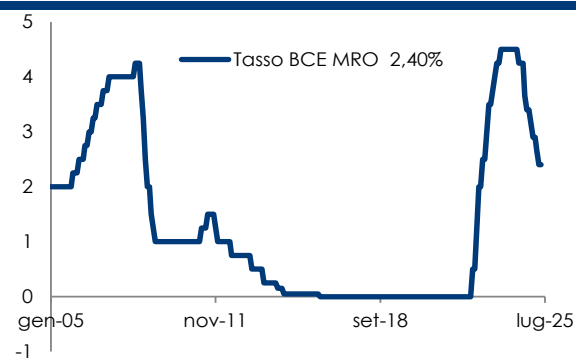
EUR/JPY: lo yen è atteso incrementare il recupero contro euro grazie alle aspettative di prosieguo del rialzo dei tassi della Banca del Giappone, nonostante la recente pausa nell'azione restrittiva.

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



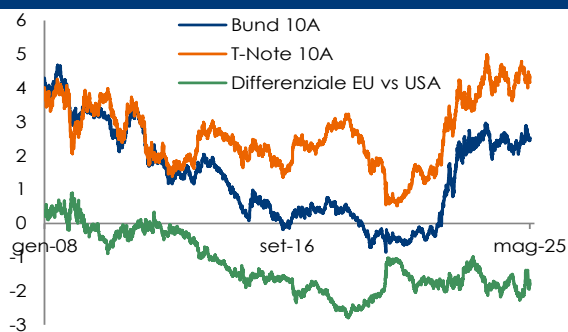
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso MRO della BCE



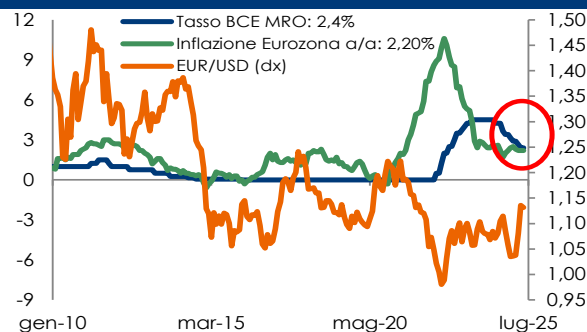
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

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: la Fed resterà cauta, il dollaro dovrebbe consolidare nel breve

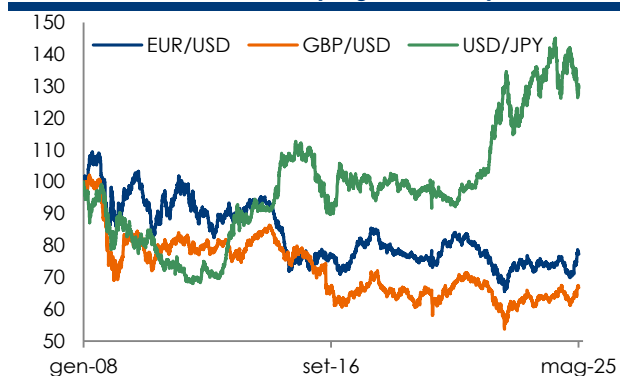
Nella riunione del 7 maggio la Fed dovrebbe lasciare i tassi invariati mentre il dollaro continua ad essere penalizzato dalla guerra commerciale scatenata da Trump. L'evoluzione dello scenario economico ha mostrato un rallentamento della crescita a cui si sono sommati una serie di segnali che mostrano nuove pressioni inflazionistiche, riconducibili alle misure protezionistiche introdotte dall'Amministrazione Trump. Powell ha di recente ribadito che i rincari che si stanno verificando dovrebbero essere momentanei, pur senza escludere conseguenze più durature. Una situazione che ha complicato il quadro all'interno del board della Fed ed ha molto differenziato le opinioni fra i membri accentuandone la divisione, rispetto al recente passato. Questo ha rafforzato la sensazione che occorra più tempo per valutare l'evoluzione delle politiche commerciali e i loro effetti su crescita e inflazione, prolungando la pausa nel percorso di ribasso dei tassi. Riteniamo ancora possibile che la Fed proceda a un allentamento monetario nei prossimi mesi, ma in minor misura di quanto scontano i mercati: ci attendiamo due tagli da 25pb anziché i quattro attualmente prezzati dagli investitori, con un primo intervento tra luglio e settembre, nonostante aumentino gli indizi di una de-escalation nella guerra commerciale.

EUR/USD: il forte ribasso del dollaro, scosso dalle tariffe di Trump, dovrebbe arrestarsi, consentendo al biglietto verde di consolidare contro euro, almeno nel breve termine, imponendo al cambio una dinamica laterale.

GBP/USD: la sterlina continua a beneficiare della frenata del dollaro, coll sistema inglese che resta quello meno investito dall'ondata tariffaria di Trump.

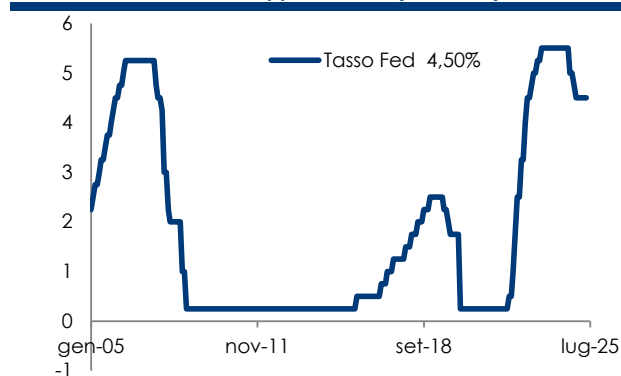
USD/JPY: lo yen continuerà a beneficiare del suo ruolo di valuta rifugio, rafforzandosi. Per un maggior rialzo però è indispensabile che prosegua l'azione restrittiva della Banca del Giappone.

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



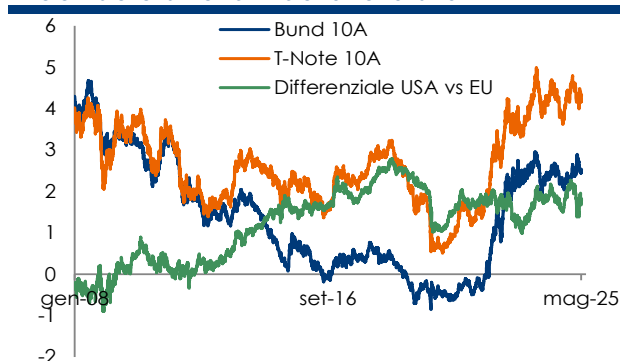
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



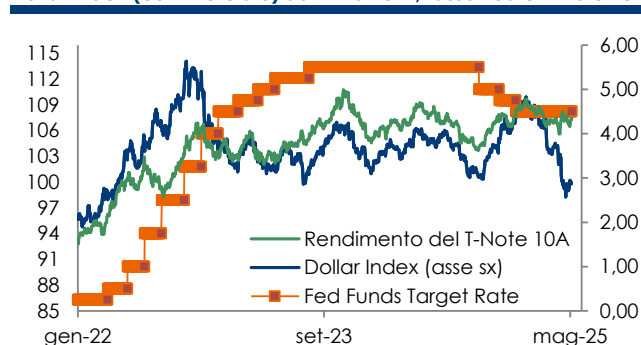
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed

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 taglierà i tassi, ma questo non dovrebbe nuocere alla sterlina

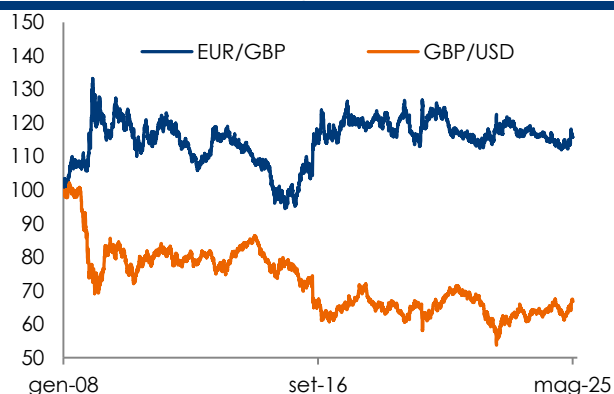
La Bank of England (BoE) probabilmente ridurrà il bank rate l'8 maggio, ma senza conseguenze per la sterlina che continuerà a beneficiare dell'ampio differenziale tassi con le altre economie.

La Banca d'Inghilterra dovrebbe abbassare i tassi di interesse di 25pb l'8 maggio, portando il bank rate inglese al 4,25% (da 4,50%). Il mercato sconta questa mossa con probabilità certa, troppa è la tensione generata dai dazi introdotti dal Presidente degli Stati Uniti che rischiano di deteriorare le prospettive dell'economia globale, costringendo (probabilmente) la BoE ad accelerare il taglio dei tassi. Il governatore Bailey, intervenuto a Washington al Fondo Monetario Internazionale nelle scorse settimane, ha già anticipato la revisione al ribasso delle stime di crescita del Regno Unito confermando come la banca centrale valuti molto attentamente i rischi delle tariffe e le conseguenze della guerra commerciale promossa da Trump. Finora il Comitato di politica monetaria della BoE ha adottato quello che definisce un approccio "graduale e cauto", tagliando i tassi tre volte dall'agosto 2024 ma con un approccio comunque prudente, a causa delle pressioni inflazionistiche. La nuova situazione creatasi potrebbe invece costringerla ad abbandonare tale approccio. Una scelta che non dovrebbe avere conseguenze per la sterlina che continuerà a beneficiare dell'ampio differenziale tassi con le altre economie.

EUR/GBP: nonostante la probabile riduzione del bank rate inglese, nell'imminente riunione di maggio, pensiamo che possa proseguire la dinamica di consolidamento della sterlina contro euro come conseguenza del diverso percorso di taglio dei tassi fra la BoE e la BCE. Questo differenziale è a favore della divisa inglese e rimane il principale elemento di supporto.

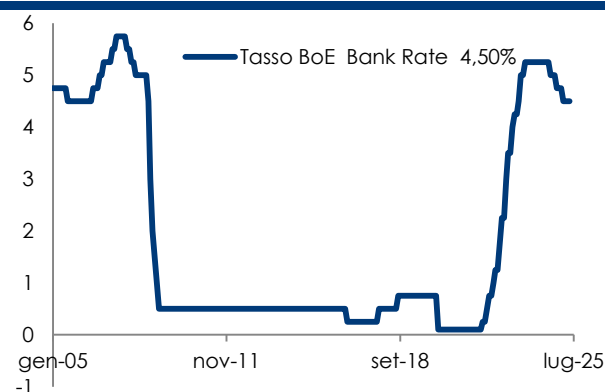
GBP/USD: la forte discesa del dollaro delle ultime settimane, dovuta alle turbolenze generate dai dazi di Trump, continuerà a favorire il consolidamento della sterlina contro il biglietto verde. La cautela della Fed circa il prosieguo del taglio dei tassi americani potrebbe venir meno se prevalessero i rischi per la crescita, ampliando la debolezza del dollaro.

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



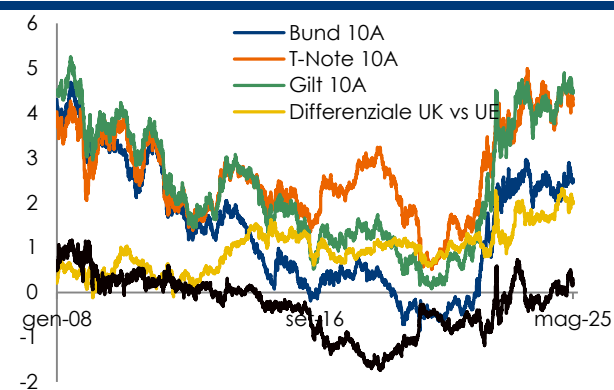
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoE (bank rate)



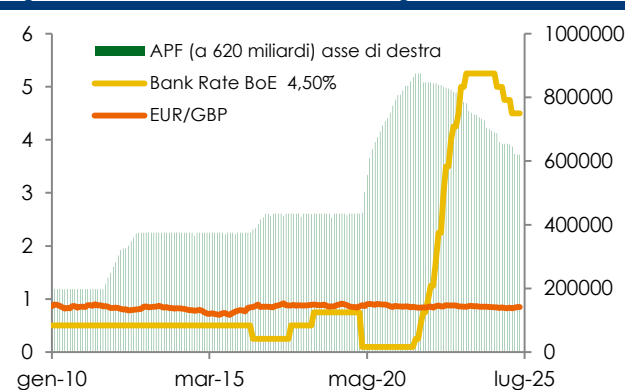
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of England

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

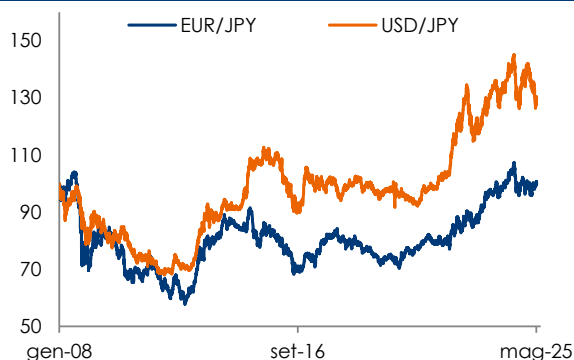
JPY: la BoJ ha confermato i tassi ma ha abbassato la crescita giapponese

Lo yen consolida la sua forza nonostante la pausa nel rialzo dei tassi giapponesi. La Banca del Giappone (BoJ) ha mantenuto invariati i tassi allo 0,50%, lo scorso 1° maggio. La BoJ ha, però, abbassato le previsioni di crescita economica, motivandole con l'incertezza derivante dalle politiche commerciali statunitensi. Nel suo rapporto trimestrale, il PIL per l'anno fiscale in corso (termina a marzo 2026) è stato ridotto dall'1,1% allo 0,5%; ribasso anche per il prossimo anno, dall'1,0% allo 0,7%. La BoJ si attende, inoltre, che l'inflazione core rimanga intorno al 2% nel medio termine, stimandola al 2,2% per l'anno fiscale in corso (2,4% la stima precedente). La "guerra commerciale" rappresenta un rischio per l'economia giapponese, per tale motivo il governatore Ueda ha ribadito la volontà di proseguire, nelle prossime riunioni, con il rialzo dei tassi, a patto che l'inflazione si avvicini al target del 2% ma difendendo, al contempo, la scelta di una pausa strategica. Il Giappone è nel pieno delle trattative con gli Stati Uniti e potrebbe minacciare un rialzo dei tassi (giustificato dalla dinamica dei prezzi) che riduca ulteriormente i vantaggi derivanti dal "carry trade", ovvero l'indebitamento a tassi bassi (Giappone) per investire a rendimenti più alti (USA). Qualora accelerasse il processo di rialzo dei tassi nipponici, a fronte di un calo negli USA che ampliasse il deprezzamento del dollaro contro lo yen, i guadagni da "carry trade" rischierebbero di contrarsi fino a tramutarsi in perdite per gli investitori di Wall Street. L'ulteriore recupero dello yen dipenderà dal prosieguo del rialzo dei tassi della BoJ.

EUR/JPY: scenario immutato per lo yen, che è atteso incrementare il recupero da inizio anno, nonostante si allunghino i tempi del prossimo rialzo dei tassi della Banca del Giappone, ormai atteso molto oltre l'estate. Il recupero contro euro dovrebbe protrarsi, specie se la BCE deciderà di tagliare ulteriormente i tassi, a causa delle conseguenze negative sul ciclo europeo dei dazi di Trump.

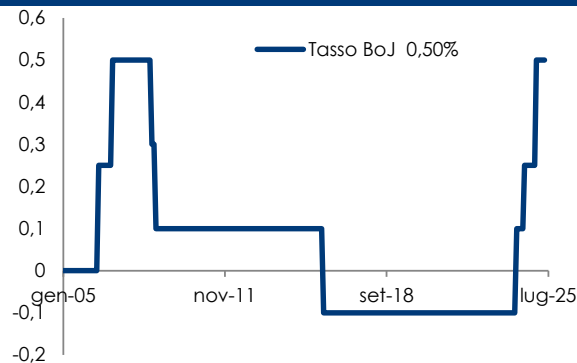
USD/JPY: l'ennesima frenata del dollaro, causata dalle tariffe di Trump, ha rafforzato la dinamica dello yen contro il biglietto verde, nonostante la difficile trattativa in atto fra Stati Uniti e Giappone, volta a mitigare gli effetti negativi dei dazi americani sull'economia nipponica.

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



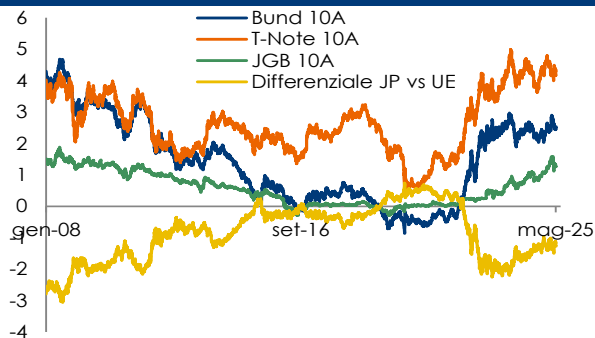
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoJ



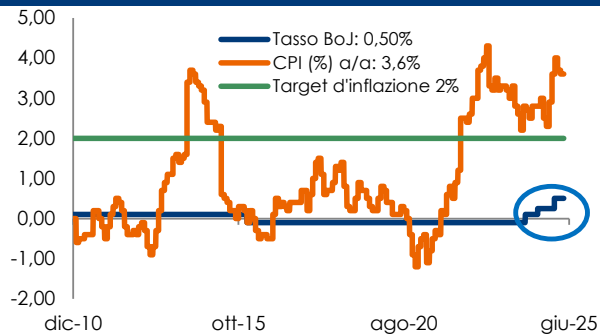
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of Japan

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 prestatore 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 04.04.2025.

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 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 – 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 Rizzo

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Monica Bosi