



# L'impatto dell'inflazione sulle attività finanziarie

Come e perché la crescita dei prezzi ha inciso sulla redditività del risparmio

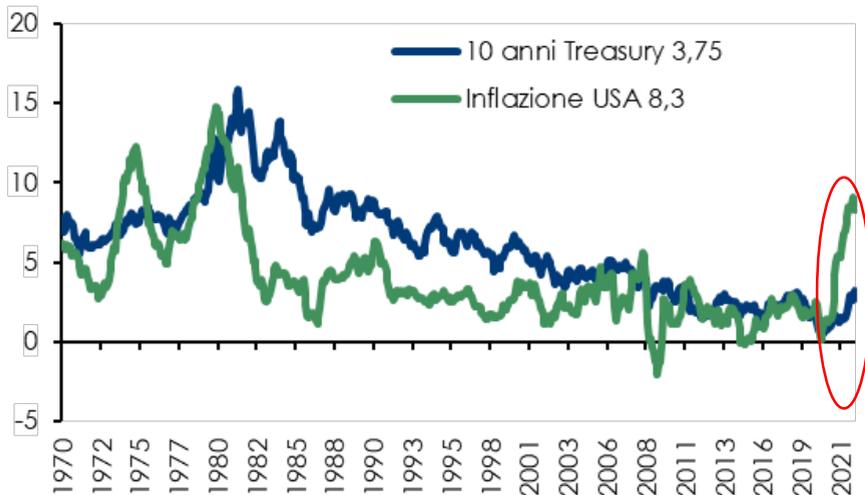
A cura del Team Retail Research  
3 novembre 2022

# All'inseguimento dell'inflazione: una storia (nuova) che arriva da lontano ...

1

I tassi di mercato continuano a salire ma la differenza rispetto all'inflazione è ancora molto ampia, in un **contesto inedito**, almeno negli ultimi 50 anni.

## Inflazione e tassi statunitensi: mai così lontani



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

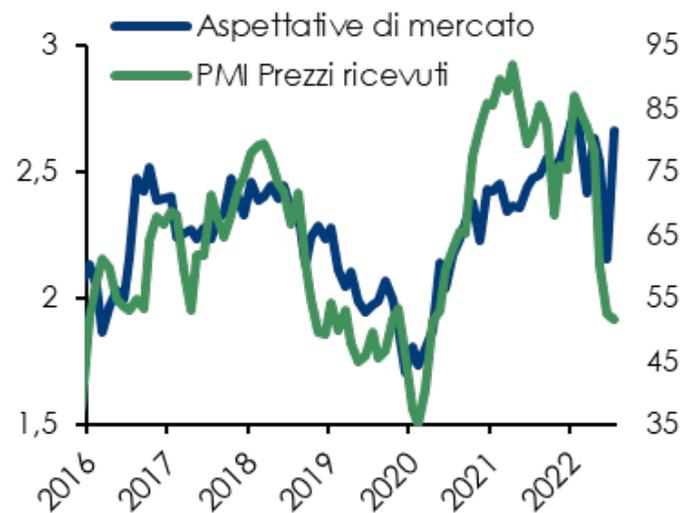
L'inflazione globale ha raggiunto livelli toccati alla fine degli anni '70, dopo un lungo periodo di crescita dei prezzi estremamente contenuta.

Tra le principali motivazioni:  
**rimodulazione delle catene produttive, eccesso di stimolo post-Covid, conflitto e crisi energetica.**

# .. ancora per quanto tempo? Le aspettative d'inflazione puntano ad un contenimento

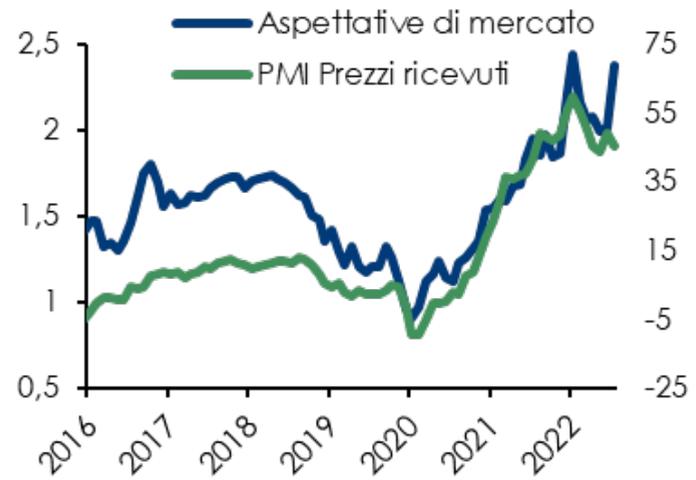
La stabilizzazione e la decelerazione della crescita dei prezzi è più evidente in USA che in Eurozona. **Ci attendiamo per il 2023 un calo al 4,3% in USA (dall'8,1%), al 7,5% in Eurozona (dall'8,5%) e all'8,3% in Italia (dall'8,7%).**

**USA: aspettative d'inflazione, mercato e indagini di fiducia**



Note: per le aspettative di mercati si è preso l'indice inflation expectation 5y5yforward. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

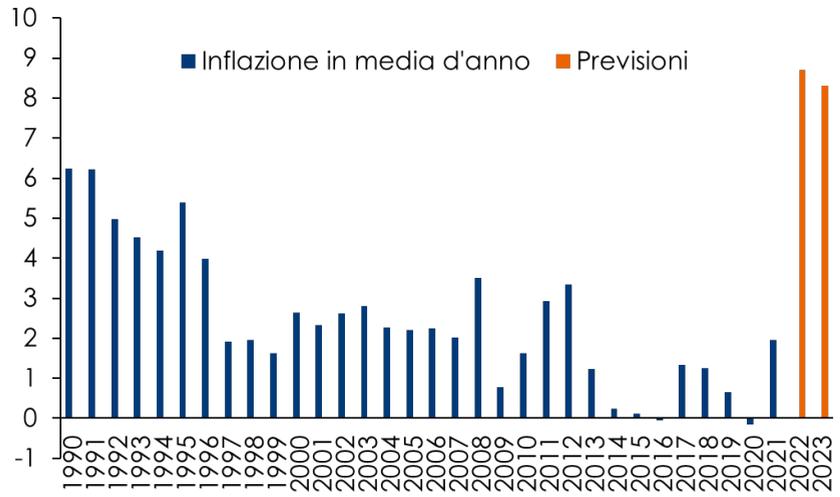
**Area euro: aspettative d'inflazione, mercato e indagini di fiducia**



Note: per le aspettative di mercati si è preso l'indice inflation expectation 5y5yforward. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg **INTESA SANPAOLO**

# Inflazione ed erosione del potere d'acquisto: l'impatto dell'inflazione sul risparmio e sulla spesa

### Italia: inflazione storica e prevista



Fonte: elaborazioni Intesa San paolo su dati Bloomberg; previsioni Intesa Sanpaolo

In questo contesto, **la valutazione di un investimento/portafoglio dipende dalla capacità di battere l'inflazione** e mantenere almeno invariato il potere d'acquisto.

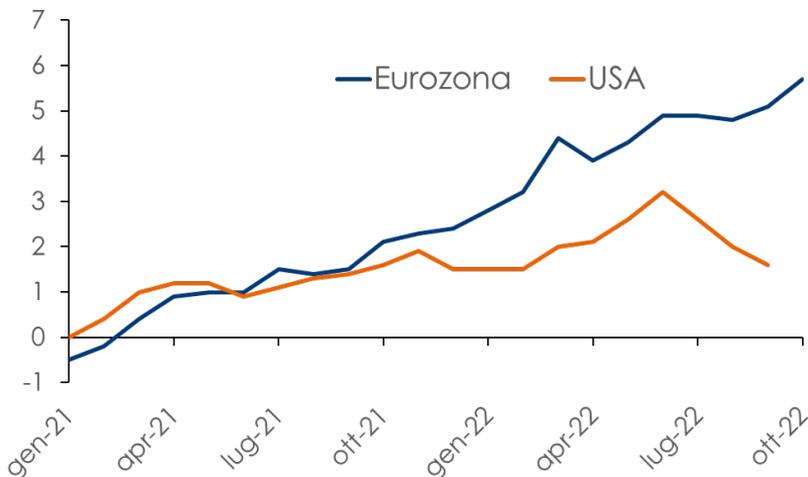
L'inflazione rende più cari i beni e i servizi che si comprano.

La liquidità viene erosa dall'inflazione perché subisce una perdita del potere d'acquisto nel corso degli anni.

Ipotizzando l'inflazione media per il 2022 all'8%, 100.000 euro lasciati sul conto corrente a inizio anno varranno a fine anno 92000 euro circa, con una perdita di valore di 8000 euro.

# Diverse fonti d'inflazione: in area euro caro-vita da shock energetico, negli USA da servizi

**Differenziale tra inflazione complessiva e core (che esclude energia e alimentari)**



Fonte: elaborazioni Intesa San paolo su dati Bloomberg; previsioni Intesa Sanpaolo

**La strategia da adottare per difendersi dall'inflazione va diversificata in base alla tipologia di inflazione.**

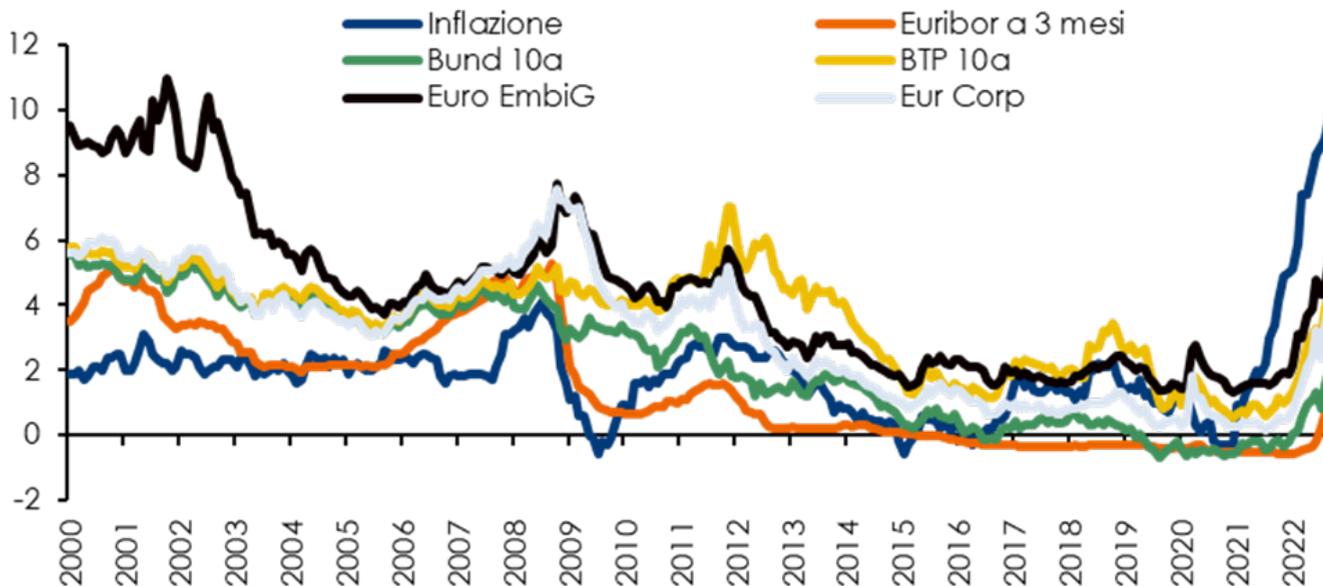
Ad ottobre l'inflazione area euro ha raggiunto il massimo storico a +10,7% a/a (+5% esclusi cibo ed energia, cioè core). Sul dato ha pesato soprattutto l'ascesa del prezzo del gas che ha continuato ad alimentare il già avviato meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari energetici.

A settembre l'inflazione core USA ha toccato il massimo dal 1982 a +6,6% a/a (+8,2% quella complessiva). Su base mensile il contributo dell'energia è stato negativo, causa ribasso della benzina, mentre l'elemento portante sono stati i servizi ex-energia come sanità ed abitazione, che esercitano pressioni persistenti.

# Cosa significa «battere l'inflazione»

La valutazione di un investimento/portafoglio dipende dalla capacità di battere l'inflazione e mantenere almeno invariato il potere d'acquisto/proteggere il capitale.

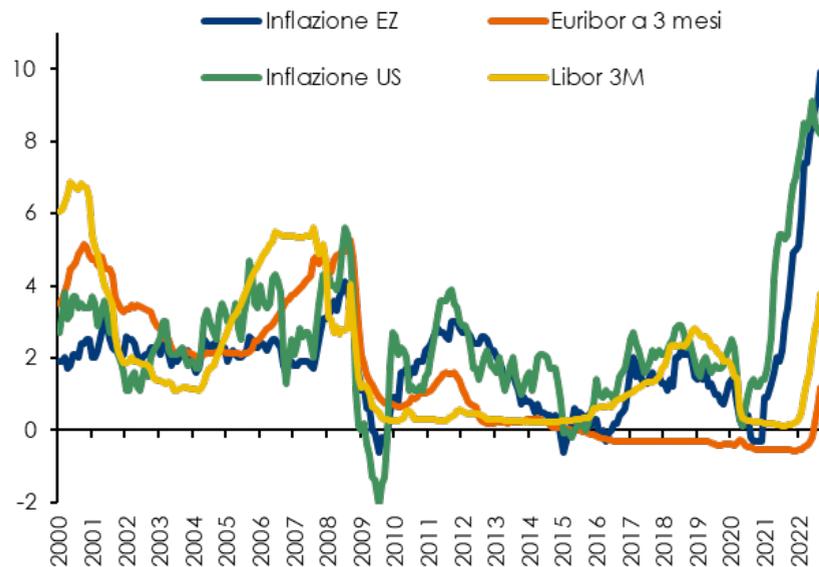
**Area euro: l'eccezionalità odierna è che quasi nessuna asset class rende più dell'inflazione**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Mercato monetario: cosa è cambiato? I tassi reali (tassi meno inflazione) restano negativi

## Tassi a tre mesi e inflazione



Fonte: elaborazioni Intesa San paolo su dati Bloomberg

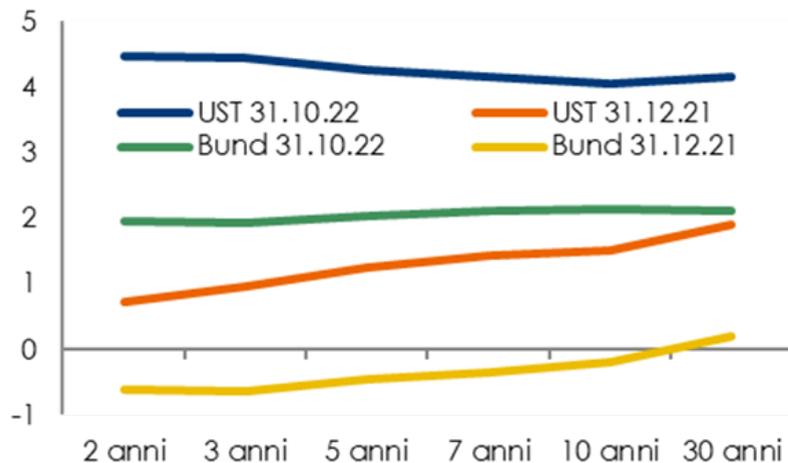
**L'investimento sul mercato monetario implica una perdita di fatto certa del potere d'acquisto**, su un orizzonte temporale anche superiore all'anno.

Rispetto al passato, all'impennata attuale dell'inflazione non è corrisposta un'impennata dei tassi di interesse a breve termine (per diverse ragioni, in primis un nuovo ruolo della politica monetaria più credibile e orientata al medio periodo).

**Questo cambio strutturale implica che non sia più possibile proteggersi dall'inflazione elevata con investimenti a tassi nominali elevati su scadenze brevi.** Dunque non è possibile difendersi dall'aumento dell'inflazione con rischi ridotti, come nel caso del monetario.

# Governativi: una questione di prospettive. Lungo la curva si trova maggior rendimento (e rischio)

Curve piatte: puntare sulle scadenze lunghe diventa «solo» una scommessa sul futuro andamento dei rendimenti di mercato



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

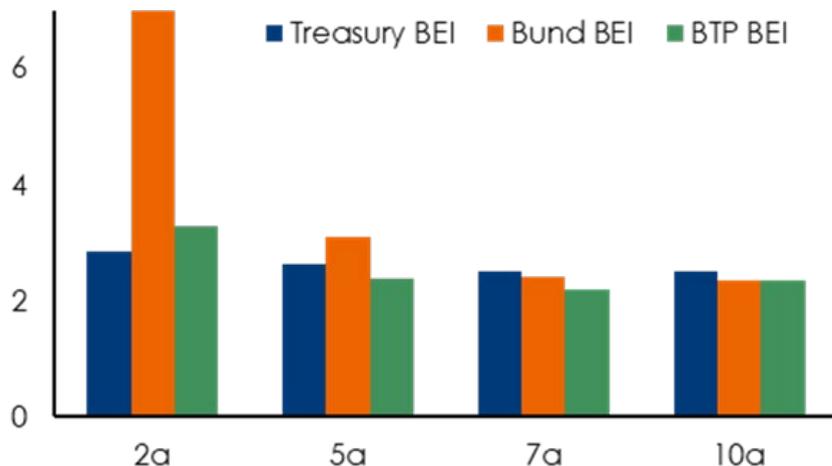
Una prima opzione per un investimento alternativo è estendere l'orizzonte temporale, restando nei governativi. Questa scelta implica considerazioni, legate alla duration (più si allunga la vita di un bond maggiore è la variazione del prezzo per una data variazione del rendimento):

1. la valutazione non è più relativa solo all'interesse corrisposto (flusso cedolare) ma anche (a meno di detenere il titolo fino a scadenza) alla variazione del prezzo del titolo; e
2. aumenta il rischio determinato da una possibile variazione al rialzo dei tassi.

Ad oggi, **anche sulla scadenza decennale il livello dei rendimenti non consente da solo di compensare completamente il tasso di inflazione.** Per i titoli sulle scadenze più lunghe entrano in gioco le prospettive dei prezzi/rendimenti di mercato. La fase attuale sembra essere la coda finale dell'aumento dei rendimenti di mercato.

# Governativi: finita la corsa dei titoli indicizzati?

## Inflazione implicita nei titoli indicizzati



Fonte: elaborazioni Intesa San paolo su dati Bloomberg.  
Nota: BEI: Breakeven Inflation.

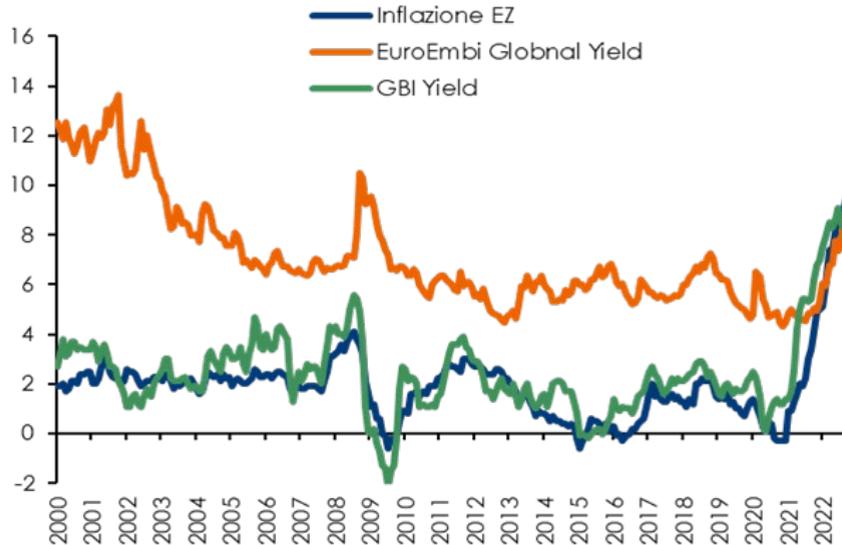
**La valutazione di un titolo indicizzato deve essere fatta in relazione all'inflazione attesa, non a quella attuale.** In generale può essere un valido strumento difensivo.

I tassi di inflazione di breakeven (cioè impliciti nei prezzi degli indicizzati) scontano una convergenza dell'inflazione poco sopra la media degli ultimi 20 anni in tempi brevi. Per gli USA il rallentamento al 2,5% è scontato già a 2 anni, mentre per la Zona Euro il riassorbimento delle pressioni sui prezzi è atteso avvenire a un ritmo più graduale.

**Un investimento in titoli indicizzati resta una valida opzione per «coprirsi» dalla coda di rischio più significativa,** ossia quella di un'inflazione realizzata superiore a quella attesa.

# Obbligazioni emergenti: fattore alfa. Differenziali d'inflazione ed extra-rendimento

## Inflazione e rendimento delle obbligazioni dei Paesi emergenti



Fonte: elaborazioni Intesa San paolo su dati Bloomberg.

Nota: EZ: Euro Zona.

Un'alternativa per compensare l'erosione del capitale determinata dall'inflazione più elevata può essere un investimento in obbligazioni di Paesi emergenti.

**I bond emergenti offrono un rendimento (e un rischio) in media maggiore.** L'opportunità del settore risiede nella selezione di singoli paesi (fattore alfa), alla ricerca di opportunità specifiche e di diversificazione rispetto ai governativi delle economie avanzate.

La selezione dei paesi può seguire sia una valutazione macroeconomica, come il differenziale di inflazione (che ha un impatto anche in termini valutari) o la fase di politica monetaria, che una valutazione di extra-rendimento/rischio o, ancora, una combinazione dei due fattori.

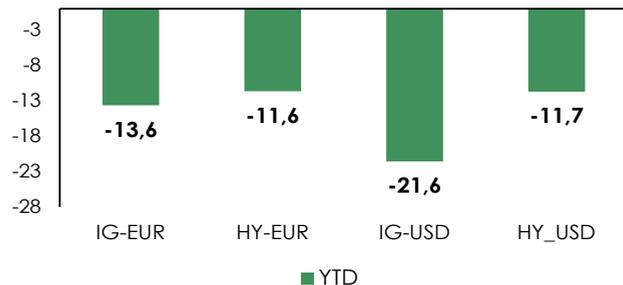
# Obbligazioni corporate: un anno in salita ma..

Performance molto negative nel 2022 anche per il comparto delle obbligazioni corporate, tra tassi in rialzo e spread in allargamento. In un contesto di alta inflazione investire in titoli corporate richiede massima attenzione, tra rischio di tasso, di credito e di liquidità.

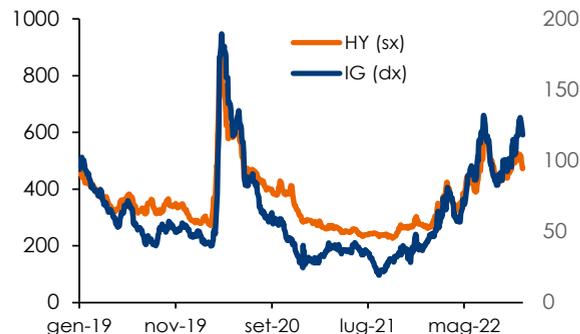
**RISCHIO DI CREDITO.** Sul fronte dei fondamentali l'inflazione può pesare sui risultati nella misura in cui l'azienda non ha la possibilità di trasferire l'aumento dei costi sui prezzi di vendita. Occorre quindi valutare il grado di **pricing power (il potere di «fare prezzo»)** di un'azienda e sovrappesare quei settori in cui il prezzo di vendita non è determinante nella scelta dei consumatori.

In caso di inflazione da shock energetico è importante prestare attenzione ai settori energivori.

## Il ritorno totale IG e HY, in EUR e USD (%)



## Il premio al rischio su IG e HY (OAS, dati in pb)

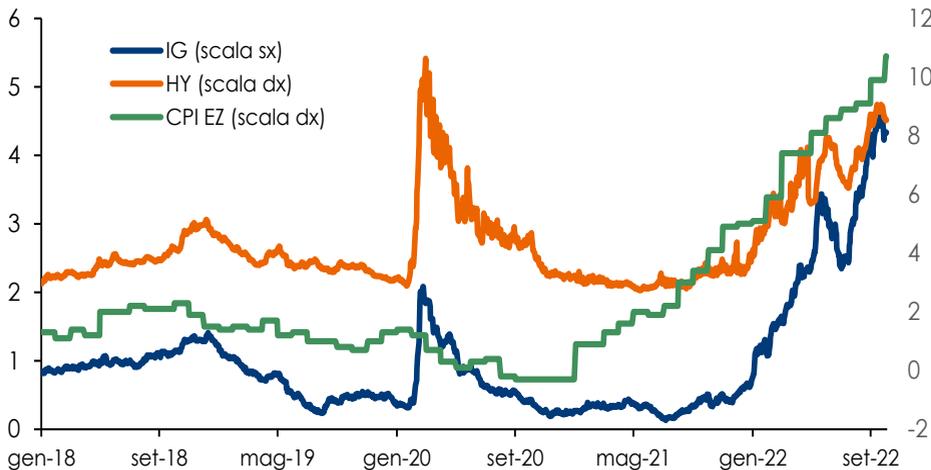


Fonte: elaborazioni Intesa San paolo su dati Bloomberg. IG: Investment Grade; HY: High Yield

Fonte: elaborazioni Intesa San paolo su dati Bloomberg.  
Nota: OAS, Option Adjusted Spread. IG: Investment Grade;  
HY: High Yield

# ...gli attuali livelli dei rendimenti sono interessanti

## I rendimenti su IG e HY in EUR e inflazione (in %)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg.

Nota, IG: Investment Grade; HY: High Yield

Cruciale la selettività -classe di rating e tipologia di strumento- ma gli attuali livelli dei rendimenti (4,5% sugli IG e 8,5% sugli HY) appaiono interessanti nella logica di una parziale protezione dall'inflazione attuale e soprattutto attesa.

**IG o HY?** Gli HY sono strutturalmente meno sensibili alle variazioni dei tassi di interesse rispetto agli IG in virtù della duration più bassa (scadenze mediamente più corte, cedole più alte), ma presentano un maggiore «rischio di credito». In fasi di rallentamento del ciclo è necessaria selettività: evitare società con leva finanziaria troppo elevata ed eccessivo rischio di rifinanziamento.

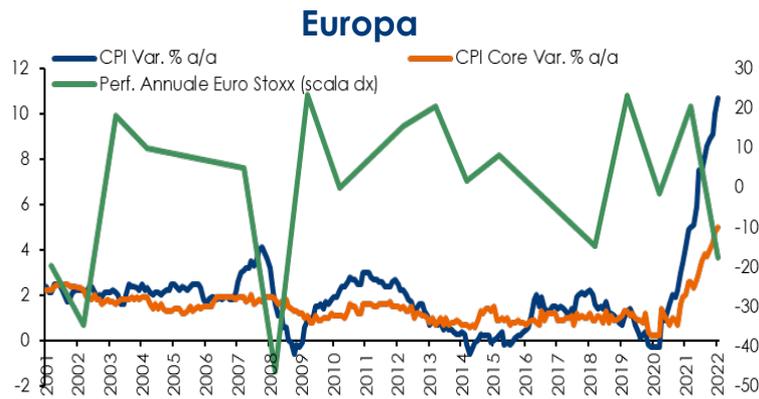
**Tasso fisso o Floating Rate Note (FRN)?** La scelta tra tasso fisso e FRN si basa sulle aspettative in merito alla direzione e alla volatilità attesa sui tassi. Occorre valutare se il ciclo di restrizione è vicino al punto di arrivo e in che misura l'orientamento di politica monetaria è già incorporato nei prezzi di mercato.

# Azionario: impatti dell'inflazione nel breve

La dinamica inflazionistica sul mercato azionario ha un **impatto negativo** soprattutto nel breve periodo (si veda performance indici da inizio anno 2022).

I riflessi sono:

- **profitti aziendali** impattati dal rincaro di materie prime: in tale contesto soprattutto dell'energia;
- **rallentamento della crescita economica**: nel contesto attuale in Europa si tratta di inflazione da offerta e non da domanda;
- **politiche monetarie restrittive**, che comportano un rialzo dei tassi di mercato e un drenaggio della liquidità.



Fonte: elaborazioni Intesa San paolo su dati Bloomberg



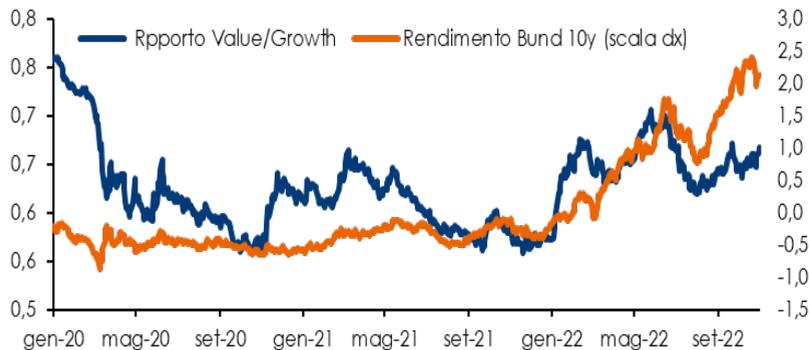
Fonte: elaborazioni Intesa San paolo su dati Bloomberg

# Azionario: titoli Value e titoli Growth

Durante i periodi di elevata inflazione come quello attuale, i titoli Value vengono preferiti a quelli Growth. Il rapporto tra i prezzi dei primi rispetto ai secondi è salito da inizio anno in concomitanza con l'impennata dell'inflazione.

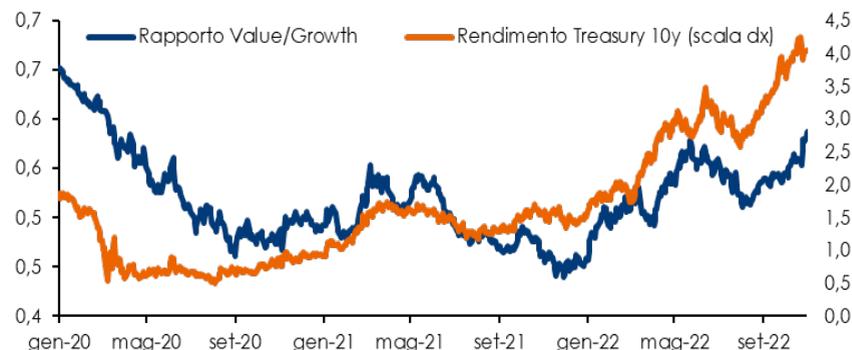
- I titoli **Value** garantiscono flussi di cassa elevati e costanti nel tempo, tali da consentire dividendi elevati, che permettono maggiore protezione all'inflazione.
- I titoli **Growth** scontano maggiormente prospettive future degli utili e sono inversamente correlati al rendimento dei tassi dei governativi. I flussi futuri vengono scontati a tassi più elevati.

## Europa



Fonte: elaborazioni Intesa San paolo su dati Bloomberg

## USA



Fonte: elaborazioni Intesa San paolo su dati Bloomberg

# Azionario: alla lunga gli effetti negativi si attenuano

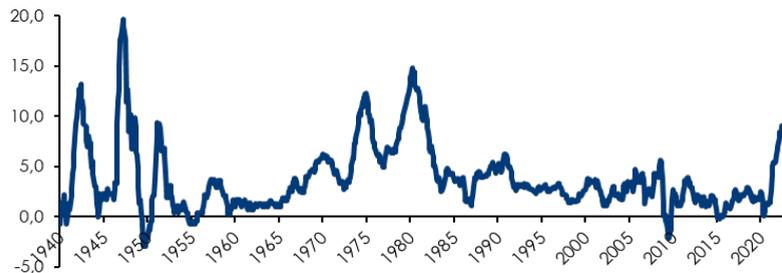
In condizioni di **mercato efficiente** (salari che si adeguano all'inflazione come in USA), nel «lungo» periodo le azioni dovrebbero adeguare il loro valore reale alla crescita dei prezzi.

Se l'inflazione deriva da un aumento dei costi di produzione (soprattutto dell'energia) e i salari si adeguano, le imprese **proseguono a vendere a prezzi più elevati, traslando i maggiori costi sui consumatori finali**. Privilegiati i beni a domanda anelastica (es. beni di Lusso e alta fascia di gamma).

Il **«Pricing Power»** permette ad alcune società (che vantano un marchio forte, prodotti «unici» e significative quote di mercato) di aumentare i prezzi: i maggiori ricavi compensano i minori volumi venduti.

In tale scenario, nel lungo termine riteniamo che i profitti continueranno a crescere e quindi il valore delle azioni si adeguerà. Tornano appetibili i titoli Growth.

## USA: indice dei prezzi al consumo var.% a/a



Fonte: elaborazioni Intesa San paolo su dati Bloomberg

## Periodi di elevata inflazione: raffronto CPI vs S&P500

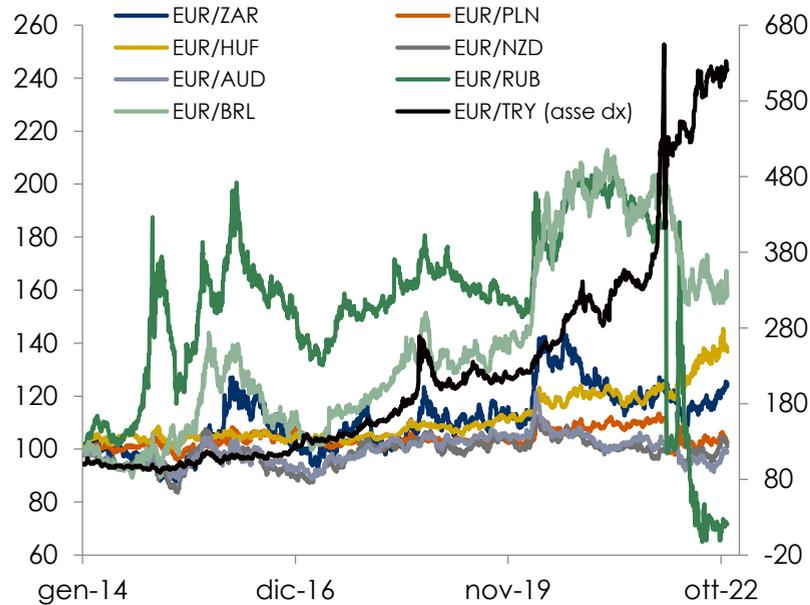
Periodo	CPI US medio	S&P500 Var. %	
<b>30/09/1940</b> <b>31/03/1947</b>	<b>5,9</b>	<b>42,3</b>	periodo inflattivo, fino al picco
30/09/1940	5,9	-23,5	periodo con inflazione in aumento
<b>28/02/1965</b> <b>31/03/1980</b>	<b>6,0</b>	<b>16,8</b>	periodo inflattivo, fino al picco
28/02/1965	2,3	-8,0	periodo con inflazione in aumento
30/06/1972	7,4	-36,0	periodo con inflazione in aumento

Fonte: elaborazioni Intesa San paolo su dati Bloomberg.

Nota: CPI=Consumer Price Index.

# Valute: protezione dal rischio e opportunità di rendimento

## Andamento delle principali valute emergenti rispetto all'euro



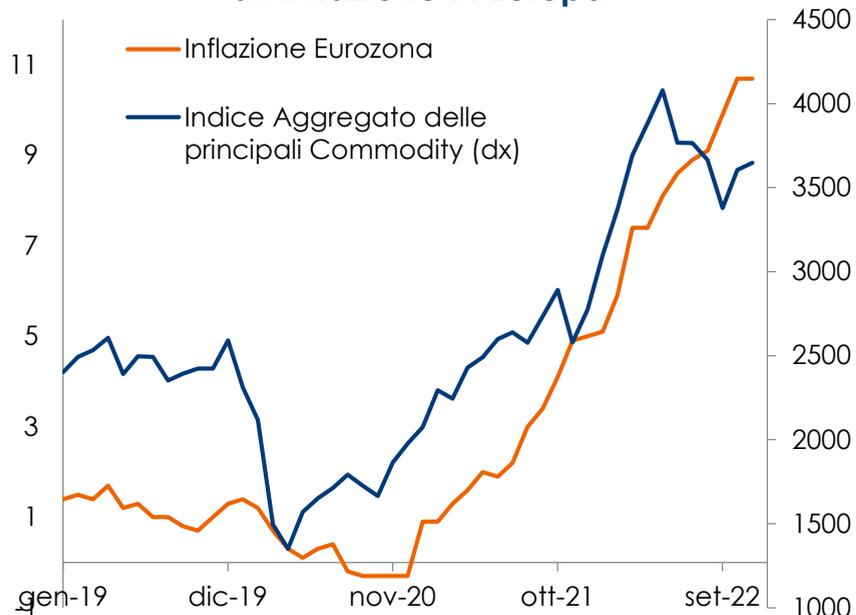
Nota: serie storiche dei prezzi delle valute emergenti;  
01.01.2014 = 100. Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa  
Sanpaolo

Investire in valuta estera offre in alcuni casi protezione, in altri l'opportunità di elevati differenziali di rendimento reale.

- Nel caso dell'Eurozona le monete individuate sono **il dollaro USA** e per la sua natura difensiva **il franco svizzero**, entrambe apprezzatesi contro euro nelle fasi di volatilità legate all'aumento dell'inflazione.
- Inoltre, molte banche centrali dei Paesi emergenti hanno alzato i tassi d'interesse, per contrastare l'inflazione, molto prima di quelle dei Paesi sviluppati. Questo ha fatto **salire i differenziali dei tassi d'interesse nominali e reali tra le valute emergenti e l'euro**, aprendo così una **opportunità di rendimento reale interessante**, in grado di controbilanciare l'erosione del valore dovuto all'inflazione domestica.

# Commodity: volatili ma possono proteggere dall'inflazione o creare «diversificazione»

Andamento delle Commodity rispetto all'inflazione in Europa



Nota: Dati dal 01.01.2019; Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

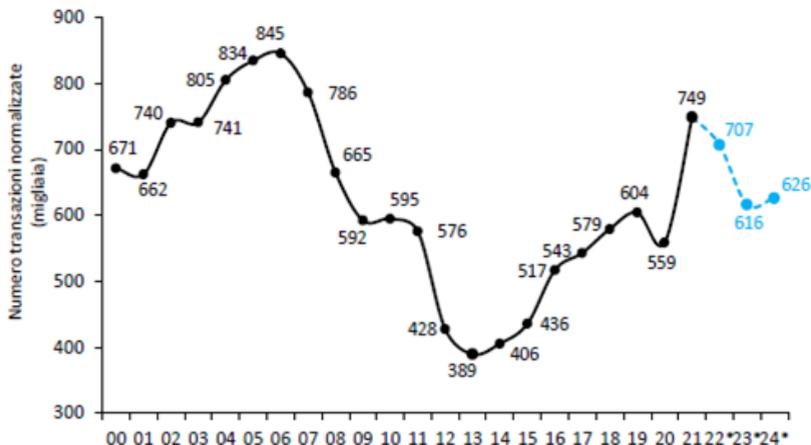
L'oro è un investimento adatto a chi investe a lungo termine, specialmente se vuole ridurre la volatilità e «scorrelare» il portafoglio complessivo dall'andamento delle altre asset class, tipicamente: azioni e obbligazioni.

- Il disallineamento dell'andamento dell'oro, rispetto alle altre asset class, diventa un valore aggiunto in un'ottica di diversificazione.
- Le commodity, per la loro natura di «mezzi di produzione» il cui rincaro alimenta il surriscaldamento dei prezzi, **ricalcano l'andamento dell'inflazione e, grazie ai loro alti rendimenti, consentono di difendersi dall'erosione dei prezzi.** Le commodity solitamente si muovono anticipando il rialzo dei prezzi, per cui il timing di investimento è fondamentale. Tuttavia, **le materie prime hanno un'alta volatilità e il loro rendimento atteso è difficile da stimare**, rendendole un investimento inadatto a coloro che sono avversi al rischio.

# Immobiliare: difficile difesa da erosione inflattiva

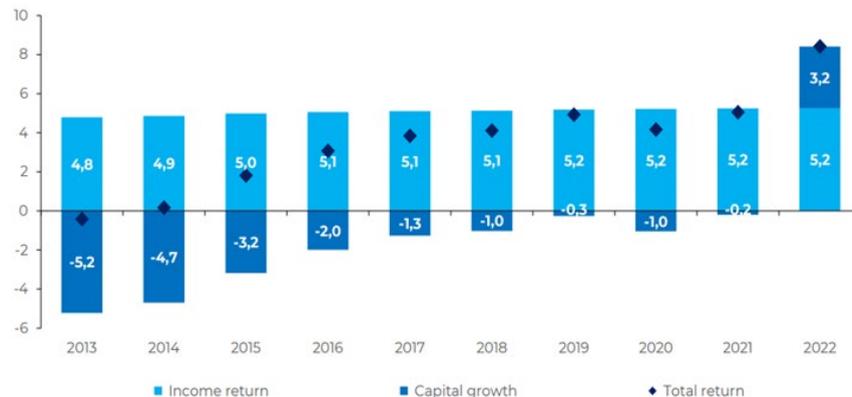
L'investimento immobiliare può rappresentare una alternativa solo se si realizza un capital gain, che sommato all'eventuale rendimento da locazione può difendere il patrimonio dall'erosione inflattiva. Il potere di acquisto tuttavia va riducendosi.

## Numero di compravendite residenziali annuali e previsioni



Fonte: Nomisma

## Residenziale: evoluzione Total Return Lordi (13 Grandi città; variazioni % annuali)



Fonte: Nomisma

# Redditività reale fortemente negativa nel 2022

La redditività delle attività finanziarie nei primi 10 mesi del 2022  
(dati in %)

Asset class	Performance totale	Inflazione Italia	Performance "reale"	Perdita su 1000 euro di capitale
Monetario	0,0	10,9	-10,9	-109
Obbligazionario Governativo Euro	-16,5	10,9	-27,4	-274
Obbligazionario Governativo Italia	-15,7	10,9	-26,6	-266
Obbligazionario Governativo USA in Euro	-1,4	10,9	-12,3	-123
Obbligazionario Corporate Investment Grade Euro	-13,9	10,9	-24,8	-248
Obbligazionario Corporate High Yield Euro	-12,0	10,9	-22,9	-229
Obbligazionario Paesi Emergenti Euro	-23,5	10,9	-34,4	-344
Azionario Area Euro	-15,0	10,9	-25,9	-259
Azionario Italia	-14,0	10,9	-24,9	-249
Azionario Stati Uniti in Euro	-5,3	10,9	-16,2	-162
Azionario Paesi Emergenti in Euro	-18,6	10,9	-29,5	-295

Fonte: Bloomberg. Indici: Barclays Cash 3m; Bloomberg Gov; Iboxx Euro Liquid; Euro Stoxx; FTSE Mib; S&P 500; Topix; MSCI EMG.

Nota: l'inflazione Italia è riferita ai primi 10 mesi del 2022.

# In sintesi

- Dopo decenni di inflazione contenuta, **i prezzi al consumo hanno subito un'accelerazione significativa**. Tra le principali motivazioni: rimodulazione delle catene produttive, eccesso di stimolo post-Covid, conflitto e crisi energetica.
- **Ne è derivato un impatto sulla «redditività reale» di tutte le attività finanziarie**, poiché il loro rendimento è stato eroso dalla perdita di potere d'acquisto (o di valore del risparmio) che l'inflazione comporta.
- Tuttavia, **il forte calo dei corsi azionari e il significativo aumento dei rendimenti nel mercato obbligazionario rappresentano un'occasione di maggiore redditività prospettica**, per difendersi dall'inflazione attesa.
- Un investimento selettivo anche in valute o in commodity può essere un utile strumento di redditività aggiuntiva.
- **La risposta all'accelerazione dei prezzi è dunque quella della diversificazione e dell'ingresso graduale in comparti che beneficiano oggi di redditività più elevata rispetto a un anno fa**. L'azione rapida e intensa delle banche centrali nell'aumentare i tassi d'interesse e il contesto più favorevole dei costi energetici consente di essere ottimisti sulla **moderazione della crescita dei prezzi già a partire dal 2023 e un calo più consistente nel 2024**.

## 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.

### Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

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>. 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 25.10.2022.

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 e verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni ([www.intesasanpaolo.prodottiequotazioni.com](http://www.intesasanpaolo.prodottiequotazioni.com)) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.com/it/person-e-famiglie/mercati.html>).

### 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>.

### 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 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 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 Riso, 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 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 ad uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

### A cura di:

Team Retail Research, *Macroeconomic Research*, Direzione Studi e Ricerche, Intesa Sanpaolo