

Focus

L'incertezza pesa sul dollaro

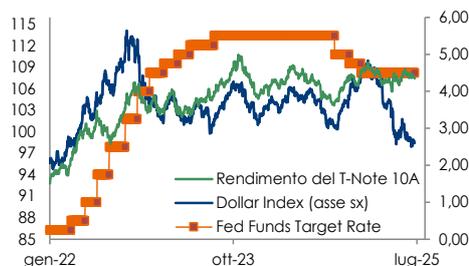
Negli USA si sta profilando una frenata dei consumi dovuta più all'incertezza che alle effettive ricadute inflazionistiche finora causate dalla guerra commerciale, della quale diverse questioni rimangono, però, in fase di definizione. La Fed ha quindi preferito mantenere stabili i tassi e si aspetta, secondo le ultime proiezioni che d'altra parte evidenziano un'ampia dispersione di opinioni tra i componenti del Consiglio, due tagli entro dicembre e poi un lento proseguimento delle riduzioni del target rate. La prospettiva di un persistente ammorbidimento monetario (più protratto rispetto a quello BCE) e il deterioramento del quadro macroeconomico sono compatibili con un ulteriore indebolimento del dollaro, già significativamente penalizzato dal clima di incertezza legato all'evoluzione delle politiche commerciali e fiscali del governo. La discesa del dollaro dovrebbe restare comunque contenuta e dipendente dagli sviluppi della crisi in Medio Oriente (che ha in parte restituito al dollaro il suo ruolo di moneta difensiva). L'impatto di quest'ultima sul petrolio e le conseguenti ripercussioni sui prezzi al consumo, insieme a quelle delle misure protezionistiche, riteniamo modelleranno l'andamento dei titoli governativi americani. Il mercato dei Treasury potrebbe comunque mostrare una marcata volatilità dovuta all'incertezza e alle preoccupazioni per la spiccata tendenza crescente del debito.

Scenario macro: consumi in rallentamento sui timori per le tariffe

L'economia statunitense durante il 1° trimestre 2025 ha registrato una contrazione (la prima da quasi 3 anni) di -0,2% t/t ann.: il risultato negativo è stato causato quasi totalmente dal canale estero dove le importazioni - per via degli acquisti anticipati in vista delle misure protezionistiche annunciate dall'amministrazione Trump per aprile - sono salite di oltre il 40%. Contestualmente si è verificato anche un rallentamento dei consumi (+1,2% t/t ann. da +4% precedente) che dovrebbe protrarsi soprattutto nella seconda metà del 2025: già i dati reali di aprile hanno evidenziato una significativa risalita del tasso di risparmio delle famiglie sulla scia delle preoccupazioni riguardanti le possibili ricadute sui prezzi finali delle barriere tariffarie. Finora tali ripercussioni sono tuttavia risultate marginali, con il CPI che anche a maggio non ha subito particolari accelerazioni: la misura headline ha segnato una crescita annua di +2,4% (da +2,3% di aprile) e quella core di +2,8% (come ad aprile); il fatto poi che diverse voci tra le merci si siano mosse al ribasso m/m, benché interessate almeno indirettamente dai dazi, ha fatto emergere l'impegno delle imprese a non ribaltare completamente i costi delle tariffe sui consumatori.

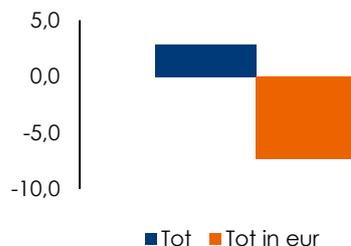
Le aspettative di inflazione di questi ultimi risultano comunque lievemente migliorate nei più recenti sondaggi, in considerazione delle trattative bilaterali che l'amministrazione USA sta svolgendo: in particolare a Londra è stato siglato un contratto-quadro con la Cina che ha

Dollar Index (scambi commerciali) da inizio 2022, tasso Fed e T-Notes 10A



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

Performance titoli in valuta e convertiti in euro, dal 31.12.2024



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

24 giugno 2025 - 10:15 CET

Data e ora di produzione

Valute

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Paolo Leoni

Analista Finanziario

Fulvia Risso

Analista Finanziario

Mario Romani

Analista Finanziario

24 giugno 2025 - 10:20 CET

Data e ora di circolazione

Cambi

EUR/USD	1,1594
EUR/GBP	0,8539
EUR/JPY	168,44
EUR/CHF	0,9418
EUR/AUD	1,79
EUR/NZD	1,9434
EUR/HUF	404,3
EUR/PLN	4,2783
EUR/TRY	45,89
EUR/ZAR	20,72
EUR/BRL	6,36
EUR/RUB	90,50

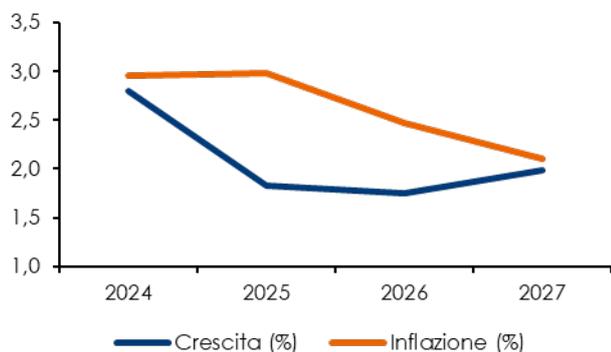
Fonte: Bloomberg

rinnovato la tregua di Ginevra senza però risolvere pienamente la questione delle restrizioni sull'interscambio di terre rare e di chip. Dall'altra parte, però, sembra che Trump sia intenzionato a usare come contrappeso un incremento delle misure settoriali: dopo il blocco giudiziario della US Court of International Trade contro l'uso dell'IEEPA (International Emergency Economic Powers Act) per imporre dazi, al momento sospeso in attesa d'appello (la relativa Corte si pronuncerà il 31 luglio), il Presidente ha raddoppiato le aliquote su acciaio e alluminio, portandole al 50% con un ordine esecutivo del 3 giugno per motivi di sicurezza nazionale. Così, secondo le stime del Budget Lab, l'aliquota tariffaria effettiva media USA è salita al 15,6%, con un effetto complessivo lordo delle misure sinora varate pari a +1,5% sul livello dei prezzi al consumo e a -0,5% sul livello del PIL reale (nonostante l'inversione del canale estero già riscontrata nella bilancia commerciale di aprile dove il disavanzo è risultato dimezzato rispetto a marzo). Secondo invece le ultime rilevazioni del CBO, il deficit federale ha raggiunto 1400 miliardi di dollari nei primi 8 mesi dell'anno fiscale 2025, in aumento di 160 miliardi rispetto allo stesso periodo del 2024. L'elevata incertezza legata all'imprevedibilità dell'azione governativa ha continuato a condizionare la fiducia delle imprese USA, con l'ISM servizi di maggio sceso in zona contrazione. Parallelamente, l'employment report dello stesso mese (in cui peraltro gli arrotondamenti hanno avuto un ruolo sostanziale nel determinare la stabilità del tasso di disoccupazione al 4,2%) ha comportato un'ampia revisione al ribasso dei nuovi occupati di aprile e maggio (-95 mila in totale) lasciando trasparire un significativo raffreddamento del mercato del lavoro. Riguardo, infine, alle crescenti tensioni geopolitiche mediorientali riteniamo poco probabile un conflitto prolungato in conseguenza del bombardamento dei siti nucleari iraniani, anche per la contrarietà di una larga componente bipartisan del Congresso USA.

Politica monetaria: Fed ancora attendista

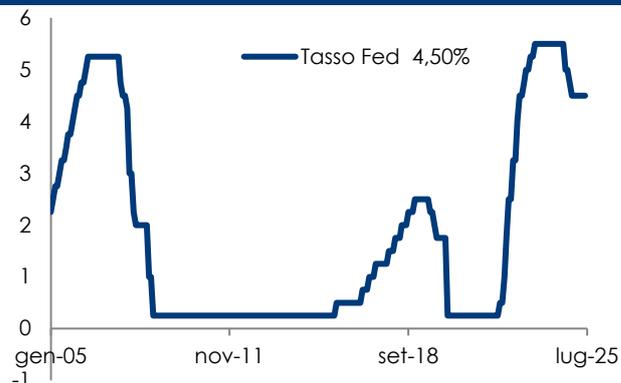
Nella riunione del 17-18 giugno la Fed ha lasciato i tassi fermi al 4,25-4,50% con una decisione unanime. Nel comunicato è stato riportato che il tasso di disoccupazione "rimane basso", a rimarcare un lieve raffreddamento della situazione occupazionale rispetto a maggio, quando la disoccupazione era definita "stabile a livelli bassi negli ultimi mesi"; riguardo all'incertezza sulle prospettive economiche, si è continuato a riconoscerne un grado elevato, anche se in leggera diminuzione. Nelle nuove proiezioni economiche la crescita è stata rivista al ribasso e l'inflazione al rialzo: il PIL dovrebbe crescere di +1,4% nel 2025 (rispetto a +1,7% previsto a marzo e a +2,1% a dicembre 2024), di +1,6% nel 2026 e di +1,8% nel 2027, mentre l'inflazione dovrebbe attestarsi quest'anno a +3% (rispetto a +2,7% indicato a marzo), a +2,4% nel 2026 e a +2,1% nel 2027; il tasso di disoccupazione, infine, sarà probabilmente al 4,5% nel 2025 (contro 4,4% stimato in precedenza) e nel 2026. Le attese per livelli maggiori di inflazione e disoccupazione evidenziano la difficoltà che la banca centrale sta affrontando nel perseguire entrambi gli obiettivi del suo mandato. Il grafico a punti non ha visto variare la mediana delle previsioni per il tasso finale di quest'anno (3,9%, corrispondente a 2 tagli entro dicembre) ma le opinioni sono risultate decisamente più disperse, con ben 7 funzionari che hanno escluso ulteriori sforbicate quest'anno; per il 2026 ed il 2027 la mediana è invece salita a 3,6% (da 3,4% indicato a marzo) e a 3,4% (da 3,1% marzo), segnalando un ammorbidimento un po' più lento per la politica monetaria (il tasso di lungo termine è rimasto al 3%). In conferenza stampa Powell ha dichiarato che la Fed è "ben posizionata", escludendo la necessità di interventi urgenti e rimarcando che l'economia non ha ancora subito il pieno effetto delle nuove politiche. Secondo Powell, gli aumenti tariffari spingeranno i prezzi al rialzo, ma resta da vedere se gli effetti sull'inflazione saranno temporanei o più persistenti. Nel complesso, l'Istituto ha ribadito il proprio atteggiamento attendista, preferendo avere prove concrete della direzione verso la quale l'economia si sta muovendo prima di effettuare gli ulteriori allentamenti invocati da Trump. Le nuove proiezioni mediane dei membri del FOMC sono in linea con le nostre attese (2 tagli quest'anno, 1 taglio nel 2026, 1 taglio nel 2027), ma il rischio di recrudescenze inflazionistiche, specie se si concretizzasse lo scenario poco probabile di un prolungato conflitto in Medio Oriente che aggiungerebbe rincari energetici all'impatto dei dazi, potrebbe costringere la Fed a tagliare meno o in maniera più dilazionata.

Previsioni FMI: crescita e inflazione (%)



Note: previsioni dal 2023. Fonte: FMI, World Economic Outlook aprile 2025

Tasso fed funds, upper bound (da gennaio 2005)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed

Outlook sulla valuta: la cautela della Fed, nel breve, consentirà al dollaro di consolidare ma la prospettiva di calo dei tassi ne indebolirà la dinamica nel lungo

Nel corso del 2° trimestre, complice la confusione generata dal "Liberation Day" e la successiva sospensione dei dazi, il dollaro ha ampliato il suo indebolimento partito a inizio anno con l'insediamento della nuova Amministrazione Trump. La dinamica del biglietto verde ha subito un deciso mutamento, caratterizzato da volatilità e lateralità all'interno di un range di quotazione decisamente più basso rispetto a tutte le principali valute. La vera vittima della "guerra commerciale" promossa da Trump è quindi senza dubbio il dollaro, percepito dagli investitori come sintesi del "sistema America". Il clima di incertezza coinvolge non solo la crescita economica statunitense, minacciata dalle politiche commerciali, ma anche il debito pubblico, visto l'impatto negativo che potrebbero provocare le politiche fiscali espansive promesse da Trump in campagna elettorale. Questo insieme di elementi ha provocato una riduzione della quota di riserve in dollari, rispetto alle altre valute, da parte di banche centrali e altri investitori istituzionali che difficilmente verrà ripristinata nei prossimi mesi. Il deterioramento complessivo del quadro USA è compatibile con un ulteriore indebolimento del dollaro, una previsione che trae sostegno anche dalla prospettiva di nuovi tagli dei tassi da parte della Fed, nella parte finale dell'anno. Tuttavia, sia perché il mercato ha già scontato una parte di tale scenario, sia perché il deterioramento economico atteso è complessivo e non solo legato agli Stati Uniti, la discesa del dollaro dovrebbe restare contenuta e assumere più probabilmente l'aspetto di una debole lateralità. In aggiunta, molto dipenderà dagli sviluppi della crisi in Medio Oriente, una situazione che ha in parte restituito al dollaro il suo ruolo di moneta difensiva, grazie al fatto che in questo caso, rispetto alla instabilità generata dalle tariffe commerciali, le tensioni sono di origine esterna e non interna. Le nostre previsioni sul dollaro tengono conto della complessità di questo quadro a cui si aggiunge un elemento temporale che penalizza il biglietto verde rispetto alla valuta unica, legato anche al fatto che la BCE chiuderà in anticipo, rispetto alla Fed, il proprio ciclo di taglio dei tassi, sostenendo prima la ripresa dell'euro. Per questo insieme di ragioni le nostre previsioni sul cambio EUR/USD sono: 1,14 a 1 mese, 1,15 a 3 mesi, 1,16 a 6 mesi, 1,17 a 12 mesi e 1,18 a 24 mesi.

Previsioni tassi di cambio

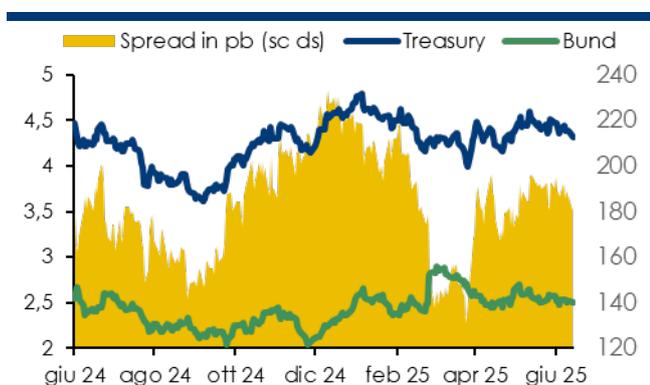
Previsioni Intesa Sanpaolo	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
EUR/USD	1,1594	1,14	1,15	1,16	1,17	1,18
Consenso Bloomberg	Valore	3° trim. 2025	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2026	2027
EUR/USD	1,1594	1,15	1,15	1,17	1,20	1,19

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

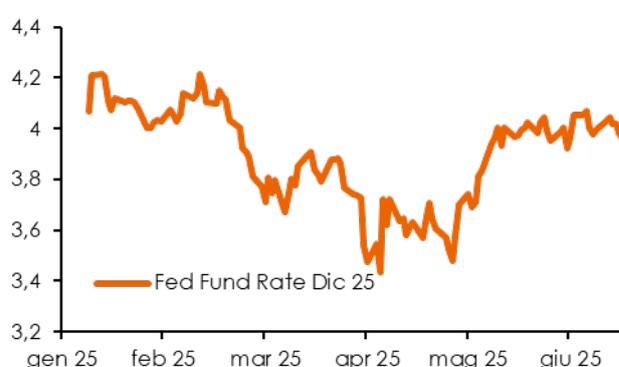
Outlook sui bond: aumenta ma le prospettive restano di un trend laterale per i rendimenti statunitensi

Per i Treasury, il primo semestre dell'anno si sta concludendo con una performance positiva grazie a tassi significativamente più bassi: in media una trentina di punti base sulla scadenza a due anni e quasi 20pb su quella decennale, che arriva così in area 4,40%, riflesso dell'ampio ridimensionamento delle attese di crescita, come testimoniato anche dall'ultima riunione delle Fed. In prospettiva, il debito sovrano statunitense affronta la seconda parte dell'anno con uno scenario gravato da un elevato grado di incertezza a livello globale, legato all'esito delle trattative sulle tariffe statunitensi, all'aumento dell'offerta di petrolio da parte dell'OPEC+ e alle tensioni in Medio Oriente: l'evoluzione di queste variabili e il loro grado di trasmissione sull'economia reale, in particolare sull'inflazione, sarà un punto chiave per le valutazioni dei Treasury.

Treasury e Bund decennali: andamento nell'ultimo anno



Evoluzione delle attese implicite nei tassi di mercato monetario sul livello dei Fed Fund rate a fine 2025



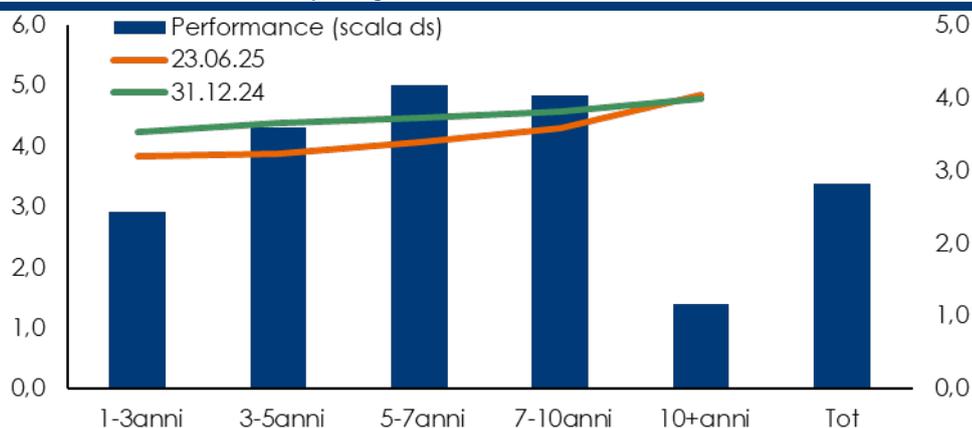
In particolare, l'attacco di Israele prima e degli USA poi ai siti iraniani per l'arricchimento dell'uranio si è riflesso, per il momento, in una reazione dei mercati limitata, probabilmente perché le prospettive di un'escalation che coinvolga Russia o Cina appaiono poco probabili, a fronte di un sostanziale isolamento dell'Iran che non può contare sul contributo di Hezbollah o Youthis, sostanzialmente indeboliti. Dietro l'intervento americano appare esserci la volontà dell'amministrazione Trump di intestarsi un'operazione apparentemente di successo e di completare il presidio di un'area strategica dal punto di vista energetico, soprattutto in chiave anti-Cina. Le possibili rappresaglie iraniane sono confinate ad eventuali attacchi in Iraq o in Libano da parte di gruppi affiliati, mentre il blocco dello stretto di Hormuz avrebbe durata limitata, provocando una reazione intensa e immediata da parte degli Stati Uniti.

In questo contesto, il FOMC del 18 giugno ha lasciato i rendimenti poco mossi su tutta la curva, in linea con il messaggio cauto e attendista della banca. Le probabilità implicite nei prezzi di mercato relative alle prossime mosse della Fed segnalano un primo taglio con certezza entro ottobre e un secondo taglio in dicembre (al 98%), in linea con le nostre previsioni. D'altra parte, proprio l'ampia dispersione di opinioni tra i membri del Consiglio Direttivo e la revisione verso l'alto di entrambi gli obiettivi (inflazione e disoccupazione) sono un evidente segnale del contesto di elevata incertezza che potrebbe tradursi nei prossimi mesi in maggiore volatilità sul debito statunitense. Su questo pesa anche il tema della politica fiscale: il pacchetto proposto dall'Amministrazione potrebbe portare il debito nel 2035 in un intervallo tra circa il 121% (assumendo come temporanea l'implementazione del "One Big Beautiful Bill Act" e includendo gli introiti attesi dalle tariffe) e il 133% (con implementazione permanente e senza l'incremento atteso dalle entrate doganali, Fonte: The Budget Lab at Yale). D'altra parte, la Fed starebbe pensando di ridurre il Supplementary Lever Ratio, indicatore che impone alle banche di detenere una certa quantità di capitale in relazione alla loro leva finanziaria complessiva e che, pertanto,

influisce sulla loro capacità di acquistare Treasury. Questa mossa permetterebbe, a parità di altre condizioni, alle banche statunitensi di comprare più titoli di Stato domestici.

Nel complesso, considerando anche il flusso cedolare offerto dai Treasury che resta interessante, confermiamo la view Neutrale sul comparto.

Curva dei rendimenti e variazioni per segmenti di curva



Fonte: Bloomberg

Principali indicatori economici e finanziari

Rating sul debito in valuta locale a lungo termine

	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
	Aa1	Stabile	AA+	Stabile

Rating sul debito in valuta estera a lungo termine

	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
	Aa1	Stabile	AA+	Stabile

Indicatori economici

	2024	2025E	2026E	2027E
Crescita (%)	2,8	1,8	1,7	2,0
Inflazione (%)	3,0	3,0	2,5	2,1
Surplus o Deficit/PIL (x)	-7,3	-6,5	-5,5	-5,4
Tasso di disoccupazione (%)	4,0	4,2	4,2	4,1
Partite Correnti (% PIL)	-3,9	-3,7	-3,2	-3,0
Riserve (mld USD)	38	37(*)		

Indicatori finanziari

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

CDS e Tassi

Tasso di riferimento	4,50	0	0
Tasso a 2 anni	3,91	-16	-41
Tasso a 10 anni	4,38	-20	-26
CDS a 5 anni in pb, in USD	44	-10	10

Altre variabili (variazioni in %)

EUR/USD (**)	1,1594	-1,6	-10,4
USD/JPY (**)	168,44	2,7	-6,9
S&P 500	5968	3,4	2,0

Note: (*) ultimo dato disponibile; (**) una variazione positiva indica un rafforzamento del dollaro (contro EUR o contro JPY) e viceversa; dati relativi agli indicatori finanziari aggiornati al 23.06.2025; E= expected, atteso. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e World Economic Outlook aprile 2025, FMI

Glossario

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

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo 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>.

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 26.05.2025.

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 del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni (www.prodottiequotazioni.intesasnpaolo.com) e dei clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasnpaolo.com>). Il presente documento verrà anche messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

Note Metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Intesa Sanpaolo 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 Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Monica Bosi