

Mensile Valute

Il disallineamento fra l'azione di BCE e Fed sosterrà l'euro

EUR – La BCE si avvia a concludere il ciclo espansivo e questo sosterrà l'euro

La riunione dell'11 settembre, in cui verranno aggiornate le proiezioni economiche, servirà a capire se esiste una marginale possibilità di un ultimo intervento tra ottobre e dicembre, eventualità a cui il mercato crede poco. Il messaggio che sembra emergere dalla BCE è che nell'attuale congiuntura non vi sono particolari ragioni per modificare l'orientamento di politica monetaria in nessuna direzione, con i tassi di interesse che si trovano già in equilibrio. La BCE potrebbe quindi aver concluso il suo ciclo di ribasso dei tassi di interesse, al contrario della Fed che si appresta a iniziarlo forse già a partire da settembre. Uno scenario che dovrebbe favorire l'euro rispetto al dollaro anche oltre la metà del 2026.

USD – Le sorti del dollaro saranno legate alle prossime mosse della Fed

Lo scorso 22 agosto, a Jackson Hole, il presidente della Fed Powell ha alimentato le attese di espansione monetaria già a partire dalla riunione del 16-17 settembre. Il mercato scommette ora su un taglio di 25pb subito, un altro taglio da 25pb a fine ottobre e un'ulteriore riduzione, sempre da 25pb, a dicembre. Uno scenario che non potrà non avere riflessi negativi sul biglietto verde, atteso perdere terreno in caso si realizzasse pienamente questo profilo di diminuzione del costo del denaro da parte della Fed.

GBP – La BoE potrebbe essere vicina a concludere la sua azione espansiva

Nel complesso, la Banca d'Inghilterra ritiene che i rischi al rialzo relativi alle pressioni inflazionistiche a medio termine siano leggermente aumentati rispetto alle stime di maggio. Il ciclo di tagli dei tassi della Banca d'Inghilterra potrebbe quindi essere quasi giunto al termine, dopo il -25pb di agosto che ha portato il bank rate al 4%. Il mercato ha spostato l'unico e ultimo taglio dei tassi da 25pb a fine anno. Uno scenario che, di fondo, non fa altro che alimentare il consolidamento della sterlina contro euro e, tendenzialmente, anche contro dollaro, grazie proprio al favorevole differenziale dei tassi.

JPY – La BoJ resta cauta e questo rischia di limitare il recupero dello yen

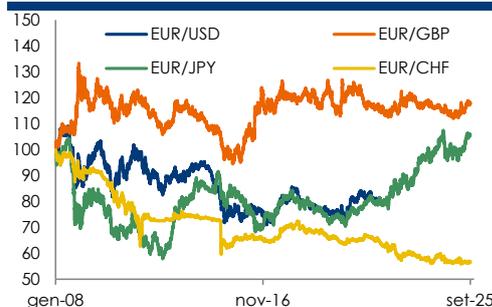
La Banca del Giappone (BoJ) resta cauta nell'affermare che i futuri aumenti dei tassi restano vincolati al recupero della crescita economica e alle dinamiche dell'inflazione. Per la BoJ il principale rischio rimane l'evoluzione delle politiche commerciali e come reagirà l'attività economica globale (e domestica) in caso di rincaro dei prezzi dovuto ai dazi. Per questo motivo, prevediamo che nella riunione del 19 settembre la BoJ manterrà fermi i tassi e questo potrebbe limitare il recupero dello yen.

Previsioni tassi di cambio

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1644	1,17	1,18	1,20	1,20	1,19
EUR/GBP	0,8695	0,87	0,87	0,89	0,88	0,86
EUR/JPY	172,68	170	169	168	165	162
Altre valute						
GBP/USD	1,33	1,35	1,36	1,36	1,37	1,38
USD/JPY	148,30	145	143	140	138	136
EUR/CHF	0,93	0,93	0,93	0,92	0,92	0,92

Fonte: previsioni Research Department Intesa Sanpaolo

Principali valute estere vs. euro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

3 settembre 2025 - 14:24 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

3 settembre 2025 - 14:30 CET

Data e ora di circolazione

Titoli di Stato

Scadenza	Rendimento %
T-Note 10A	4,29
Bund 10A	2,79
Gilt 10A	4,84
JGB 10A	1,63

Fonte: Bloomberg

Cambi

EUR/USD	1,1644
USD/JPY	148,30
GBP/USD	1,33
EUR/CHF	0,93
EUR/SEK	11,00
EUR/NOK	11,68
EUR/DKK	7,46
USD/CAD	1,37
AUD/USD	0,65
NZD/USD	0,58
USD/ZAR	17,69
EUR/JPY	172,68
EUR/GBP	0,8695
EUR/CAD	1,6037
EUR/AUD	1,7857
EUR/NZD	1,9852
EUR/ZAR	20,61
EUR/ISK	143,60
EUR/HUF	395,27

Fonte: Bloomberg

EUR: la BCE si avvia a concludere il ciclo espansivo e questo sosterrà l'euro

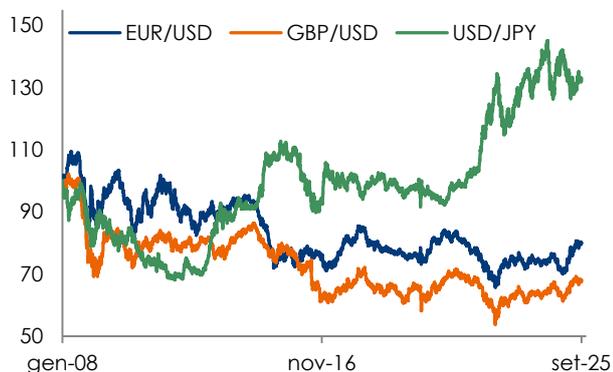
La probabilità di un ulteriore calo dei tassi europei, quest'anno, è ormai minima; tale scenario dovrebbe continuare a sostenere l'euro anche nella prima parte del 2026. Dopo otto tagli consecutivi, la Banca Centrale Europea ha lasciato i tassi fermi al 2% (MRO al 2,15%) lo scorso 24 luglio, a fronte di uno scenario poco variato rispetto alle proiezioni economiche espresse a giugno. Nel frattempo, l'evoluzione delle trattative commerciali tra UE e Stati Uniti, col raggiungimento di un sostanziale accordo quadro, ha ulteriormente smussato i possibili rischi per il ciclo economico, pur senza ridurre l'incertezza sulle dinamiche inflative. La prospettiva che la BCE possa tagliare i tassi ancora una volta, prima della fine dell'anno, ha pochissima probabilità di realizzarsi. La riunione dell'11 settembre, in cui verranno aggiornate le proiezioni economiche, servirà a capire se esiste una marginale possibilità di un ultimo intervento tra ottobre e dicembre, eventualità a cui il mercato crede poco. Il messaggio che sembra emergere dalla BCE è che nell'attuale congiuntura non vi sono particolari ragioni per modificare l'orientamento di politica monetaria in nessuna direzione, con i tassi di interesse che si trovano già in posizione di equilibrio. Uno scenario che dovrebbe sostenere l'euro sul finale d'anno e anche nella prima parte del 2026.

EUR/USD: il raggiungimento di un sostanziale accordo commerciale con gli Stati Uniti ha ridotto i rischi per l'economia ma non per l'inflazione. La BCE potrebbe aver concluso il suo ciclo di ribasso dei tassi di interesse, al contrario della Fed che si appresta a iniziarlo. Tale quadro dovrebbe favorire l'euro rispetto al dollaro anche oltre la metà del 2026.

EUR/GBP: la sterlina continuerà a beneficiare, consolidando, del differenziale dei tassi fra Eurozona e Regno Unito, anche in caso di probabile allineamento nell'azione fra BCE e Banca d'Inghilterra.

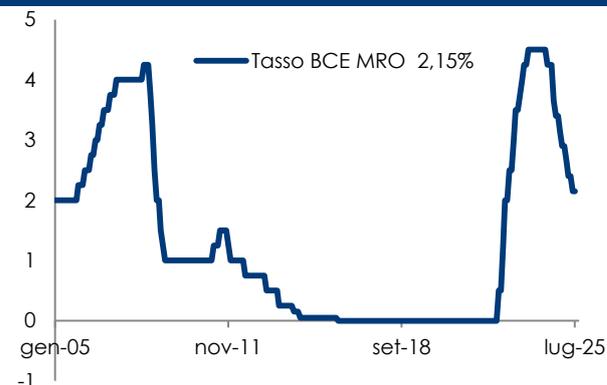
EUR/JPY: lo yen è atteso tornare a recuperare contro euro, soprattutto nel momento in cui riprenderà il rialzo dei tassi da parte della Banca del Giappone.

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



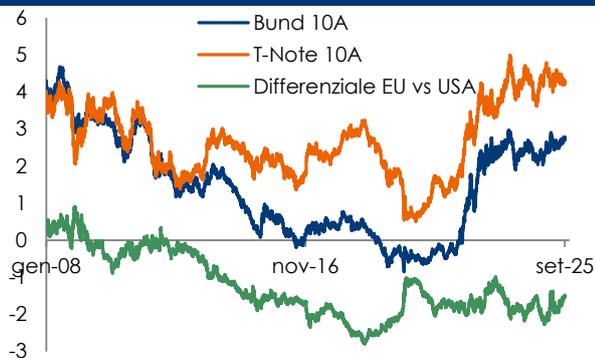
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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: le sorti del dollaro sono legate alle prossime mosse della Fed

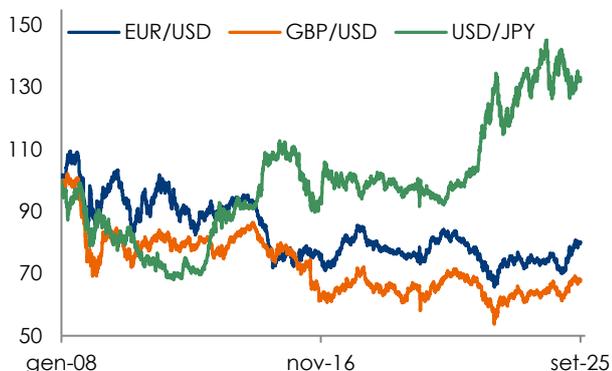
Le tensioni che gravano sullo scenario USA a causa del caos giudiziario sui dazi hanno già indebolito il dollaro, che attende il possibile taglio dei tassi Fed. L'appuntamento chiave per il dollaro è il report occupazionale di agosto, che probabilmente confermerà il rallentamento del mercato del lavoro negli Stati Uniti: calo dei nuovi posti creati e aumento (marginale) del tasso di disoccupazione. Il dato sui nuovi occupati di luglio, ben al di sotto delle attese, ma soprattutto la revisione di giugno (da 147.000 occupati a 14.000, oltre dieci volte meno) hanno recentemente costretto il presidente della Fed Powell a esprimersi con maggior chiarezza sulle prossime mosse di politica monetaria. Lo scorso 22 agosto, a Jackson Hole, Powell ha alimentato le attese di espansione monetaria già a partire dalla riunione del 16-17 settembre. Il mercato scommette ora su un taglio di 25pb subito, un altro taglio da 25pb a fine ottobre e un'ulteriore riduzione, sempre da 25pb, a dicembre. Uno scenario che non potrà non avere riflessi negativi sul biglietto verde, atteso perdere terreno in caso si realizzasse pienamente questo profilo di diminuzione del costo del denaro da parte della Fed.

EUR/USD: il ribasso del dollaro, legato alle attese di taglio dei tassi Fed e all'attuale quadro di molteplici tensioni, potrebbe aumentare dopo le recenti svalutazioni contro la valuta unica. Peserà molto il differente atteggiamento delle due banche centrali, con la Fed che è pronta a iniziare un ciclo di riduzione del costo del denaro e la BCE che è prossima invece a concluderlo, rafforzando l'euro.

GBP/USD: la sterlina continua a beneficiare della frenata del dollaro consolidando il proprio movimento. Il recente taglio dei tassi della Banca d'Inghilterra (-25pb e bank rate al 4,00%) non ha interrotto la tendenza di consolidamento della divisa inglese, che dovrebbe continuare a rafforzarsi nel medio-lungo termine contro il biglietto verde.

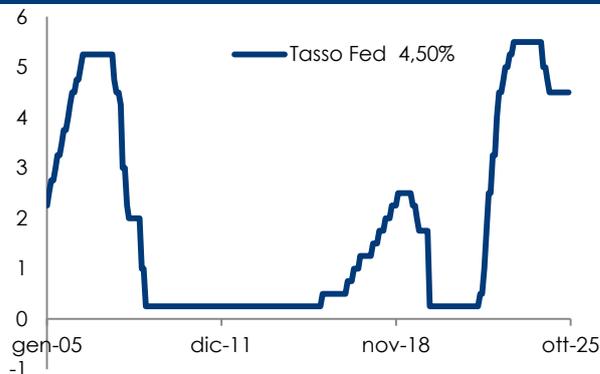
USD/JPY: anche lo yen continuerà probabilmente a trarre vantaggio dalla debolezza del dollaro ma per un maggior rialzo della valuta nipponica è indispensabile che prosegua l'azione restrittiva della Banca del Giappone, col mercato che si attende un rincaro del costo del denaro entro fine anno.

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)



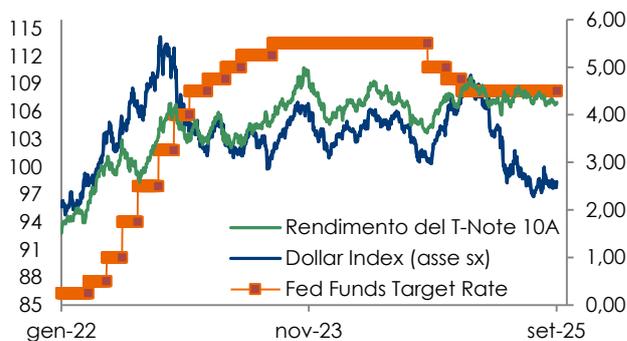
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed

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

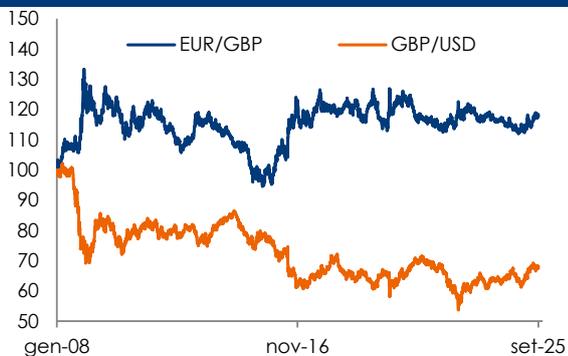
GBP: la BoE taglia il bank rate al 4% ma senza danneggiare la sterlina

La Bank of England (BoE), lo scorso 7 agosto, ha tagliato i tassi senza penalizzare la valuta, in un difficile equilibrio fra un'inflazione persistente e un mercato del lavoro in indebolimento. La Banca d'Inghilterra ha tagliato i tassi d'interesse di 25pb nella riunione di inizio agosto, portandoli dal 4,25% al 4,00% (livello più basso da marzo 2023). Una decisione, quella presa dal Monetary Policy Committee (MPC), che ha fatto emergere le forti spaccature presenti nel Board (voto 5-4), figlie del difficile tentativo di bilanciare un'inflazione persistente con l'indebolimento del mercato del lavoro. Nel concreto, circa la metà dei membri resta preoccupata dell'eccessiva persistenza dell'inflazione, suggerendo un approccio più cauto che potrebbe sfociare, nella prossima riunione del 18 settembre, nella conferma dell'attuale livello del bank rate. Per quanto riguarda le previsioni relative all'inflazione, la BoE stima che questa possa aumentare ulteriormente, raggiungendo il picco del 4% proprio a settembre, per poi tornare a scendere verso l'obiettivo del 2%. Nel complesso, la BoE ritiene che i rischi al rialzo relativi alle pressioni inflazionistiche a medio termine siano leggermente aumentati rispetto alle stime di maggio. Il ciclo espansivo della Banca d'Inghilterra potrebbe quindi essere quasi giunto al termine. Il mercato ha spostato l'unico e ultimo taglio dei tassi da 25pb a fine anno, mentre aumentano le preoccupazioni per le tensioni sui titoli inglesi (Gilt), scossi dai timori che la manovra del Governo laburista metta a rischio i conti pubblici. L'orientamento di politica monetaria resta "graduale e prudente" sui tassi viste le insidie che potrebbero arrivare da inflazione e debito pubblico. Uno scenario che, di fondo, non fa altro che alimentare il consolidamento della sterlina contro euro e, tendenzialmente, anche contro dollaro, grazie proprio al favorevole differenziale dei tassi.

EUR/GBP: archiviato il taglio del bank rate di agosto, la BoE è attesa ridurre il costo del denaro al massimo di 25pb e solo a fine anno, come stimato dalla maggioranza degli investitori. Questa prospettiva sta sostenendo la sterlina, consentendole di consolidare nei confronti dell'euro.

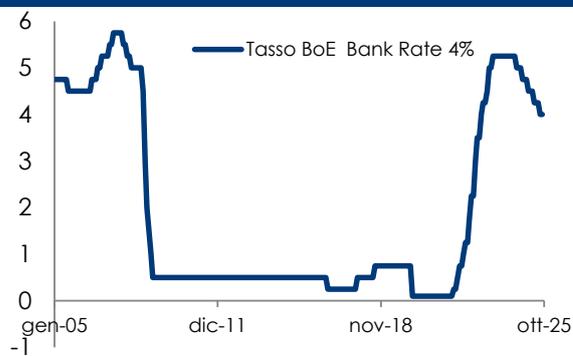
GBP/USD: la forte discesa del dollaro delle ultime settimane ha consentito alla sterlina di consolidare contro il biglietto verde. L'indebolimento della divisa USA potrebbe ampliarsi ancora se la Fed romperà gli indugi e inizierà il ciclo di taglio dei tassi che il mercato si aspetta.

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



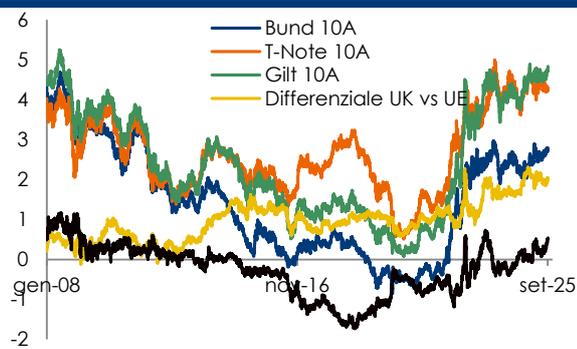
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoE (bank rate)



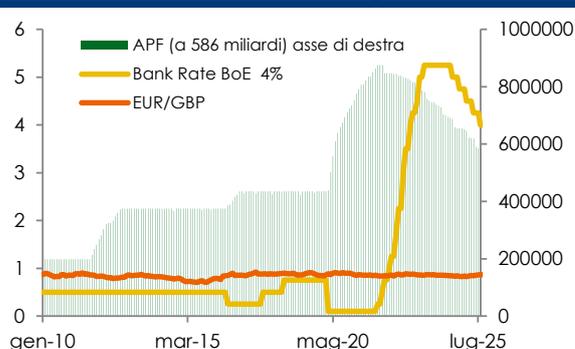
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of England

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 resta cauta e questo rischia di limitare il recupero dello yen

Lo yen consolida mentre la Banca del Giappone (BoJ) continua ad esprimere cautela circa il prosieguo della sua azione restrittiva, una prospettiva che rischia di limitare il recupero della valuta. La Banca del Giappone ha mantenuto i tassi di interesse allo 0,50% con voto unanime lo scorso 31 luglio. La BoJ ha segnalato futuri aumenti dei tassi solo se la crescita economica e l'inflazione progrediranno come previsto. Non a caso, recentemente, il vicegovernatore Himino ha gelato le attese degli investitori che speravano invece che la BoJ proseguisse nella sua azione di politica monetaria restrittiva. Himino ha dichiarato che la banca centrale dovrebbe continuare ad aumentare il costo del denaro, avvertendo però che l'incertezza economica globale rimane elevata e che quindi i rialzi vadano effettuati con cautela. In Giappone l'inflazione di luglio si è attestata al 3,1% a/a (indice core). Escludendo alimentari freschi e carburanti la crescita è stata del 3,4% a/a, ma questo non ha comunque alimentato le attese di un rialzo dei tassi per la Banca del Giappone nel 4° trimestre, una prospettiva che ha ormai una scarsissima probabilità di realizzarsi. Per la BoJ il principale rischio rimane l'evoluzione delle politiche commerciali e come reagirà l'attività economica globale (e domestica) in caso di rincaro dei prezzi dovuto ai dazi, a cui si sommano le recenti tensioni sui titoli di stato a lunga scadenza. Per questi motivi, prevediamo che nella riunione del 19 settembre la BoJ manterrà fermi i tassi e questo potrebbe limitare il recupero dello yen.

EUR/JPY: prospettive immutate per lo yen, che è atteso consolidare nel breve e recuperare maggiormente nel lungo periodo contro euro, nonostante non sia imminente nessun nuovo rialzo dei tassi della Banca del Giappone.

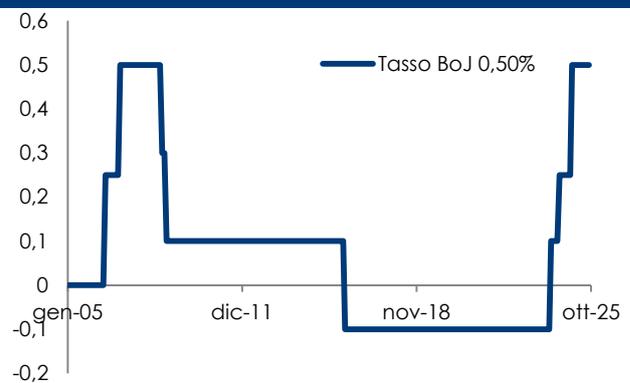
USD/JPY: lo yen ha aumentato la propria volatilità contro le principali valute, e in particolare verso il dollaro statunitense. Da tempo sottolineiamo che, nonostante la valuta giapponese stia sfruttando il calo del biglietto verde, per accrescere ulteriormente il proprio apprezzamento è necessario che la Banca del Giappone (BoJ) torni ad alzare i tassi di interesse.

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



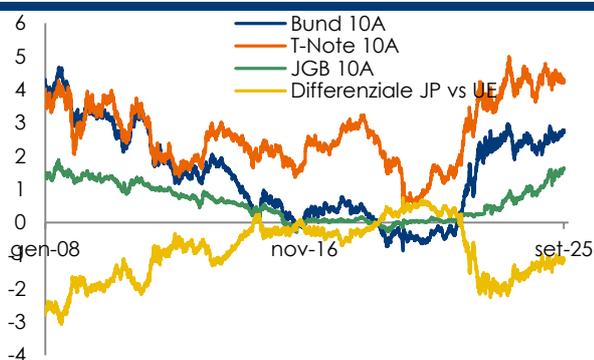
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoJ



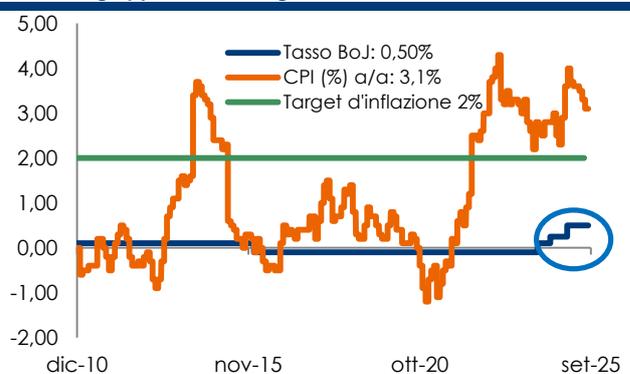
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of Japan

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 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>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 02.07.2025.

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 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) 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 Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi