

Forex G10

EUR/USD: il ruolo del disallineamento BCE-Fed

7 febbraio 2023

L'euro ha raggiunto il *target* rialzista di breve, che avevamo collocato in area 1,10 EUR/USD, sull'esito del FOMC di febbraio, ma è sceso dopo la riunione BCE – nonostante sia stato confermato il disallineamento di *policy* rispetto alla Fed – e soprattutto dopo l'*employment report* USA. L'entità del disallineamento BCE-Fed determina i livelli del cambio, mentre il disallineamento in sé, soprattutto in quanto protratto, determina il *trend* di fondo, che dovrebbe mantenersi rialzista. I rischi, tuttavia, restano verso il basso.

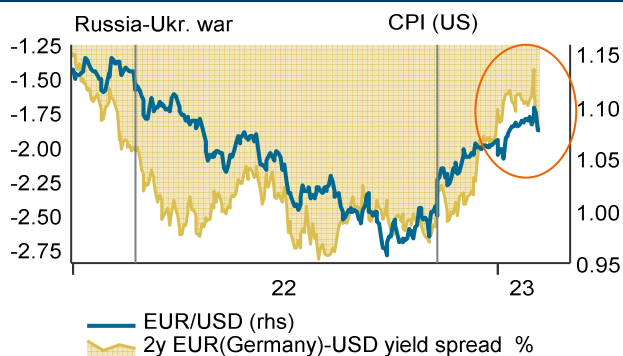
Direzione Studi e Ricerche

Il cambio EUR/USD ha aperto il 2023 al rialzo, salendo, in poco meno di un mese, **da** un minimo in area **1,04** a un massimo in area **1,10 EUR/USD**, dove ha aggiornato i massimi andando a rivedere livelli che erano stati abbandonati ad aprile dell'anno scorso. **A guidare questo ulteriore apprezzamento è stato l'ulteriore restringimento dei differenziali di rendimento** tra area euro e Stati Uniti (Fig. 1), **al consolidarsi di aspettative che (i) la Fed sia ormai vicina a chiudere il ciclo di rialzi dei tassi e possa successivamente attuare una svolta di policy** (avviando un ciclo di tagli dei tassi) già prima della fine dell'anno, **mentre (ii) la BCE attui un disallineamento rispetto alla Fed**, alzando i tassi di più nel breve, chiudendo il ciclo di rialzi più tardi e non tagliando i tassi quando invece la Fed inizierà a farlo. In termini di rendimenti a breve, tale disallineamento ha in realtà prodotto una parziale divergenza da metà dicembre (data della penultima riunione di Fed e BCE), con i rendimenti USA in tendenziale calo e quelli euro in tendenziale salita (Fig. 2) – eccezion fatta per il movimento degli ultimi giorni, provocato dall'*employment report* USA (v. sotto).

Rates, FX & Commodities Research

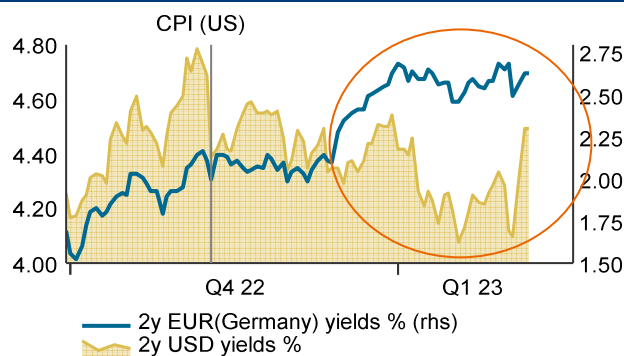
Asmara Jamaleh
Economista

Fig. 1 – Differenziali di rendimento ancora il driver dell'EUR/USD



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – Disallineamento della BCE rispetto alla Fed



Fonte: Refinitiv-Datastream

Confermato il disallineamento tra BCE e Fed...

Le aspettative di breve si sono realizzate. Al FOMC dell'1 febbraio la Fed ha innanzitutto ridotto la dimensione del rialzo dei tassi, dai 50 pb di dicembre a 25 pb, portando i Fed Funds a 4,50-4,75%, e ha segnalato, seppure implicitamente, che il ciclo di rialzi sta per chiudersi. Nel comunicato ha infatti esordito non più ripetendo che l'inflazione rimane elevata, bensì riconoscendo che ha iniziato a scendere. Il calo dei prezzi energetici e il rallentamento della crescita già in atto anche negli Stati Uniti prospettano un ulteriore calo già in corso d'anno, ma il livello comunque elevato dell'inflazione corrente e l'incertezza sulla velocità del calo atteso, soprattutto a causa delle condizioni del mercato del lavoro che restano "tirate" pur avendo già dato primi segnali di allentamento, portano la Fed a confermare l'indicazione fornita a dicembre di voler procedere con altri rialzi. Poiché al FOMC del 14 dicembre aveva dato come punto di arrivo atteso del ciclo

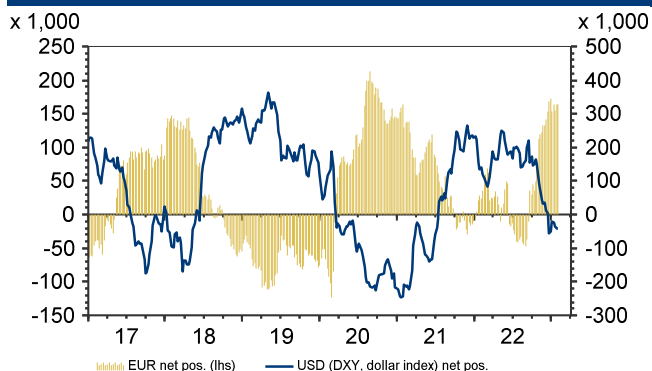
di rialzi il range 5,00-5,25%, questo implicherebbe altri due rialzi di 25 pb alle prossime due riunioni del 22 marzo e del 3 maggio.

Anche la BCE si è mossa in linea con le aspettative. Alla riunione del 2 febbraio, infatti, ha alzato ancora i tassi di 50 pb, portando il refi rate a 3,00% e, soprattutto, alla luce delle persistenti pressioni inflazionistiche, ha ribadito la necessità di “alzare i tassi significativamente e a ritmo costante”, indicando esplicitamente l'intenzione di procedere con un altro rialzo di 50 pb alla prossima riunione del 16 marzo. Ha invece spiegato che dopo questo incontro ri-valuterà il sentiero successivo dei rialzi, il che implicitamente apre ad una possibile riduzione della dimensione degli interventi anche in questo caso da 50 pb a 25 pb alle riunioni successive di maggio e giugno. La BCE ha comunque ribadito che le decisioni effettive dipenderanno dai dati e saranno prese di riunione in riunione.

... l'euro però sale post-FOMC, ma non post-BCE

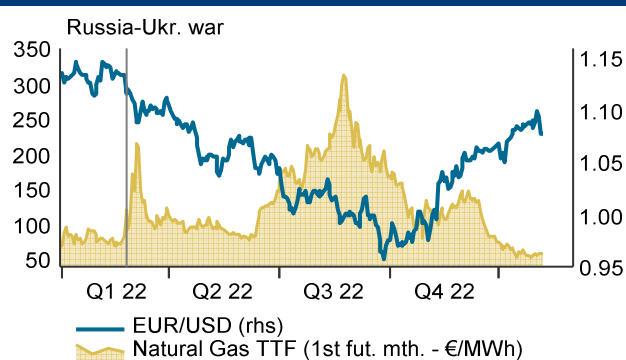
L'euro ha reagito in modo apparentemente contrastato sull'esito delle riunioni ravvicinate di Fed e BCE a inizio febbraio. Infatti, **è salito in seguito al FOMC**, da 1,08 a 1,10 EUR/USD, aggiornando qui i massimi, soprattutto di riflesso al generalizzato indebolimento del dollaro sul segnale che il ciclo di rialzi Fed sia ormai prossimo a chiudersi, **ma non è riuscito a salire ulteriormente al termine della riunione BCE** che pure ha confermato *in toto* il disallineamento rispetto alla Fed **e anzi ha ritracciato** riassorbendo buona parte della salita precedente.

Fig. 3 – Speculativi corti dollaro e ampiamente lunghi euro



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 4 – Ampio calo dei prezzi del gas



Fonte: Refinitiv-Datastream

La non-salita dell'euro sull'esito della riunione BCE si può in realtà spiegare sulla base di fattori sia tecnici (reazione del tipo “buy the rumour, sell the fact”, l'esito della riunione ha pienamente confermato le aspettative, raggiungimento di resistenze chiave in area 1,10 EUR/USD, il mercato speculativo ha ampliato il corto dollaro ultimamente e mantiene un lungo euro molto rilevante, (Fig. 3) **sia di tipo più fondamentale. Poiché infatti la BCE ha già anticipato l'intenzione di attuare un altro rialzo di 50 pb a marzo, mentre per il prosieguo valuterà il sentiero più appropriato, il dubbio che è sorto nel frattempo è sull'entità dell'ulteriore restrizione nel dopo-marzo, in particolare sull'eventualità che possa rivelarsi inferiore a quanto atteso precedentemente, soprattutto alla luce della dinamica molto favorevole dei prezzi del gas** che sono scesi ancora, e ampiamente, da dicembre in avanti (Fig. 4) e delle conseguenti prospettive per l'inflazione area euro, che nell'ultima rilevazione dell'1 febbraio (dato di gennaio) ha sorpreso verso il basso mostrando un calo da 9,2% a 8,5%, contro attese per una discesa più modesta a 9,0%. È probabilmente questo che spiega la reazione dei tassi di mercato: questi, infatti, prima della riunione scontavano altri 100 pb di rialzi BCE tra marzo e l'estate, che dopo l'annuncio sono scesi a 75 pb.

A movimentare ulteriormente il quadro è stato poi l'employment report USA, il giorno successivo alla riunione BCE. **I dati infatti hanno sorpreso in positivo** mostrando un incremento degli occupati

contro attese di calo e una discesa del tasso di disoccupazione contro attese di aumento. Il dollaro, pertanto, si è rafforzato e – di riflesso – **l'euro si è indebolito ulteriormente** riportandosi in area 1,07 EUR/USD. In questo caso i dati sul mercato del lavoro hanno evidenziato molto bene uno dei principali dubbi che sta fronteggiando la Fed, ovvero l'entità dei rischi verso l'alto sull'inflazione derivanti dalle pressioni verso l'alto sui salari in un mercato del lavoro con elevata occupazione/bassa disoccupazione. Ed è perlopiù su questo che si gioca l'entità dei prossimi rialzi Fed: un ultimo rialzo di 25 pb al prossimo FOMC del 22 marzo o altri due rialzi di 25 pb alle prossime due riunioni di marzo e del 3 maggio? L'ultimo *employment report* avvalorerebbe, preso isolatamente, la seconda ipotesi, su cui anche il mercato è tornato a riposizionarsi con probabilità piena dopo i dati. Tuttavia, la decisione non è ancora presa, e da qui al prossimo FOMC vi sarà almeno un'altra tornata di dati che consentirà di scorgere meglio l'effettivo *trend* sottostante delle dinamiche del mercato del lavoro, dell'inflazione e dell'economia in generale.

Anche per la BCE il margine di incertezza si gioca tra ipotesi alternative molto vicine: accettando che alla prossima riunione del 16 marzo la BCE alzi di 50 pb, dopo ci sarà un solo rialzo di 25 pb alla successiva riunione del 4 maggio o altri due rialzi di 25 pb a maggio e all'incontro del 15 giugno? Ad oggi il mercato sconta con probabilità piena 75 pb di rialzi BCE e con probabilità compresa tra il 60% e il 70% 100 pb complessivi. Per la Fed invece dopo l'*employment report* è tornato a scontare con probabilità piena altri 50 pb di rialzi cumulati. Nel nostro scenario centrale, manteniamo ancora attese per 100 pb di rialzi totali BCE (50 pb a marzo e 25 pb sia a maggio sia a giugno) e per un ultimo rialzo di 25 pb Fed a marzo, con aumentati rischi però, in questo caso, verso l'alto (ovvero di un altro rialzo di 25 pb a maggio). Anche per la BCE vi è una certa dose di incertezza tra 75 pb e 100 pb, che si risolverà solo in base all'effettiva evoluzione del quadro economico entro il prossimo mese o due.

Il disallineamento determina il trend, l'entità del disallineamento i livelli

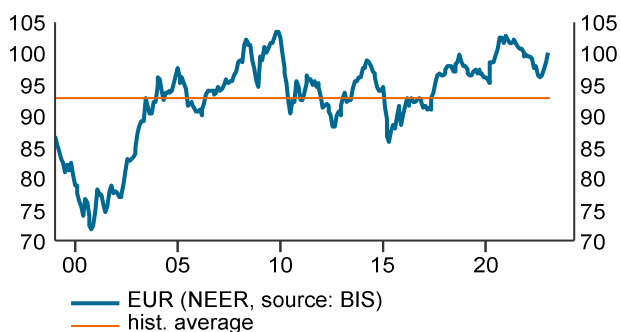
L'entità dell'effettivo disallineamento che si avrà tra BCE e Fed sarà importante, perché **condiziona i livelli del cambio EUR/USD, ma il disallineamento in sé**, più o meno ampio che sia, dato che permarrà sia nel breve (almeno a marzo dove si avrà un altro rialzo BCE di 50 pb e un altro rialzo Fed di 25 pb), sia successivamente (quando la Fed inizierà a tagliare i tassi verso fine anno la BCE invece li terrà fermi e non potrà seguire a ruota perché l'inflazione area euro è prevista scendere più lentamente che negli USA) **dovrebbe comunque restare sufficiente a integrare uno scenario di tendenza rialzista sottostante del cambio EUR/USD. Tra l'altro, in questa fase, al disallineamento di policy BCE-Fed andrà sovrapponendosi un disallineamento ciclico**, in quanto l'area euro dal 2° trimestre uscirebbe dalla fase recessiva (o comunque di contrazione) in atto, mentre invece gli Stati Uniti si troverebbero in recessione proprio in questo periodo, subendo una frenata della crescita mentre al contrario l'area euro avvia una ripresa, seppur modesta e graduale.

Manteniamo pertanto invariato il profilo atteso del cambio, anche sul breve termine dove lasciamo 1,10-1,12 EUR/USD a 1m-3m. Il target di 1,10 EUR/USD che avevamo collocato a 1m è già stato raggiunto post-FOMC, ma poi l'euro ha ritracciato scendendo fino a 1,07 EUR/USD in soli due giorni post-*employment report*. I **rischi** dello scenario di previsione rimangono leggermente **verso il basso**, in particolare (i) nel caso in cui nel breve la Fed dovesse alzare i tassi più delle attese, o successivamente dovesse posticipare l'avvio atteso del ciclo di tagli per via di una recessione più mite del previsto o che si limitasse a sfociare in un *soft-landing*, oppure (ii) qualora nel breve la BCE alzasse i tassi meno del previsto, o successivamente la ripresa dell'area euro dovesse rivelarsi più fiacca delle attese.

I dati chiave da seguire nel breve perché da questi principalmente dipenderà quanto ancora effettivamente alzeranno i tassi la Fed e la BCE saranno negli **Stati Uniti** soprattutto l'**inflazione** (14 febbraio e 14 marzo) e i dati sul mercato del lavoro, in particolare l'**employment report** (10 marzo), e per l'**area euro** l'**inflazione** (2 marzo). Le prossime **riunioni di BCE e Fed** saranno

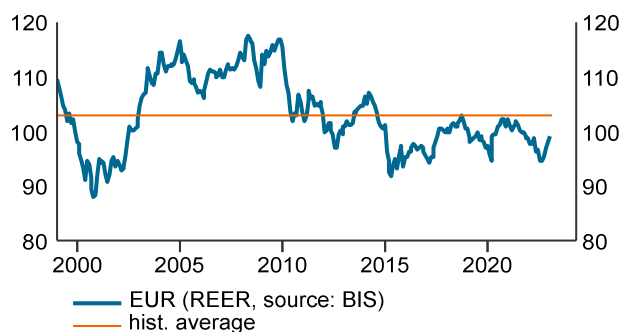
rispettivamente il **16 marzo** e il **22 marzo**, e saranno importanti non tanto per la decisione sui tassi immediata (che è considerata di fatto scontata, con un rialzo di 50 pb per la BCE e uno di 25 pb per la Fed), quanto per le indicazioni sui rialzi successivi (necessità o meno di un altro rialzo di 25 pb per la Fed a maggio, e necessità di un altro rialzo soltanto, di 25 pb, a maggio da parte della BCE o di altri due, di 25 pb, sia a maggio sia a giugno) e per le nuove proiezioni di crescita e inflazione sia negli USA (rilevanti soprattutto per capire quale potrebbe essere secondo la Fed la portata della recessione USA e quindi il *timing* dell'inversione di rotta della politica monetaria) sia nell'area euro. Dati USA che mostrassero un'inflazione più alta del previsto e/o condizioni sul mercato del lavoro più robuste del previsto, ma anche un'inflazione che nell'area euro dovesse scendere più delle attese, contribuirebbero a indebolire ulteriormente l'euro. Tecnicamente, i **supporti chiave nel breve** si collocano **in area 1,07 EUR/USD**, ma il **downside temporaneo** che non comprometterebbe comunque un rapido rimbalzo in caso di dati favorevoli potrebbe estendersi **fino in area 1,05 EUR/USD**.

Fig. A – Euro: cambio effettivo nominale



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. B – Euro: cambio effettivo reale



Fonte: Refinitiv-Datastream

Tassi di Cambio

	Val. Storici					07-02-23	Proiezioni				
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m		+1m	+3m	+6m	+12m	+24m
EUR/USD	1.20	1.14	1.02	1.00	1.06	1.0705	1.10	1.12	1.14	1.15	1.16
USD/JPY	105	115	135	147	132	132.07	126	122	120	118	116
GBP/USD	1.37	1.35	1.21	1.15	1.21	1.1980	1.22	1.23	1.25	1.27	1.30
EUR/CHF	1.08	1.06	0.98	0.99	0.99	0.9917	1.01	1.02	1.03	1.05	1.06
EUR/SEK	10.08	10.44	10.37	10.86	11.17	11.3847	11.30	11.00	10.80	10.60	10.30
EUR/NOK	10.27	10.04	9.97	10.23	10.61	11.1160	10.80	10.60	10.30	10.00	9.80
EUR/DKK	7.44	7.44	7.44	7.44	7.44	7.4413	7.44	7.45	7.46	7.46	7.46
USD/CAD	1.28	1.27	1.29	1.35	1.34	1.3426	1.32	1.30	1.28	1.26	1.25
AUD/USD	0.77	0.71	0.69	0.65	0.69	0.6924	0.72	0.73	0.75	0.76	0.78
NZD/USD	0.72	0.66	0.62	0.59	0.63	0.6309	0.65	0.66	0.68	0.70	0.72
EUR/JPY	127	132	137	147	141	141.42	139	137	136	136	134
EUR/GBP	0.88	0.85	0.84	0.87	0.88	0.8934	0.90	0.91	0.91	0.91	0.90
EUR/CAD	1.54	1.45	1.32	1.35	1.42	1.4378	1.45	1.46	1.46	1.45	1.45
EUR/AUD	1.57	1.61	1.47	1.55	1.55	1.5459	1.53	1.53	1.52	1.51	1.49
EUR/NZD	1.67	1.72	1.63	1.69	1.68	1.6965	1.69	1.70	1.68	1.64	1.61

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Banche Centrali (calendario)

Data (ora)	Paese	Riunioni di politica monetaria
9 febbraio		
09:30	SEK	Riksbank: annuncio tassi (attuale repo rate = 2.50%)
22 febbraio		
02:00	NZD	Reserve Bank of New Zealand: annuncio tassi (attuale official cash rate = 4.25%)
7 marzo		
04:30	AUD	Reserve Bank of Australia: annuncio tassi (attuale cash rate target = 3.35%)
8 marzo		
16:00	CAD	Bank of Canada: annuncio tassi (attuale BoC overnight lending rate = 4.50%)
10 marzo		
-	JPY	BoJ: annuncio tassi (attuale tasso di policy a breve = -0.10% e attuale tasso a 10 anni = 0%)
16 marzo		
14:15	EUR	BCE: annuncio tassi (attuale main refi rate = 3.00% e attuale deposit facility rate = 2.50%)
22 marzo		
19:00	USD	Fed: annuncio tassi (attuale Fed Funds target range = 4.50-4.75%)
23 marzo		
09:30	CHF	SNB: annuncio tassi (attuale policy rate = 1.00%)
10:00	NOK	Norges Bank: annuncio tassi (attuale policy rate = 2.75%)
13:00	GBP	BoE: annuncio tassi (attuale bank rate = 4.00%)
4 aprile		
06:30	AUD	Reserve Bank of Australia: annuncio tassi
12 aprile		
16:00	CAD	Bank of Canada: annuncio tassi
26 aprile		
09:30	SEK	Riksbank: annuncio tassi
28 aprile		
-	JPY	BoJ: annuncio tassi
2 maggio		
06:30	AUD	Reserve Bank of Australia: annuncio tassi
3 maggio		
20:00	USD	Fed: annuncio tassi
4 maggio		
10:00	NOK	Norges Bank: annuncio tassi
14:15	EUR	BCE: annuncio tassi
11 maggio		
13:00	GBP	BoE: annuncio tassi
24 maggio		
03:00	NZD	Reserve Bank of New Zealand: annuncio tassi
6 giugno		
06:30	AUD	Reserve Bank of Australia: annuncio tassi
7 giugno		
16:00	CAD	Bank of Canada: annuncio tassi
14 giugno		
20:00	USD	Fed: annuncio tassi
15 giugno		
14:15	EUR	BCE: annuncio tassi
16 giugno		
-	JPY	BoJ: annuncio tassi
22 giugno		
09:30	CHF	SNB: annuncio tassi
10:00	NOK	Norges Bank: annuncio tassi
13:00	GBP	BoE: annuncio tassi
29 giugno		
09:30	SEK	Riksbank: annuncio tassi

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o 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 di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve 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.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

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 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 – 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, 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 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. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

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.intesasnpaolo.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. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Sergio Capaldi (Rates)

Chiara Manenti (Rates)

Federica Migliardi (Rates)

Asmara Jamaleh (FX)

Daniela Corsini (Commodities)

sergio.capaldi@intesasnpaolo.com

chiara.manenti@intesasnpaolo.com

federica.migliardi@intesasnpaolo.com

asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com

daniela.corsini@intesasnpaolo.com