

Forex G10

23 settembre 2024

Valute G4 – Aggiornamento trimestrale

Svolta Fed più brusca: dollaro più penalizzato

La Fed ha avviato la svolta ribassista con più determinazione del previsto, il che pone le basi per un ulteriore indebolimento del dollaro. L'euro dovrebbe rafforzarsi ancora, ma limitatamente, perché il quadro di crescita resta comunque meno solido rispetto agli USA. Lo yen dovrebbe apprezzarsi di più grazie alla divergente azione di policy tra BoJ (che alza i tassi) e Fed (che li taglia). Anche la sterlina dovrebbe rafforzarsi ancora contro dollaro, favorita da una BoE meno convinta della Fed che l'inflazione abbia stabilmente imboccato il sentiero di rientro a target.

Research Department

Rates, FX & Commodities
Research

Asmara Jamaleh
Economista

Dollaro USA – Svolta Fed più brusca: dollaro più debole, ma più nel breve

Il dollaro statunitense ha svoltato al ribasso quest'anno nel corso dell'estate, aggiornando i minimi annui dopo l'attesa svolta Fed, avvenuta al FOMC del 18 settembre, dove il primo taglio dei tassi è stato più ampio di quanto precedentemente previsto, di 50 pb, a 4,75-5,00%.

La Fed infatti ha lasciato invariate le previsioni di crescita su tutto l'orizzonte previsivo, ma ha rivisto al rialzo quelle sul tasso di disoccupazione e al ribasso quelle sull'inflazione (a 2,3-2,1-2,0% da 2,6-2,3-2,0% nel 2024-25-26), ipotizzando di conseguenza un sentiero di tagli dei tassi un po' più aggressivo rispetto a quanto preventivato a giugno: altri 50 pb entro fine anno (per un totale di 100 pb nel 2024 rispetto ai soli 25 pb di tre mesi fa), ulteriori 100 pb l'anno prossimo (come a giugno) e altri 50 pb nel 2026 (meno dei 100 pb di giugno), per un totale di 250 pb di tagli nel triennio rispetto ai 225 pb di tre mesi fa. In sostanza la Fed ha deciso di agire in misura più incisiva nel breve, in ragione di un indebolimento atteso del mercato del lavoro più marcato di quanto ipotizzato in precedenza.

Questo è coerente con la nostra previsione di rallentamento dell'economia USA da uno stimato 2,4% quest'anno a un previsto 1,7% l'anno prossimo, dove però la fase di maggior debolezza della crescita si avrebbe nel 2° semestre del 2024, con una ripresa poi dal 1° trimestre del 2025. **Il dollaro quindi dovrebbe indebolirsi ancora, seguendo il calo dei tassi/rendimenti (Fig. 1) ma con downside limitato e/o andando assestandosi in una dinamica di tipo più laterale al di là del breve, verso l'orizzonte a un anno, sul rientro in area positiva dello slope (differenziale tra rendimenti a 10 e 2 anni USA) dopo il recente avvicinamento tra rendimenti a 2 e 10 anni (Fig. 2).**

Le elezioni presidenziali di novembre non dovrebbero compromettere la direzionalità attesa del biglietto verde. Un'eventuale vittoria di Trump potrebbe in un primo tempo rivelarsi più favorevole al dollaro per via del protezionismo e di misure fiscali più espansive, ma l'effetto rialzista iniziale potrebbe essere eroso successivamente in caso di ampia salita dei rendimenti a lunga per effetto di politiche fiscali troppo generose o in caso di guerre commerciali di vasta portata. Inizialmente favorevole al dollaro via aumento della *risk aversion* potrebbe essere anche una vittoria di Harris ma formalmente e di fatto contestata dallo schieramento di Trump.

Euro (EUR/USD) – Euro più forte su svolta Fed e miglior crescita attesa dell'area

L'euro ha svoltato al rialzo nel corso dell'estate, arrivando da un minimo primaverile a 1,0599 EUR/USD per aggiornare i massimi ad agosto a 1,1201 EUR/USD, principalmente di riflesso all'indebolimento del dollaro in vista della svolta Fed (Fig. 3).

La BCE ha iniziato a tagliare i tassi prima della Fed, a giugno, con una mossa di 25 pb che ha indebolito la moneta unica, ma solo temporaneamente perché poi è iniziato il conto alla rovescia per la svolta Fed. La BCE ha replicato il taglio alla riunione del 12 settembre portando il tasso sui depositi a 3,50%, lasciando invariate le previsioni di inflazione (headline) a 2,5-2,2-1,9%



nel 2024-25-26 **ma rivedendo lievemente al ribasso** (dello 0,1%) **quelle di crescita** a 0,8-1,3-1,5% sul medesimo triennio.

Tale revisione, unitamente alla previsione di un'inflazione che scende sotto il target del 2,0% sull'orizzonte a due anni potrebbero portare la BCE a tagliare più del previsto. Attualmente ci attendiamo un taglio di 25 pb a dicembre seguito da altri 75-100 pb l'anno prossimo, ma il rischio che inizia a incorporare il mercato è che entro fine anno la BCE tagli di 50 pb. **Le nostre previsioni, similmente alla BCE, sono di ripresa della crescita dell'area** da 0,7% quest'anno a 1,2% il prossimo, **laddove negli USA lo scenario è opposto, di rallentamento.**

Questo scenario di crescita, unitamente al sentiero atteso di tassi/rendimenti a breve (Fig. 4), **leggermente più in calo negli Stati Uniti che nell'area euro, suggeriscono la possibilità di un ulteriore rafforzamento dell'euro** nel range 1,12-1,14 EUR/USD entro l'orizzonte annuale. **Tuttavia, l'upside appare contenuto e la dinamica prevalente dovrebbe essere di tipo laterale** (con supporti principali in area 1,10 EUR/USD) **perché i sentieri attesi dei tagli dei tassi BCE e Fed appaiono molto simili e la crescita dell'area, seppur prevista in miglioramento l'anno prossimo, rimane comunque più bassa di quella USA** prevista al contrario in rallentamento. Il profilo atteso del cambio è dunque 1,10-1,11-1,12-1,13-1,14 EUR/USD sull'orizzonte a 1m-3m-6m-12m-24m dove i livelli più bassi nel breve riflettono la possibilità che la BCE tagli più del previsto e valori di euro più elevati successivamente riflettono sull'orizzonte più lungo la combinazione di miglioramento della crescita dell'area e di livello dei tassi USA in ampio calo rispetto ad ora.

Yen – La divergenza tra BoJ e Fed dovrebbe far apprezzare ancora lo yen

Lo yen, dopo essersi deprezzato contro dollaro da inizio anno a luglio, da 140,80 a 161,99 USD/JPY, **ha svolto al rialzo** fino ad aggiornare i massimi dell'anno in area 139 USD/JPY, **favorito dall'attesa svolta (ribassista) della Fed e dall'avvenuta svolta (rialzista) della BoJ** (Fig. 5), che ha avviato il processo di normalizzazione monetaria dismettendo i tassi negativi (a marzo li ha alzati da -0,10% a 0-0,10%) e poi a luglio li ha aumentati ancora a 0,25%.

Alla riunione del 20 settembre li ha tenuti invariati, ma un altro rialzo potrebbe arrivare a ottobre, quando verrà presentato il nuovo aggiornamento delle previsioni di crescita e inflazione. A luglio la BoJ prevedeva una crescita in espansione da 0,6% dell'a.f. 2024 a 1% in entrambi gli anni successivi e un'inflazione ("core", quella usata come riferimento per le decisioni di policy) a 1,9% nell'a.f. 2024, così come nel successivo e in salita a 2,1% - ovvero sopra target – nell'a.f. 2026. Se tale scenario non verrà disatteso **la BoJ proseguirà con i rialzi dei tassi** e il conseguente aggiustamento verso l'alto dei rendimenti.

Lo yen dovrebbe pertanto apprezzarsi ulteriormente contro dollaro in direzione di 132-130 USD/JPY sull'orizzonte annuale, **complice la divergenza tra l'azione di policy della BoJ e della Fed**, che invece continuerà a tagliare i tassi. **L'apprezzamento dovrebbe estendersi anche contro euro** verso 149-148 EUR/JPY: l'entità del rafforzamento è inferiore per via del contestuale rafforzamento atteso dell'EUR/USD (Fig. 6).

Sterlina – Il gradualismo della BoE favorisce la sterlina (contro dollaro)

La sterlina, dopo una protratta fase laterale contro dollaro tra 1,22 e 1,30 GBP/USD, **ha ripreso una direzionalità in estate, prima in moderato calo sul primo taglio dei tassi BoE** da 5,25% a 5,00% a inizio agosto **e poco dopo in rimonta all'avvicinarsi della svolta Fed** fino a inaugurare nuovi massimi dell'anno a quota 1,33 GBP/USD all'indomani del primo taglio dei tassi Fed, al termine della riunione BoE del 19 settembre che – al contrario – ha lasciato i tassi fermi (Fig. 7), preferendo un approccio graduale in uno scenario di elevata incertezza sull'economia domestica.

La BoE infatti riconosce che le condizioni del mercato del lavoro si stanno allentando ma rileva che sono ancora molto "tirate" e prevede un'inflazione in calo ma trova sia ancora difficile valutarne la persistenza per via di fattori strutturali di non facile comprensione dovuti alle crisi/shock globali degli ultimi anni.

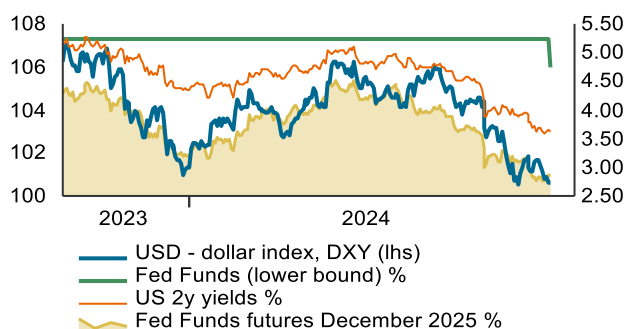
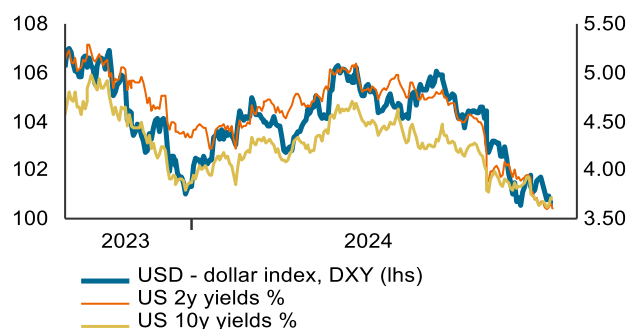
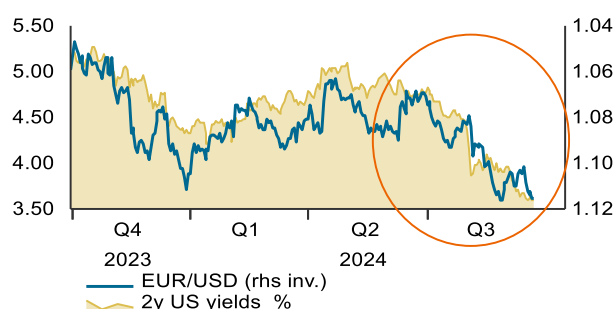
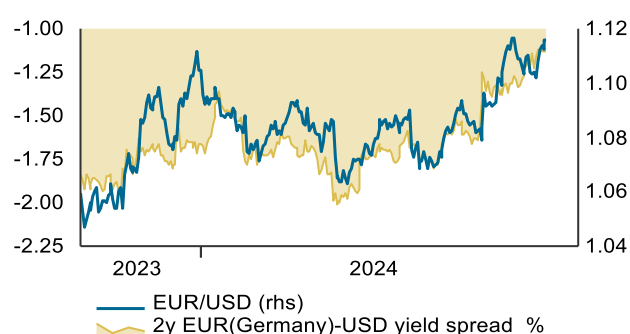
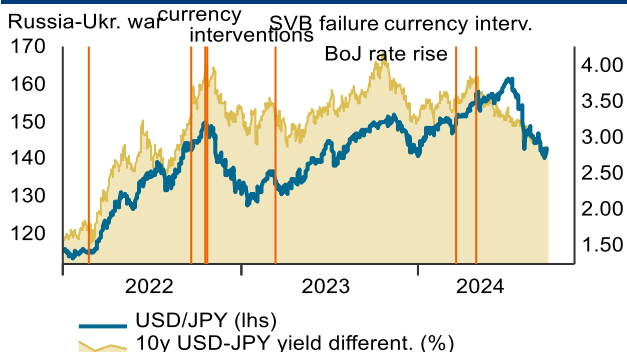
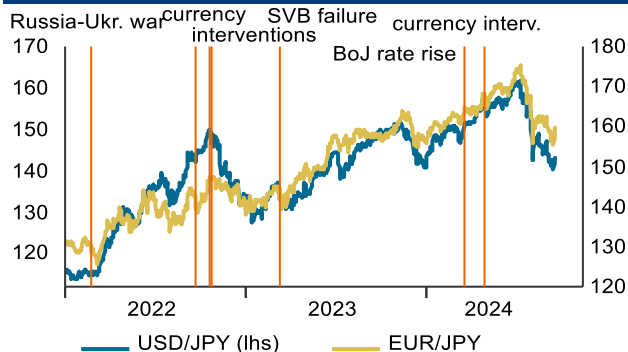
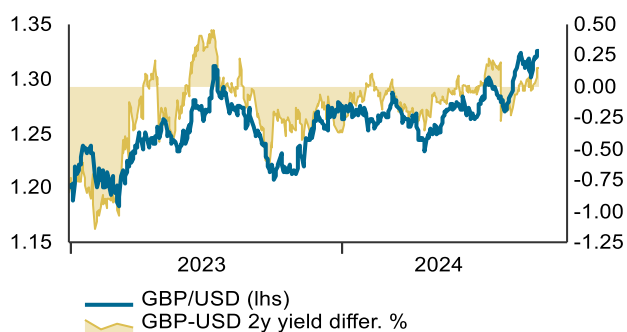
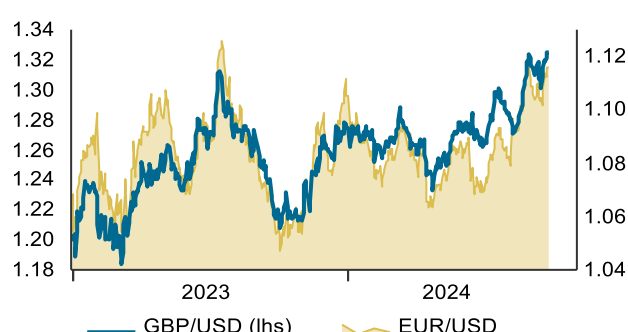
Nel MPR di agosto ha rivisto al rialzo la previsione di crescita per quest'anno da 0,5% a 1,25% lasciando invariata quella per il 2025-26 a 1,00-1,25%. **Simultaneamente, ha rivisto verso l'alto la previsione di inflazione su quest'anno** da 2,25% a 2,75% lasciando invariata quella per il 2025-26 a 2,25-1,5%. **A nostro avviso tale scenario è coerente con un altro taglio dei tassi BoE di 25 pb alla prossima riunione di novembre e con altri 100 pb di tagli equidistribuiti l'anno prossimo. Si tratterebbe di un ciclo di tagli marginalmente più contenuto rispetto alla Fed, ma soprattutto nel breve la BoE, all'opposto della Fed, ha indicato di preferire un approccio graduale** date le condizioni internamene ancora contrastanti su inflazione e mercato del lavoro, laddove la Fed ora appare più convinta che mercato del lavoro e inflazione ritornino più velocemente verso l'equilibrio.

La sterlina dovrebbe quindi salire ancora rispetto al dollaro verso 1,34-1,35 GBP/USD entro l'orizzonte a 6m-12m. L'upside dovrebbe risultare analogo a quello dell'euro (Fig. 8), al di là del breve solo marginalmente inferiore per via della crescita attesa più debole nel prossimo biennio e dell'inflazione prevista a 1,5%, ben sotto target (2,0%) nel 2026, ipotesi che l'anno prossimo potrebbe spingere la BoE a tagliare i tassi più di quanto preventivato ora. **Nel cross con l'euro la sterlina dovrebbe quindi mantenersi laterale insistendo perlopiù nella parte bassa del range di quest'anno**, che è stato 0,83-0,86 EUR/GBP, privilegiando il corridoio 0,83-0,84 EUR/GBP, con tendenza a rivelarsi più forte nel breve e più debole successivamente.

Tassi di Cambio

	Val. Storici					23-09-24	Proiezioni				
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m		+1m	+3m	+6m	+12m	+24m
EUR/USD	0.97	1.07	1.08	1.07	1.12	1.1108	1.10	1.11	1.12	1.13	1.14
USD/JPY	143	148	151	160	144	143.69	140	138	134	132	130
GBP/USD	1.09	1.22	1.26	1.26	1.32	1.3269	1.32	1.33	1.34	1.35	1.35
EUR/CHF	0.95	0.97	0.97	0.96	0.95	0.9455	0.94	0.95	0.98	1.00	1.02
EUR/SEK	10.94	11.84	11.40	11.23	11.38	11.3502	11.30	11.20	11.10	11.00	10.90
EUR/NOK	10.28	11.49	11.61	11.27	11.70	11.6725	11.60	11.50	11.30	11.10	10.80
EUR/DKK	7.44	7.46	7.46	7.46	7.46	7.4589	7.44	7.44	7.44	7.44	7.45
USD/CAD	1.36	1.35	1.36	1.37	1.35	1.3578	1.35	1.34	1.32	1.30	1.28
AUD/USD	0.65	0.64	0.65	0.66	0.68	0.6805	0.67	0.68	0.69	0.70	0.72
NZD/USD	0.57	0.60	0.60	0.61	0.62	0.6229	0.62	0.63	0.64	0.65	0.67
EUR/JPY	139	158	164	171	162	159.61	154	153	150	149	148
EUR/GBP	0.89	0.87	0.86	0.85	0.85	0.8372	0.83	0.83	0.84	0.84	0.84
EUR/CAD	1.32	1.44	1.47	1.46	1.51	1.5083	1.49	1.49	1.48	1.47	1.46
EUR/AUD	1.48	1.65	1.66	1.61	1.65	1.6322	1.64	1.63	1.62	1.61	1.58
EUR/NZD	1.69	1.79	1.80	1.75	1.80	1.7828	1.77	1.76	1.75	1.74	1.70

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Fig. 1 – Dollaro: tassi/rendimenti guidano al ribasso il dollaro...**Fig. 2 – ... ma il rientro in area positiva dello slope limita il calo****Fig. 3 – EUR/USD: i tassi USA sono il fattore discriminante...****Fig. 4 – ... ma i differenziali di rendimento restano il driver...****Fig. 5 – USD/JPY: i differenziali di rendimento restano il driver****Fig. 6 – EUR/JPY: la correlazione con l'USD/JPY resta positiva****Fig. 7 – GBP/USD guidata dai differenziali di rendimento a breve****Fig. 8 – GBP/USD: la correlazione positiva con l'EUR/USD resta alta**

Fonte: Refinitiv-Datastream (salvo diversa indicazione)

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., 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.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

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 15a-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 da Research Department 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 – 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.intesasnpaolo.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.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 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 Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Chiara Manenti (Responsabile)

Sergio Capaldi (Rates)

Federica Migliardi (Rates)

Asmara Jamaleh (FX)

Daniela Corsini (Commodities)

chiara.manenti@intesasnpaolo.com

sergio.capaldi@intesasnpaolo.com

federica.migliardi@intesasnpaolo.com

asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com

daniela.corsini@intesasnpaolo.com