

Forex Flash

Un nuovo shock anni '90

- Lo shock petrolifero ha imposto una brusca interruzione della fase di *easing* globale, forzando le banche centrali verso una postura aggressiva per evitare il disancoraggio delle aspettative inflazionistiche. La distribuzione delle probabilità sui tassi si è spostata drasticamente verso l'alto, creando un rischio asimmetrico.
- L'analisi storica del 1990 offre un *blueprint* per navigare l'attuale crisi: in quell'occasione, la politica monetaria inizialmente *hawkish* fu completamente invertita non appena le preoccupazioni sulla crescita presero il sopravvento, un processo iniziato persino prima che il prezzo del petrolio raggiungesse il picco.
- Il mercato appare attualmente "sovra-coperto" contro l'inflazione e "sotto-coperto" contro il rallentamento della crescita prezzando una politica monetaria eccessivamente *hawkish*. Storicamente, il mercato fatica a invertire il trend *hawkish* finché il petrolio sale, tendendo a sovra-reagire all'inflazione trascurando il danno alla crescita.
- Se la crisi energetica dovesse innescare una recessione globale, la leadership potrebbe passare dal dollaro allo yen e al franco svizzero, con una marcata capitolazione delle valute cicliche e degli importatori energetici.

Il conflitto in Iran si è manifestato come il fulcro dell'incertezza geopolitica globale, imponendo una ristrutturazione delle catene di approvvigionamento energetico. L'impatto economico della guerra si sta articolando su **quattro pilastri**:

1. **un'espansione dei premi al rischio** dovuta all'allargamento della distribuzione dei possibili esiti economici che penalizza le valute cicliche e premia le valute *safe haven*.
2. **un freno alla crescita globale** derivante dallo shock negativo dell'offerta energetica;
3. **una redistribuzione del reddito** attraverso le **ragioni di scambio** dai paesi consumatori ai produttori;
4. **una pressione sull'inflazione** potenzialmente meritorio di una risposta di policy da parte delle banche centrali.

La velocità della risposta delle banche centrali è oggi il principale driver della volatilità dei tassi di cambio. Il mercato sta prezzando una elevata reattività delle scelte di policy sottovalutando forse il rischio di un inasprimento eccessivo della politica monetaria. Un esempio di questo tipo di rischio è offerto dallo shock petrolifero del 1990: una fase iniziale di aggressività *hawkish* dei mercati fu seguita da una inversione repentina delle aspettative una volta che il danno alla crescita divenne manifesto. In quell'episodio, la Federal Reserve finì per tagliare i tassi drasticamente nonostante il picco del greggio. **Con l'emergere di dati poco favorevoli alle prospettive di crescita i timori inflazionistici dovrebbero cedere il "centro del palcoscenico" entro i prossimi 6-9 mesi**, rendendo l'attuale *hawkishness* del mercato un'opportunità tattica per posizionarsi su un'inversione della curva.

USD - Il dollaro statunitense sta attraversando una fase di forte apprezzamento consolidando la sua posizione come **bene rifugio d'elezione** nel contesto dell'attuale crisi mediorientale. A differenza di molte valute europee e asiatiche, il biglietto verde

3 aprile 2026

Nota Settimanale

Research Department

Rates, FX & Commodities
Research

Sergio Capaldi
Strategist Rates & Forex

beneficia anche del fatto che gli Stati Uniti sono oggi un **esportatore netto di petrolio**. Questo posiziona l'USD sul lato favorevole dello shock dei termini di scambio, poiché l'aumento dei prezzi energetici ridistribuisce il reddito dai consumatori di energia (come l'Eurozona) verso i produttori. Nelle ultime settimane si è osservato anche un **ritorno del ruolo di copertura del dollaro** con un importante cambiamento nelle correlazioni: per la prima volta dal 2024, il dollaro è tornato a fungere da copertura per i portafogli azionari, offrendo protezione agli investitori internazionali che non avevano coperto il rischio di cambio.

Sebbene finora il mercato si sia concentrato soprattutto sulle implicazioni inflattive della crisi, a nostro avviso **presto l'attenzione si sposterà sui rischi di contrazione della crescita globale**. A fronte di un rallentamento della crescita (sia domestica che globale), la reazione del dollaro sarebbe caratterizzata da una dicotomia di performance a seconda delle valute con cui viene confrontato. In questo scenario, grazie al suo status di bene rifugio **il dollaro continuerebbe probabilmente a sovraperformare le valute cicliche** (come AUD, NZD, CAD, NOK e SEK) e quelle dei mercati emergenti. Discorso in parte diverso rispetto per le altre valute *safe haven*. Se i timori per l'inflazione dovessero cedere il passo a una marcata preoccupazione per la crescita, la forza dell'USD contro le altre valute rifugio potrebbe infatti venire meno. In particolare, lo yen giapponese ed il franco svizzero tenderebbero a rivaleggiare con il dollaro o addirittura a superarlo in termini di performance. Lo yen, storicamente, mostra i suoi maggiori guadagni proprio durante gli shock della crescita in cui i rendimenti obbligazionari e i mercati azionari americani scendono simultaneamente.

JPY – In uno scenario di rallentamento della crescita, sia domestica che globale, lo yen dovrebbe sovraperformare rivaleggiando con il dollaro come valuta rifugio d'elezione. L'apprezzamento più forte e diffuso dello yen si verifica solitamente durante gli shock della crescita in cui i rendimenti obbligazionari americani e i mercati azionari scendono simultaneamente. Questo movimento invertirebbe l'attuale dinamica guidata dai tassi che ha penalizzato la valuta nipponica. Attualmente lo yen subisce l'effetto di due forze contrapposte: da un lato il suo status di *safe haven* e dall'altro l'impatto negativo dei termini di scambio dovuto alla dipendenza del Giappone dalle importazioni energetiche. Sebbene un rallentamento della crescita potrebbe indurre la BoJ a ritardare ulteriori rialzi dei tassi, lo yen dovrebbe comunque rafforzarsi sui mercati valutari per effetto dei flussi di fuga verso la qualità. A nostro avviso in caso di un mercato shock negativo della crescita globale, le sue caratteristiche di rifugio tenderebbero a dominare. A ciò va aggiunto che i rendimenti obbligazionari sono destinati a scendere sia in uno scenario di *de-escalation* sia in uno scenario di recessione. Questa asimmetria rende le valute sensibili ai tassi come lo JPY particolarmente attraenti.

EUR – L'euro rimane una delle valute più esposte negativamente al protrarsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente a causa della dipendenza energetica del continente. Essendo l'Eurozona un importatore netto strutturale di energia, l'impennata dei prezzi di petrolio e gas agisce come un meccanismo di redistribuzione del reddito dai consumatori europei verso i produttori esteri. Questo shock dei termini di scambio tende a deprezzare l'euro, il che a sua volta rischia di alimentare ulteriormente l'inflazione interna amplificando il costo delle importazioni energetiche denominate in dollari. Il deprezzamento della valuta e l'inflazione importata stanno contribuendo a un peggioramento della salute dei consumatori, con una crescita della spesa reale che mostra segnali di deterioramento rispetto ai mesi precedenti. I dati di marzo confermano un'inflazione headline (HICP) nell'area Euro in netta accelerazione (+1,2% m/m rispetto al +0,6% di febbraio), riflettendo l'impennata dei

costi energetici. Al contrario, l'inflazione core annuale è scesa di 15 punti base, confermando che il *pass-through* energetico rimane, per ora, un processo graduale.

La BCE si trova ad affrontare un improvviso cambio di paradigma a causa dello shock energetico derivante dal conflitto in Iran, che ha interrotto una fase di stabilità monetaria precedentemente attesa per tutto il 2026: un inasprimento della politica monetaria appare ormai imminente per contrastare la fiammata inflazionistica.

Prevediamo che la BCE effettuerà un singolo rialzo da 25 punti base a giugno. Nonostante le pressioni dei mercati, i vertici della BCE, inclusa la Presidente Lagarde, hanno indicato la volontà di mantenere il "sangue freddo", preferendo aggiustamenti graduali. L'obiettivo è gestire le aspettative senza innescare eccessiva volatilità, dato che l'economia dell'area euro è attualmente più fragile rispetto allo shock del 2022. La riduzione del bilancio della BCE prosegue alla "massima velocità", con un ritmo di deflusso di circa 40 mld di euro al mese. Sebbene questo processo sia definito *open-ended*, il Consiglio direttivo rimane pronto ad adeguare i suoi strumenti per preservare il corretto funzionamento della trasmissione monetaria. La BCE ha deciso di mantenere invariate all'1% le riserve minime obbligatorie per le banche commerciali. Contemporaneamente, sta portando avanti la revisione del proprio quadro operativo per calibrare le operazioni di prestito a lungo termine e i parametri di un futuro portafoglio strutturale di titoli, man mano che le riserve calano gradualmente.

In sintesi, la BCE è costretta a una risposta *hawkish* nel breve termine per proteggere la credibilità dell'obiettivo di inflazione, pur sapendo che **la domanda debole e il raffreddamento del mercato del lavoro limiteranno la necessità di un ciclo di rialzi prolungato.**

CHF - Il franco svizzero ha mostrato recentemente una relativa debolezza. Questo è dovuto a un esplicito cambio di rotta della SNB, che ha effettuato interventi (verbal) per contrastare un apprezzamento definito "rapido ed eccessivo". L'obiettivo della banca centrale è evitare che una valuta troppo forte danneggi l'economia domestica in una fase di incertezza. Attualmente, la bassa inflazione dà alla banca centrale licenza di vendere franchi per indebolire il cambio. Riteniamo che il franco possa tornare a rafforzarsi nei prossimi mesi, seguendo un modello simile a quello del 2022. Man mano che lo shock energetico farà salire i prezzi, la SNB potrebbe diventare più tollerante verso un franco forte per mitigare le pressioni inflazionistiche importate. Quando il mercato sposterà la propria attenzione dai rischi di inflazione a quelli di crescita, il franco svizzero (insieme allo yen) potrebbe sovraperformare rispetto alle valute cicliche e possibilmente anche rispetto al USD.

Valute cicliche ad "alto beta"

Il dollaro australiano (AUD) ed il dollaro canadese (CAD) sono attualmente caratterizzati da una dinamica complessa, sospesi tra il sostegno derivante dal **miglioramento delle loro ragioni di scambio** e la vulnerabilità legata alla loro natura di **valute cicliche ad "alto beta"**. Sia l'AUD che il CAD sono considerati beneficiari strutturali dell'attuale shock energetico poiché le loro economie sono meno vulnerabili alle interruzioni delle forniture rispetto a Europa e Asia. Tuttavia, in quanto valute cicliche, hanno risentito pesantemente della componente *risk-off* del conflitto in Medio Oriente.

AUD – La Reserve Bank of Australia (RBA) ha adottato una risposta piuttosto aggressiva allo shock inflattivo, avendo già effettuato due rialzi dei tassi quest'anno, con un terzo previsto per la prossima riunione. I tassi swap a 5 anni in Australia sono i più alti tra i paesi del G10. L'impennata del prezzo del diesel (circa +150% dall'inizio della guerra)

sta gravando pesantemente sui costi operativi dei grandi produttori di minerale di ferro e carbone, con aumenti stimati tra il 10% e il 20%. **L'AUD rimane vulnerabile a un eventuale rallentamento della crescita in Asia**, dove si temono carenze fisiche di materie prime. Se il mercato dovesse spostare il focus dall'inflazione alla recessione, l'AUD sarebbe tra gli asset ciclici più esposti a ulteriori cali.

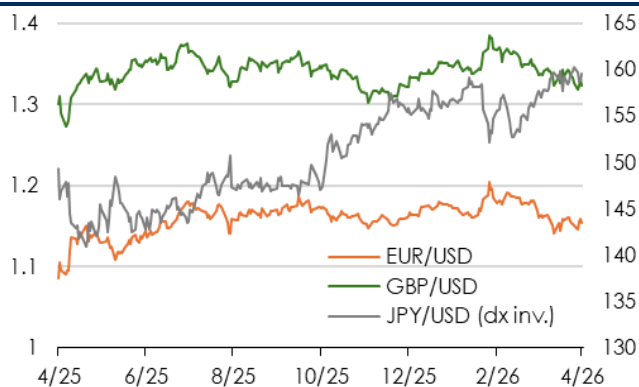
CAD - Il Canada, a causa di un mercato del lavoro fragile, dell'elevato rapporto tra servizio del debito e reddito disponibile e del continuo calo dei prezzi delle case presenta **elementi di forte debolezza dei consumi delle famiglie**. Nonostante la debolezza domestica, il CAD beneficia della posizione del Canada come esportatore di energia, il che lo rende meno vulnerabile rispetto ad altre valute del G10 a un protrarsi dello shock petrolifero. La Bank of Canada (BoC) è la prima grande banca dei mercati sviluppati a completare la normalizzazione del proprio bilancio, annunciando a gennaio la fine del QT per passare a una fase di stabilizzazione in cui il bilancio crescerà "in linea con l'economia". La BoC ha inoltre ripristinato il programma di *term repo* a partire dal 5 marzo per stabilizzare la liquidità del sistema. **Non sono previsti ulteriori rialzi dei tassi nel 2026**, con il tasso di riferimento atteso fermo al 2,3%.

In sintesi, mentre i termini di scambio offrono un supporto fondamentale, AUD e CAD rimangono ostaggio del sentiment globale: **se prevarrà la paura della recessione, entrambe potrebbero sottoperformare rispetto alle valute rifugio** tradizionali come USD, JPY e CHF.

Conclusione strategica

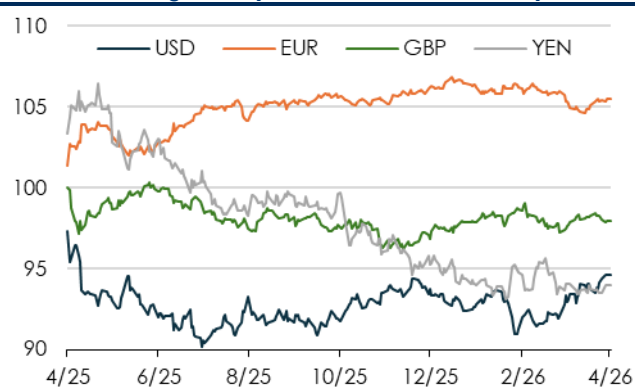
La dinamica valutaria futura dipenderà dalla transizione dei timori del mercato dall'inflazione alla crescita: quando gli effetti della crisi energetica avranno iniziato ad impattare la performance di crescita, **il ruolo di leadership tra le valute dovrebbe passare dal dollaro allo yen e al franco svizzero, con una marcata capitolazione delle valute cicliche e degli importatori energetici**.

Euro, Pound, Yen vs USD



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

Nominal Exchange Rate (BIS, rebased 01/01/25=100)



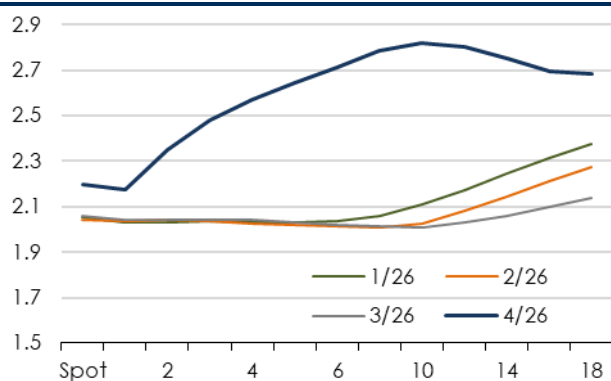
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

Tassi di Cambio

	Valori storici					Previsioni					
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	03-04-26	+1m	+3m	+6m	+12m	+24m
EUR/USD	1.08	1.11	1.17	1.17	1.16	1.1542	1.14	1.14	1.15	1.16	1.20
USD/JPY	152	146	147	157	158	159.55	158.00	154.00	152.00	150.00	145.00
GBP/USD	1.27	1.31	1.35	1.35	1.34	1.3232	1.31	1.31	1.32	1.34	1.32
EUR/CHF	0.98	0.95	0.93	0.93	0.91	0.9212	0.90	0.89	0.89	0.90	0.90
EUR/SEK	11.53	10.79	11.01	10.79	10.74	10.8876	11.08	11.00	10.70	10.70	10.60
EUR/NOK	11.60	11.40	11.67	11.79	11.23	11.2537	11.50	11.40	11.40	11.30	11.10
EUR/DKK	7.46	7.46	7.47	7.47	7.47	7.4726	7.46	7.45	7.45	7.44	7.45
USD/CAD	1.35	1.41	1.39	1.37	1.37	1.3923	1.37	1.36	1.35	1.34	1.32
AUD/USD	0.66	0.63	0.66	0.67	0.70	0.6906	0.71	0.71	0.72	0.72	0.74
NZD/USD	0.60	0.58	0.58	0.58	0.59	0.5710	0.60	0.63	0.63	0.64	0.65
EUR/JPY	164	161	173	184	183	184.17	180.12	175.56	174.80	174.00	174.00
EUR/GBP	0.86	0.84	0.87	0.87	0.87	0.8718	0.87	0.87	0.87	0.87	0.91
EUR/CAD	1.47	1.56	1.64	1.61	1.59	1.6074	1.56	1.55	1.55	1.55	1.58
EUR/AUD	1.65	1.75	1.78	1.75	1.65	1.6710	1.61	1.61	1.60	1.61	1.62
EUR/NZD	1.80	1.91	2.01	2.03	1.97	2.0209	1.90	1.81	1.83	1.81	1.85

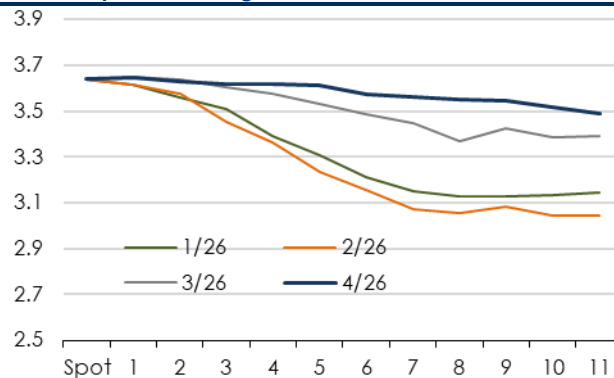
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

Euribor 3M Futures



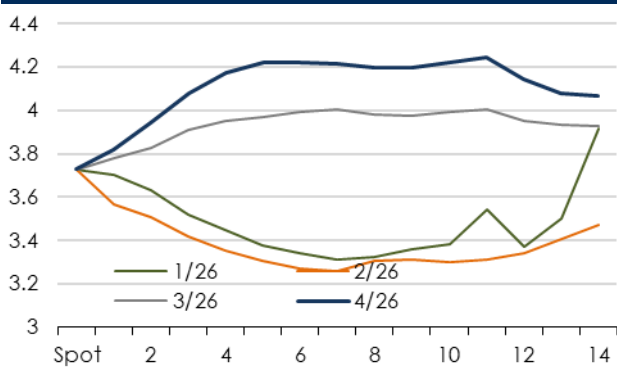
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

US tassi impliciti: meetings della Fed



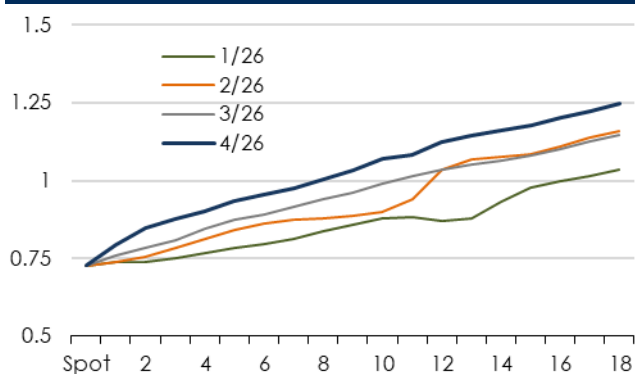
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

UK tassi impliciti: meetings della BoE



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

Japanese Forward Overnight Index Swap Rate



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

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 SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA 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 SpA.

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 SpA 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 Divisione IMI Corporate & Investment Banking (www.imi.intesaspa.com) - 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 SpA 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 SpA. 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 SpA.

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 LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, 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 SpA 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 SpA, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza 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 e 2242 ove applicabile, 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 SpA 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 SpA all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai 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.

Intesa Sanpaolo SpA 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, tra gli altri, dalla Repubblica italiana.

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Chiara Manenti (Responsabile)

chiara.manenti@intesasanpaolo.com

Sergio Capaldi (Rates and Forex)

sergio.capaldi@intesasanpaolo.com

Asmara Jamaleh (Forex)

asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com

Daniela Corsini (Commodities)

daniela.corsini@intesasanpaolo.com