Forex Flash

La parola alle Banche Centrali

23 ottobre 2026

Nota Settimanale

Research Department

Rates, FX & Commodities Research

Sergio Capaldi
Strategist Rates & Forex

- La settimana è stata dominata da un marcato ritorno dell'avversione al rischio, innescata dalla combinazione di timori legati al settore AI, dall'escalation delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente e Ucraina, e dalla crisi fiscale francese.
- La crisi francese non è ancora una crisi di solvibilità, ma per il momento solo di credibilità politica: il mercato non vede un percorso realistico verso il consolidamento fiscale in un contesto di crescita anemica, proteste diffuse e frammentazione parlamentare. L'intervento della BCE tramite il TPI al momento appare molto improbabile se non quasi impossibile in questo contesto politico.
- La prossima settimana sarà densa di eventi cruciali: il FOMC, la BCE, la Bank of Japan, la RBNZ e la Bank of Canada, oltre al budget britannico e la prima stima del PIL statunitense del terzo trimestre, il tutto in un contesto geopolitico caratterizzato dal conflitto in Medio Oriente, dal blocco dello Stretto di Hormuz e dal Brent stabilmente sopra i 110 USD/bbl.
- L'interazione tra politica monetaria, tensioni fiscali in Francia, dinamiche del prezzo del petrolio e la traiettoria degli utili del settore AI resterà il filo conduttore dei mercati.

La settimana è stata dominata da un marcato ritorno dell'avversione al rischio, innescata dalla combinazione di timori legati al settore AI, dall'escalation delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente e Ucraina, e dalla crisi fiscale francese.

Il Nasdaq ha registrato giovedì la peggiore seduta dal 5 giugno (-2,6%), dopo che una serie di trimestrali ad alto profilo ha riacceso i timori sui ritmi della spesa legata all'intelligenza artificiale. Le preoccupazioni per il costo del debito delle società di infrastrutture AI (come CoreWeave) e la vulnerabilità del settore tecnologico a tassi elevati hanno alimentato la rotazione verso Treasury e Yen.

I Treasury statunitensi hanno registrato ieri il calo giornaliero dei rendimenti più ampio degli ultimi tre anni e mezzo (-18 punti base sul decennale a 4,961%), mentre lo yen giapponese ha messo a segno il rafforzamento più consistente da fine settembre, scendendo a 156,76 contro dollaro.

L'escalation dei conflitti in Medio Oriente e in Ucraina ha spinto il Brent sopra 113 dollari al barile, un massimo a cinque mesi. Il rincaro del petrolio rappresenta un rischio al rialzo per l'inflazione globale e complica il percorso delle banche centrali.

Lo spread Francia-Germania sul decennale si è allargato a 177,7 punti base, il livello più ampio dalla crisi del debito sovrano del 2011, con il rendimento del titolo decennale francese salito al 5,08-5,09% - il massimo dal 2002 e, per la prima volta dal 2013, superiore a quello del Treasury statunitense. Il quadro che emerge non è ancora di una crisi del debito ma di una fase in cui gli investitori iniziano a prezzare il rischio di incapacità della politica di ridurre strutturalmente il deficit.

Le radici della crisi francese: deficit strutturale e impasse politica

La Francia presenta un deficit pubblico atteso al 5,4% del PIL nel 2026, uno dei più elevati dell'eurozona, con un rapporto debito/PIL che il governo stima al 121,7% per il 2027. Il progetto di bilancio 2027 prevede risparmi per 43 miliardi di euro, ma il governo non dispone di una maggioranza parlamentare propria fin dalle elezioni anticipate del 2024. L'IMF ha drasticamente rivisto al ribasso le stime di crescita del PIL francese,

portandole allo 0,4% per il 2026 e allo 0,7% per il 2027, contro lo 0,9% previsto in precedenza per entrambi gli anni.

Il catalizzatore: le proteste e la violenza di piazza

Lo scorso fine settimana ha visto le peggiori rivolte in Francia degli ultimi anni, con migliaia di arresti, saccheggi e oltre 3.000 negozi danneggiati. Le proteste - nate nelle scuole superiori della periferia nord di Parigi contro la carenza di insegnanti e le strutture fatiscenti - si sono allargate fino a diventare un ampio movimento contro il caro-vita e il deterioramento dei servizi pubblici.

Coprifuoco parziali sono stati imposti in aree di Parigi, Bordeaux, Lilla, Lione, Nizza e Marsiglia. Il movimento dei gilet gialli ha annunciato una grande marcia su Parigi per sabato 25 ottobre, mentre i sindacati hanno convocato scioperi per il 5 novembre.

L'aritmetica fiscale

Ai livelli attuali dei rendimenti, la Francia dovrebbe azzerare il suo disavanzo primario per stabilizzare il rapporto debito/PIL - un obiettivo politicamente irrealistico. A ciò si aggiunge un effetto a spirale: man mano che il debito viene rifinanziato a tassi più alti (ipotizzando un costo medio del 4%), il costo degli interessi cresce di circa lo 0,25% del PIL all'anno, richiedendo ulteriori tagli solo per mantenere il deficit invariato.

Un ulteriore fattore di vulnerabilità è la forte dipendenza dalla domanda estera: il 57% del debito pubblico francese è detenuto da investitori internazionali, il che espone il Paese al rischio di vendite improvvise in caso di perdita di fiducia.

Il rischio imminente: la revisione di Moody's

Il prossimo test cruciale è la revisione del rating sovrano da parte di Moody's, prevista per venerdì 23 ottobre dopo la chiusura dei mercati. Moody's è l'ultima delle tre grandi agenzie a mantenere la Francia a un rating doppia-A (Aa3, equivalente ad AA-), con un outlook negativo dall'ultima revisione di aprile. A nostro avviso un declassamento è molto probabile e potrebbe innescare vendite forzate da parte di investitori istituzionali.

I possibili scenari di uscita dalla crisi

Le vie d'uscita dalla crisi sono essenzialmente tre:

1. **Approvazione parlamentare del bilancio** - la via più ordinata ma ostacolata dalla frammentazione estrema del parlamento e dalle pressioni della campagna presidenziale.
2. **Imposizione del bilancio per decreto** - un'opzione già utilizzata nel 2026 ma che rischierebbe una mozione di sfiducia e la caduta del governo.
3. **Shock di mercato come catalizzatore** - come avvenuto nella crisi del debito sovrano del 2010-2012, una pressione sufficientemente grave potrebbe costringere il parlamento ad approvare misure impopolari. Nessuno può prevedere quale livello di stress sarebbe necessario.

L'intervento della BCE tramite il TPI al momento appare molto improbabile se non quasi impossibile in questo contesto politico, dato che la Francia non soddisfa il requisito fondamentale di essere su un percorso di consolidamento fiscale. Secondo le valutazioni della Commissione Europea e degli organismi di controllo, la Francia è considerata formalmente a rischio di non conformità rispetto ai tetti di crescita della spesa netta stabiliti per il triennio 2026-29.

Gli effetti di contagio

La crisi francese sta già producendo effetti di contagio sugli altri Paesi europei ad alto debito. Gli spread decennali delle OAT si sono allargati a nuovi record post-euro contro Italia, Spagna, Portogallo e Grecia. Il Belgio, le cui metriche fiscali non sono dissimili (debito/PIL al 110,5%, deficit al 5,2%), ha guidato l'allargamento degli spread mercoledì 21, con il differenziale decennale belga in aumento di 6,5 punti base dopo il fallimento delle trattative di coalizione sul bilancio federale 2027.

Conclusioni

La crisi francese non è ancora una crisi di solvibilità, ma per il momento solo di credibilità politica: il mercato non vede un percorso realistico verso il consolidamento fiscale in un contesto di crescita anemica, proteste diffuse e frammentazione parlamentare.

La revisione di Moody's di questa sera e la ripresa del dibattito di bilancio in parlamento lunedì 27 segneranno i prossimi momenti critici. Il rischio di una spirale autoalimentante - in cui rendimenti più alti peggiorano la dinamica del debito, richiedendo tagli più profondi che a loro volta alimentano proteste e instabilità politica - resta il timore principale degli investitori.

Mercato obbligazionario

Treasury statunitensi

La settimana è stata segnata da una forte discesa dei rendimenti dei Treasury, accelerata giovedì 22 ottobre dalla fuga verso i beni rifugio. I rendimenti hanno registrato le seguenti variazioni nella sola seduta di giovedì: il 2 anni è sceso di 18 punti base a 4,648%, il 10 anni di 18 punti base a 4,961% e il 30 anni di 15 punti base a 5,286%.

Nel corso del mese, i rendimenti del decennale e del trentennale avevano raggiunto rispettivamente il 5,36% e il 5,66%, i massimi dal 2002.

L'asta del ventennale di mercoledì 21 ottobre (USD 13 miliardi) ha registrato un rendimento di 5,469%, il più alto per questa scadenza dal 1986, alimentando il dibattito sulla possibile eliminazione di questo segmento dalla curva di emissione. Il debito federale USA ha superato i 40.000 miliardi di dollari e la spesa per interessi nell'anno fiscale 2026 ha toccato il record di USD 1.360 miliardi, pari al 3,2% del PIL.

Bund tedeschi e obbligazioni europee

Il rendimento del Bund decennale tedesco è sceso dal 3,41% del venerdì precedente al 3,34% nella chiusura di giovedì 22, con un calo di circa 7 punti base sulla settimana.

Al contrario, il BTP decennale italiano ha visto i rendimenti salire dal 4,48% al 4,60% (+12 punti base), con lo spread BTP-Bund che si è allargato da circa 107 a 126,5 punti base.

Gilt britannici

Il rendimento del decennale britannico è sceso dal 5,44% al 5,34% sulla settimana (-10 punti base circa), sostenuto dalla fuga verso la qualità ma frenato dalla persistente pressione inflazionistica.

Convergenza rendimenti EM-DM

Un dato strutturale rilevante emerso questa settimana riguarda la compressione senza precedenti dello spread tra rendimenti sovrani dei mercati emergenti e quelli dei mercati sviluppati. Su base ponderata per il debito, i rendimenti decennali EM (4,47%) sono scesi per la prima volta sotto quelli dei DM (4,58%). Tredici dei 20 mercati sviluppati monitorati presentano rendimenti decennali ai massimi pluridecennali, contro nessuno tra gli emergenti.

Mercato forex: le principali valute

Dollaro USA sotto pressione selettiva

Il dollaro ha perso terreno soprattutto contro le valute rifugio (yen, franco svizzero), mentre è rimasto relativamente forte contro euro e sterlina. Il dollar index è sceso dello 0,1% giovedì. Gli investitori detengono una posizione lunga sul dollaro quasi record, costruita sulla premessa che il boom dell'AI sostenga la crescita americana e tassi elevati più a lungo. Le recenti oscillazioni dei titoli AI hanno iniziato ad incrinare questa fiducia.

Yen giapponese: protagonista della settimana

Lo yen è stato il chiaro vincitore della settimana, beneficiando della fuga verso i beni rifugio. Il USD/JPY è sceso da 157,99 del venerdì 16 ottobre a 156,96, con un calo dell'0,7%. Nella sola seduta di giovedì, il cross ha perso lo 0,9% - il movimento giornaliero più ampio da fine settembre - toccando un minimo a 156,67.

L'EUR/JPY ha registrato un crollo ancora più marcato, da 177,55 a 175,81 (-0,98%), con un range settimanale molto ampio (massimo 177,91, minimo 175,53).

Euro: stallo tra fondamentali negativi e posizionamento

L'EUR/USD è sceso marginalmente da 1,1239 a 1,1214 (-0,22%) sulla settimana, con un range contenuto tra 1,1188 e 1,1256.

La volatilità implicita a un mese sull'EUR/USD è salita da 6,1 a 6,75 segnalando il nervosismo degli operatori in vista delle riunioni Fed e BCE della prossima settimana.

Sterlina

La sterlina si è distinta come la valuta forte della settimana, sostenuta dall'inflazione britannica superiore alle attese e dalla stabilità politica offerta dal governo Burnham. Il GBP/USD è salito da 1,3328 a 1,3399 (+0,53%), raggiungendo un massimo a 1,3418.

L'EUR/GBP è sceso da 0,8429 a 0,8370 (-0,70%), in rotta per il maggior rialzo mensile della sterlina contro l'euro da maggio 2023.

Franco svizzero

Il USD/CHF è sceso da 0,8239 a 0,8204 (-0,42%), con il franco che ha beneficiato dei flussi verso i beni rifugio, in particolare giovedì.

La prossima settimana

La prossima settimana sarà densa di eventi cruciali: il **FOMC** (28 ottobre), la **BCE** (29 ottobre), la **Bank of Japan** (29-30 ottobre), la **RBNZ** e la **Bank of Canada** (28 ottobre), oltre al **budget britannico** del 28 ottobre e la prima stima del PIL statunitense del terzo trimestre, il tutto in un contesto geopolitico caratterizzato dal conflitto in Medio Oriente, dal blocco dello Stretto di Hormuz e dal Brent stabilmente sopra i 110 USD/bbl. L'interazione tra politica monetaria, tensioni fiscali in Francia, dinamiche del prezzo del petrolio e la traiettoria degli utili del settore AI resterà il filo conduttore dei mercati.

Federal Reserve - La riunione del 28 ottobre

La Fed entra nella settimana in periodo di silenzio pre-FOMC. I mercati attribuiscono circa il 16% di probabilità ad un rialzo dei tassi in ottobre, ma vedono un rialzo a dicembre come altamente probabile. Il nostro scenario base prevede un mantenimento dei tassi in ottobre ed un ultimo rialzo a dicembre.

Implicazioni per il forex: Un tono hawkish nella comunicazione del FOMC, pur senza un rialzo immediato, potrebbe sostenere ancora il dollaro, ma nel complesso il trend rialzista sul dollaro dovrebbe essersi esaurito.

Implicazioni per l'obbligazionario: L'asta di Treasury a 2, 5 e 7 anni prevista per la settimana prossima (rispettivamente USD 69 mld, USD 70 mld e USD 44 mld) rappresenterà un test cruciale della domanda per la carta governativa statunitense.

BCE - Decisione del 29 ottobre

La riunione della BCE arriva in un momento di estrema tensione sui mercati obbligazionari europei. Il rendimento dell'OAT francese a 10 anni ha raggiunto il 5%, il livello più alto da metà 2002, con lo spread OAT-Bund vicino ai massimi, alimentato dalle preoccupazioni sulle proteste anti-governative e sul crescente debito pubblico francese.

La frammentazione del mercato obbligazionario dell'Eurozona - con la Francia in primo piano come epicentro del rischio sovrano - rappresenta un elemento di grande rilevanza per la strategia della BCE. Un eventuale segnale di ulteriore restrizione monetaria potrebbe esacerbare la pressione sugli spread periferici e francesi, mentre un tono più accomodante rischierebbe di alimentare le aspettative inflazionistiche in un contesto in cui il Brent rimane sopra ai 110 USD/bbl e i prezzi dell'energia continuano a pesare sull'inflazione globale.

Budget del Regno Unito - 28 ottobre

Il Cancelliere dello Scacchiere John Healey presenterà il suo primo Budget in un contesto di finanze pubbliche sotto pressione: il debito pubblico ha superato i 3.000 mld di GBP e gli oneri per interessi sul debito continuano a crescere con i rendimenti obbligazionari ai massimi pluridecennali.

Sterlina: Paradossalmente, la sterlina si è rafforzata notevolmente grazie alle aspettative di rialzo dei tassi da parte della Bank of England. I mercati prezzano un rialzo quasi certo alla riunione del 5 novembre, con una probabilità del 95%, e attribuiscono alla BoE il ruolo della banca centrale più restrittiva del G10 nei prossimi 12 mesi insieme alla RBNZ, con oltre 100 punti base di rialzi attesi. La sterlina è salita quasi del 3% sull'euro nell'ultimo mese e GBP/USD sta rimbalzando dai minimi annuali.

PIL USA del terzo trimestre

La pubblicazione della stima del PIL del Q3 sarà uno dei dati più attesi della settimana. Le stime correnti suggeriscono una crescita annualizzata appena sopra il 3%, nonostante la contrazione degli investimenti residenziali (stimata al -4% t/t ann.).

Un dato superiore alle attese potrebbe consolidare la narrativa di un'economia resiliente che tollera tassi elevati, sostenendo il dollaro e mantenendo sotto pressione i Treasury a lunga scadenza. Al contrario, un dato debole - soprattutto nella componente dei consumi - potrebbe innescare una correzione del dollaro e un rally obbligazionario.

Bank of Canada - 28 ottobre

La BoC è attesa ferma sui tassi il 28 ottobre con una probabilità di circa l'80% ma con un rialzo di 25 punti base prezzato per dicembre circa al 90%. Il sondaggio della banca centrale ha mostrato un deterioramento del sentiment delle imprese dopo il collasso dei negoziati commerciali con gli Stati Uniti ad agosto, con aspettative di inflazione in aumento a causa delle tensioni commerciali e della crisi mediorientale.

Il CAD potrebbe reagire con forza sia alla decisione della BoC sia al tono della forward guidance, in un contesto dove la divergenza tra politiche monetarie USA e Canada rimane un fattore chiave per USD/CAD.

Contesto geopolitico - Il premio al rischio energetico

Il blocco dello Stretto di Hormuz e dello Stretto di Bab al-Mandab continua a rappresentare una delle minacce più rilevanti per la stabilità dei mercati globali.

L'Iran ha intensificato gli attacchi alle navi commerciali, con due mercantili emiratini affondati. Le scorte di greggio USA sono scese di 3,06 milioni di barili, ben oltre le attese, e le scorte di distillati restano del 12% sotto la media quinquennale.

Impatto su forex e bond: L'elevato premio geopolitico nei prezzi energetici alimenta le aspettative inflazionistiche e limita lo spazio di manovra delle banche centrali. Per il mercato valutario, questo scenario favorisce le valute rifugio (USD, CHF) e penalizza le valute dei paesi importatori netti di energia. Sul fronte obbligazionario, il persistere di prezzi energetici elevati mantiene viva la pressione al rialzo sui rendimenti, rendendo più costoso il rifinanziamento del debito sovrano - un problema particolarmente acuto per la Francia.

Earning season - Il test dell'intelligenza artificiale

Meta Platforms e Tesla hanno riportato i risultati mercoledì, mentre Microsoft, Alphabet e Amazon sono attesi per il 28-29 ottobre. Questi risultati trimestrali sono fondamentali per il sentiment di rischio globale: delusioni sul fronte degli utili tech potrebbero innescare un movimento di risk-off con conseguente apprezzamento dei Treasury e dello yen giapponese, mentre risultati solidi potrebbero sostenere gli asset rischiosi e ridurre la domanda di copertura.

Flussi di capitale e posizionamento

I dati sui flussi di capitale in Giappone mostrano che gli investitori giapponesi hanno venduto 161,6 miliardi di yen netti di obbligazioni estere nella settimana al 17 ottobre, prolungando una tendenza di deflusso che potrebbe avere implicazioni per il mercato dei Treasury e per la dinamica USD/JPY. Le posizioni lunghe in dollari, che si erano

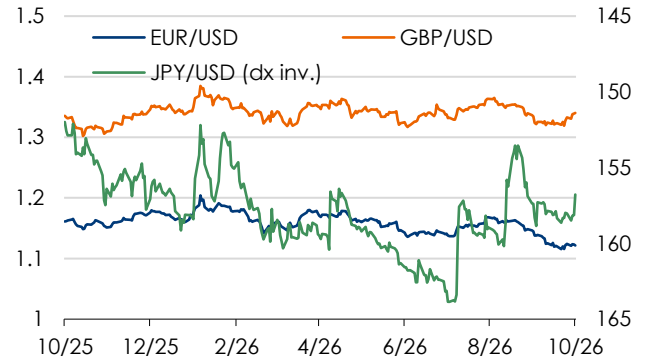
ampliate nei mesi recenti, potrebbero essere parzialmente ridimensionate con l'attenuarsi delle preoccupazioni fiscali globali.

Sintesi e rischi principali

Evento	Data	Impatto atteso
Fed (FOMC)	28 ott	Alto - USD, Treasury
UK Budget	28 ott	Alto - GBP, Gilt
Bank of Canada	28 ott	Medio - CAD
Earnings: Microsoft/Alphabet	28-29 ott	Alto - Risk sentiment
BCE	29 ott	Alto - EUR, spread EA
Earnings: Amazon	29 ott	Alto - Risk sentiment
PIL USA Q3	29-30 ott	Alto - USD, Treasury

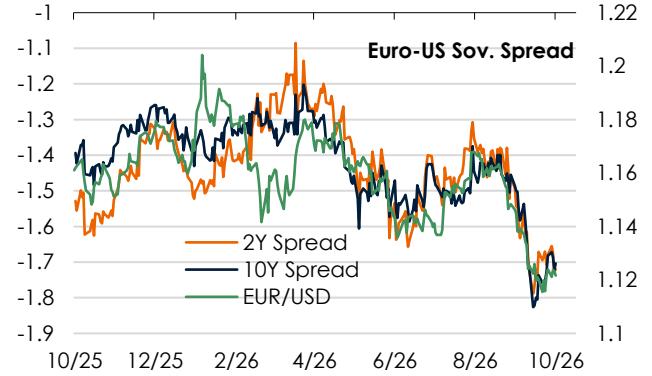
Il rischio principale per la settimana resta la possibilità di un'escalation in Medio Oriente che provochi un ulteriore balzo dei prezzi energetici, amplificando le pressioni inflazionistiche e costringendo le banche centrali a mantenere un orientamento più restrittivo del previsto. In questo scenario, la volatilità sui mercati valutari e obbligazionari potrebbe aumentare sensibilmente, con il dollaro e i Treasury a breve scadenza come principali beneficiari in un contesto di *flight-to-quality*.

Euro, Pound, Yen vs USD



Fonte: WS Datastream

EUR/USD e Spread Governativi

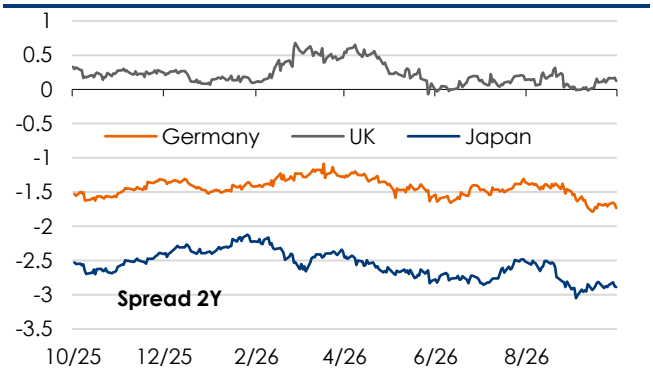


Fonte: WS Datastream

Previsioni Forex

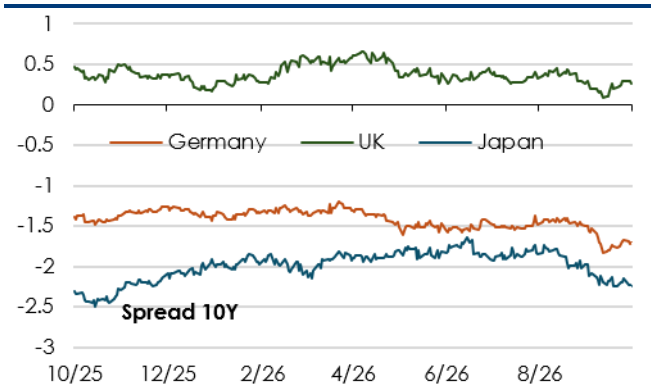
	Q4 2026	Q1 2027	Q2 2027	Q3 2027	Q4 2027	Q1 2028	Q2 2028	Q3 2028	Q4 2028
WD EUR/USD	1.1277	1.1294	1.1462	1.1581	1.1568	1.1648	1.1858	1.1878	1.1777
WD EUR/GBP	0.8684	0.883	0.8866	0.8911	0.8923	0.894	0.8944	0.8912	0.8886
WD EUR/NOK	10.9309	10.8257	10.726	10.6706	10.6158	10.5509	10.4964	10.3712	10.2518
WD USD/CAD	1.4319	1.433	1.4105	1.3954	1.3934	1.382	1.357	1.347	1.3519
WD USD/JPY	159.7902	159.5413	155.7251	149.7483	145.6032	143.5761	140.5335	138.8315	138.4488
WD EUR/CHF	0.9243	0.926	0.9219	0.9209	0.9193	0.9183	0.9164	0.909	0.9019
WD EUR/SEK	10.8592	10.7283	10.5072	10.3504	10.2194	10.1496	10.1012	10.009	9.9348
WD USD/CHF	0.8196	0.82	0.8043	0.7952	0.7947	0.7884	0.7728	0.7654	0.7658
WD AUD/USD	0.7047	0.7049	0.7142	0.7185	0.7147	0.715	0.7249	0.7278	0.7237
WD GBP/USD	1.2986	1.279	1.2927	1.2997	1.2964	1.3029	1.3258	1.3328	1.3254
WD NZD/USD	0.5878	0.5993	0.6186	0.6299	0.6314	0.6346	0.6465	0.6514	0.6493
WD EUR/AUD	1.6004	1.6022	1.6048	1.6119	1.6186	1.629	1.6357	1.6319	1.6274
WD EUR/CAD	1.6148	1.6185	1.6166	1.616	1.6119	1.6096	1.6091	1.5999	1.592
WD EUR/JPY	180.1947	180.1875	178.4847	173.4246	168.4352	167.2297	166.638	164.8981	163.0482
WD EUR/NZD	1.9185	1.8846	1.853	1.8385	1.832	1.8353	1.8341	1.8234	1.8138

Differenziale rendimenti vs UST2Y



Fonte: WS Datastream

Differenziale rendimenti vs UST10Y



Fonte: 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.intesasanpaolo.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 d'Italia.

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 e FX)	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Stefano Di Domizio (Rates)	stefano.didomizio@intesasanpaolo.com
Asmara Jamaleh (FX)	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Daniela Corsini (Commodities)	daniela.corsini@intesasanpaolo.com