

Mensile Valute

Dollaro forte finché persistono i venti di guerra

EUR – La BCE teme che i rincari energetici possano alimentare i rischi inflattivi

La BCE osserva la dinamica del cambio euro/dollaro subire la forza del biglietto verde e valuta le possibili conseguenze del rincaro dei costi energetici sull'inflazione. Prima della crisi in Medio Oriente consideravamo terminato il ciclo di ribasso del costo del denaro in Europa e questo aveva supportato la valuta unica nelle ultime settimane. Ora i probabili riflessi negativi che la situazione attuale avrà sul prezzo dei combustibili, e a seguire sulla generazione di energia elettrica, hanno riacceso i timori della BCE sull'inflazione, facendo quindi risalire le probabilità di un rialzo dei tassi in Europa nel corso del 2026; un'eventualità totalmente esclusa in precedenza.

USD – La crisi in Medio Oriente rafforzerà solo temporaneamente il dollaro

Se la crisi in Medio Oriente dovesse protrarsi, aumentando i timori della Fed sull'inflazione a causa del rincaro dei costi energetici, allora la prospettiva di un'interruzione nel processo di taglio dei tassi durante l'anno renderebbe strutturale e non temporaneo l'apprezzamento del dollaro. Il nostro scenario di base diverge da questa idea: a nostro avviso, la tensione in Iran dovrebbe risolversi nell'arco di poche settimane, portando allo sblocco delle forniture di greggio e metano e allo storno dei prezzi. Questo dovrebbe dissipare i timori inflazionistici della Fed e farle riprendere il ciclo di ribasso del costo del denaro, riducendo la forza del biglietto verde.

GBP – La BoE resterà ancora ferma, temendo un rincaro dei prezzi energetici

L'attacco all'Iran e i riflessi sul costo di gas e metano complicano il quadro per la Banca d'Inghilterra. Lo scenario attuale di rischio inflazionistico ha già influito sulle aspettative del mercato, che ha ridotto al minimo le attese di taglio dei tassi questo mese, e distribuito le bassissime probabilità di ulteriori tagli sulle restanti riunioni del 2026. Il risultato potrebbe essere un sostanziale consolidamento della sterlina contro dollaro e una maggior debolezza della valuta inglese contro euro nel medio periodo.

JPY – La crisi mediorientale complica i piani della BoJ e del Governo Takaichi

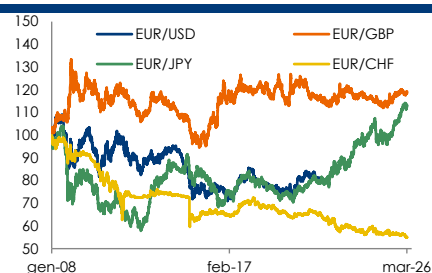
Il mercato continua ad aspettarsi una conferma dei tassi nella riunione del 19 marzo e un rialzo di 25pb in quella del 28 aprile. Una prospettiva che si rafforza visto il probabile impatto sull'inflazione del rincaro di gas e petrolio e alla luce del calo della valuta nipponica. Sul fronte del Governo, il ministro delle Finanze Katayama continua a segnalare che l'intervento sul mercato resta un'opzione praticabile per difendere lo yen, che si è decisamente indebolito contro il dollaro statunitense, subendo il deciso rafforzamento del biglietto verde seguito allo scoppio della crisi in Medio Oriente. La valuta giapponese, per recuperare, necessita che la BoJ prosegua il rialzo dei tassi nel corso dell'anno.

Previsioni tassi di cambio

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
<b>Euro</b>						
EUR/USD	1,1591	1,18	1,19	1,20	1,25	1,18
EUR/GBP	0,8699	0,87	0,88	0,89	0,92	0,89
EUR/JPY	182,94	183	183	182	187	171
<b>Altre valute</b>						
GBP/USD	1,3323	1,35	1,35	1,35	1,36	1,32
USD/JPY	157,84	155	154	152	150	145
GBP/JPY	0,91	0,93	0,93	0,92	0,92	0,92

Fonte: previsioni Research Department Intesa Sanpaolo

Principali valute estere vs. euro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

4 marzo 2026 - 16:45 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per  
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

4 marzo 2026 - 16:50 CET

Data e ora di circolazione

Titoli di Stato

Scadenza	Rendimento %
T-Note 10A	4,08
Bund 10A	2,76
Gilt 10A	4,46
JGB 10A	2,12

Fonte: Bloomberg

Cambi

EUR/USD	1,1591
USD/JPY	157,84
GBP/USD	1,3323
EUR/CHF	0,91
EUR/SEK	10,77
EUR/NOK	11,26
EUR/DKK	7,472
USD/CAD	1,3677
AUD/USD	0,7021
NZD/USD	0,5877
USD/ZAR	16,60
EUR/JPY	182,94
EUR/GBP	0,8699
EUR/CAD	1,5851
EUR/AUD	1,6508
EUR/NZD	1,9721
EUR/ZAR	19,24
EUR/ISK	144,0
EUR/HUF	387,9

Fonte: Bloomberg

## EUR: la BCE teme che i rincari energetici possano risollevere l'inflazione

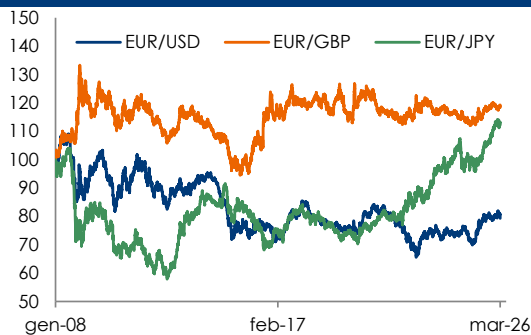
La BCE osserva la dinamica del cambio euro/dollaro subire la forza del biglietto verde e valuta le possibili conseguenze del rincaro dei costi energetici sull'inflazione. La riunione del 5 febbraio della Banca Centrale Europea si è conclusa con la conferma del tasso sui depositi al 2%, il livello più basso da giugno 2025, quando l'istituto aveva effettuato l'ultimo taglio. Il quadro macroeconomico, in linea con le proiezioni della Banca Centrale, consentiva di considerare terminato il ciclo di ribasso del costo del denaro in Europa e questo aveva supportato la valuta unica nelle ultime settimane. A modificare radicalmente lo scenario sono arrivati l'intervento militare in Iran, che ha provocato tensioni nello stretto di Hormuz, e il conseguente blocco cautelare delle forniture di petrolio e gas naturale (GNL, via nave) dal Medio Oriente. Quasi tutti i paesi dell'area hanno precauzionalmente fermato gli impianti di raffinazione o liquefazione dei combustibili e rimandato le consegne via mare. Seppur il blocco temporaneo del GNL marittimo in arrivo da quella regione, in particolare dal Qatar, rappresenti solo il 5,6% degli approvvigionamenti europei, ha comunque provocato un forte rialzo delle quotazioni del TTF, il contratto del metano europeo scambiato ad Amsterdam. I probabili riflessi negativi che questa situazione avrà sul prezzo dei combustibili, e a seguire sulla generazione di energia elettrica, hanno riaccessi i timori della BCE sull'inflazione, facendo risalire le probabilità di un rialzo dei tassi in Europa nel corso del 2026; un'eventualità totalmente esclusa prima della crisi in Medio Oriente.

**EUR/USD:** se le tensioni geopolitiche rientreranno, l'euro dovrebbe tornare a beneficiare dell'indebolimento atteso del dollaro nel corso del 2026, registrando un maggior recupero più verso fine anno.

**EUR/GBP:** la sterlina è attesa stabile o parzialmente debole nel breve contro euro, deprezzandosi maggiormente a fine anno, nonostante il differenziale tassi sia a favore della valuta inglese.

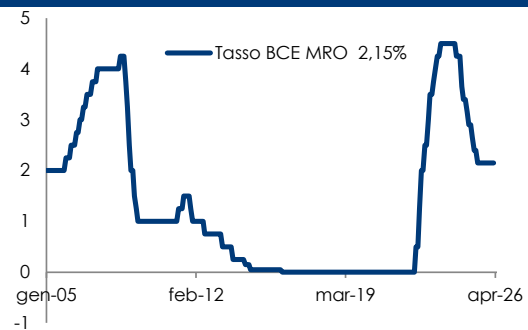
**EUR/JPY:** confermiamo lo scenario di recupero di lungo termine (24 mesi) dello yen contro euro; una prospettiva vincolata al prosieguo del rialzo dei tassi da parte della Banca del Giappone.

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



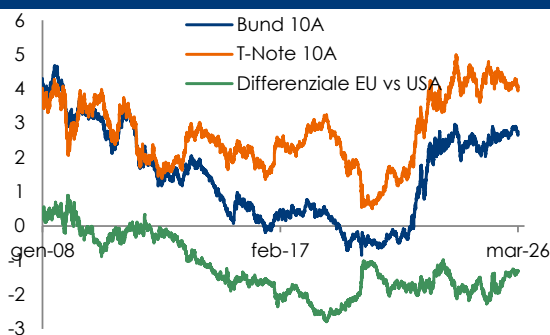
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Tasso MRO della BCE



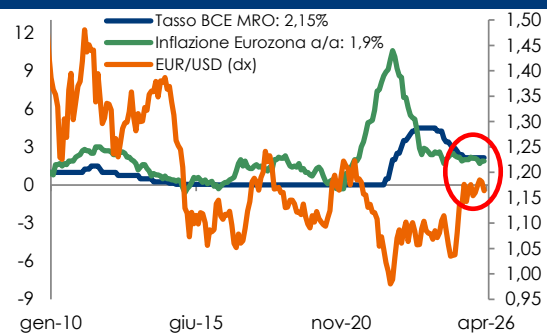
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

### Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Tassi ufficiali BCE (sx), inflazione Eurozona (sx) ed EUR/USD (dx)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE ed Eurostat

## USD: la crisi in Medio Oriente rafforza solo temporaneamente il dollaro

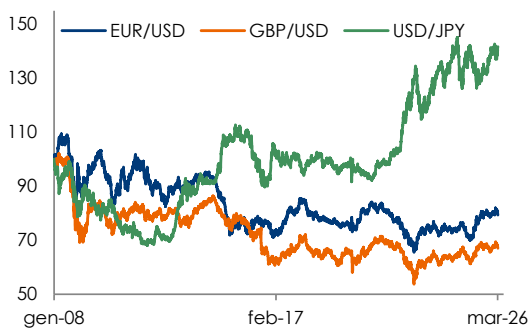
**Le tensioni geopolitiche alimentano l'avversione al rischio e fanno convergere gli acquisti verso il dollaro, nel suo ruolo di moneta rifugio.** L'escalation militare nell'area mediorientale prosegue, continuando ad alimentare l'avversione al rischio degli investitori che si stanno indirizzando verso il biglietto verde, in deciso rafforzamento contro tutte le principali valute, nel suo ruolo di moneta difensiva. Il fattore geopolitico diventa quindi l'elemento chiave di questa fase di mercato, ponendo in secondo piano sia le considerazioni sullo stato di salute dell'economia americana che le future mosse della Fed, dopo la nomina di Warsh come nuovo capo dell'istituto da parte del presidente Trump. La Fed, nella riunione di gennaio, aveva delineato uno scenario più ottimistico sul ciclo statunitense, minimizzando i rischi sull'aumento dell'inflazione e sul rallentamento del mercato del lavoro. È evidente che, nonostante l'autosufficienza energetica degli Stati Uniti (petrolio e gas naturale), le tensioni generate dalle difficoltà di trasporto marittimo del greggio fuori dal Golfo Persico rischiano di incidere sull'equilibrio globale del mercato petrolifero, con possibili rincari anche per il costo dei carburanti alla pompa degli statunitensi. Se la situazione dovesse protrarsi, aumentando i timori della Fed, allora la prospettiva di un'interruzione nel ciclo di taglio dei tassi durante l'anno renderebbe strutturale l'attuale apprezzamento del dollaro. Il nostro scenario di base diverge da questa idea: a nostro avviso, la crisi mediorientale dovrebbe risolversi nell'arco di poche settimane, portando allo sblocco delle forniture di greggio e metano e allo storno dei prezzi. Questo dovrebbe dissipare i timori inflazionistici della Fed e portarla a riprendere il ciclo di ribasso del costo del denaro (almeno due tagli da 25pb nel 2026), riducendo pertanto la forza del dollaro.

**EUR/USD:** non cambia il nostro scenario sul dollaro, da cui ci aspettiamo solo un parziale indebolimento nel breve e un maggior deprezzamento verso fine anno, esaurite le tensioni in Medio Oriente.

**GBP/USD:** la sterlina dovrebbe consolidare contro dollaro nel breve per poi indebolirsi maggiormente nel lungo periodo (24 mesi), penalizzata dalle prospettive di ulteriori ribassi dei tassi inglesi.

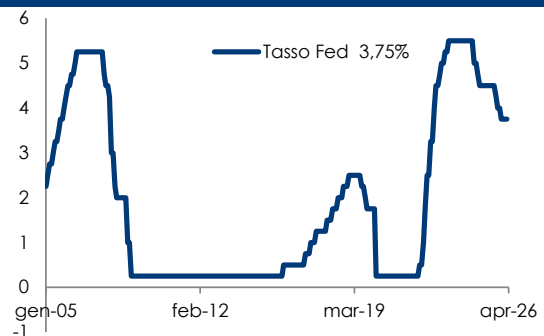
**USD/JPY:** anche lo yen dovrebbe restare debole nel breve a causa della temporanea forza del dollaro, per poi recuperare nel medio-lungo periodo (12/24 mesi), a patto che prosegua l'azione restrittiva della Banca del Giappone.

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



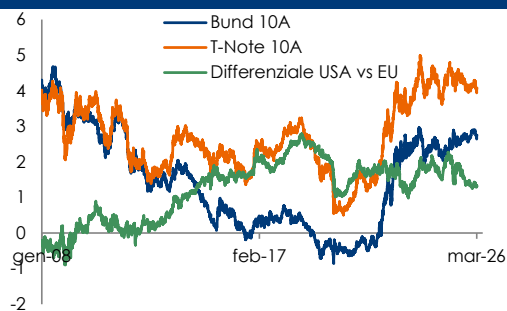
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Tasso base ufficiale Fed "upper bound" (fed funds)



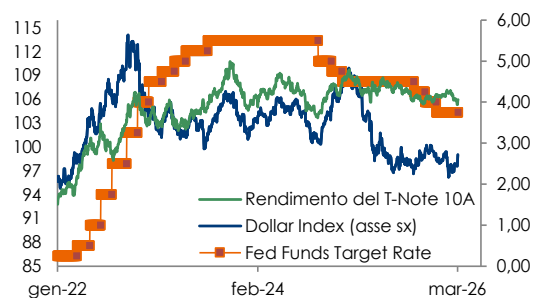
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed

### Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Dollar Index (commerciale) da inizio 2022, tasso Fed e T-Note 10A



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed e Dip. del Tesoro USA

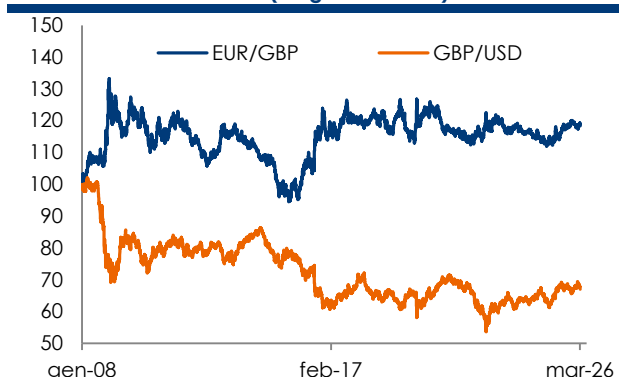
## GBP: la BoE resterà ancora ferma, temendo un rincaro dei prezzi

**L'attacco all'Iran e i riflessi sul costo di gas e metano complicano il quadro per la Banca d'Inghilterra, riducendo le aspettative di taglio dei tassi il 19 marzo e per tutto il 2026.** La Bank of England (BoE) ha mantenuto, lo scorso 5 febbraio, invariati i tassi d'interesse nel Regno Unito al 3,75%. L'ennesima spaccatura emersa nel Board della BoE ha spinto il Governatore Bailey a esprimere il suo voto a favore del mantenimento dei tassi col voto di 5-4. Come già accaduto in precedenza, Bailey ha nuovamente scelto di schierarsi per il mantenimento dei tassi, chiarendo esplicitamente che alla prossima occasione avrebbe votato per il taglio, alimentando le aspettative di calo del costo del denaro proprio nella riunione del 19 marzo. Tuttavia, l'attacco all'Iran e i riflessi sul costo di gas e metano complicano il quadro per la Banca d'Inghilterra, che sarà costretta a fare i conti con un rincaro dei prezzi energetici che impatterà sull'inflazione. Questa prospettiva ha già influito sulle attuali aspettative del mercato, che ha ridotto al minimo le attese di taglio dei tassi questo mese, e distribuito le bassissime probabilità di ulteriori tagli sulle restanti riunioni del 2026. Il risultato potrebbe essere un sostanziale consolidamento della sterlina contro dollaro e una maggior debolezza della valuta inglese contro la valuta unica nel medio periodo.

**EUR/GBP:** la decisione di tassi fermi della BoE nella scorsa riunione aveva sorretto le attese di taglio per marzo fino all'attacco all'Iran, che ha sconvolto lo scenario annullando l'ipotesi. Anche la prospettiva di ulteriori ribassi nel 2026 si assottiglia e questo dovrebbe consentire alla sterlina di consolidare contro euro nel breve, rimandando la maggior debolezza all'anno prossimo.

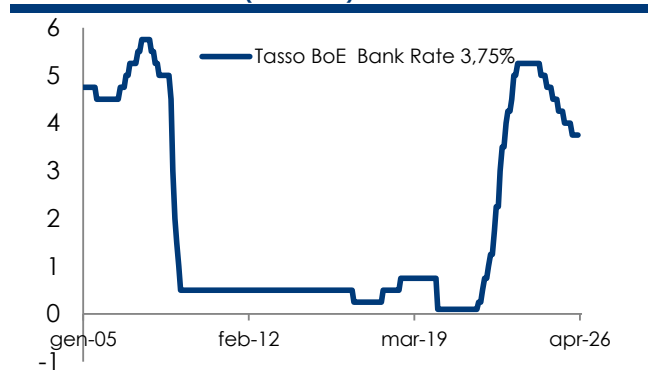
**GBP/USD:** la forza della divisa USA seguita all'attacco all'Iran si è ampliata anche di pari passo con la riduzione delle attese di ulteriori tagli dei tassi della Fed. Uno scenario che potrebbe favorire il consolidamento della sterlina nei confronti del dollaro, almeno nel breve termine.

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



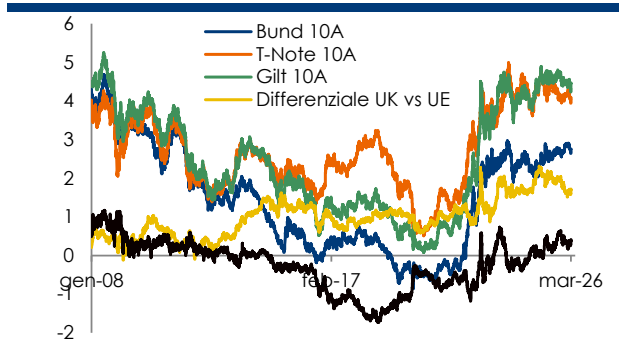
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Tasso base ufficiale BoE (bank rate)**



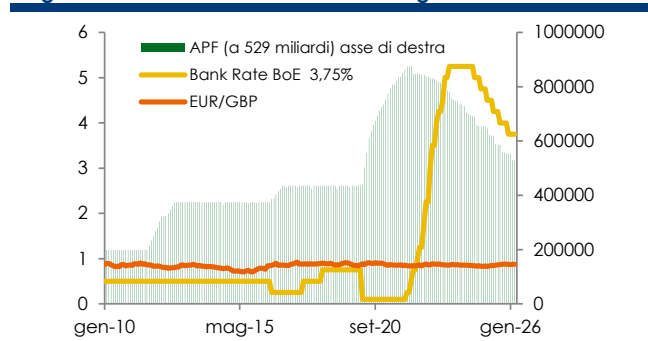
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of England

**Differenziale rendimento Gilt 10A vs. T-Note 10A e Bund 10A**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Programma APF in sterline e Tasso BoE da gennaio 2010**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of England

## JPY: la crisi in Medio Oriente complica i piani della BoJ e del Governo

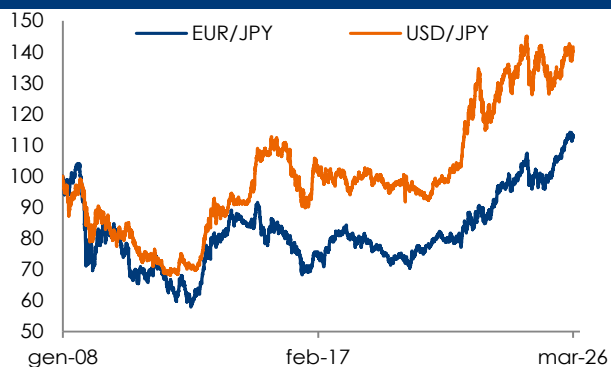
**La crisi in Medio Oriente rischia di avere effetti negativi su energia e derrate alimentari, due componenti chiave dell'inflazione giapponese.** Lo scorso 23 gennaio, la Banca del Giappone (BoJ) ha lasciato i tassi d'interesse invariati allo 0,75% e ha rivisto le previsioni di crescita economica e inflazione, in vista del maggiore sostegno fiscale del Governo, che si è rafforzato alle urne lo scorso 8 febbraio. La vittoria ottenuta alle elezioni per il rinnovo della Camera Bassa dalla coalizione che sostiene il Governo è stata chiara, consegnando una compagine rafforzata alla premier Takaichi: il Partito Liberal Democratico (PLD) ha ottenuto 316 voti e l'alleato ISHIN (Partito dell'Innovazione) 36, per un totale di 352 rappresentanti, ovvero la maggioranza qualificata di due terzi dei seggi. Lo yen aveva da subito intrapreso un movimento di rafforzamento visto l'esito del voto che consentirà al Governo di varare l'ambizioso piano fiscale annunciato, ma le tensioni sui dazi, dopo la sentenza della Corte Suprema americana, e lo scoppio della crisi in Medio Oriente hanno nuovamente indebolito la divisa giapponese. I possibili riflessi negativi derivanti dal rincaro dell'energia (e in parte delle derrate alimentari) rischiano di complicare il quadro nipponico. Il mercato continua ad aspettarsi una conferma dei tassi nella riunione del 19 marzo e un rialzo di 25pb in quella del 28 aprile. Una prospettiva che si rafforza visto il probabile impatto sull'inflazione del rincaro di gas e petrolio e alla luce del calo della valuta. Sul fronte del Governo, il ministro delle Finanze Katayama continua a segnalare che l'intervento sul mercato resta un'opzione praticabile per difendere lo yen.

Lo scorso 23 gennaio, la Banca del Giappone (BoJ) ha lasciato i tassi d'interesse invariati allo 0,75% e ha rivisto le previsioni di crescita economica e inflazione, in vista del maggiore sostegno fiscale del Governo, che si è rafforzato alle urne lo scorso 8 febbraio. La vittoria ottenuta alle elezioni per il rinnovo della Camera Bassa dalla coalizione che sostiene il Governo è stata chiara, consegnando una compagine rafforzata alla premier Takaichi: il Partito Liberal Democratico (PLD) ha ottenuto 316 voti e l'alleato ISHIN (Partito dell'Innovazione) 36, per un totale di 352 rappresentanti, ovvero la maggioranza qualificata di due terzi dei seggi. Lo yen aveva da subito intrapreso un movimento di rafforzamento visto l'esito del voto che consentirà al Governo di varare l'ambizioso piano fiscale annunciato, ma le tensioni sui dazi, dopo la sentenza della Corte Suprema americana, e lo scoppio della crisi in Medio Oriente hanno nuovamente indebolito la divisa giapponese. I possibili riflessi negativi derivanti dal rincaro dell'energia (e in parte delle derrate alimentari) rischiano di complicare il quadro nipponico. Il mercato continua ad aspettarsi una conferma dei tassi nella riunione del 19 marzo e un rialzo di 25pb in quella del 28 aprile. Una prospettiva che si rafforza visto il probabile impatto sull'inflazione del rincaro di gas e petrolio e alla luce del calo della valuta. Sul fronte del Governo, il ministro delle Finanze Katayama continua a segnalare che l'intervento sul mercato resta un'opzione praticabile per difendere lo yen.

**EUR/JPY:** prospettive immutate per lo yen, che è atteso consolidare leggermente nel breve e recuperare maggiormente solo nel lunghissimo periodo contro euro.

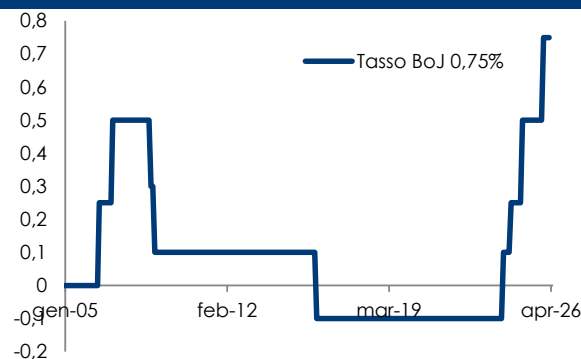
**USD/JPY:** lo yen si è decisamente indebolito contro il dollaro statunitense dopo il rafforzamento del biglietto verde, seguito allo scoppio della crisi in Medio Oriente. La valuta giapponese, per recuperare, necessita che la BoJ prosegua il rialzo dei tassi nel corso dell'anno.

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



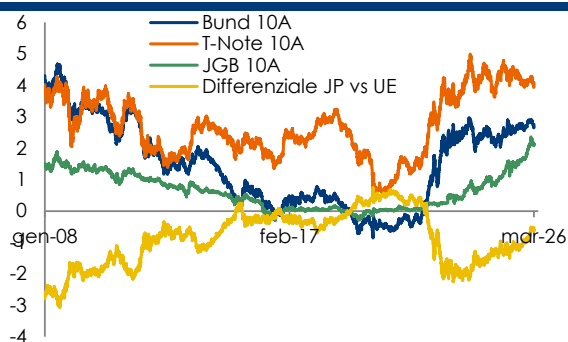
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Tasso base ufficiale BoJ**



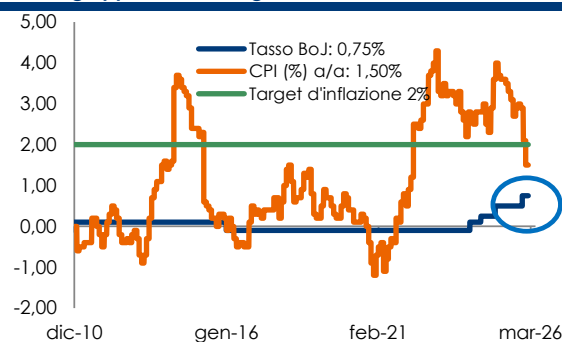
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of Japan

**Differenziale rendimento JGB 10A vs. T-Note 10A e Bund 10A**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Inflazione giapponese vs. target 2% e tasso BoJ**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BoJ e Ministero delle Finanze

## Glossario

Benchmark	Parametro di riferimento
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni ed importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni ed importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati)
Bridge loans	Prestiti a breve termine concessi in attesa che il prenditore ottenga un finanziamento alternativo (ad esempio un'emissione di obbligazioni)
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
Disoccupazione (tasso di)	Rapporto tra numero delle persone in cerca di occupazione e totale forza lavoro
Downgrade	Peggioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito
Euribor	Tasso interbancario lettera area euro
Euromercato	Mercato dei titoli emessi da non residenti in valuta diversa da quella dei paesi in cui avviene il collocamento (euroobbligazioni)
Global bond	Titolo obbligazionario emesso simultaneamente sull'Euromercato e sul mercato interno del paese nella cui valuta il titolo è denominato
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
Junk bond	Titoli obbligazionari high yield (speculativi) con rating BB o inferiore
Leverage	Debiti netti/mezzi propri
Moneta	Gli aggregati monetari dell'area dell'euro comprendono: M1 (circolante e depositi in c/c); M2 (M1+depositi con durata fino a 2 anni); M3 (M2+p/c+quote di fondi comuni monetari + obbligazioni con scadenza originaria fino a 2 anni)
Over The Counter (OTC)	Mercato non soggetto al controllo di un'apposita autorità che lo regolamenti
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Placement (private)	Collocamento (privato)
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese
Profit warning	Annuncio di revisione di stime al ribasso
Saldo partite correnti	Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
Upgrade	Miglioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito

## Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo S.p.A., banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, LSEG).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, LSEG, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Research Department di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 03.02.2026.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale, potrà essere consegnato ai clienti interessati. Sarà inoltre messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni ([www.prodottiequotazioni.intesasnpaolo.com](http://www.prodottiequotazioni.intesasnpaolo.com)) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasnpaolo.com/it/business/mercati.html>), oltre che dei clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet della Banca (<https://www.intesasnpaolo.com>).

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di

regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Retail Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

### Certificazione Analisti

L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il/i cui nome/i e ruolo/i sono riportati in prima pagina, dichiara/no che:

- (a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'/degli analista/i;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;
- (c) l'/gli analista/i citato/i nel documento è/sono socio/i AIAF.

### Note Metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

### Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

#### Responsabile Retail Research

Paolo Guida

#### Analista Azionario

Ester Brizzolara  
Laura Carozza  
Piero Toia

#### Analista Obbligazionario

Paolo Leoni  
Serena Marchesi  
Fulvia Riso

#### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Cristina Baiardi