

BCE: chi ha paura di una recessione? La politica monetaria è sempre accomodante

17 gennaio 2019

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Anna Maria Grimaldi
Economista – Area Euro

I dati Eurozona hanno continuato a sorprendere verso il basso tra fine dicembre e inizio gennaio. La prossima settimana, la BCE dedicherà buona parte del dibattito alla valutazione dello scenario macro. Il Consiglio metterà maggior enfasi sui rischi verso il basso e sulla crescente incertezza sullo scenario globale, ma nel complesso la lettura dovrebbe essere ancora di proseguimento della fase di crescita, anche se a ritmi più moderati rispetto alle stime dello staff BCE di dicembre scorso (1,7% nel 2019-20).

Negli ultimi giorni si è alzato un coro di voci dal Consiglio (Draghi, Nowotny e Mersch) per segnalare che i timori di una recessione nella zona euro sono eccessivi. Convidiamo la lettura dello quadro macro e pensiamo che il rallentamento sia in larga misura spiegato da fattori transitori: impatto della nuova normativa UE sui diesel sull'industria automobilistica, proteste dei gilet gialli in Francia. I fondamentali per consumi e investimenti restano solidi e nel mercato del lavoro cominciano a emergere crescenti vincoli di capacità. E' aumentata, però, l'incertezza sullo scenario globale e sugli sviluppi delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina.

La politica monetaria resterebbe accomodante anche in un contesto di crescita del PIL Eurozona in un range 1,0-1,3%, ovvero poco al di sotto del trend già nel 2019, e inflazione *core* all'1,4%. La BCE non vorrà quindi modificare la *guidance* sui tassi e sui reinvestimenti. Lasciandosi il massimo grado di flessibilità implicito nella formulazione attuale della comunicazione.

I mercati sono sempre meno fiduciosi sull'avvio di un ciclo di rialzi BCE da fine 2019. Altresì, rimangono dell'idea che il Consiglio cercherà di portare i tassi a zero in due mosse per marzo 2020. L'incertezza sul ciclo e sulla dinamica inflazionistica peseranno più sulle mosse successive che non sulla decisione di disfarsi del regime di tassi negativi.

La prossima settimana vi potrebbero essere novità sulle operazioni a medio e lungo termine. Sappiamo dai verbali della riunione di dicembre scorso che il Consiglio avrebbe discusso come gestire la liquidità a lungo termine. Pensiamo che la BCE possa annunciare a marzo un'ultima asta ponte della durata di due anni a condizioni meno agevolate, per consentire alle banche, ancora in difficoltà, di tornare alla normalità, considerate anche le modifiche regolamentari in corso. Non è escluso che le modalità verranno definite anche tenendo conto delle condizioni cicliche.

A dicembre scrivevamo che il 2019 avrebbe visto le prossime mosse verso la normalizzazione della politica monetaria dopo la chiusura del programma di acquisto da 2,6 trilioni di euro. La BCE ha legato, con la *guidance*, il sentiero dei tassi all'evoluzione dello scenario macro e la politica di reinvestimento del portafoglio APP all'avvio del ciclo di rialzi, come aveva fatto anche la FED nel 2014. Il quadro macro Eurozona avrebbe giustificato un rialzo dei tassi di politica monetaria già nel 2018, ma la bassa inflazione *core* e soprattutto l'incertezza sul grado di *slack* nell'economia e sulla risposta di salari e prezzi interni hanno indotto il Consiglio ad aspettare. La BCE ha dato la priorità all'archiviazione del programma di acquisto titoli, misura che per quanto ormai legittimata come uno degli strumenti di politica monetaria, rimane straordinaria e in parte più controversa dei tassi negativi.

Cosa è cambiato da dicembre scorso quando la BCE si aspettava una crescita del PIL euro zona (1,7%) ancora al disopra del potenziale (1,4 / 1,5%) nel 2019-20? I dati macro e in particolare i dati di produzione e immatricolazioni auto hanno sorpreso verso il basso. La debolezza del comparto auto è da ricondursi alle difficoltà di adattare le linee di produzione, in particolare in Germania, alla nuova regolamentazione UE sui diesel. Dovrebbe, quindi, trattarsi di una contrazione temporanea. Il dato di novembre (-1,7% m/m) ha lasciato, però, la produzione in

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 17.01.2019

Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

rotta per un calo dell'1,0% t/t a fine anno, ben peggio dell'andamento quasi stagnante dei sei mesi precedenti. **Anche assumendo un rimbalzo a dicembre, il contributo della produzione alla formazione del PIL sarà sicuramente negativo nel 4° trimestre 2018. Il crollo di produzione di auto in Germania (v. Fig. 2) dovrebbe aver sottratto almeno uno 0,1% alla crescita del PIL Eurozona a fine 2018** (il peso dell'auto tedesca nel valore aggiunto totale Eurozona è dell'1,6%; su base trimestrale; la produzione di auto in Germania è calata del 5% tra giugno e novembre). Il crollo delle immatricolazioni tedesche spiega in larga misura la netta flessione dell'aggregato euro zona. Sulla base dei dati di produzione industriale e vendite di auto, ci aspettiamo che la crescita del Pil area euro si assesti al meglio allo 0,2% t/t nel 4° trimestre 2018, come nei mesi estivi, mentre non escludiamo una recessione tecnica in Germania e una stagnazione in Italia. In Francia, il crollo del PMI servizi suggerisce che il comparto potrebbe aver risentito delle continue proteste dei gilet gialli e stimiamo che la crescita del PIL sia avanzata di appena 0,1% t/t. Anche in Spagna il calo di produzione industriale potrebbe aver rallentato la crescita del PIL dallo 0,6% t/t del 3° trimestre.

Il rallentamento della crescita dovrebbe, quindi, rivelarsi ancora temporaneo. La Germania aveva accumulato un eccesso di spesa per mezzi di trasporti tra metà 2017 e metà 2018 (v. Fig. 5) che dovrebbe però essersi in larga misura riassorbito con i cali estivi (v. Fig. 6). Tuttavia, non è escluso che la domanda di auto resti debole con riflessi sulla produzione industriale tedesca ed Eurozona anche nei primi mesi del 2019. Allo stesso tempo le proteste in Francia potrebbe continuare a frenare l'attività economica anche all'inizio di quest'anno.

La nostra lettura è che la crescita Eurozona è già tornata al potenziale (0,3% t/t / 1,4% a/a) e che nei mesi finali del 2018, inizio 2019, il PIL sia cresciuto anche meno per fattori transitori. Rimaniamo dell'idea che la crescita possa tornare verso lo 0,35% t/t da inizio primavera. Ma la debolezza tra fine 2018 e inizio 2019 lascia in ogni caso la stima per il 2019 a malapena all'1,3%, ben al di sotto dell'1,7% delle previsioni BCE di dicembre scorso. Alla BCE non interessa, tuttavia, la media annua quanto piuttosto se dalla primavera la crescita tornerà al trend. Per il momento i segnali di ri-accelerazione sono a dir poco scarsi (v. Fig. 7): le indagini di fiducia sono calate a dicembre e le attese per i prossimi mesi non fanno sperare in un rimbalzo a breve. Sull'andamento del comparto industriale e sul ciclo Eurozona continuerà a pesare il rallentamento del commercio mondiale (v. Fig. 8). Tuttavia, la crescita Eurozona almeno nel prossimo anno dovrebbe poter contare su una dinamica di fondo di consumi privati e investimenti ancora vivace grazie ai fondamentali solidi. Il miglioramento del mercato del lavoro e l'accelerazione dei salari dovrebbero continuare a sostenere la dinamica del reddito da lavoro (v. Fig. 9). Gli elevati vincoli di capacità (v. Fig. 10) e condizioni finanziarie ancora assai accomodanti dovrebbero sostenere il ciclo degli investimenti, anche se è ragionevole che il picco sia alle spalle. L'accelerazione dei nuovi prestiti, favorita da costi di finanziamento ancora sui minimi storici contribuirà a sostenere consumi e investimenti per quasi tutto il 2019.

Ci sembra di poter, quindi, condividere la lettura fatta da Draghi (15 gennaio), Nowotny e Mersch (17 gennaio) secondo cui **la probabilità di una recessione resta trascurabile nonostante siano aumentati i rischi verso il basso ed in particolare quelli legati allo scenario internazionale:**

1. Il rallentamento cinese, segnalato dai dati in apertura d'anno, potrebbe essere temporaneo, smussato in parte dalle misure prese dal Governo ma è indubbiamente un elemento di preoccupazione.
2. Il quadro Stati Uniti rimane incerto anche se i segnali di pausa da parte della FED riducono i rischi di rallentamento e le pressioni sugli emergenti indebitati in dollari.
3. **L'incertezza sulle politiche commerciali dell'amministrazione USA resta uno dei principali rischi per lo scenario globale** che potrebbe aver ripercussioni non trascurabili sulla zona euro in caso di ulteriore inasprimento di dazi e tariffe. La Commissione Europea nello scenario macroeconomico di novembre 2018 stimava che **l'effetto delle misure già attuate dovrebbero avere un impatto limitato sulla crescita Eurozona nel breve periodo (un anno)**

e pari circa a -0,2%.¹ In caso di ritorsioni da parte della maggior parte dei paesi e di aumento generalizzato delle tariffe del 2%, l'effetto sulla crescita area euro sarebbe più persistente e pari circa -0,4% nel medio periodo. Gli effetti sulla crescita di Stati Uniti e Cina sarebbero circa il doppio.

Nell'ultimo mese e mezzo vi sono stati sviluppi positivi per il ciclo euro zona:

1. **Le politiche fiscali saranno più espansive in Francia e Spagna e non è escluso che anche la Germania possa ridurre la pressione fiscale.** La nuova leader della CDU, Annegret Kramp Karrenbaur, ha proposto di eliminare del tutto la tassa di solidarietà anche per i redditi alti.
2. **Le condizioni finanziarie allargate sono divenute anche più accomodanti nell'ultimo mese** grazie al rientro delle tensioni sull'obbligazionario e più recentemente sull'azionario. La **debolezza del prezzo del petrolio** e le revisioni al ribasso per i prossimi 12/18 mesi incorporate nelle nostre previsioni (70 dollari in media nel 2019 da una precedente stima di 80 dollari) rappresentano un **ulteriore elemento di supporto per il ciclo.**
3. **Rimane difficile da ponderare il rischio politico interno alla zona euro**, la crescente frammentazione dei partiti tradizionali a livello nazionale non necessariamente sarà riflessa nell'esito delle elezioni europee di maggio prossimo. **Si è altresì ridotto il rischio pressioni sul costo di rifinanziamento del debito italiano** con la revisione degli obiettivi di deficit e l'accordo raggiunto dalla Commissione UE.

È quindi, probabile che, la prossima settimana, la BCE pur riconoscendo maggiori **rischi verso il basso mantenga** una valutazione bilanciata e che si riservi di aspettare fino a marzo per un riesame più approfondito. La BCE vorrà ribadire che **un rallentamento temporaneo della crescita non dovrebbe interferire con un rialzo dell'inflazione core nel medio periodo**, dato anche il miglioramento del mercato del lavoro e l'**accelerazione dei salari nel 3° trimestre** (2,5% a/a da 1,8% a/a del 3° trimestre 2017).

La BCE dovrebbe, quindi, confermare la *guidance* sui tassi e sui reinvestimenti, lasciandosi il massimo grado di flessibilità implicito nella formulazione attuale della comunicazione. Come sottolineato nei verbali della riunione di dicembre, la decisione di legare la riduzione dei riacquisti a dopo l'avvio del ciclo di rialzi è un modo per segnalare che la *guidance* sui tassi della BCE è il principale strumento del Consiglio per comunicare l'orientamento di politica monetaria.

I mercati sono sempre meno fiduciosi sull'avvio di un ciclo di rialzi BCE da fine 2019 (v. Fig. 13); **altresì, rimaniamo dell'idea che il Consiglio cercherà di disfarsi dei tassi negativi.** Se fino a dicembre prevedevamo due rialzi nel 2019, **ci sembra più probabile che i tassi siano portati a zero entro marzo 2020 (v. Fig. 14).** L'incertezza sul ciclo e sulla dinamica inflazionistica peseranno più sulle mosse successive che non sulla decisione di disfarsi del regime di tassi negativi. **Con una crescita reale tra l'1,0% e l'1,3% e l'inflazione core in aumento all'1,4% la politica monetaria resterebbe ampiamente accomodante anche con un tasso sui depositi a zero o marginalmente positivo per giugno 2020.** Le stime di tasso naturale per la zona euro sono particolarmente incerte. Holston, Laubach, and Williams (2017)² mostrano il tasso di interesse naturale a 0,3%. In base alle stime citate, **la BCE volesse tornare alla neutralità dovrebbe aver già alzato i tassi di circa 200 punti base dal momento che i tassi di policy reali (Euribor deflazionato con il tasso di inflazione al 4° trimestre 2018) sono intorno a -1,7%.** La BCE nella formulazione della *guidance* *state*

¹ Le simulazioni tengono conto dell'effetto delle misure sull'incertezza (misurata da un aumento dei premi al rischio) e sulla produttività. In assenza di nuove misure, l'effetto dovrebbe riassorbirsi dal 2° anno, quindi dal 2020, dal momento che la zona euro può contare su una diversificazione dei flussi commerciali. L'impatto per Stati Uniti e Cina è più severo a causa della perdita di quote di mercato e pari rispettivamente a -0,3% e -0,6% dopo un anno.

² "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants" *Journal of International Economics* 108, supplement 1 (May): S39–S75

contingent ha scelto di non indicare una previsione puntuale per il tasso di politica monetaria, ma di legare le future mosse di politica monetaria all'evoluzione dello scenario macro. Quello che conta per le prossime mosse BCE è, quindi, se la crescita ri-accelererà dalla primavera e l'inflazione core salirà nella prima metà del 2019.

Pensiamo che in caso di crescita reale al di sotto dell'1,0%, la BCE potrebbe voler ricorrere ad altri strumenti per mantenere elevato il grado di stimolo monetario, prima di rinviare il ciclo di rialzi dei tassi sia pure breve. Una possibilità è che la BCE modifichi la comunicazione sui reinvestimenti indicando che manterrà inalterato il portafoglio APP anche ben oltre il 1° rialzo dei tassi.

Pensiamo che la BCE potrebbe voler riservarsi di comunicare a marzo se lanciare o meno una nuova operazione di rifinanziamento entro giugno e a quali condizioni. La BCE potrebbe voler riservarsi di fissare le condizioni delle aste in base all'evoluzione del ciclo. In ogni caso, le condizioni premianti delle TLTRO II difficilmente saranno replicate. Come per le altre misure straordinarie, pensiamo che la BCE cercherà di seguire l'approccio di graduale normalizzazione.

Già alla riunione della prossima settimana potrebbe emergere qualche novità sulla gestione della liquidità. I verbali della riunione di ottobre indicavano che i membri del Consiglio hanno discusso gli effetti della progressiva riduzione di *duration* dei fondi assegnata con le TLTRO II sulla posizione di liquidità delle banche. È noto che, con il ridursi della vita residua al di sotto dell'anno della prima asta TLTRO II, l'effetto sul NSFR (*net stable funding ratio*) potrebbe non essere trascurabile e con potenziali ripercussioni sulla capacità delle banche di erogare nuovo credito.

Riteniamo probabile che la prossima settimana la BCE estenda l'assegnazione piena nelle aste di rifinanziamento fino all'ultimo periodo di mantenimento di riserva 2021. Ci aspettavamo annunci a riguardo già a dicembre. Come abbiamo già argomentato, (v. focus del per la BCE è pressoché impossibile riappropriarsi del controllo del corridoio dei tassi fin quando non comincerà a ridurre i reinvestimenti del portafoglio APP. L'eccesso di liquidità sistemico resterà superiore ai 500 miliardi di euro (soglia oltre la quale l'EONIA scambia al tasso sui depositi) anche nell'ipotesi che la BCE lasci scadere le TLTRO II senza offrire alle banche la possibilità di un'ultima asta ponte. L'eccesso di liquidità sistemico non è legato, difatti, solo alle operazioni di rifinanziamento a lungo termine ma anche all'eccesso di riserve creato con gli acquisti APP.

Fig.1 – L'auto ha affondato il manifatturiero a fine 2018

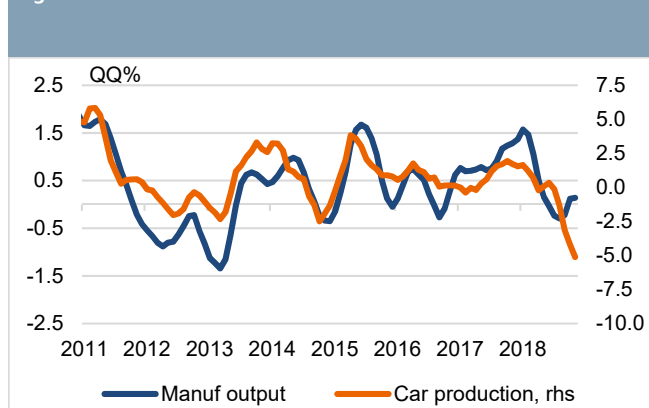


Fig. 2 – Il calo di produzione tedesca spiega in larga misura il crollo nella media area euro. La Germania pesa per circa il 65% sul valore aggiunto dell'auto area euro

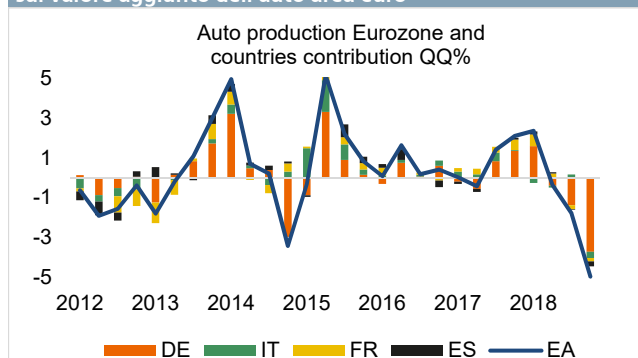
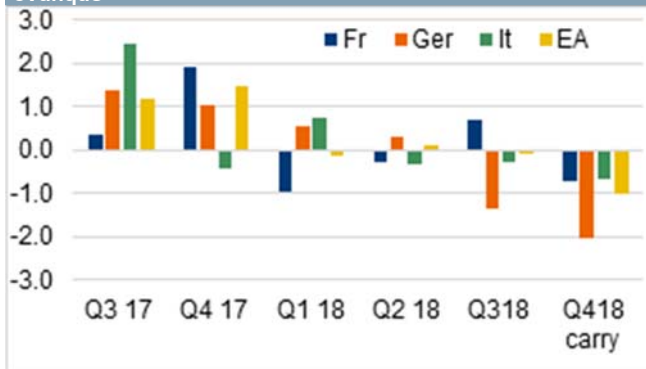
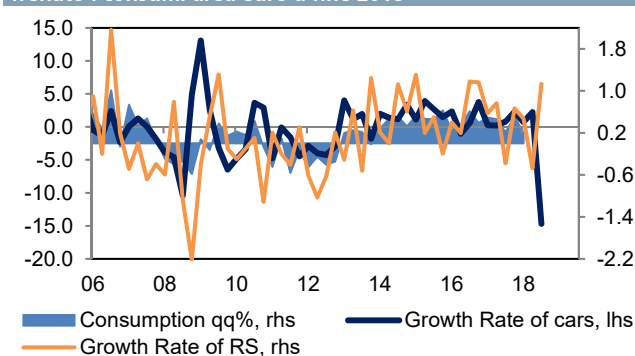


Fig. 3 - Produzione industriale in chiusura d'anno in rosso ovunque



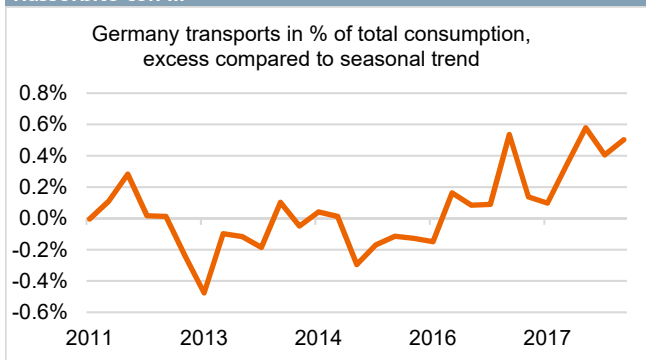
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 - La dinamica delle immatricolazioni dovrebbe aver frenato i consumi area euro a fine 2018



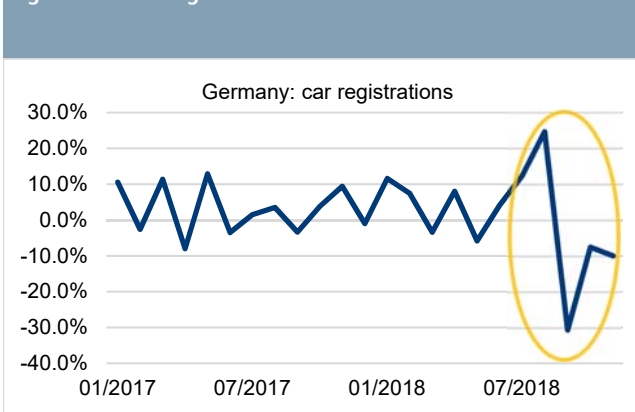
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 - La Germania aveva accumulato un eccesso di spesa in mezzi di trasporto sino all'estate, che dovrebbe essersi ormai riassorbito con ...



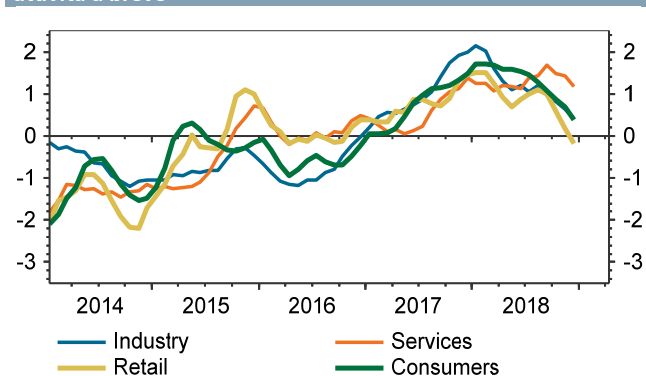
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 - ... i cali degli ultimi mesi



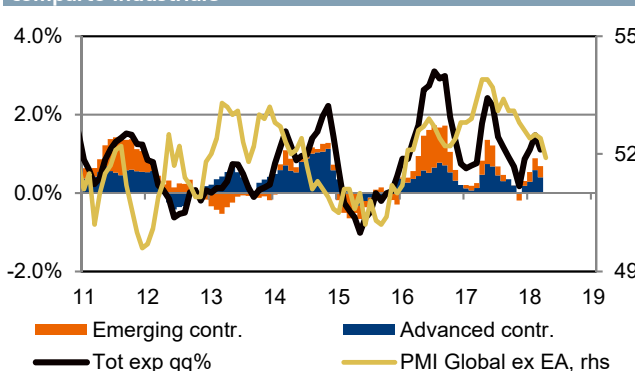
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 - Le indagini di fiducia non segnalano un recupero di attività a breve



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 - Il minor impulso dal commercio mondiale peserà sul comparto industriale



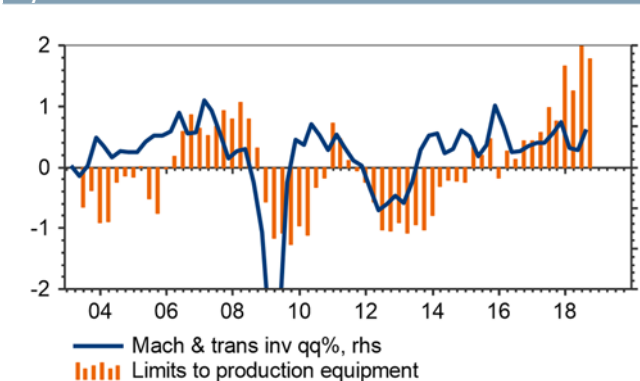
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Circolo virtuoso tra *minor slack* nel mercato del lavoro e aumento dei salari



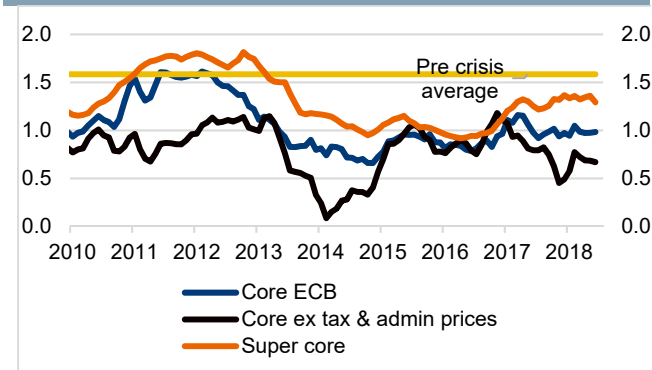
Fonte: stime di crescita BCE di giugno 2018 e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Vincoli di capacità dovrebbero sostenere il ciclo di *capex*



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

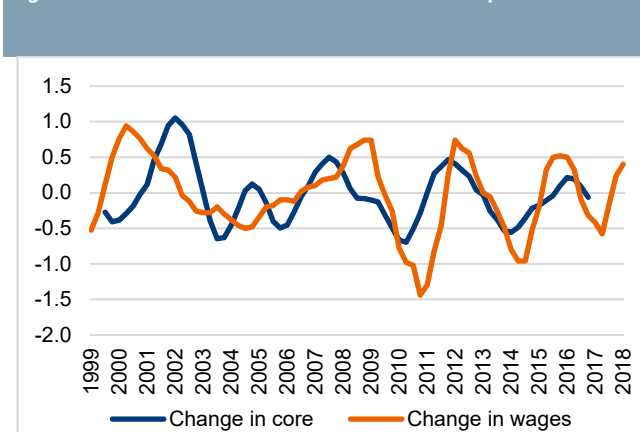
Fig. 11 – Sempre fiduciosi su di un aumento dell'inflazione core? La nostra misura di inflazione *super core* è ferma on in lieve calo



Nota: la misura di inflazione *super core* ISP è costruita selezionando i sotto indici del CPI *core* al netto di energia alimentari e tabacchi che esibiscono una correlazione con l'*output gap* ritardato di 2 periodi superiore a 0,5%.

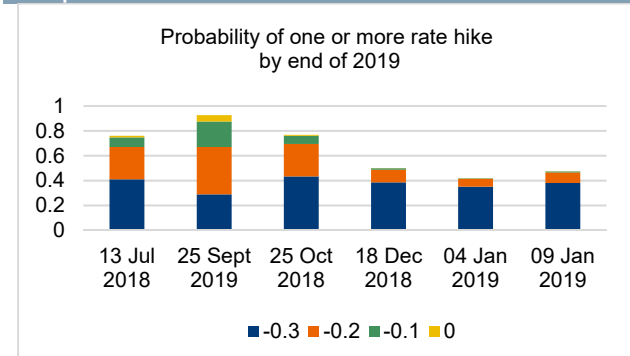
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Rimane incerta la relazione tra salari e prezzi interni



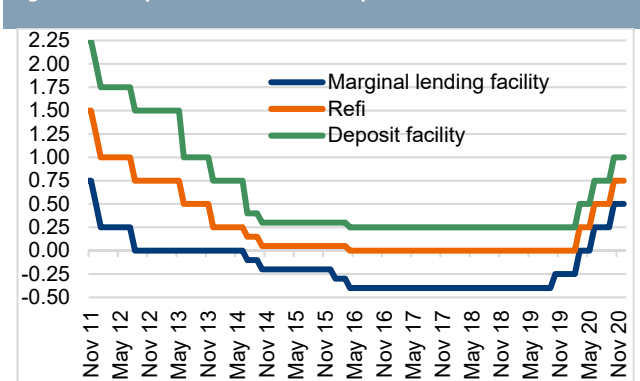
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 13 – I mercati hanno ridimensionato le attese di rialzo dei tassi per fine 2019



Fonte: Bloomberg e Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – Ci aspettiamo tassi a zero per marzo 2020



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic Analysis		
Macro & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Comunicazioni specifiche:

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate 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.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Gli investimenti e le strategie discusse nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. In caso di dubbi, suggeriamo di consultare il proprio consulente d'investimento.

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.

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

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

Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. hanno posto in essere le "Regole per la gestione dei conflitti di interesse" per gestire con efficacia i conflitti di interesse che potrebbero influenzare l'imparzialità di tutta la ricerca e garantire ai fruitori della loro ricerca l'imparzialità della valutazione e delle previsioni contenute nella ricerca stessa. Una copia di tali Regole può essere richiesta per iscritto da chi riceve la ricerca all'Ufficio Compliance, Intesa Sanpaolo S.p.A., Corso Matteotti 1, 20122, Milano.

Intesa Sanpaolo S.p.A. ha posto in essere una serie di principi e procedure al fine di prevenire ed evitare conflitti di interesse ("Regole per Studi e Ricerche"). Le Regole per Studi e Ricerche sono chiaramente esposte nell'apposita sezione del sito web di Intesa Sanpaolo (www.intesasnpaolo.com).

Le società del Gruppo Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti 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 di altro tipo.

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

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento intermediari no. 20307 del 15.02.2018, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

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

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

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e 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 Banca IMI e/o 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 Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

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

Metodologia di valutazione

Le Trading Ideas si basano sulle aspettative del mercato, il posizionamento degli investitori e gli aspetti tecnico-quantitativi o qualitativi. Tengono conto degli eventi macro e di mercato chiave e di quanto tali eventi siano già scontati dai rendimenti e/o dagli spread di mercato. Si basano inoltre su eventi che potrebbero influenzare l'andamento del mercato in termini di rendimenti e/o spread nel breve-medio periodo. Le Trading Ideas vengono sviluppate su mercati cash o derivati di credito e indicano un target preciso, un range di rendimento o uno spread di rendimento tra diverse curve di mercato o diverse scadenze sulla stessa curva. Le valutazioni relative sono realizzate in termini di rendimento, asset swap spread o benchmark spread.

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

Le trading ideas di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono sviluppate sia in un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi) sia in un orizzonte temporale compreso tra una settimana e tre mesi, in relazione con qualsiasi evento eccezionale che possa influenzare le operazioni dell'emittente.

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: http://www.group.intesasnpaolo.com/script/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesasnpaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità con la normativa applicabile.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili attraverso la pagina web di cui sopra. I conflitti di interesse pubblicati sul sito internet sono aggiornati almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

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