

**BCE: ancora in attesa sui tassi, ma ci sono dettagli tecnici da definire**

18 ottobre 2018

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and  
Fixed Income Research

Anna Maria Grimaldi  
Economista – Area Euro

**Il prossimo giovedì non ci aspettiamo alcuna novità nella comunicazione BCE sui tassi...** Vi è stato un coro di voci dal Consiglio BCE per mantenere la *guidance* sui tassi nella formulazione attuale. Più di un membro ha indicato che la discussione sui tassi inizierà nei primi mesi del 2019<sup>1</sup>. Rimaniamo dell'idea che il ciclo di rialzi potrebbe essere più aggressivo di quanto non sconti il mercato: 3 rialzi per fine 2020, ma l'evoluzione dei dati rimane chiave.

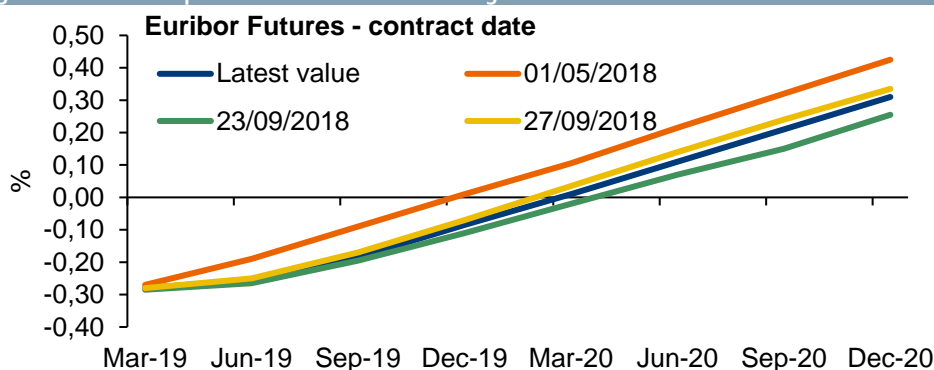
**...e sui riacquisti.** E' possibile che la BCE, come fece la FED<sup>2</sup>, nel discutere la normalizzazione dei tassi di interesse discuta anche come alterare la *guidance* sui riacquisti ed in particolare come dettagliare il riferimento ad un periodo esteso di tempo. Non è escluso che la BCE possa voler rendere le modalità di intervento più flessibili, ma un'operazione *twist* non ci sembra giustificabile nelle attuali condizioni di mercato.

**Il Consiglio vorrà tuttavia fornire indicazioni su come intende condurre le aste di rifinanziamento dal 2020.** Il regime di *full allotment* resterà in piedi anche dopo il 2019? In passato la BCE ha comunicato con largo anticipo estensioni ai meccanismi di assegnazione della liquidità nelle aste. La modalità con cui vengono condotte le operazioni di rifinanziamento ha implicazioni per il controllo del corridoio dei tassi da parte della Banca Centrale.

**La scadenza delle TLTRO II si avvicina. Ma non ci aspettiamo novità a breve** anche se non escludiamo che per marzo prossimo la BCE possa annunciare un'ultima asta ponte della durata di due anni.

**Non mancheranno domande sul se e come la BCE potrebbe gestire un'eventuale crisi di liquidità in un paese membro.** Draghi è stato chiaro dai meeting del FMI il meccanismo sono le [OMT](#), *outright market transactions*, in teoria uno strumento potente, ma finora non testato.

Fig 1 – I mercati si aspettano un ciclo di rialzi assai graduale



Fonte: Thomson Reuters Datastream

<sup>1</sup> Knot 08/10/2018: "Da gennaio la BCE dovrà focalizzarsi in modo più enfatico su come bisognerà fare sui tassi di interesse". Vasilasukas 15/10/2018 "La discussione sui tassi inizierà da metà 2019". Villeroy 14/10/2019 "con l'avvicinarsi dell'estate del 2019 la BCE vorrà chiarire la *guidance* sui tassi che nella formulazione attuale lascia al Consiglio ampia flessibilità"

<sup>2</sup> Si veda [FOMC Communications related to Policy Normalization](#), settembre 2014.

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 18.10.2018

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

## La riunione BCE della prossima settimana sarà ancora interlocutoria senza novità di rilievo sulla politica monetaria e sulla comunicazione.

La valutazione dello scenario macro dovrebbe essere pressoché invariata rispetto a settembre. I dati nell'ultimo mese e mezzo hanno segnalato un rallentamento del comparto industriale, legato all'andamento più fiacco del commercio mondiale e probabilmente a timori di una deriva protezionistica. La crescita acquisita per la produzione industriale per la media euro zona nel trimestre estivo è marginalmente negativa come a giugno (v. fig. 1). Servizi, commercio al dettaglio e costruzioni continuano a crescere a ritmi solidi e a sostenere la dinamica del PIL. Gli indici di fiducia PMI composito e ESI della Commissione UE si sono assestati nei mesi estivi su livelli coerenti con una crescita del PIL tra 0,3 e 0,4% t/t. Draghi, intervenendo ai meeting del FMI lo scorso fine settimana, ha confermato la valutazione positiva dello scenario di crescita area euro. I verbali della riunione di settembre indicavano che il Consiglio riteneva che vi fossero gli estremi per rivedere al ribasso **la valutazione dei rischi**, data la crescente incertezza sul quadro internazionale, e aumento della volatilità sui mercati. Tuttavia, il Consiglio aveva convenuto di mantenere una valutazione **bilanciata** dal momento che si riteneva che la domanda interna ed il momento di fondo del ciclo euro zona potessero attenuare i rischi derivanti dall'esterno. Stando ai commenti di *De Guindos* (17/10/2018) questa sembra essere ancora la posizione del Consiglio **nonostante si riconosca che rispetto a settembre i rischi associati scenario globale siano aumentati**. Per quanto riguarda la **dinamica inflazionistica** non vi sono state novità nelle ultime settimane che possano alterare " *la maggiore fiducia del Consiglio nel fatto che l'inflazione continuerà a convergere stabilmente verso il target e che tale convergenza perduri anche dopo la graduale liquidazione dei nostri acquisti netti di attività 2018 inizio 2019*". Intervenendo da Bali, lo scorso fine settimana, il Presidente della BCE ha parlato di un aumento graduale dell'inflazione *core* e ripetuto che l'incertezza sulla risposta dei prezzi interni si sta riducendo.

**I tempi non sono maturi per rivedere la comunicazione sui tassi e...** Più membri del Consiglio hanno segnalato che la *guidance* e il riferimento a tassi fermi attraverso l'estate del 2019 è un'aspettativa legata all'andamento della dinamica inflazionistica. I membri del Consiglio sembrano essere per lo più concordi sulla formulazione qualitativa della *guidance* legata all'andamento prospettico dell'inflazione piuttosto che a stime puntuali per i tassi di equilibrio, come fanno la Banca Centrale neozelandese e la FED. Coeuré ha ampiamente dettagliato su questo aspetto in un discorso dello scorso 18 settembre (si veda [Forward guidance and policy normalization](#)). Coeuré ha tra l'altro argomentato che nelle fasi di uscita da politiche non convenzionali la *guidance* sui tassi può essere efficace anche quando la Banca Centrale ha iniziato ad alzare i tassi di interesse. Inoltre incorporare nella *guidance* il livello futuro atteso per il tasso di politica monetaria richiederebbe una stima del tasso neutrale che nei lavori recenti si evidenzia essere circondata da un ampio margine di incertezza. In conclusione, secondo Coeuré è opportuno che la *guidance* sui tassi resti legata a variabili di stato anche dopo l'inizio dei rialzi.

Nell'ultimo mese, più membri del Consiglio hanno segnalato che la BCE comincerà a discutere il processo di normalizzazione dei tassi di interesse nella prima metà del prossimo anno (Knot, Villeroy, Vasiliauskas, Nowotny). Il nostro scenario centrale è che la BCE modifichi la *guidance* sui tassi entro luglio per confermare l'avvio di un graduale ciclo di rialzi da dopo l'estate. Riteniamo che la BCE vorrà archiviare il regime di tassi negativi per la fine del 2019 o al più tardi primi mesi del 2020. I mercati si aspettano circa tre rialzi entro fine 2020 (v. fig. 1) e le attese sono state riviste a fine settembre quando Draghi nella testimonianza trimestrale al Parlamento europeo ha parlato di un "aumento vigoroso" dell'inflazione *core* nei primi mesi del 2019. In realtà come poi chiarito, per i mercati non c'era nulla di nuovo rispetto alla riunione BCE di settembre.

**...sui riacquisti.** Pensiamo che la BCE vorrà mantenere inalterata la comunicazione sui riacquisti lasciando il riferimento ad un periodo esteso di tempo dopo la fine dell'APP. Villeroy lo scorso fine settimana ha indicato che **la BCE vorrà mantenere flessibile la comunicazione sulla durata della politica di reinvestimento**. E' possibile che la strategia della BCE non sarà moto diversa da quella della FED. Si veda [FOMC Communications related to Policy Normalization](#), settembre 2014) ovvero che quando si intensificherà il dibattito sulla normalizzazione dei tassi la BCE discuterà anche se

legare la *guidance* sulla durata dei reinvestimenti ad una fase in cui il processo di normalizzazione dei tassi di interesse è ben avanzato. Potrebbero emergere novità sull'implementazione dei reinvestimenti?

**Let's Twist? Not now.** Alla riunione di settembre è stato chiesto se la BCE **avesse discusso la possibilità di avviare "un'operazione twist" come fece la FED nel 2011** (per maggiori dettagli si veda [Let's do the Twist](#)), per limitare l'innalzamento dei tassi a lungo termine. Un'operazione di questo tipo potrebbe assicurare i mercati nel caso in cui, finito il QE, dovesse verificarsi un restringimento indesiderato delle condizioni finanziarie. Al momento l'avvicinarsi della fine del QE non ha innescato particolari reazioni. La gestione della durata del portafoglio titoli da parte della Banca Centrale non è inusuale né discutibile. Ingegnare un'operazione *twist* per la zona euro sarebbe certamente meno banale di quanto non lo sia stato per la FED che aveva una sola *yield curve* su cui intervenire, ma non impossibile. La regola degli acquisti in base alle quote capitale sarebbe difficilmente derogabile ma di per sé non esclude un *twist*. La principale difficoltà è che un'operazione di questo tipo sarebbe in contrasto con il principio di essere "*neutral along different maturity spectrum*", che la BCE ha sempre sottolineato. Oltretutto un intervento di questo tipo andrebbe attuato in misura eguale per paesi altrimenti la BCE, che determina la politica monetaria per la zona euro nel suo complesso, finirebbe per modulare in modo differenziato lo stimolo monetario per paesi.

Ci sono altri aspetti di natura tecnica che la BCE potrebbe voler chiarire entro fine anno. Tra questi vi è la **modalità di assegnazione della liquidità nelle aste di rifinanziamento**. In passato, la BCE ha comunicato con largo anticipo estensioni ai meccanismi di assegnazione della liquidità nelle aste settimanali e trimestrali nonché in quelle straordinarie con scadenza pluriennale. La modalità con cui vengono condotte le operazioni di rifinanziamento ha implicazioni per il controllo del corridoio dei tassi da parte della Banca Centrale. Da quando la BCE è passata al meccanismo di assegnazione piena nelle aste di rifinanziamento il tasso guida di politica monetaria è diventato il tasso sui depositi. Il crescente eccesso di liquidità ovvero la differenza tra l'offerta di liquidità (operazioni di rifinanziamento e il saldo tra la *facility* di rifinanziamento marginale meno la *deposit facility*) e fabbisogno di liquidità del sistema (circolante + riserve + fattori autonomi) ha spinto il tasso EONIA a scambiare sul pavimento del corridoio ovvero intorno al tasso sui depositi. Come notava Coeuré (18/09/2018) i future sull'EONIA riflettono non solo le attese sui tassi, ma anche sull'andamento dell'eccesso di liquidità sistemico. La BCE presumibilmente vorrà riprendere il controllo del corridoio sui tassi e quindi tornare al vecchio regime di razionamento della liquidità nelle aste di rifinanziamento ordinarie.

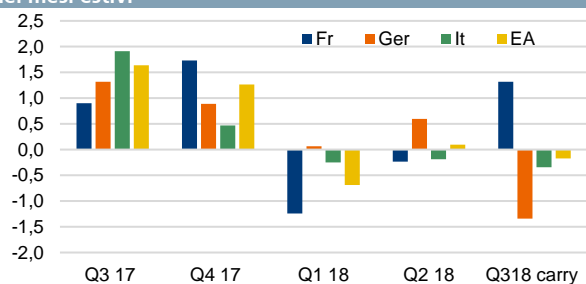
La decisione se estendere o meno il *full allotment* non è del tutto svincolata da quello che la BCE valuterà opportuno fare sulle aste a più lungo termine. Le prime delle TLTRO II scadranno a giugno 2020 (382,2 miliardi su di un totale di 721,97 miliardi) ma già da giugno prossimo avranno una vita residua inferiore all'anno e pertanto la liquidità presa a prestito non rientrerà negli indici regolamentari di liquidità (*net stable funding ratio* NSFR). **E' possibile che la BCE voglia annunciare un'ultima asta ponte della durata di due anni a condizioni meno agevolate rispetto alle ultime a lungo termine, per consentire alle banche, ancora in difficoltà, di tornare alla normalità, considerate anche le modifiche regolamentari in corso.** Tuttavia, la BCE potrebbe voler attendere i primi mesi del 2019 per comunicare una nuova asta a medio lungo termine.

Molto probabilmente **non mancheranno domande durante la conferenza stampa sul quadro di finanza pubblica** in Italia e richieste di chiarimenti su come la BCE possa intervenire in caso di tensioni sui mercati. Draghi ha già risposto in merito, e la BCE può intervenire a sostegno di un paese membro in crisi solo con le *outright monetary transactions* OMT, introdotte nel 2012. Ma lo Stato membro che si trovasse a fronteggiare una crisi di liquidità potrebbe ottenere dalla BCE l'attivazione di un programma di acquisto di debito pubblico a breve termine (1-3 anni) sul mercato secondario ma solo sotto stretta condizionalità ovvero se ha attivato un programma di sostegno ESM. Ricordiamo che per ottenere una linea di credito potenziata è necessaria l'approvazione unanime da parte degli altri paesi membri di un programma di aggiustamento degli squilibri

strutturali. I tempi di attivazione del programma, ove pure ci fosse la volontà politica di negoziare con i partner europei, sono piuttosto lunghi (circa quattro settimane da quando un paese fa richiesta di aiuto) per l'approvazione della linea di credito. In realtà le modalità di intervento dell'ESM sono molteplici; il sostegno al Paese membro potrebbe anche avere natura precauzionale, nella forma di una *stand-by facility* a cui attingere soltanto in caso di necessità. La condizionalità potrebbe anche essere leggera, ma solo se lo Stato è già in regola con il patto di stabilità e non avesse significativi squilibri macroeconomici.

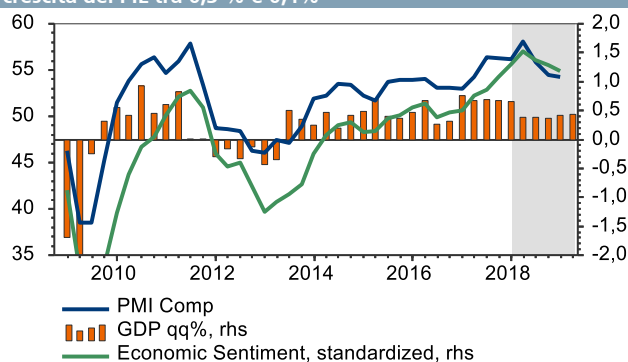
In conclusione la riunione della BCE non dovrebbe vedere novità sui tassi e sui riacquisti ma potrebbero esservi indicazioni su aspetti tecnici che il Consiglio dovrà definire prima di dare avvio al processo di normalizzazione dei tassi.

Fig 2 – Trascinamento negativo per la produzione industriale nei mesi estivi



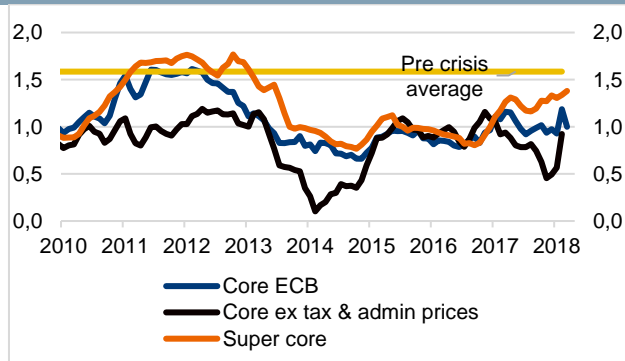
Fonte: City indici di sorprese economiche e Thomson Reuters-Datastream

Fig 3 – Le indagini di fiducia sono coerenti con un tasso di crescita del PIL tra 0,3 % e 0,4%



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

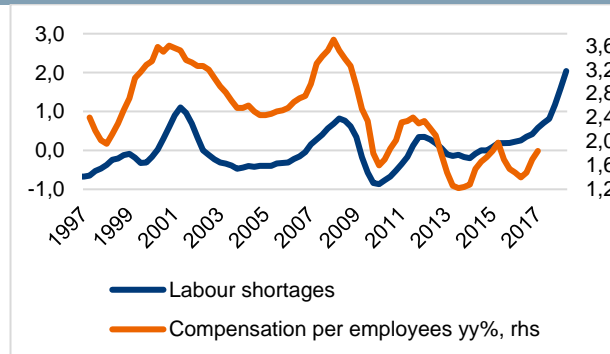
Fig. 4 – Le diverse misure di inflazione *core* non sono lontane dai minimi di fine 2014, ma la nostra misura di inflazione *super core* ha svoltato e suggerisce una dinamica dei prezzi sottostanti più sostenuta



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%.

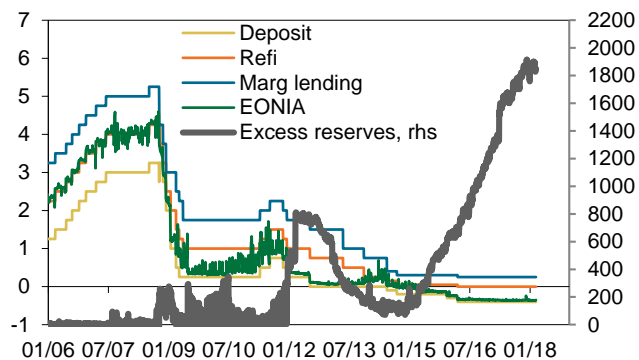
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5– La scarsità del fattore lavoro indicata dalle indagini presso le imprese unitamente all'accelerazione recente di salari e stipendi rende meno incerto il rialzo dell'inflazione *core*



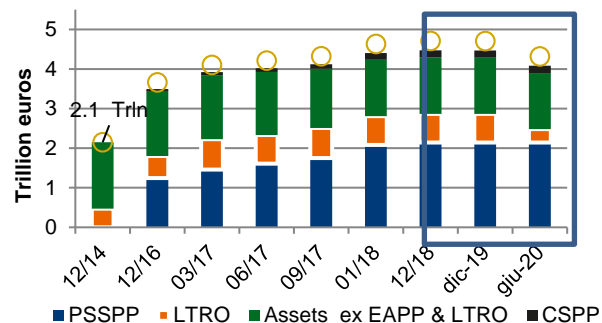
Nota: misura di *labor shortage* derivata dall'indagine trimestrale della Commissione UE  
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 - Eccesso di riserve sistemico e tassi di politica monetaria



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 7 – Dimensione del bilancio BCE. A giugno 2020 si scende per effetto del venire a scadenza della prima TLTRO



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@intesaspaolo.com
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesaspaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesaspaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesaspaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesaspaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesaspaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesaspaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesaspaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesaspaolo.com
<b>Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesaspaolo.com
<b>Materie Prime</b>		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesaspaolo.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.intesasanpaolo.com](http://www.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.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 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 – 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.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.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.