

FOMC: riunione interlocutoria, in attesa del prossimo rialzo

La **riunione del FOMC** del 7-8 novembre dovrebbe concludersi senza novità, con un comunicato quasi identico a quello di settembre sia nella valutazione congiunturale e dei rischi, sia nelle indicazioni per i tassi.

In assenza di conferenza stampa, eventuali nuove informazioni emergeranno con i verbali, in pubblicazione il 29 novembre. Il FOMC ha diversi temi caldi su cui deve costruire il consenso riguardo ai due strumenti di policy, tassi e bilancio.

Per quanto riguarda i **tassi**, ci sono due punti centrali: il sentiero dei rialzi e il passaggio in territorio restrittivo, e la comunicazione. A questi si aggiunge il problema operativo riguardo alla persistente deviazione del tasso effettivo dei fed funds verso l'estremo superiore dell'intervallo obiettivo.

Sul bilancio, il programma di riduzione dell'attivo è in atto da ottobre 2017 e dovrebbe proseguire nel 2019. Da quando è iniziata la riduzione dei reinvestimenti, un anno fa, il FOMC non ha riconsiderato la questione del punto di arrivo della riduzione del bilancio e del **livello ottimale delle riserve**. Il Comitato dovrà tornare a discuterne nelle prossime riunioni, se non già a novembre, ora che la politica dei tassi è ben avviata sulla strada della normalizzazione.

La riunione del FOMC di novembre dovrebbe essere **neutrale** rispetto alle informazioni emerse nell'ultimo mese e mezzo. Il comunicato dovrebbe essere quasi una fotocopia di quello di settembre e, in assenza di conferenza stampa, l'unico messaggio della riunione dovrebbe essere che, ancora una volta, "il Comitato si aspetta che ulteriori gradualità rialzi dell'intervallo obiettivo del tasso dei fed funds siano coerenti con un'espansione sostenuta dell'attività economica, condizioni forti del mercato del lavoro e inflazione vicina all'obiettivo simmetrico del 2%".

Anche se dal comunicato di novembre non emergeranno novità, durante la riunione proseguirà il dibattito sui temi centrali di questa fase di normalizzazione della politica monetaria e potrebbe essere riaperta la questione relativa alla dimensione del bilancio. I verbali dovrebbero dare informazioni sui principali punti in discussione:

- **sentiero dei tassi**, con una possibile entrata in territorio restrittivo, e **comunicazione** in assenza di forward guidance;
- modifiche tecniche relative al **controllo del tasso effettivo dei fed funds** e considerazioni riguardo al **livello ottimale delle riserve**.

Per il sentiero dei tassi, la valutazione e l'evoluzione dei dati resteranno la guida del FOMC. Per il controllo del tasso effettivo, potrebbe esserci qualche indicazione, come avvenuto in precedenza, che prepari un rialzo più limitato del tasso sulle riserve rispetto a quello del tasso dei fed funds. Per la dimensione del bilancio, il FOMC potrebbe iniziare a discutere quando e come intende determinare il punto di arrivo della riduzione dei reinvestimenti.

1. Scenario macro e dei tassi: crescita solida con poca inflazione, rialzi gradualmente sotto la guida dei dati, comunicazione al minimo.

La **valutazione congiunturale** nel comunicato dovrebbe mantenere il giudizio di rafforzamento della crescita e del mercato del lavoro, e di inflazione vicina al 2%. Lo scenario per il 2019 dovrebbe essere poco variato e, alla luce dei dati disponibili, è probabile che le proiezioni di dicembre non si discostino in modo rilevante da quelle di settembre. I dati del PIL del 3° trimestre hanno evidenziato una crescita sostenuta dai consumi, che seguono l'andamento solido del reddito disponibile, con il risparmio su livelli elevati (figg. 1 e 2). Il comunicato potrebbe moderare il giudizio sulla crescita degli investimenti (definita "forte" a settembre), alla luce del rallentamento estivo, senza per ora inserire elementi di preoccupazione.

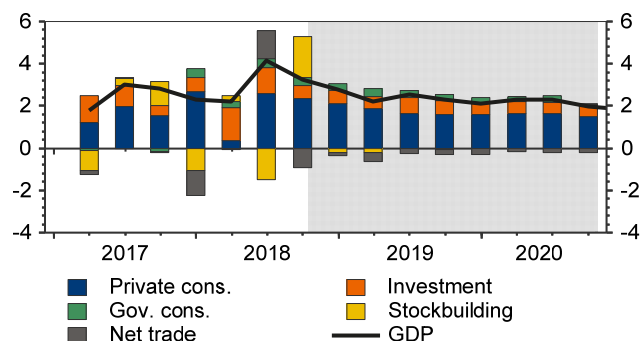
29 ottobre 2018

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

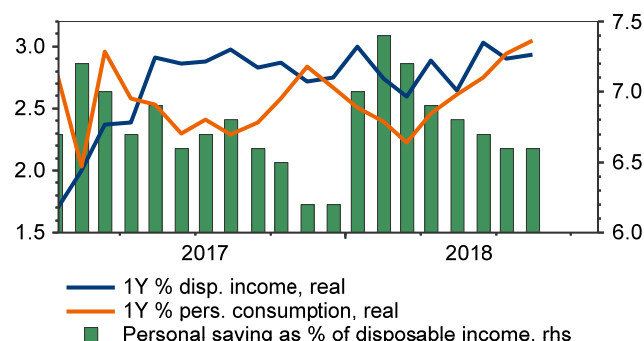
Giovanna Mossetti
Economista – USA e Giappone

Fig. 1 - Il 2018 brilla, ma è il picco



Fonte: Thomson Reuters Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

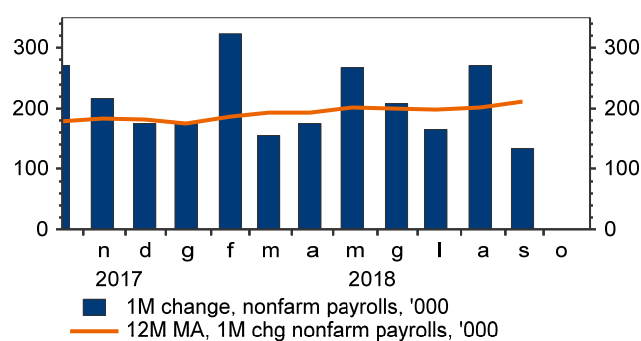
Fig. 2 - Consumi in crescita solida e risparmio su livelli elevati



Fonte: Thomson Reuters Datastream

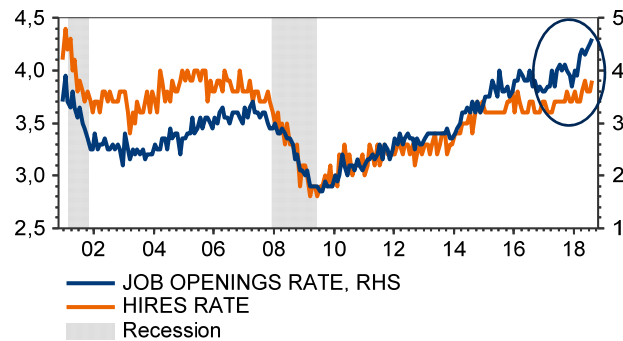
Il focus del FOMC resta sul **mercato del lavoro**, che in questa fase sostiene i consumi, da un lato, e determina la potenziale trasmissione di pressioni inflazionistiche, dall'altro. Gli occupati continuano a crescere a un ritmo solido, anche se potrebbe iniziare un moderato rallentamento della dinamica occupazionale causato dalla scarsità di manodopera. Le posizioni aperte crescono molto più rapidamente delle assunzioni, ed eccedono il numero di disoccupati, dando indicazioni di scarsità di candidati disponibili e di possibili colli di bottiglia per l'espansione dell'attività economica.

Fig. 3 - Occupati non agricoli in aumento ancora solido



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 4 - Le posizioni disponibili crescono più delle assunzioni



Fonte: Thomson Reuters Datastream

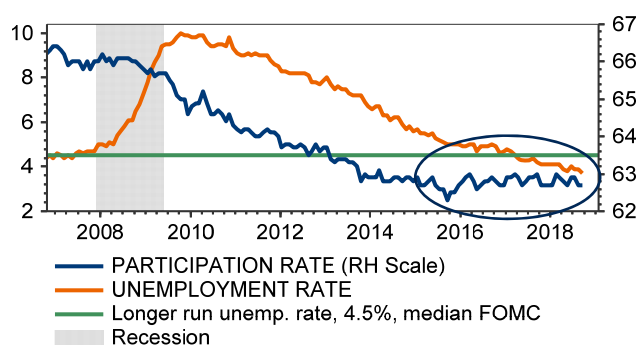
Quanto è sostenibile una crescita così forte, con output e unemployment gap positivi da tempo, senza un surriscaldamento di prezzi e salari? **La variabile cruciale è la partecipazione.** Il tasso di partecipazione è ora a 62,7%, da 65,7% nel 2008. La forza lavoro riflette il freno collegato all'invecchiamento, ma un rialzo ciclico, concentrato sulla coorte degli uomini fra 25 e 54 anni, ha contribuito positivamente alla partecipazione e ne ha interrotto la discesa, soprattutto da fine 2016 in poi (fig. 5). Nel prossimo biennio, la componente ciclica dovrebbe continuare a contrastare quella demografica, mantenendo il tasso di partecipazione aggregato circa stabile sui livelli del 2018¹. Il FOMC prevede il tasso di disoccupazione al 3,5% nel 2019-20. Questa previsione richiederebbe, con un tasso di partecipazione vicina alla media dell'ultimo anno, una dinamica degli occupati intorno a +170 mila al mese². Le imprese riportano difficoltà a reperire manodopera (fig. 4), sia specializzata sia non specializzata, e la **condizione per evitare**

¹ <https://www.cbo.gov/system/files?file=115th-congress-2017-2018/workingpaper/53616-wp-laborforceparticipation.pdf>

² <https://www.frbatlanta.org/chcs/calculator.aspx?panel=1>

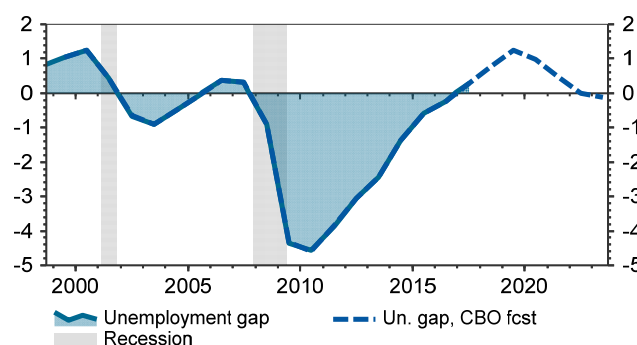
surriscaldamento è una forza lavoro in crescita non troppo inferiore a quella degli occupati. Al momento, le previsioni dell'offerta di lavoro sono in linea con **aumenti salariali in accelerazione contenuta** (fig. 7), verso il 3,5% a/a. I rischi per l'inflazione restano modesti, limitati anche dalla solo marginale correlazione fra salari e prezzi. Storicamente, fra l'80 e il 90% degli incrementi del costo del lavoro si trasferiva sui prezzi, ma la trasmissione è crollata dal 2000 in poi, scendendo intorno al 10% dopo la grande recessione³.

Fig. 5 – Il calo del tasso di disoccupazione è frenato dalla quasi-stabilità del tasso di partecipazione



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 6 – L'unemployment gap è in area a rischio recessione, sulla base dell'esperienza passata



Fonte: Thomson Reuters Datastream

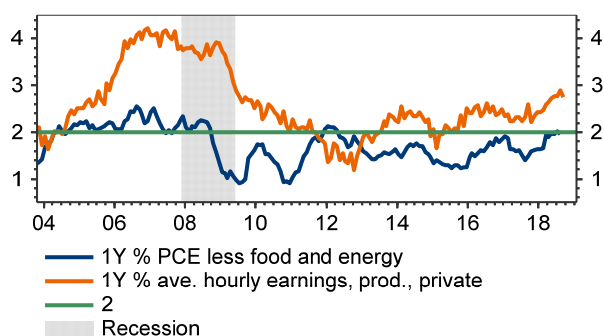
In passato, periodi con un unemployment gap anche inferiore a quello attuale e previsto, sono sempre stati accompagnati da una recessione causata dalla restrizione monetaria (fig. 6) mirata a frenare l'inflazione. Per ora questo ciclo appare "diverso", e permette una politica monetaria non "pre-emptive". Qui sta il **dilemma del FOMC**: quanto stringere le condizioni finanziarie in un ciclo in cui la relazione fra tasso di disoccupazione e inflazione sembra diventata quasi nulla (fig. 8)?

Nel Comitato ci sono attualmente **tre campi**: il più *dovish* (Kashkari e Bullard) vorrebbe interrompere i rialzi dei tassi già ora; il più *hawkish* ritiene probabile che sia appropriato portare i tassi in territorio restrittivo preventivamente. Al **centro**, un gruppo guidato da Powell, affiancato da Williams (NY Fed) e probabilmente da Clarida (vice-presidente Fed), ritiene appropriato portare i tassi a un livello che non freni né spinga la crescita, e "andare al di là della neutralità" se ci sarà una ripresa dell'inflazione. Powell ha più volte sottolineato le caratteristiche "speciali" di questo ciclo (scarsa trasmissione all'inflazione), ma anche la disponibilità a rispondere a cambiamenti delle attuali circostanze eccezionalmente favorevoli, in particolare a un risveglio della curva di Phillips, che non si può affatto escludere. Questi schieramenti non dovrebbero modificarsi a novembre e i messaggi post-riunione, attraverso i verbali e i discorsi, dovrebbero ancora indicare una **elevata probabilità di ulteriori aggiustamenti nel 2019**, dato che la crescita è ancora in accelerazione e le condizioni monetarie restano accomodanti.

Nella discussione sul sentiero dei tassi dovrebbe emergere ancora in modo netto **l'incertezza sul livello del tasso neutrale**, già segnalata nei discorsi recenti e nei verbali di settembre. Come ha detto Powell recentemente, l'utilizzo del tasso neutrale come guida della politica monetaria deve essere ridimensionato: **la stima del tasso neutrale è solo uno dei fattori** considerati dal Comitato; il ruolo centrale è giocato dai **dati**, vista la debolezza della relazione fra inflazione e disoccupazione. Powell ritiene probabile un rialzo dell'inflazione a fronte di ulteriore riduzione della disoccupazione e per ora "non si può dire che (la curva di Phillips) sia morta".

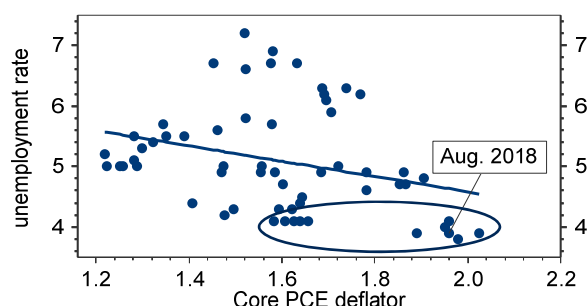
³@ernietedeschi, Wall Street Journal.

Fig. 7 – La crescita salariale accelera, ma non è detto che si trasmetta all’inflazione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – La curva di Phillips, se esiste ancora, nel 2018 è piatta



Fonte: Thomson Reuters-Datastream. Nell'area delimitata dall'ovale, dati del 2018

La comunicazione è diventata progressivamente sempre più snella. Con l'aumento del focus sui dati come guida dei tassi, il FOMC continua a ridurre le informazioni che dà al mercato. Oltre ad aver abolito la *guidance* formale sui tassi e la valutazione della *stance* di politica monetaria, anche il testo del comunicato è diventato sempre più stringato, e ormai è tornato a occupare meno di una pagina. Come ha detto Powell, con la normalizzazione dei tassi, si arriverà fra non molto a una fase in cui **saranno i dati a dire se le mosse successive saranno verso l'alto o verso il basso.**

In conclusione, il ruolo centrale sarà giocato dal **tasso di disoccupazione** (se accelera la discesa, tassi in rialzo più marcato) e dall'**inflazione** (se aumentano le pressioni inflazionistiche, il punto di arrivo sarà più elevato, se l'inflazione resta stabile, non è detto che i tassi vadano oltre la neutralità). Entrambe queste variabili sono difficili da prevedere in questa fase, perché in gran parte dipendono da fattori comportamentali e da cambiamenti strutturali recenti. **Minore è la comunicazione, maggiore sarà l'incertezza.** Fra l'altro, a partire dal 2019, ogni riunione sarà seguita da una conferenza stampa: in questo modo si ridurrà anche l'attuale fiducia nella regolarità di interventi sui tassi solo a marzo/giugno/settembre/dicembre.

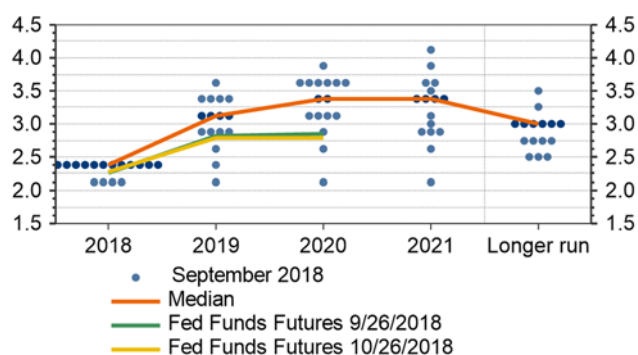
2. Probabile una discussione del livello del tasso sulle riserve, possibile qualche riferimento alla dimensione del bilancio

Nel comunicato non ci dovrebbero essere riferimenti al **tasso effettivo dei fed funds**, che continua a scambiare nella parte alta dell'intervallo obiettivo del tasso di policy. Tuttavia, nei verbali si dovrebbe leggere che il Comitato ha discusso di nuovo i possibili motivi per il livello elevato del tasso effettivo dei fed funds. Ad agosto, il Comitato riteneva che l'aumento di offerta di T-bills fosse la causa principale per la tendenza del tasso effettivo verso il soffitto dell'intervallo e indicava che il tasso sulle riserve avrebbe dovuto essere alzato meno dell'intervallo dei fed funds. I verbali di settembre hanno riportato ancora che la tendenza verso l'alto del tasso effettivo probabilmente resta determinata dall'offerta di titoli a breve da parte del Tesoro, che genera rialzi dei tassi repo. Secondo lo staff, "per ora non c'erano segni che la pressione verso l'alto sul tasso dei federal funds rispetto all'IOER (Interest on Excess Reserves, ndr) fosse dovuto a una scarsità di riserve aggregate nel sistema bancario"⁴.

⁴ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20180926.pdf>

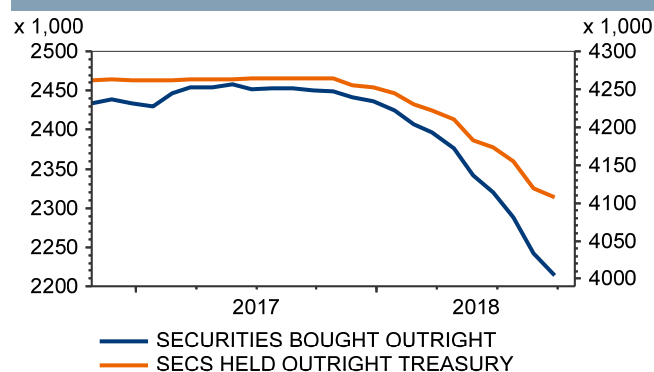
Riteniamo probabile che nei verbali di novembre si trovi un'indicazione di **rialzo previsto di soli 20pb per il tasso sulle riserve** e una discussione forse più approfondita sui fattori che determinano il tasso effettivo dei fed funds. L'indicazione che le riserve del sistema bancario "per ora" non sembrano causare il rialzo del tasso effettivo segnala che comunque il FOMC dovrà riprendere la discussione sul **livello ottimale del bilancio**. Se non già a questa riunione, nel 2019 la Fed dovrà dare un orientamento riguardo al punto di arrivo della riduzione dei reinvestimenti, dopo un anno guidato da un pilota automatico per non interferire con i rialzi dei tassi. Il bilancio dovrebbe rientrare nel dibattito del Comitato, anche alla luce delle crescenti necessità di finanziamento del Tesoro, che porteranno il deficit federale verso 1 tln di dollari nel prossimo biennio.

Fig. 9 – Grafico a punti: modesta restrizione prevista dal 2019 in poi, ma il mercato non ci crede



Fonte: Thomson Reuters Datastream su dati Federal Reserve Board

Fig. 10 – Fino a quando proseguirà la riduzione del bilancio?



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@intesasanpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasanpaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.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).

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/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/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.intesasnpaolo.com/scripts/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.