

FOMC: addio *guidance*, ora si naviga a vista!

La riunione del FOMC del 18-19 dicembre dovrebbe attuare il quarto rialzo dei tassi del 2018. L'intervallo obiettivo del tasso dei fed funds dovrebbe essere aumentato di 25pb, a 2,25%-2,5%, mentre il tasso sulle riserve in eccesso dovrebbe essere alzato di 20pb, a 2,40%, mirando a contenere il tasso effettivo dei fed funds all'interno dell'intervallo obiettivo. La nostra previsione è di **due ulteriori rialzi nel 2019**. La mossa successiva, dal 2020, sarà probabilmente verso il basso.

I tassi a fine 2018 dovrebbero essere quindi a ridosso del **limite inferiore della neutralità**, stimata dal FOMC in un intervallo compreso fra 2,5% e 3,5%, in una nuova fase per la politica monetaria: la rotta è molto più incerta e la Banca centrale navigherà a vista. Per questo, le novità della riunione di dicembre non verranno dal rialzo dei tassi, scontato con circa il 74% di probabilità, ma dalla **comunicazione**, che dovrà adeguarsi alla volontà del Comitato di abolire la *guidance* e di determinare da ora in poi i tassi in risposta all'evoluzione dei dati.

Questa svolta potrà comportare modifiche rilevanti su diversi fronti, in particolare al testo del comunicato e all'interpretazione (o abolizione?) delle proiezioni dei tassi e del grafico a punti. Il ridimensionamento della comunicazione "scritta" sarà in parte controbilanciato dall'aumento della **frequenza delle conferenze stampa**, che dal 2019 saliranno a otto da quattro all'anno.

In conclusione, il FOMC dovrà fare un potente sforzo di comunicazione per **ridurre al minimo e/o eliminare la *guidance* e le indicazioni sui tassi, pur mantenendo un messaggio coerente, per ora, con ulteriori rialzi**. Infatti, il Comitato cambia la comunicazione ma per ora non modifica la valutazione dell'economia, al limite del pieno impiego e soggetta a rischi sia verso l'alto sia verso il basso. I verbali daranno poi maggiori indicazioni sul processo di **analisi degli strumenti della politica monetaria**, che durerà sei mesi e porterà alla scelta definitiva di un regime di riserve e di operatività dei tassi, con implicazioni sul sentiero del bilancio e sulla scelta dei tassi di policy.

La riunione del FOMC di dicembre dovrebbe attuare il quarto **rialzo dei tassi** di quest'anno, portando l'intervallo dei fed funds fra 2,25% e 2,5% (+25pb) e il tasso sulle riserve in eccesso a 2,4% (+20pb). La decisione sui tassi è scontata da tempo (mentre scriviamo, probabilità al 74%), e dovrebbe essere l'atto finale della fase di politica monetaria guidata in modo sempre più esplicito, iniziata dopo la crisi.

Dal 2019 in poi si apre **una fase nuova**, in cui la *guidance* dovrebbe essere praticamente eliminata, lasciando la Fed libera di reagire all'evoluzione dei dati e riportandola a una gestione più simile a quella precedente la crisi finanziaria. La nuova gestione sarà difficile perché dovrà rimodulare l'impianto di comunicazione costantemente ampliato negli ultimi dieci anni e mirato ad aumentare al massimo la trasparenza e la diffusione delle informazioni sulle opinioni del FOMC. Pertanto il focus della riunione di dicembre sarà sulla **conferenza stampa**, più che sul comunicato e sulle proiezioni macroeconomiche e dei tassi. Queste ultime, se non saranno abolite, dovrebbero essere ridimensionate da Powell come indicatore del sentiero dei tassi.

I **punti principali** che ci aspettiamo dalla riunione sono i seguenti:

- La valutazione del **quadro macroeconomico** dovrebbe essere poco variata, con crescita solida, mercato del lavoro al pieno impiego, inflazione contenuta, e rischi circa bilanciati.
- Le **proiezioni macroeconomiche** dovrebbero prevedere rallentamento moderato nel 2019 e ulteriore riduzione delle risorse inutilizzate, soprattutto sul mercato del lavoro, e inflazione in media vicina all'obiettivo simmetrico del 2%, con revisioni verso il basso per fine 2018 e verso l'alto per il 2019 sia per l'indice headline sia per quello *core*.

12 dicembre 2018

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Giovanna Mossetti
Economista – USA e Giappone

- Sulla base di questo scenario, dovrebbe ancora essere probabilmente **appropriato attuare aumenti graduali dei tassi, condizionati all'evoluzione dei dati** e dei rischi.
- Il Comitato cercherà di segnalare che **ex-ante non vuole indicare quanti rialzi sarà opportuno attuare, né quando potranno avvenire**, e si riserva di valutare man mano l'opportunità degli interventi. Questo non implica che il FOMC ritenga di essere già arrivato alla fine del ciclo rialzista, a nostro avviso. Sarà difficile raggiungere questi obiettivi di comunicazione, ma il FOMC ci proverà comunque..
- Si aprirà una fase di **analisi degli strumenti della politica monetaria** (tassi, bilancio, comunicazione, obiettivi), che dovrebbe portare entro metà 2019 a una definizione del sistema operativo di controllo dei tassi, del livello ottimale del bilancio e del ruolo della comunicazione e dell'utilizzo della *guidance*.
- Nel frattempo, **si proseguirà con il sistema attuale, riducendo ulteriormente il contenuto** del comunicato stampa e l'importanza (e forse anche una parte della sostanza, magari con l'abolizione del sentiero annuale) delle proiezioni dei tassi. Anche la riduzione del bilancio proseguirà sui ritmi definiti un anno fa, probabilmente sino a fine 2019. L'aumento della frequenza delle conferenze stampa, che a partire da gennaio 2019 seguiranno ogni riunione, darà modo al Comitato di contestualizzare l'evoluzione dei dati in relazione alla propria funzione di reazione: la Fed adotterà un modello gestionale più simile a quello della BCE, sia nella forma sia nella sostanza.

Il passaggio a questa nuova fase della politica monetaria comporterà un aumento di volatilità, dato che la visibilità delle **indicazioni del FOMC sarà su un orizzonte temporale molto limitato**, idealmente al massimo da una riunione all'altra.

Entrando nel nuovo framework, la nostra previsione per il 2019 è di **due rialzi nella prima metà dell'anno**, seguiti da una fase di rivalutazione dello scenario legata non solo alla necessità di raccogliere informazioni dai dati ma anche di valutare gli **effetti dei dazi, il rallentamento dell'economia globale e il sentiero della politica fiscale per il 2020**. Quest'ultimo si svilupperà nella parte centrale dell'anno, quando si capiranno gli equilibri in Congresso e le intenzioni riguardo alla legge di spesa in scadenza a ottobre 2019. Lo scenario centrale è che **il Congresso scelga di stabilizzare la spesa su livelli moderatamente inferiori a quelli della legge attuale**, con una politica fiscale solo modestamente restrittiva nel 2020, ed evitando di riportare le uscite all'interno dei vincoli del Budget Control Act e di causare un brusco *fiscal cliff*. Questo fattore è cruciale per prevedere la crescita del 2020. In caso di aumento significativo dello stimolo fiscale oltre il 2019, a nostro avviso improbabile, e/o di rimbalzo dell'inflazione e della crescita potrebbe invece esserci un terzo rialzo dei tassi nel 2019.

Il sentiero atteso di **rallentamento della crescita verso il potenziale per fine 2019 e sotto il potenziale a fine 2020** apre la strada a previsioni di **una svolta dei tassi verso il basso** che potrebbe avvenire nella parte finale del 2020.

1. Comunicato stampa ridotto (quasi) all'osso: un esercizio di equilibrismo

Il **comunicato stampa** dovrebbe essere di nuovo conciso e poco variato nella **valutazione congiunturale**. Come a novembre, il testo dovrebbe confermare che "il mercato del lavoro ha continuato a rafforzarsi e l'attività economica è cresciuta a un ritmo forte", con consumi solidi e investimenti in fase di moderazione. Anche sui prezzi il testo dovrebbe essere pressoché invariato, e riportare inflazione "vicina al 2%" e aspettative circa stabili.

La **parte cruciale** del comunicato questa volta sarà quella relativa alle **aspettative di "ulteriori graduali aumenti"** dell'intervallo obiettivo dei fed funds. Nell'ottica di un reale azzeramento della *guidance*, il FOMC potrebbe abolirla o modificarla radicalmente, segnando lo spartiacque fra una fase di aspettative guidate e una di navigazione a vista. Da fine 2015, la Fed ha guidato

le aspettative dei tassi con l'indicazione di probabili "graduali rialzi", cercando di evitare gli errori dell'era di Greenspan, quando si promettevano rialzi a un "ritmo moderato". Da dicembre 2016, questa caratterizzazione è stata associata a una cadenza trimestrale di rialzi, interrotta solo a settembre 2017, quando venne introdotto il programma di riduzione dei reinvestimenti dei titoli in scadenza. Nel 2018, la *guidance* è stata rafforzata con l'aggiunta di "ulteriori" al segnale di "graduali rialzi".

Se il FOMC vuole, come è stato affermato, diventare meno prevedibile e sganciarsi dal segnale di rialzi trimestrali, è possibile che già a dicembre elimini o modifichi il riferimento agli "ulteriori gradual rialzi" per segnalare che non c'è più una cadenza regolare per gli interventi. Per esempio, **il prossimo rialzo potrebbe non essere a marzo, se il FOMC non vedrà dati forti e/o se proseguiranno le tensioni sui dazi**. Come ha detto Powell, la situazione attuale è simile a una in cui ci si trova in una stanza buia e ci si deve muovere a tentoni: quindi, è opportuno rallentare e tastare il terreno. Anche le **proiezioni dei tassi** potrebbero diventare meno indicative o essere abolite: magari non già a dicembre, ma potrebbero trasformarsi indicando solo il livello di più lungo termine, senza il sentiero anno per anno.

Il problema di Powell sarà ridurre e/o eliminare la *guidance*, **evitando che il mercato interpreti come un cambiamento di scenario quello che invece è (almeno per ora) un cambiamento di fase della politica monetaria**. Quando ci si avvicina alla neutralità, il gioco si fa più difficile per la Banca centrale, perché non è chiaro ex-ante quanti rialzi siano appropriati. La storia lo dimostra, con tutti i cicli di rialzi dei tassi terminati in una recessione. La Fed sta cercando una strada che porti a un **atterraggio morbido**: questo però non implica necessariamente che i rialzi siano già quasi finiti, come prevede oggi il mercato. Come ha detto Powell recentemente "sappiamo che muovere troppo velocemente rischierebbe di accorciare l'espansione (...ma) sappiamo anche che muovere troppo lentamente – mantenendo i tassi troppo bassi troppo a lungo – potrebbe rischiare altre distorsioni nella forma di inflazione più alta o di squilibri finanziari destabilizzanti". Powell ha anche notato che le ultime due recessioni non sono state associate a forte inflazione, bensì a **instabilità finanziaria**.

2. Focus sui dati: come districarsi nella giungla delle informazioni del 2019?

I dati macro diventano sempre più cruciali per il sentiero dei rialzi e, alla luce delle informazioni disponibili, riteniamo che nella prima parte del 2019 il **mercato del lavoro** sarà il focus per la politica monetaria, mentre nella seconda parte dell'anno i **dati di attività** diventeranno predominanti. L'**inflazione** risponde poco e con ritardo alla riduzione di risorse inutilizzate e al ritmo di crescita, ma resterà sullo sfondo tutto l'anno, con un ruolo determinante in caso di rilevanti deviazioni dal trend intorno al 2%.

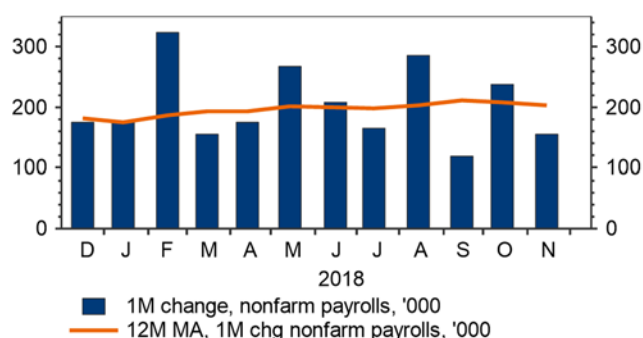
i) Il **mercato del lavoro** è la locomotiva dei consumi e del ciclo, in questa fase. I dati e le indagini segnalano eccesso di domanda: le posizioni disponibili superano il numero di disoccupati, i nuovi sussidi sono sui minimi da inizio anni '60. Il Beige Book riporta che la scarsità di manodopera frena la crescita dell'occupazione e dell'attività in alcuni settori e la NY Fed definisce le condizioni dei mercati del lavoro del distretto "eccezionalmente tese". L'*unemployment gap* viaggia verso l'1% previsto dal FOMC per fine 2019. In passato livelli positivi, molto più compressi, del differenziale fra disoccupazione effettiva e NAIUR hanno sempre preannunciato recessioni. La Fed rileva che si è vicini al pieno impiego, ma che ci sono probabilmente ancora risorse inutilizzate. Riteniamo che ulteriori riduzioni del tasso di disoccupazione siano un segnale determinante per l'attuazione di alcuni altri rialzi dei tassi. Una stabilizzazione definitiva del tasso di disoccupazione potrebbe segnalare l'avvicinarsi della fine dei rialzi.

Dall'inizio della ripresa, il **tasso di disoccupazione** è sceso dal 10% all'attuale 3,7%. Come mostra la fig. 2, il ritmo di flessione si è ridotto con la **stabilizzazione della partecipazione dell'ultimo biennio**, risultato di un aumento della componente ciclica che ha circa controbilanciato il calo dovuto alla componente demografica. L'aumento di partecipazione

ciclica sarà determinante per limitare il previsto ulteriore calo del tasso di disoccupazione, che comunque dovrebbe portarsi anche al di sotto del 3,5% atteso dal FOMC per fine 2019, più di un punto intero al di sotto del tasso di più lungo termine, prima di stabilizzarsi nel 2020 e svoltare nel 2021. Questa previsione, se pure accompagnata da un'inflazione *core* probabilmente poco sopra il 2%, dovrebbe rappresentare la principale spinta per i rialzi dei tassi attesi nel 2019.

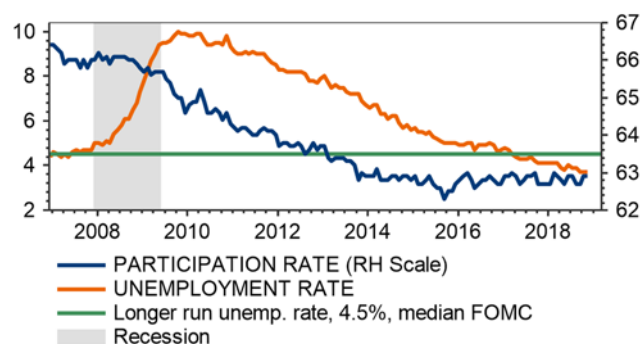
Con un tasso di partecipazione stabile al 62,9%, in linea con la media dell'ultimo anno (risultato di un aumento della componente ciclica che circa controbilancia il calo di quella demografica), il tasso di disoccupazione scenderebbe al 3,5% previsto dal FOMC per fine 2019 se la crescita media mensile degli occupati fosse di 132 mila, ben inferiore ai 206 mila medi del 2018. **In caso di crescita di 160 mila posti al mese, comunque al di sotto della media recente, a fine 2019 il tasso di disoccupazione sarebbe al 3,2%**, sul minimo da ottobre 1953. Quindi gli occhi dovranno essere puntati sul triangolo "crescita degli occupati-tasso di partecipazione-tasso di disoccupazione" nella prima parte del 2019, come condizione necessaria (ma non sufficiente) per convalidare l'aspettativa di tassi in rialzo.

Fig. 1 - Occupati non agricoli in aumento ancora solido



Fonte: Thomson Reuters Datastream

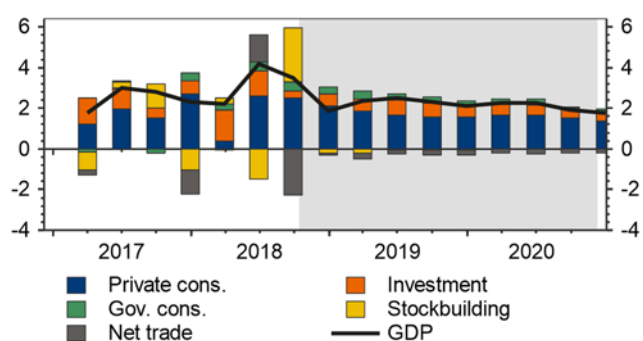
Fig. 2 - Il calo del tasso di disoccupazione è frenato dalla quasi-stabilità del tasso di partecipazione



Fonte: Thomson Reuters Datastream

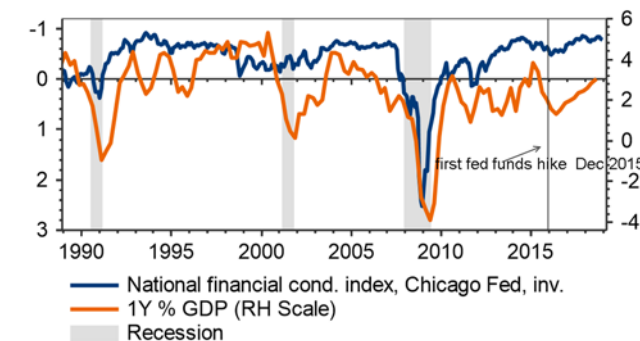
ii) Le **prospettive di crescita** sono il secondo faro per il sentiero dei tassi. Le informazioni su questo fronte sono di due tipi, indagini e dati effettivi. Le prime non vengono riviste, sono più tempestive ma a volte danno indicazioni fuorvianti. I dati effettivi sono ritardati, vengono spesso rivisti anche ampiamente ma sono più affidabili. Inoltre, dati e indagini in alcuni casi rispondono con ritardo alle variabili esogene (tassi, stimolo fiscale, cambi). Nonostante dati ancora solidi, le previsioni di crescita sono universalmente concordi nel vedere un **rallentamento nel 2019**, anche fisiologico visto il ritmo di espansione di gran parte del 2018 (intorno a 3% a/a).

Fig. 3 - Il 2018 è il picco...



Fonte: Thomson Reuters Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - ...anche se non si vede ancora



Fonte: Thomson Reuters Datastream

L'indebolimento della dinamica del PIL dovrebbe avvenire gradualmente nel corso dell'anno, con il cumularsi degli effetti dei rialzi dei tassi, dell'introduzione dei dazi e del rafforzamento del cambio del 2018. A inizio 2019, però i **consumi** dovrebbero restare in espansione solida non solo grazie al mercato del lavoro brillante, ma anche grazie al calo del prezzo della benzina e all'aumento dei rimborsi fiscali, conseguenza della riduzione delle imposte dello scorso anno, non del tutto incorporata nelle trattenute alla fonte. Inoltre, per gran parte del 2019 la **spesa pubblica** resterà sul sentiero espansivo determinato dalla legge di spesa della primavera 2018.

Quindi, **nella prima metà dell'anno consumi e spesa pubblica dovrebbero controbilanciare in parte il rallentamento degli investimenti sia residenziali** (tassi sui mutui in aumento) **sia non residenziali** (tassi in rialzo, fine dello stimolo tributario, prezzo del petrolio in calo, dazi) e la negatività del **canale estero**. L'indebolimento dei dati di attività dovrebbe cumularsi dal 2° trimestre in poi. Un graduale rallentamento verso la crescita potenziale, insieme al mercato del lavoro al limite del surriscaldamento, dovrebbe giustificare maggiore cautela nella seconda parte dell'anno, quando si comincerà anche a capire il futuro della legge di spesa in scadenza a ottobre 2019. A seconda di come (e se) il Congresso sceglierà di evitare un *fiscal cliff* pre-elettorale, ci sono diversi scenari di crescita per il 2020. Quello centrale è di modesta restrizione fiscale e di graduale scivolamento verso il basso della dinamica del PIL.

iii) Infine, l'**inflazione** giocherà un ruolo da comprimario nel 2019. Nelle proiezioni di dicembre del FOMC si dovrebbe vedere una revisione verso il basso dell'inflazione a fine 2018, con il deflatore *core* a 1,8% a/a a novembre e dicembre. Tuttavia, nella seconda metà del 2019 l'inflazione dovrebbe risalire, superando il 2% a fine anno. Un rallentamento della dinamica mensile dei prezzi *core* sostenuto per diversi mesi potrebbe causare una pausa nel sentiero dei tassi, mentre un modesto *overshooting* dell'inflazione difficilmente indurrebbe un'accelerazione dei rialzi, in assenza di altri segni di instabilità finanziaria.

3. Questioni operative sul tappeto: tassi di policy, corridoio, dimensione del bilancio

Il FOMC, probabilmente nei verbali e forse anche nella conferenza stampa, confermerà che si apre ora un processo di analisi degli strumenti di politica monetaria che durerà circa sei mesi. L'obiettivo è rivalutare, in una fase di quiete congiunturale, l'operatività della Fed. Proseguirà il dibattito per scegliere il meccanismo operativo per il controllo dei tassi (con corridoio o pavimento), il livello ottimale delle riserve e del bilancio, la determinazione dei tassi di policy, la comunicazione. E' probabile che pesando pro e contro, la Fed scelga di proseguire con il sistema operativo attuale che richiede un livello relativamente elevato di riserve e che porterà probabilmente a interrompere la riduzione del bilancio fra il 2020 e il 2021.

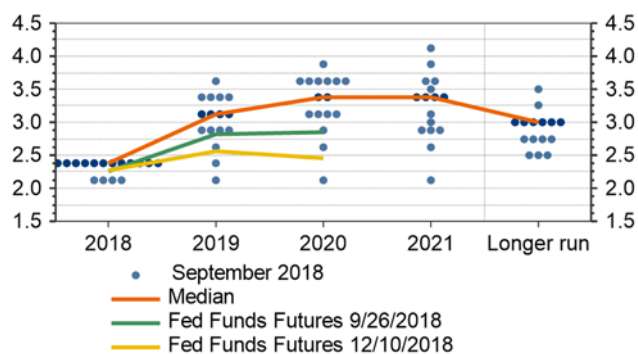
4. Conclusioni: navigare a vista non esclude qualche altro rialzo

La riunione di dicembre dovrebbe concludersi con il quarto rialzo dei tassi del 2018. Nell'ultima settimana la probabilità di questa mossa ha fluttuato, ma resta elevata (circa 74% mentre scriviamo, fonte Bloomberg), ma in assenza di indicazioni diverse da parte degli esponenti del FOMC, sembra probabile che la Banca centrale prosegua come atteso. La mossa prevista dovrebbe portare i tassi, come ha detto Powell, "appena sotto" la neutralità, stimata dal FOMC in un intervallo fra 2,5% e 3,5%. In questa fase, **il sentiero dei tassi diventa più incerto** e la Fed vorrà avere le mani libere per rispondere all'evoluzione dei dati macroeconomici e delle condizioni finanziarie. Pertanto, il Comitato dovrebbe eliminare il più possibile i riferimenti al futuro, sia nel comunicato sia nelle proiezioni dei tassi, e affidarsi maggiormente alla narrativa della conferenza stampa per fornire la propria interpretazione dell'evoluzione dei dati.

I prossimi rialzi potrebbero non avere più una cadenza trimestrale, anche perché dal 2019 tutte le riunioni saranno seguite da una conferenza stampa, e il FOMC cercherà di non fornire indicazioni che vadano oltre la riunione corrente, salvo mantenere esplicito il livello dei tassi di più lungo termine. Questo però non implica che dopo il probabile rialzo di dicembre non ci siano

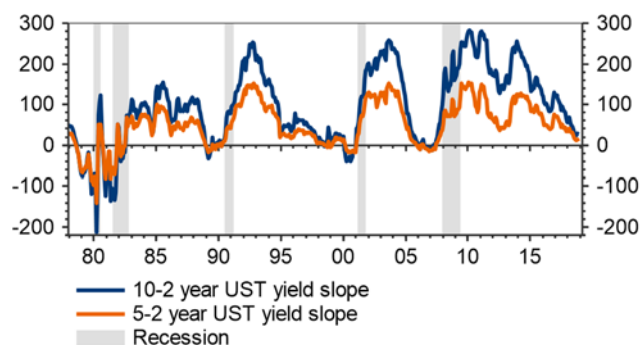
altri interventi. La probabilità attribuita dal mercato a un altro intervento nel 2019 è intorno al 45% (fonte: Bloomberg, 11.12.2018). A nostro avviso restano probabili altri due rialzi nel 2019; un terzo (improbabile) potrebbe essere attuato in caso di aumento dello stimolo fiscale per il 2020. Concordiamo però con la visione del mercato secondo cui **la prima mossa dopo il 2019 sarà probabilmente verso il basso**.

Fig. 5 – Grafico a punti: modesta restrizione prevista dal 2019 in poi, ma il mercato non ci crede



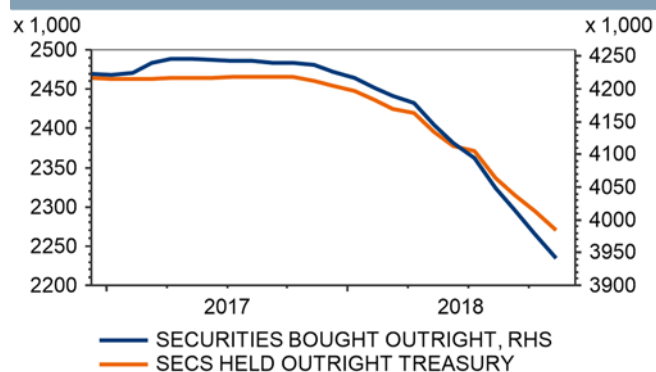
Fonte: Thomson Reuters Datastream su dati Federal Reserve Board

Fig. 6 – Inclinazione della curva dei rendimenti in territorio pericoloso



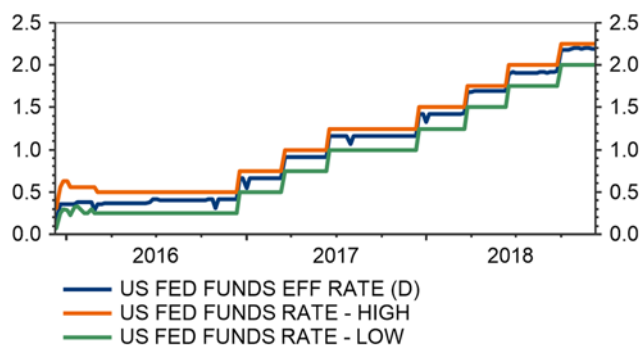
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 - Fino a quando proseguirà la riduzione del bilancio?



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – La Fed fa fatica a controllare il tasso dei fed funds: cambiamenti dei tassi di policy in vista?



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
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesaspaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesaspaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesaspaolo.com
Macroeconomia		
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
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesaspaolo.com
Materie Prime		
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).

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/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.intesasanpaolo.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.