

## FOMC: ecco la pausa, quanto durerà?

La riunione del FOMC dovrebbe sancire l'entrata in vigore di un **periodo di pausa sui tassi**, caratterizzato da "pazienza e flessibilità" nel valutare e reagire alle informazioni sui fronti di rischio aperti da fine 2018 in poi. Incertezza politica, chiusura degli uffici federali, negoziati sul commercio con la Cina, rallentamento globale, correzione dei mercati hanno indotto la Fed a segnalare esplicitamente l'intenzione di fermare il sentiero dei rialzi mentre valuta le informazioni in arrivo, rese sempre meno informative dallo *shutdown* in corso ormai da più di un mese.

Le indicazioni di cautela saranno ripetute sia nel comunicato sia nella conferenza stampa, che però dovrebbero anche segnalare il mantenimento di una valutazione positiva dei fondamentali sottostanti. La previsione è di **tassi fermi almeno fino a giugno**, in attesa che si risolva l'incertezza legata soprattutto agli eventi politici (dazi e *shutdown*). A metà 2019, la Fed dovrebbe dare maggiori informazioni sulla direzione dei tassi e del bilancio, navigando sempre a vista con l'impegno di rispondere all'evoluzione dei dati e degli eventi in modo flessibile per mantenere intatta la ripresa. Il 2020 dovrebbe essere un anno di svolta per la politica monetaria, ma il nostro scenario centrale include ancora un rialzo nel 2019, pur soggetto a rischi prevalentemente verso il basso.

La riunione del FOMC di gennaio dovrebbe confermare il passaggio a una fase di "pazienza e flessibilità", aperta da inizio gennaio con un coro unanime di discorsi e con i verbali di dicembre. La nuova era senza *guidance* è stata inizialmente un disastro comunicativo, con la conferenza stampa post-riunione di Powell a dicembre relativamente *hawkish*, a fronte di un aumento di fattori di freno e di incertezza. Tuttavia, a partire dal 5 gennaio, Powell e tutti i partecipanti al FOMC hanno corretto la rotta, segnalando la volontà di raccogliere informazioni e di attuare una pausa nel sentiero di rialzi, anche di qualche trimestre, per valutare la profondità e la persistenza dei venti contrari, oltre che gli effetti dei rialzi già messi in atto.

Le implicazioni del passaggio a un atteggiamento di "pazienza", che peraltro emerge anche dai verbali, sono di **tassi probabilmente fermi almeno fino a giugno**. Per ora, però il consenso nel Comitato sembra essere per una pausa, più che per una svolta del ciclo dei tassi. Lo scenario centrale sottostante resta infatti in linea con qualche "limitato" intervento sul sentiero dei tassi, da valutare in base alle informazioni dei dati. Il punto cruciale è proprio l'evoluzione dei fattori di incertezza che pesano sullo scenario economico dei prossimi trimestri. Gran parte di questi fattori sono "esogeni" e potrebbero risolversi nel breve termine, mentre la ripresa economica prosegue su ritmi moderati. Questo giustifica la pausa prevista per il 1° semestre del 2019, su cui c'è consenso diffuso, sia nel FOMC sia fra i previsori privati. Le prossime riunioni, all'insegna dell'assenza di *guidance*, saranno opportunità per un periodo di valutazione, appropriato anche vista la mancanza di pressioni inflazionistiche.

La vera incertezza per le previsioni per il 2019-20 sta negli **sviluppi dei fattori di rischio e nella resilienza della crescita** di fronte ai venti contrari che si sono accumulati negli ultimi mesi. Il nostro scenario centrale è che questo sia un periodo di pausa e non di svolta non solo per i tassi, ma anche per il ciclo. Riteniamo che la ripresa prosegua su ritmi inferiori a quelli del 2018, ma tali da continuare a ridurre le risorse inutilizzate e richiedere **ancora un modesto intervento di rimozione di stimolo monetario** nella seconda parte dell'anno. Sottolineiamo però che i rischi intorno allo scenario sono orientati verso il basso e sono di origine prevalentemente politica, quindi coerenti con soluzioni alternative e implicazioni economiche molto diverse fra loro. Nella sezione 2 analizziamo i fattori di rischio e la loro possibile evoluzione, evidenziando il calendario costellato di ostacoli politici.

24 gennaio 2019

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and  
Fixed Income Research

Giovanna Mossetti  
Economista – USA e Giappone

## 1. Comunicato e conferenza stampa: pazienza e flessibilità, ma lo scenario resta positivo

A gennaio, la riunione dovrebbe concludersi con tassi fermi a 2,25-2,5% e con una conferma esplicita del nuovo corso “paziente” del FOMC. Da quest’anno, tutte le riunioni sono seguite dalla conferenza stampa del Presidente, a integrazione del testo del comunicato, che è diventato sempre più stringato. Il copione della comunicazione di Powell è in gran parte già scritto dai suoi recenti discorsi e da quelli di numerosi esponenti del FOMC, che hanno usato parole, toni e indicazioni totalmente omogenei: pazienza e flessibilità sono il nuovo leitmotiv.

Il **comunicato** dovrebbe confermare la valutazione dell’economia data a dicembre: crescita occupazionale solida, consumi forti, investimenti in via di moderazione, inflazione *core* intorno al 2%. Nel paragrafo centrale che delinea la **strategia di politica monetaria e i rischi**, si dovrebbe vedere un riferimento esplicito ai venti contrari citati in tutti i discorsi del 2019 e probabilmente centrali anche nella conferenza stampa di Powell: incertezza politica, con un possibile riferimento allo *shutdown* soprattutto se sarà ancora in atto al momento della riunione, e ai negoziati commerciali; rallentamento globale, con eventuali indicazioni sul ruolo centrale della Cina; e volatilità dei mercati finanziari, più ancora che restrizione, visto il recente rimbalzo dei mercati azionari. Il comunicato dovrebbe indicare che, alla luce di questo aumento di rischi, il FOMC sarà “paziente” nel valutarne l’evoluzione e “flessibile” nel reagire di fronte agli sviluppi delle condizioni che influenzano l’economia.

Questo messaggio dovrebbe essere ulteriormente elaborato nella **conferenza stampa** di Powell, che dovrebbe fare riferimento alla mancanza di pressioni inflazionistiche, che permetterà alla Fed di essere paziente pur in presenza di una continua riduzione di risorse inutilizzate sul mercato del lavoro. Visto il fallimento comunicativo della conferenza stampa precedente, Powell sarà probabilmente restio a dare indicazioni sul sentiero dei tassi in modo incondizionato. Probabilmente, però, il Presidente dovrebbe segnalare la fiducia nella prosecuzione di una crescita moderata e di un ulteriore calo del tasso di disoccupazione in un mercato del lavoro già vicino al pieno impiego. Lo scenario centrale diffuso a gran parte del Comitato (ma non unanime) è che dopo la pausa ci sia spazio per un ulteriore limitato rialzo dei tassi e che una parte dei fattori di rischio emersi a fine 2018 rientri senza conseguenze drastiche sulla crescita.

## 2. Ciclo e tassi: pausa o svolta?

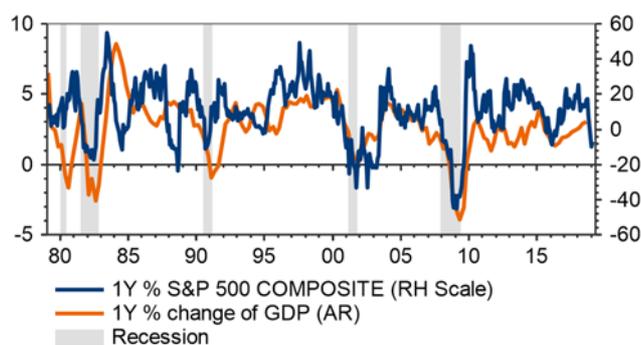
Il FOMC entra in una fase di pausa. I mercati sono invece pronti a una svolta. L’allineamento di visioni fra Fed e mercati visto nella seconda metà del 2018 si è interrotto a fine anno. Cosa è cambiato?

**2.1 Economia.** Prima di tutto è rilevante considerare lo **scenario macro**. Il 2018 si è chiuso con una crescita vicina al 3%, spinta dallo stimolo fiscale e da condizioni finanziarie ancora espansive fino all’estate. La **previsione per il 2019 era, ed è ancora, di crescita moderata, vicina al 2,5%** e superiore al potenziale, determinata dalla domanda domestica privata in un contesto di pieno impiego, e di una dinamica solida del reddito da lavoro. Anche in presenza di una crescita occupazionale inferiore ai +200 mila posti mensili del 2018, il **tasso di disoccupazione** è in dirittura verso un livello compreso fra 3,2% e 3,5% a fine 2019, a seconda dell’andamento della partecipazione, almeno un punto al di sotto del NAIRU stimato dal FOMC al 4,4%. Il rallentamento della crescita previsto è in gran parte il risultato della rimozione di stimolo monetario e della minor spinta fiscale, oltre che degli effetti dei dazi, ma non fa deragliare la ripresa né interrompe la riduzione delle risorse inutilizzate, soprattutto sul mercato del lavoro. Questo scenario, pur in assenza di inflazione, è coerente con tassi in marginale ulteriore rialzo, per evitare rischi di surriscaldamento e/o instabilità finanziaria. Come ha fatto notare Powell, gli ultimi cicli si sono conclusi con l’inflazione sotto controllo ma con eventi di origine finanziaria.

Quali sono le novità negative accumulate tra fine 2018 e inizio 2019? E, soprattutto, giustificano una pausa o una svolta? I nuovi rischi sono di varia natura, ma alcuni possono risolversi nei prossimi mesi senza stravolgere lo scenario centrale: propendiamo quindi per una pausa.

- a) **Mercato azionario:** la correzione di fine anno è scattata con i timori sui dazi e sulla crescita internazionale, ed è stata appesantita dalla fine della stagione di buyback record stimolata dalla riforma tributaria (circa 1 tln di dollari nel 2018). Le correzioni ampie e prolungate del mercato azionario sono rilevanti e vengono prese in considerazione dalla Fed, ma non sempre sono segnali affidabili di una svolta ciclica (v. fig. 1). Il recente rimbalzo indica l'appropriatezza di una riflessione prima di considerare permanente una eventuale restrizione finanziaria determinata dai mercati (v. fig. 2).

Fig. 1 – I segnali d'allarme del mercato azionario non sempre sono affidabili per prevedere una recessione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Condizioni finanziarie meno espansive a fine 2018



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

- b) **Incertezza politica in forte rialzo su alcuni fronti "transitori".** Nel primo semestre del 2019 c'è un calendario fitto di eventi politici rilevanti: i negoziati **USA-Cina** sul commercio estero, con scadenza a marzo; la **chiusura degli uffici federali** più lunga della storia e la **fine della sospensione del limite del debito** a inizio marzo. Entro la primavera questi fattori dovrebbero avere una risoluzione, con indicazioni delle loro implicazioni economiche.

Il rallentamento della crescita cinese e alcune delle concessioni fatte dai negozianti cinesi segnalano che sui **dazi** ci potrebbe essere quantomeno una tregua. I veri punti di dissidio riguardano la proprietà intellettuale, l'apertura dei mercati e il trasferimento forzato di tecnologia. Su questi temi potrebbe essere nell'interesse di entrambe le parti estendere il periodo di negoziati. Il punto cruciale nel breve termine è vedere una tregua nell'escalation dei dazi. Un esito particolarmente negativo dei negoziati non si può certo escludere, ma in ogni caso l'incertezza dovrebbe ridursi in primavera.

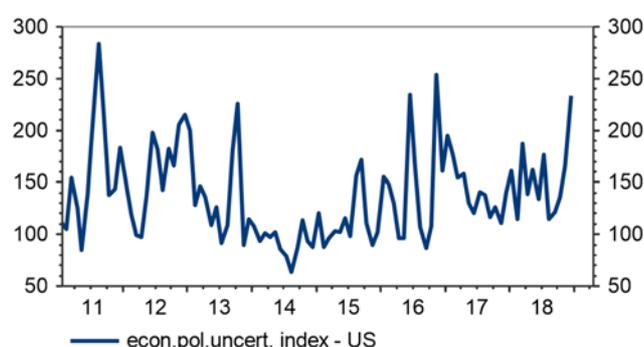
Per lo **shutdown**, una conclusione entro fine gennaio implicherebbe una correzione temporanea della fiducia e un possibile freno di pochi decimi alla crescita del 1° trimestre, in parte recuperata in quello successivo, senza conseguenze drammatiche. Invece, un'estensione a oltranza (improbabile ma possibile) fino a tutto il 1° trimestre avrebbe effetti molto più significativi sulla crescita trimestrale e annua (circa -1pp sul trimestre, -0,2pp sull'anno), con rischi per gli investimenti. Questo secondo esito potrebbe modificare in modo più significativo lo scenario di crescita e richiedere una pausa nei tassi più prolungata o addirittura l'archiviazione definitiva dei rialzi.

Per il **limite del debito**, a fine 2018 si prospettava una possibile battaglia prolungata, con rischi per il mercato, ma ora tutte le parti potrebbero essere disposte a una soluzione almeno fino alla fine di questo anno fiscale, per evitare un secondo scontro frontale con un altro

*shutdown* in tempi ravvicinati, in caso di soluzione del conflitto attuale entro fine gennaio. Se invece lo *shutdown* si estende, la combinazione di un conflitto sul limite del debito con quello sul finanziamento del governo potrebbe avere risvolti molto negativi. In ogni caso, anche qui entro la primavera sarà più chiara la direzione delle tensioni politiche.

- c) **Incertezza politica più duratura e profonda.** L'elevato livello di conflitto politico renderà difficile e controverso il rinnovo delle leggi di spesa per il 2020, in scadenza il 1° ottobre. La legislazione vigente prevede un ampio "*fiscal cliff*" e una forte restrizione fiscale nel 2020, per il ritorno dei vincoli di spesa del Budget Control Act del 2011. Gli scenari possibili sono diversi: estensione della spesa ai livelli della legge in scadenza (modesta espansione), ritorno ai vincoli del BCA (forte restrizione), soluzione intermedia con modesta restrizione (nostro scenario centrale). Questa incertezza, già nota dalla primavera 2018, non si risolverà fino all'estate e sarà un fattore determinante per il sentiero dei tassi tra fine 2019 e inizio 2020.

Fig. 3 – Nuovo balzo dell'incertezza politica



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – I dazi hanno effetto sul commercio con la Cina



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

**Rallentamento globale.** L'indebolimento della crescita cinese e quello della zona euro rappresentano un rischio verso il basso per l'economia mondiale. La sorpresa è venuta soprattutto dai dati europei. Il canale estero dovrebbe frenare la crescita USA anche nel 2019, ma la dinamica delle componenti domestiche resta solida e diffusa, a meno di un peggioramento del ciclo mondiale maggiore di quanto atteso oggi. Il FMI prevede una limatura di un paio di decimi alla dinamica del PIL globale nel 2019, seguita da una stabilizzazione, pur senza modificare la crescita prevista per gli Stati Uniti.

In conclusione, i fattori "nuovi" dovrebbero risolversi con effetti transitori e contenuti, senza modificare il sentiero di fondo dell'economia USA. È comunque vero che i rischi sono per lo più concentrati verso il basso e esiti molto negativi non possono essere esclusi (dazi, *shutdown*, limite del debito).

**2.2 Politica monetaria.** L'aumento dei rischi avvenuto tra fine 2018 e inizio 2019 per ora non ha modificato lo scenario di fondo per l'economia americana nel 2019-20. Vista la crescente incertezza e l'assenza di pressioni inflazionistiche, la Fed da inizio gennaio ha aperto un nuovo corso di "**pazienza e flessibilità**". Il coro di interventi è stato unanime nel segnalare la volontà di prendere tutto il tempo necessario per valutare l'evoluzione di dati ed eventi. Inoltre, il prolungarsi dello *shutdown* riduce la disponibilità di informazioni congiunturali di rilievo, essenziali per aggiornare il quadro macroeconomico, e già da solo porterebbe a un periodo di pausa di assestamento fino a quando non saranno chiare le conseguenze sulla crescita del 1° trimestre.

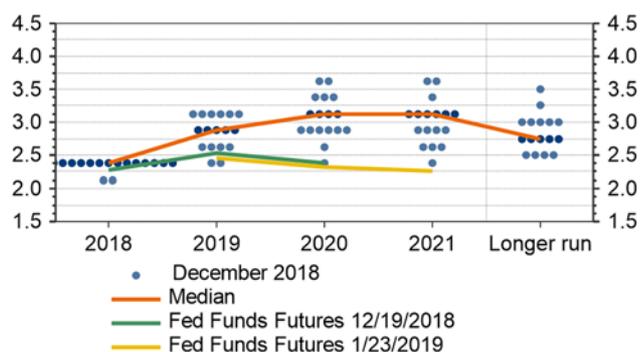
Pertanto, nelle prossime riunioni riteniamo probabile che ci sia un consenso unanime nel mantenere i **tassi fermi, con l'indicazione di un atteggiamento paziente e flessibile, pronto a**

**Intervenire in entrambe le direzioni** a seconda dell'andamento delle informazioni. Per quanto riguarda lo scenario centrale, restano due visioni all'interno del FOMC. Da un lato, la maggior parte dei partecipanti (incluso Powell) ritiene che, con la risoluzione dell'incertezza, l'economia proseguirà con crescita moderata e ulteriore riduzione delle risorse inutilizzate richiedendo ancora almeno un intervento verso l'alto sui tassi. Dall'altro, alcuni (Bullard, Kashkari) invece mantengono l'opinione che i tassi siano ormai al capolinea, in questo nuovo regime di inflazione persistentemente bassa. A marzo, quando verranno aggiornate le proiezioni macroeconomiche e dei tassi, si potrebbe vedere un ulteriore spostamento verso il basso della curva dei punti. In assenza di crisi o novità rilevanti sui rischi, il grafico a punti dovrebbe restare al di sopra delle aspettative di mercato. Nel frattempo, la comunicazione sarà unanime e forte nel rassicurare i mercati sulla volontà di reagire in anticipo di fronte a rischi per la prosecuzione della ripresa.

Per quanto riguarda la **dimensione del bilancio**, che per la Fed resta uno strumento secondario rispetto ai tassi per la "gestione della politica monetaria, il 2019 dovrebbe vedere qualche novità per la gestione col "pilota automatico" iniziata a fine 2017. La Fed ha annunciato che nel primo semestre di quest'anno condurrà analisi approfondite dei propri strumenti, i cui risultati dovrebbero essere presentati a una conferenza a inizio giugno. Sul fronte del bilancio, è possibile che in quella sede vengano date indicazioni sul livello ritenuto adeguato per il portafoglio titoli, che potrebbe essere in un intorno di circa 3 tln di dollari, se si sceglierà di mantenere il sistema di gestione attuale dei tassi di policy. A metà gennaio 2019, il bilancio della Fed era vicino a 4 tln di dollari. Con l'attuale ritmo di riduzione, pari a -600 mld all'anno, il bilancio sarebbe intorno a 3 tln a metà 2020. Pertanto, **è probabile che entro metà 2019 la Fed inizi a preparare un rallentamento e/o un'interruzione del sentiero di riduzione del bilancio, da attuare nel 2020.**

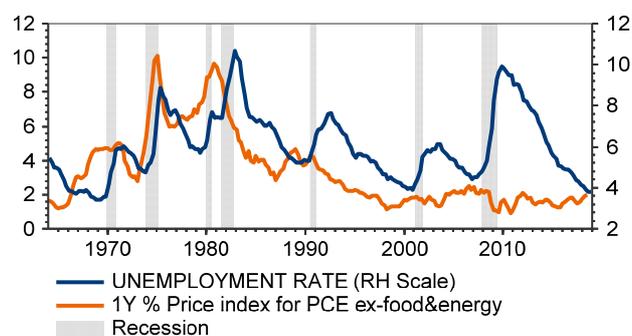
In conclusione, **nel primo semestre dell'anno l'incertezza sui tassi Fed è quasi azzerata**, anche se siamo in fase di "no guidance". La pausa sui tassi si dovrebbe estendere almeno fino a metà 2019, per raccogliere informazioni sui fronti di rischio aperti (*shutdown*, correzione dei mercati, dazi, crescita globale, inflazione). Se, come probabile a meno di crisi sugli attuali temi "caldi", il tasso di disoccupazione continuerà a calare e la crescita si stabilizzerà intorno al 2,5%, prevediamo ancora **almeno un rialzo nel 2019**, seguito da un'ulteriore moderazione della crescita. Per il 2020, sottolineiamo ancora una volta il ruolo cruciale che giocheranno i negoziati per il **rinnovo delle leggi di spesa che scadono il 1° ottobre**. Alla scadenza del finanziamento della spesa discrezionale, la legislazione vigente prevede una significativa restrizione fiscale per il 2020. A seconda degli equilibri in Congresso, il rinnovo delle leggi di spesa potrebbe però portare a una politica neutrale o solo marginalmente restrittiva, con effetti rilevanti per il ciclo e i tassi nel 2020. Il nostro scenario centrale per il 2020 è di ulteriore rallentamento verso il potenziale, con indicazioni di probabile **inversione della politica monetaria verso fine 2020**, e la previsione di svolta dei tassi.

Fig. 5 – Il FOMC e il mercato hanno visioni diverse, ma fino a metà 2019 sono perfettamente allineati: nessun rialzo in vista



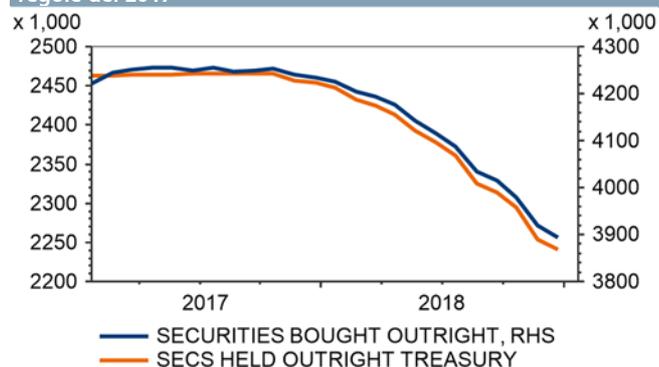
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream e Federal Reserve

Fig. 6 – Il tasso di disoccupazione continua a scendere, ma non ci sono pressioni verso l'alto sui prezzi: dilemma per il FOMC



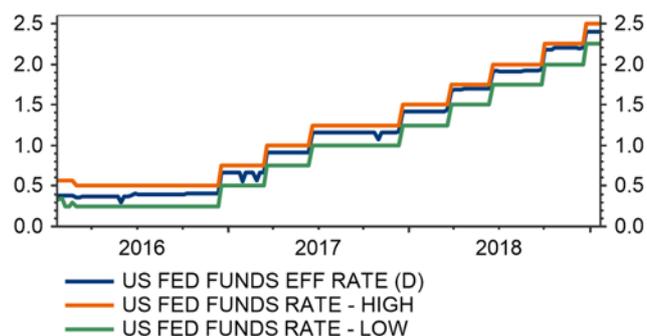
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Il bilancio della Fed in calo di 600 mld all'anno con le regole del 2017



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – La Fed fa fatica a mantenere il tasso effettivo dei fed funds al centro dell'intervallo dei tassi



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
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
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
<b> Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
<b>Materie Prime</b>		
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 espone 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.