FOMC: quanti tagli per contrastare l'incertezza geopolitica?

13 settembre 2019

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Giovanna Mossetti
Economista – USA e Giappone

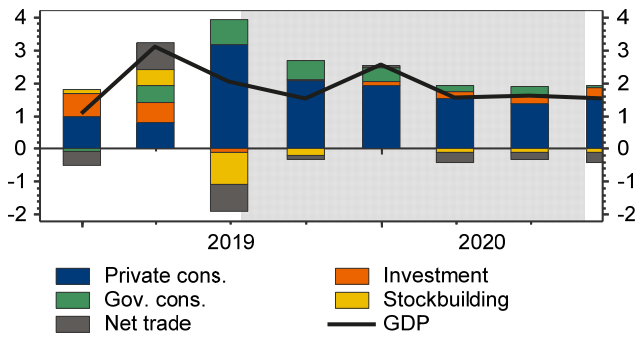
La riunione del **FOMC** del 17-18 settembre dovrebbe concludersi con un taglio dell'intervallo obiettivo per il tasso sui fed funds a 1,75%-2% (con qualche dissenso) e segnalare un altro intervento entro fine 2019. La nostra previsione include ora due tagli dopo quello di settembre: uno entro fine anno, l'altro a inizio 2020, nell'ipotesi che lo scenario della politica commerciale non possa migliorare rispetto alla situazione attuale e forzi la Fed ad accomodare ancora.

L'impegno ad "agire come appropriato per sostenere l'espansione" di fronte ai rischi geopolitici e alla debolezza della domanda globale manterrà aperta la porta per altri interventi. La probabile eliminazione del riferimento ai tagli come "aggiustamento di metà ciclo" dovrebbe essere un altro segnale *dovish,* anche se il sentiero dei tassi attesi dal FOMC dovrebbe restare al di sopra di quello del mercato.

Un taglio del tasso dei fed funds alla **riunione del FOMC** del 17-18 settembre è praticamente certo, con una probabilità assegnata dal mercato al 100%, suddivisa fra il 97% circa per una mossa di 25pb e il 3% circa per una di 50pb. La **nostra previsione è un taglio di 25pb:** a nostro avviso nel Comitato non c'è un consenso sufficiente per una mossa più aggressiva, anche se i pareri favorevoli a un intervento di 50pb sono aumentati di recente.

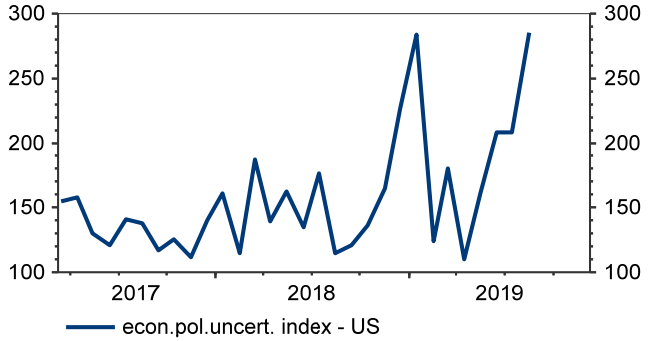
La riunione di settembre è importante perché darà indicazioni sul **sentiero della politica monetaria**, grazie all'aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche e dei tassi. Alla riunione di fine luglio, il messaggio del FOMC era stato di generico impegno a fornire nuovo stimolo per sostenere l'espansione, valutando il taglio di 25pb come parte di un "aggiustamento di metà ciclo", più che come l'inizio di una lunga serie di tagli tipica di una situazione di fine ciclo. La comunicazione della Fed continua a sottolineare che la svolta espansiva della politica monetaria è determinata dai rischi geopolitici e da quelli collegati alla debolezza della domanda globale, pur in un contesto positivo dell'economia americana. Negli interventi più recenti, il riferimento all'aggiustamento di metà ciclo non è più comparso, nonostante indicazioni complessivamente ancora positive dai dati. Il mercato ha sempre dissentito da questa interpretazione e ha continuato a incorporare 4 o 5 interventi (v. fig. 9). La nostra previsione è che ci sia **un altro taglio in autunno**, probabilmente alla prossima riunione di fine ottobre, e **uno a inizio 2020.**

Fig. 1 – La crescita USA si mantiene moderata…



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 2 - …ma l'incertezza politica continua ad aumentare



Fonte: Thomson Reuters Datastream

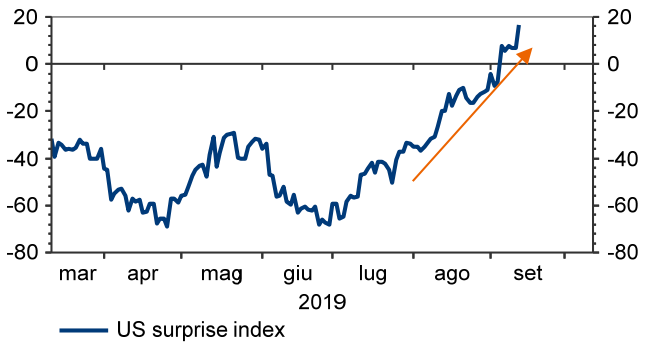
Le novità dell'ultimo mese sono miste, ma non negative, per quanto riguarda i dati congiunturali (v. tab. 1), ma includono sviluppi preoccupanti sul fronte dei rischi geopolitici (v. fig. 2) e della

domanda globale. Le **proiezioni** macro del FOMC non dovrebbero mostrare revisioni significative, ma il grafico a punti dovrebbe spostarsi ulteriormente verso il basso, senza però ridurre in misura significativa il differenziale con le aspettative di mercato che hanno continuato a scendere. Pur senza vincolarsi a una sequenza di tagli ampia come quella del mercato, riteniamo che il FOMC possa segnalare uno spostamento verso una posizione più espansiva rispetto all'aggiustamento di metà ciclo citato alla scorsa riunione. Il Comitato è piuttosto diviso sull'opportunità di agire in modo preventivo, e ci saranno probabilmente dissensi, ma sembra esserci una maggioranza, fra cui Powell, incline ad agire in modo preventivo.

1. Aggiornamento macroeconomico ancora complessivamente positivo…

Le informazioni sul ciclo americano emerse da fine luglio non hanno modificato in modo rilevante uno **scenario complessivamente ancora positivo**, trainato da consumi e spesa pubblica, con un moderato freno dagli investimenti non residenziali e dal canale estero. La crescita appare in rallentamento verso il potenziale, ma non a rischio di recessione nel 2020 (v. fig. 1).

Fig. 3 – Sorprese mediamente positive sul fronte dei dati USA



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tab. 1 - Dati del 3° trimestre in linea con una crescita moderata

	maggio	giugno	luglio	agosto
ISM manifatturiero	52.1	51.7	51.2	49.1
Nuovi ordini, ISM manifatturiero	52.7	50	50.8	47.2
ISM non manifatturiero	56.9	55.1	53.7	56.4
Nuovi occupati non agricoli	75	193	159	130
Tasso di disoccupazione (%)	3.6	3.7	3.7	3.7
Salari orari (a/a)	3.1	3.1	3.3	3.2
Indagine NFIB (piccole impese)	105	103.3	104.7	103.1
Vendite al dettaglio	0	0.3	0.7	0.2
Produzione manifatturiera (m/m)	0.2	0.6	-0.4	0.1
Fiducia consumatori (Conf. Board)	131.3	124.3	135.8	135.1
Spesa personale (m/m)	0.4	0.3	0.6	
Reddito personale (m/m)	0.5	0.5	0.1	
Deflatore consumi core (m/m)	0.2	0.2	0.2	
CPI core (m/m)	0.1	0.3	0.3	0.3
Aspettative inflazione 5-10 anni (Un. Mich.)	2.6	2.3	2.5	2.6

Fonte: Bloomberg. In rosso, previsioni di consenso Bloomberg per i dati in uscita nelle prossime settimane

I **consumi** restano solidi, con una crescita prevista intorno al 3% t/t ann. nel 3° trimestre, spinta da condizioni di pieno impiego sul mercato del lavoro. La **dinamica occupazionale** è in rallentamento (da una media di 223 mila nel 2018 a 158 mila da inizio 2019), ma si mantiene su livelli superiori a quelli della forza lavoro. Le variazioni recenti dei nonfarm payroll, e in particolare quella inferiore alle attese di agosto (130mila), sono probabilmente in parte dovute ai vincoli dal lato dell'offerta. Il tasso di disoccupazione, a 3,7%, resta sui minimi da fine 1969; il tasso di partecipazione è sui limiti superiori dell'intervallo (fra 62,8% e 63,2%) di fluttuazione degli ultimi 5 anni. Un tasso di partecipazione di 63,2% (come ad agosto), manterrebbe stabile il tasso di disoccupazione a 3,7% con una crescita occupazionale mensile di 107 mila posti (Jobs Calculator, Atlanta Fed). Il tasso di disoccupazione allargato a individui marginalmente attaccati alla forza lavoro e ai lavoratori part-time per motivi economici oscilla fra 7% e 7,2%, sui minimi dal 2000.

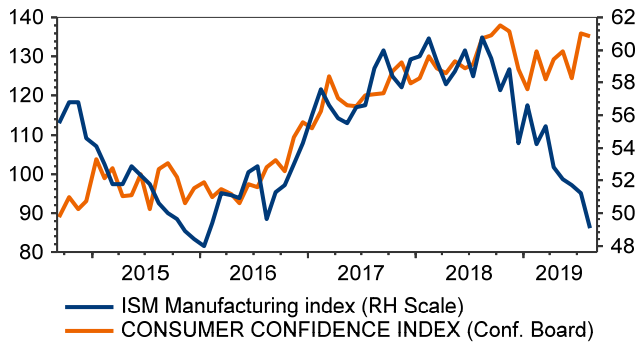
Un elemento meno positivo è la recente **correzione della fiducia** rilevata dall'Univ. of Michigan, che riflette crescente preoccupazione per gli effetti della guerra dei dazi e punta a un possibile rallentamento di consumi. Tuttavia, altre indagini restano più solide e tutti gli indicatori di fiducia delle famiglie sono su livelli elevati, anche se in ritracciamento rispetto all'ultimo anno e mezzo. Inoltre, il **tasso di risparmio** (7,7% a luglio, media dal 2009: 7,2%) è in linea con quelli dei primi anni '90, e la ricchezza netta/reddito disponibile è sui massimi storici. Per ora, i consumi dovrebbero essere in grado di sostenere l'espansione di fronte alla debolezza del manifatturiero,

ma un peggioramento marcato e prolungato dal lato degli investimenti non potrebbe essere contrastato molto a lungo.

Gli ultimi dati della spesa in costruzioni indicano un probabile ritorno alla crescita degli **investimenti residenziali** nel 3° trimestre, dopo un anno e mezzo di contrazioni, grazie al calo dei tassi sui mutui in atto da inizio 2019 in seguito alla svolta espansiva della Fed. La **spesa pubblica** sarà in espansione nel 2020-21 grazie all'accordo bipartisan di luglio.

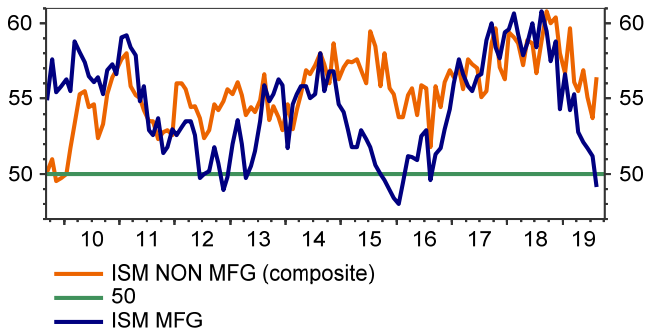
Gli **investimenti non residenziali** sono l'anello debole di questa fase ciclica. Dopo la contrazione del 2° trimestre, è possibile che anche il 3° trimestre registri un calo. L'ISM manifatturiero ha continuato a correggere, scendendo sotto 50 ad agosto, con i nuovi ordini a 47,2, minimo da metà 2012. La guerra dei dazi e l'incertezza riguardo alla politica commerciale sono un freno rilevante all'attività delle imprese e ai programmi di investimento. Per le previsioni dei prossimi trimestri, le informazioni dal settore non manifatturiero sono più confortanti, con l'ISM non manifatturiero in aumento ad agosto a 56,4 (v. tab.1, fig. 5).

Fig. 4 – Imprese manifatturiere e consumatori sembrano operare in due mondi diversi



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 5 – Il settore manifatturiero è in contrazione, per ora il non manifatturiero resta in espansione



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Nel complesso, lo scenario macroeconomico non si è deteriorato dall'ultima riunione del FOMC e tutti i partecipanti nell'ultimo mese hanno dato una valutazione positiva dello scenario centrale, che non include una recessione. Quindi, la natura degli interventi espansivi (aggiustamento di metà ciclo o di fine ciclo) dipendono dai rischi geopolitici.

2. Evoluzione dei rischi geopolitici

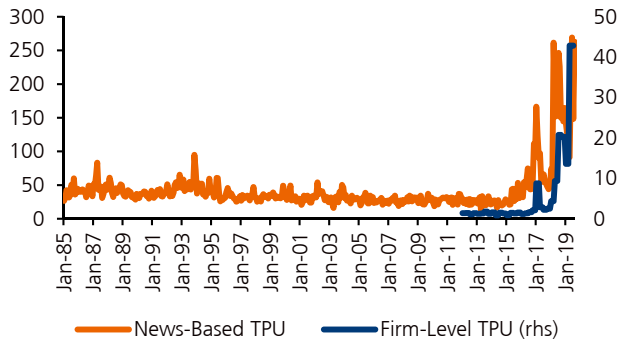
La preoccupazione della Fed è che l'economia è soggetta a rischi verso il basso collegati a shock "anomali", senza precedenti storici. Un'analisi condotta dalla Fed stima gli effetti sulla crescita derivanti dall'incertezza sulla politica commerciale [1] costruendo degli indici di incertezza basati sulle citazioni di termini collegati alle decisioni di politica commerciale nella stampa e nelle relazioni trimestrali delle imprese quotate sui mercati azionari americani. I dati mostrano una prima ondata di incertezza nel 2018, e un secondo shock, molto più ampio, nel corso del 2019 (v. fig. 6). Secondo le stime del lavoro della Fed, **l'effetto cumulato dei due shock sarebbe pari a un freno alla crescita del PIL poco al di sopra di 1pp** (v. fig. 7), causato principalmente da un calo degli investimenti di circa -1,8 pp.

[1] D. Caldara et al., Does Trade Policy Uncertainty Affect Global Economic Activity?, FEDS Notes, settembre 2019.

Le **stime degli effetti delle misure attuate/annunciate** ottenute con modelli tradizionali sono più contenute. Il Congressional Budget Office stima che gli aumenti dei dazi attuati finora riducano la crescita USA di -0,3pp nel 2019-20, e ipotizza che tali effetti siano riassorbiti dal 2021 in poi, pur riconoscendo che nel medio termine la guerra dei dazi potrebbe frenare la crescita potenziale di 0,1pp. La Tax Foundation stima che gli effetti (incluso un eventuale intervento sul settore auto) siano pari a -0,7pp, con –0,1pp dovuto alle ritorsioni degli altri paesi. Queste stime sono inferiori a quelle ottenute da Caldara et al. perché non quantificano l'effetto dell'incertezza.

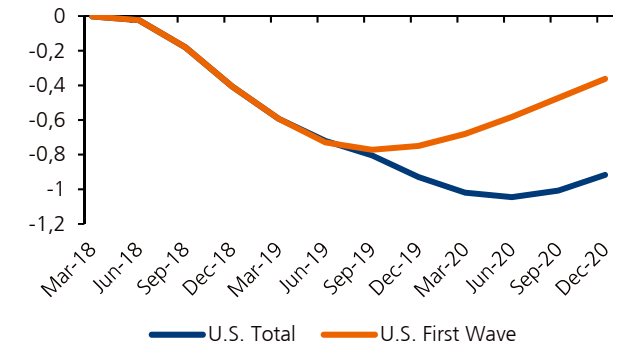
Come evidenziato in Weekly Economic Monitor del 30/09/2019, e come appare dalle figure 2, 6 e 8, nel corso dell'estate c'è stata una recrudescenza delle tensioni commerciali, con un nuovo round di aumenti dei dazi e un'interruzione dei negoziati con la Cina. Per fine anno, la previsione è che i dazi imposti dalla Cina sui beni USA siano pari a 25,9% (da 8% di inizio 2018) e quelli imposti dagli USA sulle importazioni cinesi siano in rialzo a 24% da 3% di inizio 2018, e colpiscano ora il 96,8% dei prodotti importati dalla Cina. Il canale dei negoziati è stato riaperto, con nuovi incontri fissati per l'inizio di ottobre e dichiarazioni ottimistiche del segretario del Tesoro Mnuchin. La dilazione di un paio di settimane dei rialzi dei dazi su diversi beni non modifica il quadro delle trattative e lascia la situazione generale pressochè invariata.

Fig. 6 - Incertezza sulla politica commerciale senza precedenti storici



Fonte: D. Caldara et al. News-Based TPU: indice basato sulla presenza di termini riferiti alla guerra dei dazi e alla politica commerciale nei principali quotidiani USA. Indice=100 quando 1% degli articoli contengono riferimenti a politica commerciale e/o incertezza. Firm-level TPU: indice basato sulla presenza di riferimenti apolitica commerciale e/o incertezza nelle trimestrali delle società USA quotate

Fig. 7- Effetti stimati sul PIL USA derivanti dalle due ondate di incertezza (2018 e primavera 2019)

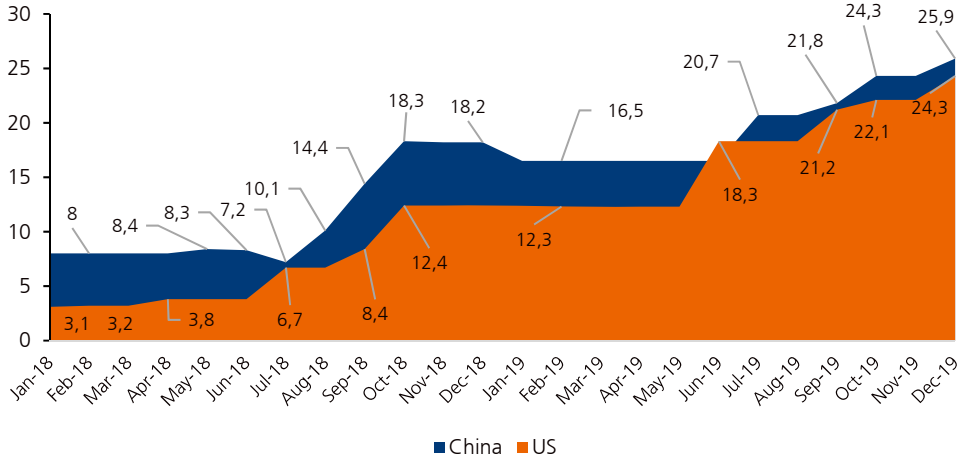


Fonte: D. Caldara et al., Effetti stimati sul PIL USA delle due ondate di incertezza relativa alla politica commerciale

La **volatilità delle trattative USA-Cina non deve offuscare il trend**: i dazi USA hanno continuato ad aumentare in termini sia di beni colpiti sia di livelli, e **difficilmente ci sarà un'inversione di tendenza nel 2020.** Le misure cinesi sono state più contenute fino al mese scorso, ma ora hanno cambiato marcia (v. fig. 7). Diversi commentatori rilevano anche che la Cina potrebbe avere interesse a non arrivare a un accordo prima delle elezioni del 2020, nella speranza di avere un interlocutore diverso. La previsione centrale è che la situazione USA-Cina nella migliore delle ipotesi resti in un limbo; con la ripresa dei negoziati e qualche indicazione accomodante, senza però arrivare a una conclusione che riduca le misure già attuate prima del voto del 2020. Esiste però anche uno scenario più negativo, con un possibile ulteriore deterioramento causato da interventi dannosi per l'economia americana, attuati utilizzando l'International Emergency Economic Power Act (EEPA).

Inoltre, a novembre l'amministrazione dovrà pronunciarsi sulla questione del **settore auto**, che potrebbe riprodurre il percorso visto con la Cina, con ricadute sull'economia USA e su quella mondiale, generate non solo da possibili nuovi dazi, ma anche da un nuovo aumento di incertezza.

Fig. 8 – Il trend dei dazi è chiaro, e va in una sola direzione da inizio 2018



Fonte: Peterson Institute for International Economics. Nel grafico, i dati sono i dazi medi imposti da ciascun paese sulle importazioni dall'altro paese.

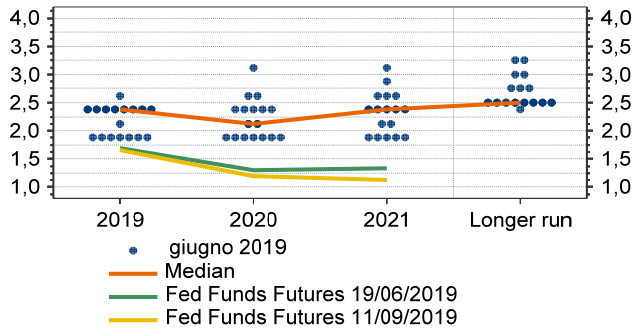
3. La risposta della Fed si adegua al cambiamento di scenario: i rischi geopolitici ora sono radicati e rendono probabilmente "appropriati" più tagli.

Nella comunicazione recente, la Fed ha ripetuto che continuerà ad "agire come appropriato per sostenere l'espansione", senza però ripetere il riferimento all'"aggiustamento di metà ciclo" citato a fine luglio e senza impegnarsi a un sentiero specifico per i tassi attesi.

Nelle nuove proiezioni dei tassi ci sarà un deciso spostamento verso il basso rispetto al sentiero di giugno (v. tab. 2), con modifiche rilevanti sull'orizzonte previsivo, che a questa riunione includerà anche il 2022. Il 2019 dovrà incorporare i due tagli che sono già "storia" (quello di fine luglio e quello quasi certo di settembre) e dare indicazioni per il 4° trimestre. La nostra aspettativa è che la previsione mediana si sposti verso il basso incorporando un ulteriore intervento entro fine anno con il tasso sui fed funds a 1,5%-1,75% entro il 2019.

Per il 2020, i punti del grafico potrebbero mostrare un'ampia dispersione, con una mediana invariata a 1,5-1,75%. In passato, gli aggiustamenti delle proiezioni del FOMC verso quelle di mercato sono avvenuti in modo graduale: ci sembra improbabile che ora il comitato abbia un consenso chiaro per un ulteriore intervento nel 2020, sapendo che in parte sarebbe preventivo. Alcuni partecipanti temono che l'allentamento delle condizioni monetarie generi una bolla sulle attività finanziarie, in particolare sul debito delle imprese, pari al 94% del PIL e vicino ai massimi storici. La nostra previsione però è che, con il proseguimento delle tensioni geopolitiche e il deterioramento dell'incertezza, la Fed sia "obbligata" a seguire le mosse della Casa Bianca in tema di politica commerciale, allentando ancora la politica monetaria nella prima parte del 2020. Formalmente, la Banca centrale resta indipendente, ma nel gioco di policy in questa fase ciclica è un "follower" rispetto alle Autorità politiche.

Fig. 9 – Proiezioni dei tassi: il FOMC resterà probabilmente lontano dalle aspettative di mercato…



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

Tab. 2 – …anche dopo le probabili revisioni verso il basso del sentiero dei tassi

Variables	Median			
	2019	2020	2021	Longer run
Change in real GDP	**2.1**	**2.0**	**1.8**	**1.9**
March projection	2.1	1.9	1.8	1.9
Unemployment rate	**3.6**	**3.7**	**3.8**	**4.2**
March projection	3.7	3.8	3.9	4.3
PCE inflation	**1.5**	**1.9**	**2.0**	**2.0**
March projection	1.8	2.0	2.0	2.0
Core PCE	**1.8**	**1.9**	**2.0**	
March projection	2.0	2.0	2.0	
Federal funds rate	**2.4**	**2.1**	**2.4**	**2.5**
March projection	2.4	2.6	2.6	2.8

Nota: Proiezioni economiche dei membri del Board della Federal Reserve e dei Presidenti delle Federal Reserve Bank regionali – giugno 2019. PIL e deflatore: variazione 4° trim/4° trim. Tasso di disoccupazione: media 4° trim. Fonte: Federal Reserve Board

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		
Andrej Arady	62513	andrej.arady@intesasanpaolo.com
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@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 che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

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.

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. 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 Consob 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

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

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 sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: https://www.group.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/si09/governance/ita_dlgs_231_2001.jsp 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 all'indirizzo https://www.group.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/si09/studi/ita_doc_governance.jsp, ed in versione sintetica sul sito di Banca IMI S.p.A. all'indirizzo https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/normative.html. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo https://www.group.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/si09/studi/ita_wp_studi.jsp ed aggiornate 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.