

Focus Giappone

Spazi ridotti per la politica monetaria in Giappone

20 maggio 2024

Lo scorso marzo, la Banca del Giappone ha abbandonato la politica dei tassi negativi e rallentato l'espansione del bilancio. La dominanza fiscale resta un condizionamento pesante per le Autorità monetarie, che procederanno ancora con grande cautela nei prossimi mesi. Ciò nonostante, se la BoJ ha ragione nel prevedere un ritorno stabile dell'inflazione al 2%, i tassi ufficiali potrebbero alla fine salire di più di quanto scontato dai mercati.

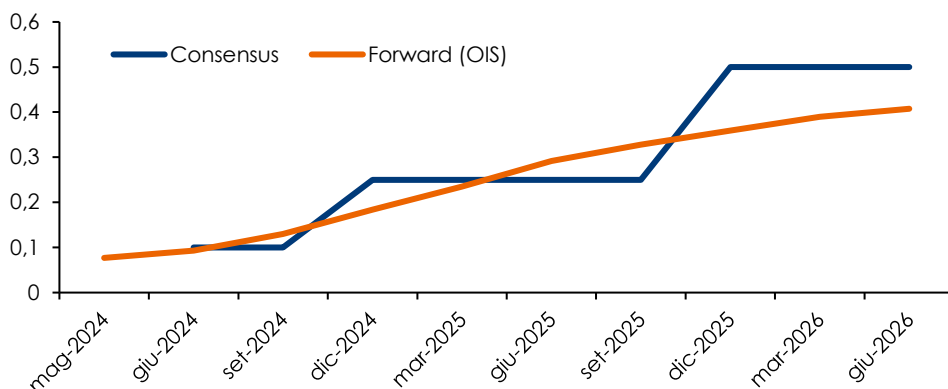
Research Department

- Con la decisione del 19 marzo, la Banca del Giappone ha posto fine alla politica dei tassi negativi, agli acquisti netti di ETF e J-REITS e al meccanismo di controllo della curva dei rendimenti, pur senza interrompere del tutto l'espansione del bilancio.
- L'annuncio, favorito da un netto cambiamento delle previsioni sull'inflazione, rappresenta il primo cambio di direzione dopo oltre un decennio di politiche monetarie ultra-espansive.
- Tuttavia, la BoJ ha segnalato di volersi muovere con grande cautela: infatti, gli acquisti di corporate bonds e commercial paper saranno ridotti gradualmente, mentre gli acquisti di titoli di stato continueranno a volumi invariati e potrebbero essere anche aumentati in caso di tensioni sui JGB.
- Riteniamo poco probabile che la BoJ avvii una riduzione dei suoi portafogli di politica monetaria, date le preoccupazioni che ciò possa destabilizzare il sistema finanziario. L'elevato livello del debito pubblico, per più di metà detenuto dalla BoJ, rappresenterà anche nei prossimi anni un pesante condizionamento per la Banca centrale.
- In parte per gli stessi motivi, il livello dei tassi ufficiali sarà alzato molto più lentamente rispetto a quanto visto in Europa e Stati Uniti: nei prossimi sei mesi, ci attendiamo soltanto 25pb di aumento.
- Tuttavia, se la BoJ ha ragione nel prevedere un ritorno stabile dell'inflazione al 2%, successivamente il livello dei tassi nominali potrebbe lentamente convergere a livelli più elevati di quelli oggi attesi da mercato e consenso degli analisti (v. figura in questa pagina), cioè a 1-1,5% invece che a 0,5%. A nostro giudizio, tali livelli non rappresenterebbero una minaccia per la sostenibilità del debito pubblico giapponese.

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Le attese di rialzo dei tassi ufficiali BoJ sono molto contenute

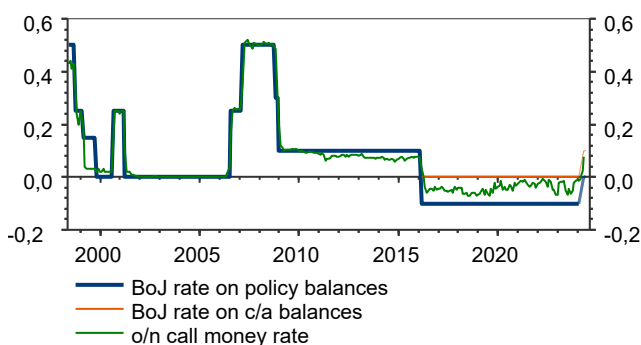


Fonte: LSEG ed elaborazioni Research Department – Intesa Sanpaolo

La Banca del Giappone inizia la dismissione di due decenni di misure ultra-espansive

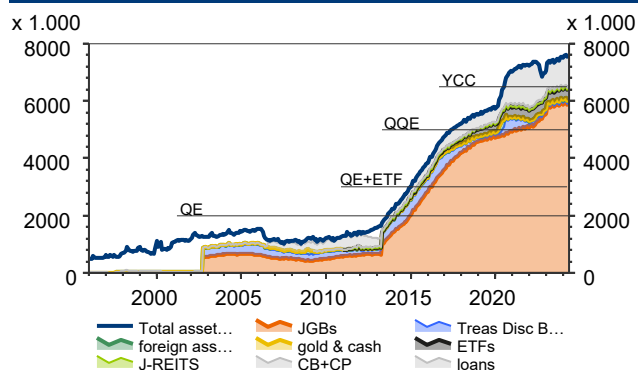
Lo scorso 19 marzo, la Banca del Giappone ha iniziato a smantellare una fase di politica monetaria non convenzionale di inusitata lunghezza. La politica di tassi zero era stata avviata addirittura nel febbraio 1999 e aveva subito soltanto due sospensioni: dall'agosto 2000 al marzo 2001 e poi dal luglio 2006 al dicembre 2008 (v. fig. 1).

Fig. 1 - Fine dei tassi negativi, ma non ancora dei tassi zero



Fonte: Bank of Japan

Fig. 2 - Gli effetti di due decenni di QE sul bilancio della BoJ



Fonte: Bank of Japan

L'espansione quantitativa (QE) vera e propria fu avviata nel marzo 2001. Il Giappone ha fatto da apripista per le altre banche centrali dei paesi avanzati, che si sono trovati a imboccare la stessa via soltanto dopo la Grande Crisi Finanziaria. La misura fu sospesa nel 2006. Nel 2008, la Banca centrale introdusse la Complementary Deposit Facility, mediante la quale veniva consentito alle aziende di credito di incassare un interesse sulle riserve depositate (ciò con lo scopo di drenare riserve e mitigare l'effetto del QE sulla redditività delle banche). Nell'ottobre 2010, piuttosto tardivamente rispetto ai tempi della crisi finanziaria globale, gli acquisti di JGB furono rilanciati nell'ambito del "comprehensive monetary policy easing", in particolare per le scadenze fino a 3 anni, per abbattere a zero il livello dei rendimenti a breve e medio termine. Il programma includeva anche misure di *credit easing*, attuato mediante l'acquisto di altre attività finanziarie (corporate bonds, commercial paper, ETF, J-REITS).

Nell'aprile 2013, la Banca del Giappone alzò l'obiettivo di inflazione del 2%, con l'intenzione di far salire le aspettative di inflazione. Secondo la banca centrale, le aspettative di inflazione in Giappone hanno natura spiccatamente adattiva, legata all'andamento passato dei prezzi: con l'annuncio di un obiettivo del 2% le Autorità monetarie speravano di influenzare il meccanismo di formazione delle aspettative. L'obiettivo di inflazione adottato dalla BoJ è un obiettivo di inflazione media nel corso del ciclo economico, simile a quello scelto dalla Federal Reserve molti anni dopo. A supporto di questa strategia, la BoJ introdusse il cosiddetto **QQE (Quantitative and Qualitative monetary Easing)**: gli acquisti di titoli di stato avevano ora l'obiettivo di abbattere la curva dei rendimenti su tutte le scadenze, ben oltre i tre anni precedentemente previsti. **Nel gennaio 2016 la BoJ aggiunse al QQE i tassi negativi** e, a complemento di tale misura, un **sistema di remunerazione delle riserve a tre livelli**:

- 0,1% per le giacenze in eccesso già comprese nella Comprehensive Deposit Facility;
- 0% per la riserva obbligatoria;
- -0,1% per le riserve ulteriori, come incentivo a impiegare la liquidità in eccesso.

Pochi mesi dopo, fu lanciato il controllo della curva dei rendimenti (YCC, yield curve control, settembre 2016), che esplicitava e formalizzava l'obiettivo di mantenere artificialmente compressi i tassi di interesse a lungo termine mediante la regolazione del flusso di acquisti di titoli di stato.

In due occasioni (l'ultima tra il febbraio 2009 e l'aprile 2010), la banca centrale ha acquistato anche titoli azionari dalle istituzioni finanziarie locali, oltre a fornire loro liquidità mediante l'ugualmente inusuale concessione di prestiti subordinati. Ambedue le misure riflettono le particolari problematiche del sistema finanziario giapponese nei decenni seguenti la crisi finanziaria interna e la deflazione dei bilanci.

La figura 2 mostra l'effetto delle varie forme di QE sul bilancio della banca centrale. Gran parte degli attivi totali è ormai costituito da JGB. La BoJ detiene il 53,6% dei titoli di stato emessi dal governo nipponico, contro l'8,5% del 2012. Una seconda voce molto significativa è costituita dai prestiti garantiti erogati agli istituti bancari al fine di sostenere il credito, incrementatisi in volume soprattutto nel 2020. Dal lato del passivo, il 72% del bilancio BoJ è rappresentato da depositi del sistema bancario. Come si evince dai dati sui flussi dei fondi, nel marzo 2023 i depositi presso la banca centrale rappresentavano ben il 22% degli attivi delle banche con obbligo di riserva, seconda voce di bilancio dopo il 38% dei prestiti al settore non finanziario.

Il 19 marzo la BoJ ha annunciato che il tasso di interesse è tornato a essere il principale strumento di politica monetaria, fissando un obiettivo di 0,0-0,1% per il tasso overnight e a 0,1% la remunerazione delle riserve in eccesso. La misura ha portato il tasso o/n a livelli positivi (v. fig. 1) Inoltre, la Banca centrale ha annunciato l'**interruzione degli acquisti netti di ETF e J-REITS** (Real Estate Investment Trusts), la **graduale riduzione degli acquisti netti di commercial paper e corporate bonds** (con l'obiettivo di interromperle del tutto in circa un anno) e l'**abbandono della YCC**. Tuttavia, gli acquisti di titoli di stato continuano "all'incirca nello stesso ammontare", con l'obiettivo di evitare rapidi aumenti dei tassi a lungo termine.

Come è chiaro, **a parte la rapida dismissione delle misure di credit easing, la normalizzazione non è certo partita a ritmo galoppante.** Dopo il marginale incremento di marzo, infatti, alla riunione di fine aprile i tassi sono stati lasciati fermi. Ma che cosa ha indotto la Banca del Giappone a iniziare la dismissione delle misure non convenzionali? Si tratta di un'altra falsa partenza, come le precedenti? In caso contrario, fino a dove potrà spingersi?

La lotta contro la bassa inflazione è vinta?

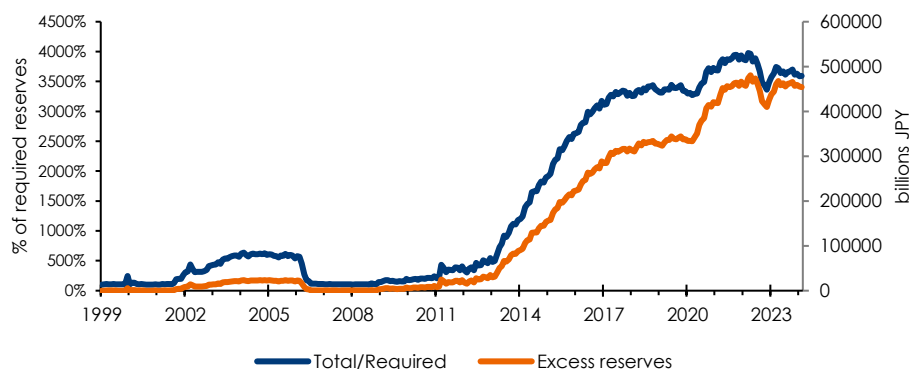
La decisione di abbandonare credit easing, tassi negativi e YCC riflette l'aspettativa che l'inflazione sia tornata in modo non effimero al 2%. Nel documento di [previsione su attività economica e prezzi dell'aprile 2024](#), la Banca del Giappone afferma che l'inflazione misurata sull'indice al netto di alimentari ed energia dovrebbe collocarsi al 2,5-3,0% nell'anno fiscale 2024 e poi calare al 2% nei due anni fiscali seguenti. Anche se l'inflazione più elevata riflette in parte fattori temporanei (aumenti del prezzo del petrolio e abrogazione delle misure statali di contenimento dell'inflazione), **la BoJ prevede un graduale aumento dell'inflazione sottostante** grazie all'innalzamento delle aspettative di inflazione, al miglioramento dell'*output gap* e all'interazione virtuosa tra salari e prezzi. In gennaio, la valutazione non era ancora così netta: la BoJ riteneva più probabile il raggiungimento dell'obiettivo di inflazione, ma sottolineava altresì la presenza di "elevata incertezza". In aprile, la valutazione dei rischi per l'inflazione è al rialzo nell'a.f. 2024 e "bilanciata" successivamente.

Che dire delle aspettative di inflazione, che né la revisione dell'obiettivo al 2%, né il QE e i tassi negativi erano riusciti a smuovere prima della pandemia? Ebbene, anche **le aspettative di inflazione espresse dai sondaggi sono aumentate**, sebbene la stessa BoJ ammetta che ciò riflette più la natura adattativa delle stesse (cioè l'andamento dell'inflazione osservata) che il valore attrattivo del target di politica monetaria (che fino a tempi recenti si era dimostrato inefficace). **Le previsioni di consenso per anno solare** sono più basse di quelle della banca centrale, ma anch'esse **riflettono uno spostamento verso l'alto delle aspettative sulla dinamica dei prezzi**: la media del consenso è di 2,1% nel 2024 e 1,8% nel 2025 (2,4 e 1,8% per l'indice generale dei prezzi).

Ci sarà una riduzione del bilancio BoJ? Se sì, come avverrà?

Come Fed e BCE, anche la Banca del Giappone ha annunciato che il tasso di interesse è tornato a essere il principale strumento della politica monetaria. Diversamente da altre banche centrali, però, la BoJ appare cauta nell'imboccare la via della riduzione del bilancio: molto più prudente rispetto al 2006, quando nel giro di nove mesi l'eccesso di riserve si ridusse da 22.500 miliardi di yen a meno di 500 miliardi, riconducendolo a livelli normali (v fig. 3).

Fig. 3 – Non si ripeterà il rapido drenaggio dell'eccesso di riserve del 2006-07



Fonte: Bank of Japan

Nei prossimi mesi, in realtà, la BoJ continuerà ad aumentare il proprio bilancio attraverso acquisti netti di titoli di stato, di corporate bonds e di commercial papers. L'unico passo nella direzione di una normalizzazione del bilancio è costituito dall'interruzione degli acquisti netti di ETF e J-REITS, che però rivestono un ruolo marginale nel QE. Inoltre, diversamente da quanto avvenuto nell'Eurosistema, non vi sono scadenze di operazioni temporanee di rifinanziamento che possano ridurre rapidamente l'eccesso di riserve. Nei prossimi 12 mesi, l'assorbimento di liquidità dovuto all'aumento della riserva obbligatoria (circa 4500 miliardi di yen all'anno) e agli altri fattori autonomi dovrebbe essere compensato in parte dalla residua operatività del QE.

A un certo punto, se l'inflazione si confermerà in linea con l'obiettivo, la BoJ potrebbe decidere di ridurre i portafogli di politica monetaria, o di erodere l'eccesso di riserve lasciandoli invariati. Ci sono ottimi motivi per pensare che **in Giappone la normalizzazione del bilancio sarà molto più tardiva, lenta e parziale rispetto ad Eurozona e Stati Uniti.** Per quanto concerne gli ETF, il governatore Ueda ha affermato che la BoJ ha bisogno di tempo per capire che cosa fare del portafoglio di circa 37.000 miliardi di yen, che dovrebbero avere oggi un mark-to-market ampiamente positivo. Dal fronte politico, l'opposizione ha proposto di liquidarlo e utilizzare le plusvalenze a finanziamento della spesa sociale, mentre da un comitato legato al governo è stato suggerito di trasferirlo a un fondo statale, in cambio di titoli di stato perpetui. Ma la massa del QE è costituita da titoli di stato e, in questo caso, il motivo della cautela è legato al timore che una restrizione troppo ampia, o troppo rapida, delle condizioni monetarie sia causa di instabilità finanziaria, in connessione all'elevato indebitamento del settore pubblico.

L'ipoteca della dominanza fiscale non può essere rimossa

Tra il 1999 e il 2023, il debito pubblico giapponese è salito dal 121,5% del PIL al 236%. Negli ultimi tre decenni, il deficit del settore pubblico è stato in media superiore al 5% del PIL. Malgrado il livello molto elevato del debito pubblico, grazie al lungo periodo di tassi zero e di compressione dei tassi a lungo termine tramite QE, la spesa per interessi incide in misura marginale sul disavanzo complessivo del settore pubblico (meno di mezzo punto di PIL). Proprio grazie alla politica ultraespansiva della BoJ, il differenziale $r-g$ del Giappone (-2,2%) è più favorevole che per Stati Uniti, Germania, Regno Unito, Francia e, ovviamente, Italia.

L'aumento dei tassi ufficiali farà salire significativamente la spesa per interessi del governo giapponese, ma l'impatto sui conti pubblici della convergenza dei tassi a livelli reali da -100 a zero punti base appare perfettamente gestibile. Considerando la struttura per scadenze attuale, infatti, stimiamo che uno shock permanente di 100pb di aumento dei tassi accrescerebbe la spesa per interessi di circa lo 0,6% del PIL nel primo anno, di 1% dopo 3 anni e di circa l'1,4% in 6 anni (il 45% del debito scade dopo più di 6 anni). **La completa neutralizzazione del rialzo dei tassi richiederebbe perciò tagli di bilancio gradualmente pari a circa 1,5% del PIL nell'ipotesi di convergenza dei tassi nominali all'1% e di 3 punti percentuali in caso di convergenza al 2%** (che attualmente, però, non riteniamo probabile). Il debito pubblico calerebbe anche nello scenario di maggiore restrizione monetaria, sebbene più tardi e in misura minore (v. fig. 5).

Fig. 4 - La lunga vita media del debito pubblico giapponese consentirà di diluire l'impatto sul costo medio del debito, che però è destinato a salire

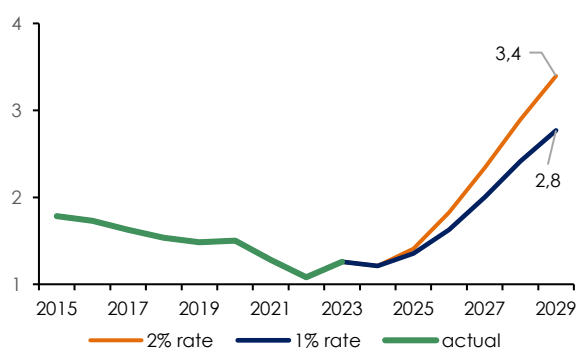
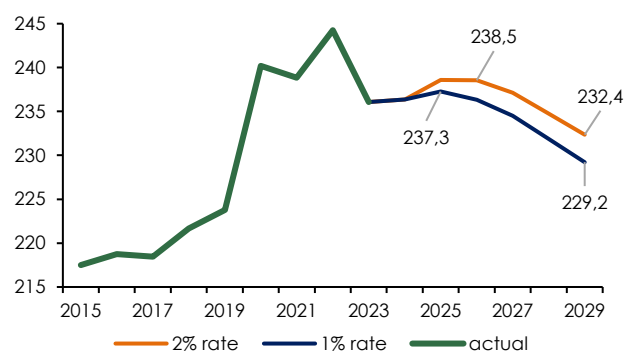


Fig. 5 - Anche se il punto di arrivo dei tassi BoJ fosse al 2%, la possibilità di riduzione del debito pubblico non sarebbe compressa



Nota: nello scenario 2% si ipotizza uno shock permanente sui tassi ufficiali BoJ di +100pb rispetto allo scenario base (1% rate), che si propaga parzialmente al resto della struttura dei tassi. Fonte: stime Research Department – Intesa Sanpaolo con il World Model di Oxford Economics

Se gli impatti di scenari ragionevoli di normalizzazione dei tassi appaiono del tutto gestibili, **la vera preoccupazione delle Autorità monetarie nipponiche sembra essere rappresentata dal rischio di turbolenze nel mercato dei titoli di stato e dalle possibili ripercussioni sui bilanci degli intermediari finanziari.** Nel [comunicato di marzo](#), infatti, la BoJ si dichiarava pronta ad attuare "fulminee misure" sul mercato in caso di rapido aumento dei rendimenti. La possibilità di turbolenze sul mercato dei JGB è accresciuta dall'aumento della quota di debito detenuta da investitori esteri, che potrebbe accentuare la volatilità del mercato nella fase di normalizzazione monetaria.

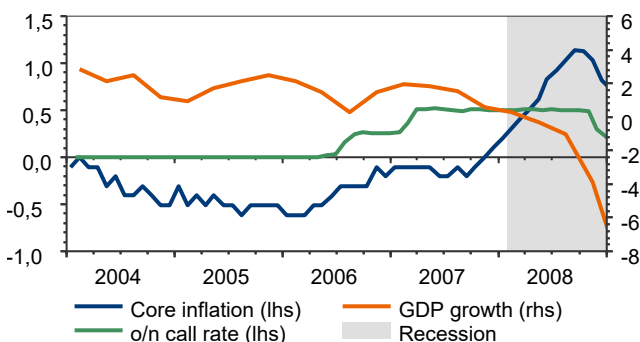
Secondo i [dati del ministero delle finanze](#), gli stranieri detengono il 66% dei T-bills (JPY 92.900 mld) e il 6,7% dei JGB (72.200 miliardi). Gli altri grandi detentori di debito pubblico sono le banche (10,9%), le assicurazioni (18,5%) e il fondo pensioni pubblico (5,0%). Secondo [Fitch](#), un significativo stress sui mercati finanziari potrebbe danneggiare la patrimonializzazione delle assicurazioni, ma i problemi riguarderebbero più i mercati azionari e i mercati obbligazionari esteri che il mercato dei JGB.

Il sistema bancario potrebbe essere proporzionalmente più esposto. In ottobre, il [Financial System Report](#) della Banca centrale rilevava che le banche avevano adeguata capacità di assorbimento del rischio tasso sullo yen, ma che i rischi erano aumentati a causa dell'aumento nella durata finanziaria dei portafogli. Per uno spostamento parallelo di 100pb della curva, il rapporto rischio di interesse/CET1 era pari al 20% per le banche primarie, al 25% per quelle regionali e al 35% per le *shinkin* (le banche cooperative locali). Considerando le preoccupazioni per la stabilità finanziaria, la riduzione del portafoglio BoJ di titoli di stato potrebbe non avvenire mai, o essere condotta in modo adattivo in base alle capacità di assorbimento delle altre categorie di investitori.

Quanto possono salire i tassi ufficiali di interesse?

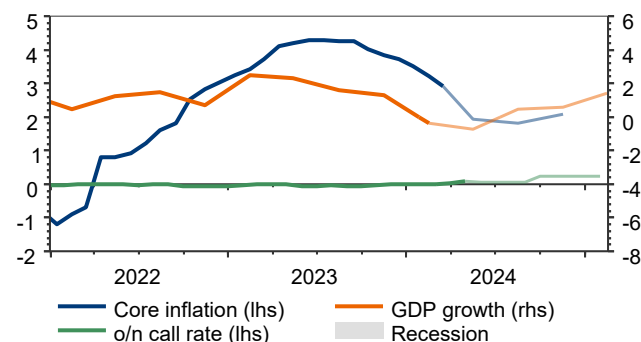
I mercati scontano attualmente 25 punti base di rialzo dei tassi ufficiali entro fine anno. La media di Consensus Economics colloca i tassi a breve a 0,5% tra 12 mesi, cioè 45-50pb sopra i livelli attuali, mentre l'ultimo sondaggio Reuters vede un rialzo da 10 a 25pb nel terzo trimestre 2024 e poi un altro rialzo da 25 a 50pb nel quarto trimestre 2025. Il consenso sembra ipotizzare che la restrizione monetaria non andrà oltre i livelli raggiunti durante la falsa partenza del 2006-07. Nel 2006 l'inflazione era salita temporaneamente da livelli negativi a livelli positivi ma inferiori a 1% e l'inflazione core era rimasta negativa (-0,3% nel 2006 e -0,2% nel 2007). L'aumento dei tassi ufficiali aveva aumentato il livello dei tassi reali di interesse, riportandoli a circa +50pb, e la stretta della politica monetaria era stata accentuata dalla sospensione del QE. Nel 2023, la situazione dei fondamentali di inflazione appare molto diversa da quella di due decenni fa: l'inflazione core si è collocata al 2,8% in media annua e dovrebbe restare vicina al 2% anche nel 2024. Anche le condizioni monetarie sono più accomodanti: il livello dei tassi reali di interesse è ampiamente negativo e il QE è stato rallentato ma non del tutto sospeso.

Fig. 6 - Durante la "falsa partenza" del 2006, l'inflazione era ancora negativa



Fonte: LSEG Datastream ed elaborazioni Research Department Intesa Sanpaolo

Fig. 7 - Oggi i tassi reali di interesse sono ampiamente negativi



Fonte: LSEG Datastream ed elaborazioni Research Department Intesa Sanpaolo

Nei prossimi mesi, è plausibile attendersi un rialzo modesto dei tassi – forse una singola mossa di 25 punti base il 31 luglio o il 20 settembre. Tuttavia, **se l'inflazione tornasse stabilmente al 2% e se il bilancio BoJ non sarà ridotto, successivamente i tassi nominali potrebbero essere riportati a livelli più elevati di quelli oggi scontati dai mercati – tra 1% e 1,5%**. Nel 2019, [Fei Han](#) (FMI) aveva stimato in diversi modi il tasso naturale di interesse: aveva ottenuto valori medi tra -0,5% e -1,0%, sebbene con un elevato livello di incertezza. Valori negativi dello stesso ordine di grandezza erano stati ottenuti da [Wynne & Zhang \(2017\)](#), mentre [Sudo, Okazaki e Takizuka \(2018\)](#) della BoJ avevano ottenuto livelli circa nulli. Anche adottando le stime più basse, un'inflazione al 2% richiederebbe tassi nominali più elevati di quelli scontati dal mercato degli OIS.

Non c'è dubbio che tali stime siano caratterizzate da un elevato livello di incertezza e che, quindi, rappresentino una guida poco affidabile per la Banca del Giappone, come per Fed e BCE. Anche la BoJ dovrà affidarsi ai dati economici per valutare passo dopo passo il livello effettivo di restrizione della politica monetaria. Tuttavia, riteniamo che il ritorno dell'inflazione a livelli coerenti con l'obiettivo BoJ giustificherebbe tassi nominali più alti rispetto a quelli oggi scontati dai mercati, soprattutto se i portafogli di politica monetaria saranno gestiti con cautela per limitare i rischi di instabilità finanziaria e agevolare il ribilanciamento dei conti pubblici.

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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 Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo 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. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata 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.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si 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..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

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 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da 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 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 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 Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate da Research Department 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://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) 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 separazione 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://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. 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://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> 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 Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. 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.

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com