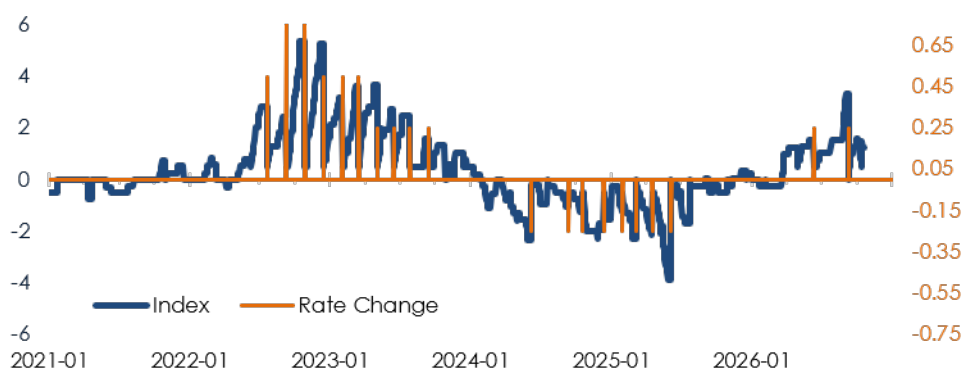


Focus Area Euro
BCE: dalle parole al segnale

Si possono utilizzare agenti IA per estrarre dalle dichiarazioni pubbliche dei membri del Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea informazioni utili per prevedere l'esito delle riunioni di politica monetaria e sintetizzabili in un indice quantitativo. Tutto ciò con basso impegno di risorse e a costi molto contenuti.

- **Dalle parole al segnale.** Abbiamo costruito un archivio verificabile delle dichiarazioni BCE, alimentato dalle informazioni raccolte da un agente IA dalla rete. Le dichiarazioni sono classificate sulla base di un dizionario standardizzato e poi utilizzate per calcolare un indice quantitativo. Direzione e intensità dei messaggi sono cumulate tra riunioni; soglie e filtri traducono l'indice in indicazioni su tagli, rialzi o tassi invariati alla successiva riunione di politica monetaria. La procedura è stata calibrata sul periodo 2021-25.
- La calibrazione 2021-25 classifica correttamente 40 riunioni su 40. Nel 2026, senza ricalibrazione, ha individuato correttamente l'esito delle 6 riunioni di politica monetaria. Il segnale corrente indica tassi invariati il 29 ottobre, sebbene con *tightening bias*.
- **Anche l'intensità conta.** La metodologia pare fornire anche indicazioni riguardo alla possibile dimensione dei rialzi. Nel campione, valori superiori a 3,70 accompagnano sempre rialzi di almeno 50pb, anche se non sono in grado di distinguere mosse di 50 da quelle di 75pb. Inoltre, mancano osservazioni per valutare quali soglie potrebbero essere associate a tagli superiori a 25pb.
- L'analisi disaggregata per membro del Consiglio Direttivo evidenzia che la **dispersione degli orientamenti** è stata molto alta nel drammatico periodo 2022-23 e che, invece, è molto contenuta nel biennio 2025-26: la risposta all'attuale crisi energetica è caratterizzata da maggiore consenso interno.
- Difficile che questo indice aggiunga molto valore alla mera osservazione dei mercati OIS, già molto allenati a interpretare i segnali BCE e solitamente precisi nelle loro 'chiamate' sull'esito dei meeting. Tuttavia, l'indice e le sue trasformazioni potrebbero comunque risultare utili come misura oggettiva dell'orientamento della politica monetaria.

22 ottobre 2026
Research Department
Macroeconomic Research
Luca Mezzomo
Economista

Indice di posizionamento del Consiglio direttivo e variazioni dei tassi (2021-26)


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo con Copilot; per la variazione dei tassi, il dato si riferisce alla variazione del Depo Facility Rate (DFR)

La disponibilità di strumenti di IA sta abbattendo i costi dell'accesso e dell'utilizzo dell'informazione pubblica, spianando la strada all'adozione di metodologie di analisi in precedenza proibitive per costi o impegno di risorse. In un esempio di tali sviluppi, recentemente abbiamo esteso retrospettivamente con l'uso di agenti IA il nostro archivio di dichiarazioni pubbliche di membri del Consiglio direttivo BCE pubblicate sui siti istituzionali o raccolte da agenzie e siti di informazione. Successivamente, abbiamo utilizzato strumenti IA per classificare le dichiarazioni su una scala *dovish-balanced-hawkish* e valutare se fornissero informazioni utili riguardo all'andamento della successiva riunione di politica monetaria. In particolare, in questa prima fase eravamo interessati a capire se il bilanciamento netto della comunicazione consentisse di prevedere se i tassi sarebbero rimasti fermi, se sarebbero stati tagliati o se sarebbero aumentati.

Metodologia dell'analisi e aggiornamento del dataset

L'analisi si basa su un archivio strutturato delle dichiarazioni pubbliche dei membri del Consiglio direttivo della BCE. Per ciascuna osservazione sono registrati la data, la collocazione rispetto alla riunione di politica monetaria (pre- o post-meeting), l'oratore e il relativo ruolo, il tipo di evento o fonte, il passaggio testuale rilevante e la valutazione del segnale. La raccolta privilegia le fonti primarie della BCE - conferenze stampa, discorsi, interviste e audizioni - integrandole con il testo pubblicato da agenzie di informazione o altre fonti identificabili relative a dichiarazioni di governatori di banche centrali nazionali riportate da siti istituzionali o agenzie di informazione. La presenza del collegamento alla fonte e di un estratto sintetico consente di verificare ex post sia l'inclusione dell'osservazione, sia la classificazione assegnata.

Addestramento dell'agente

- **Selezione e normalizzazione.** Le dichiarazioni sono ordinate cronologicamente, filtrate per la presenza di elementi significativi ai fini dell'analisi e associate al ciclo decisionale della BCE; duplicazioni, rilanci dello stesso contenuto e passaggi privi di indicazioni sulla funzione di reazione sono esclusi o neutralizzati.

Numerosità del dataset di dichiarazioni, numero di monetary policy meetings e variazioni dei tassi

Anno	Dichiarazioni incluse	Numero di variazioni dei tassi	Numero delle riunioni di politica monetaria BCE
2021	96	0	8
2022	93	4	8
2023	88	6	8
2024	71	4	8
2025	128	4	8
2026	223	2	8

Nota: per il 2026, dichiarazioni e variazioni dei tassi sono aggiornate alla data di copertura del dataset; il numero delle riunioni comprende l'intero calendario annuale. Fonte: elaborazioni su ECB Officials Statements 2026, foglio Statistiche, e calendario delle riunioni di politica monetaria BCE

- **Classificazione qualitativa.** Il contenuto è classificato come *dovish*, bilanciato oppure *hawkish*, considerando congiuntamente la valutazione di inflazione e crescita, il bilanciamento dei rischi, la persistenza degli shock e le indicazioni sugli strumenti di politica monetaria. La classificazione è effettuata dall'IA sulla base di un dizionario di frasi chiave costruito dall'autore e successivamente ottimizzato.
- **Scoring.** Alla classificazione è associato un punteggio con segno negativo per i messaggi accomodanti, nullo per quelli bilanciati e positivo per quelli restrittivi. L'intensità del punteggio aumenta quando il messaggio contiene un'indicazione più esplicita o operativa sul futuro orientamento della politica monetaria. Il **segnale** è il punteggio attribuito alla singola dichiarazione dopo la valutazione congiunta di direzione e intensità. La scala graduata permette di distinguere segnali deboli da indicazioni più nette senza trasformare ogni differenza retorica in un cambiamento di stance. Il **segnale cumulato** è la somma cumulata dei valori in ordine temporale, con reset a ogni riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo. Un aumento segnala una prevalenza progressiva dei messaggi restrittivi; una

diminuzione indica un rafforzamento della componente accomodante; un profilo laterale riflette una comunicazione nel complesso bilanciata o segnali che si compensano. I due indicatori vengono calcolati su base giornaliera, mantenendo il valore del giorno precedente se non sono presenti nuove dichiarazioni.

La scelta di azzerare il valore del segnale cumulato a ogni riunione di politica monetaria dipende dall'obiettivo primario dell'analisi. Lo scopo dell'esercizio era estrarre un segnale sull'orientamento di brevissimo termine, relativo al solo meeting successivo. Il mancato azzeramento dell'indicatore avrebbe potuto determinare una sovrastima della pressione al rialzo o al ribasso, soprattutto quando i meeting precedenti avevano già prodotto variazioni dei tassi ufficiali. Non dubitiamo che potrebbero essere esplorate altre soluzioni tecniche e che alcune potrebbero rivelarsi più adeguate a estrarre informazioni utili per affrontare problematiche di diversa natura.

Estrazione del segnale sulla decisione sui tassi

Per tradurre l'indicatore continuo in un segnale discreto — taglio, rialzo o tassi invariati — **sono state calibrate due soglie sulla distribuzione storica dell'indice**. In particolare, è stato confrontato il valore cumulato del segnale disponibile prima di ciascuna riunione con la decisione assunta nella stessa riunione dal Consiglio direttivo: valori inferiori alla soglia bassa (**ES**) sono associati a un taglio, valori superiori alla soglia alta (**TS**) a un rialzo, mentre l'intervallo compreso fra le due soglie identifica il mantenimento dei tassi. Le soglie sono scelte sulla base della capacità di separare i tre esiti osservati nel campione 2021-25, minimizzando gli errori di classificazione. Le soglie attualmente in uso sono $ES = -0,99$ e $TS = +1,50$. Viene applicato un **ulteriore filtro** per escludere i casi in cui l'indice supera la soglia, ma si è verificato un **movimento di convergenza verso lo zero importante**. In particolare, vengono esclusi i segnali di allentamento se seguono aumenti dell'indice $>+1,5$ e i segnali di restrizione se seguono cali dell'indice $<-2,0$.

Soglie dell'indice di posizionamento ed esito delle riunioni di politica monetaria dal 2021 al 2026

Index range	Rate Change <0	Rate Change =0	Rate Change >0
-4 to -3	1	0	0
-3 to -1.7	4	0	0
-1.7 to -1.00	3	1	0
-0.99 to 0	0	11	0
0 to 0.45	0	6	0
0.45 to 1.5	0	8	0
1.5 to 3	0	0	6
3 to 4	0	0	4
4 to 5	0	0	0
5 to 6	0	0	2
6 to 7	0	0	0

Nota: la ripartizione è sulla base del solo livello dell'indice, senza correzione per la variazione. Fonte: elaborazioni Research Department Intesa Sanpaolo

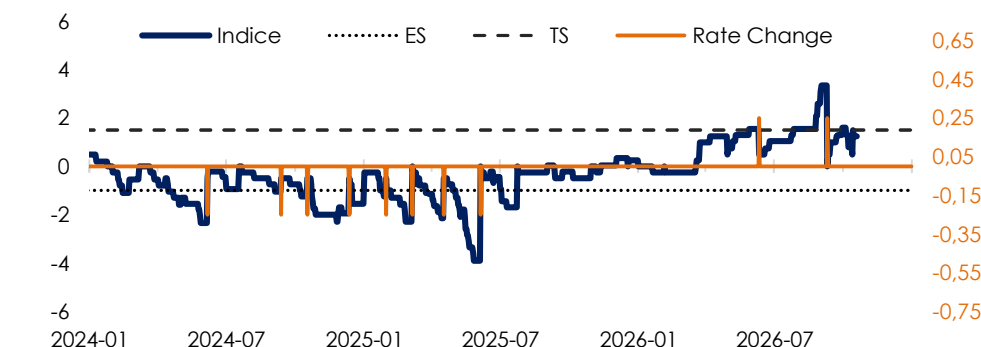
Il segnale di politica monetaria è calcolato con uno sfasamento temporale di sette giorni rispetto alla riunione: il segnale maturato in un ciclo comunicativo è messo in relazione con la decisione della riunione successiva, con una **data di cut-off fissata a sette giorni prima della conferenza stampa della presidenza BCE**. Nell'applicazione corrente, il segnale discreto è aggiornato dopo ogni nuova osservazione applicando al valore dell'indice le soglie fissate nella calibrazione storica.

L'aggiornamento in continuo

L'aggiornamento corrente segue una procedura ripetibile. L'agente IA identifica i nuovi interventi pubblicati dalla BCE e le interviste rilevanti diffuse da fonti esterne; si verificano data, autore, ruolo e testo originario; quindi si inseriscono nel dataset soltanto i passaggi con contenuto informativo per la politica monetaria. Ogni nuova riga è classificata e valutata dall'agente IA con la stessa griglia utilizzata nella calibrazione storica. Dopo un controllo di coerenza rispetto a dichiarazioni analoghe e al contesto della riunione attuato dal supervisore umano, viene

effettuato il calcolo automatico del segnale a partire dall'ultima osservazione valida. Il controllo finale riguarda ordinamento cronologico, duplicati, completezza dei collegamenti, coerenza tra etichetta e punteggio e continuità della cumulata.

Indice di posizionamento del Consiglio direttivo, soglie e variazioni osservate dei tassi - 2024-26



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo con Copilot; per la variazione dei tassi, il dato si riferisce alla variazione del Depo Facility Rate (DFR)

Risultati della calibrazione 2021-25 e applicazione al 2026

La calibrazione sul quinquennio 2021-25 mostra che l'indicatore riesce a rappresentare le principali svolte del ciclo monetario, adattandosi ai cambiamenti della funzione di reazione (v. figure a pag. 1 e pag. 4). Nel 2021 prevalgono inizialmente valutazioni bilanciate o accomodanti, coerenti con l'ampio sostegno monetario e con l'interpretazione ancora transitoria dell'aumento dell'inflazione. Tra la fine del 2021 e il 2022 la cumulata cambia direzione, riflettendo il progressivo riconoscimento della persistenza inflazionistica, la conclusione degli acquisti netti e l'avvio del ciclo di rialzi. Nel 2023 il segnale resta prevalentemente restrittivo, ma diventa più differenziato con l'avvicinarsi del picco dei tassi. Nel 2024-25 la comunicazione si sposta gradualmente verso una maggiore simmetria dei rischi e verso l'allentamento, senza tornare automaticamente a una lettura fortemente dovish: la dipendenza dai dati e l'assenza di un percorso predefinito limitano infatti l'intensità dei punteggi. L'ottimizzazione (che si traduce in modifiche al dizionario standard e all'introduzione di un filtro aggiuntivo sulla variazione dell'indice) produce 40 attribuzioni corrette su 40.

L'applicazione ai dati 2026 indica correttamente un nuovo irrigidimento del tono rispetto alla fase di normalizzazione precedente. Le dichiarazioni attribuiscono maggiore peso alla persistenza dell'inflazione, ai rischi al rialzo e alla necessità di evitare un allentamento prematuro delle condizioni monetarie. SignalQ registra quindi più frequentemente valori positivi, mentre SignalCum torna a inclinarsi verso l'alto. L'indicatore calibrato sul quinquennio 2025-26 **ha correttamente individuato le due riunioni che hanno prodotto un rialzo dei tassi ufficiali e non ha segnalato rialzi dei tassi nelle altre occasioni (nessun falso positivo).** Attualmente, indica che la riunione del 29 ottobre dovrebbe concludersi senza rialzi dei tassi ufficiali.

Valore dell'indice e dimensione della mossa sui tassi

I dati mostrano che livelli particolarmente elevanti dello Stance Index tendono a essere associati a mosse di 50 o 75 punti base anziché di 25pb. Come illustra la tabella seguente, valori superiori a 3,70 sono sempre stati associati a mosse di 50pb o oltre, mentre nell'intervallo compreso tra 2,45 e 3,70 i rialzi sono stati a volte di 25pb altre volte di 50pb o 75pb. Di contro, il dataset non consente di verificare l'esistenza di un legame tra livelli molto negativi e tagli dei tassi superiori ai 25pb per mancanza di dati al riguardo, né è in grado di discriminare fra rialzi di 50pb e di 75pb sulla base del solo livello dello Stance Index.

Distribuzione dell'indice per dimensione dell'intervento sui tassi alla successiva riunione di politica monetaria

Rate change	Min	Mean	Max
-0.50	-	-	-
-0.25	-3.90	-1.96	-1.00
0.00	-1.70	0.03	1.35
0.25	1.55	2.58	3.70
0.50	2.85	3.74	5.25
0.75	2.45	3.90	5.35

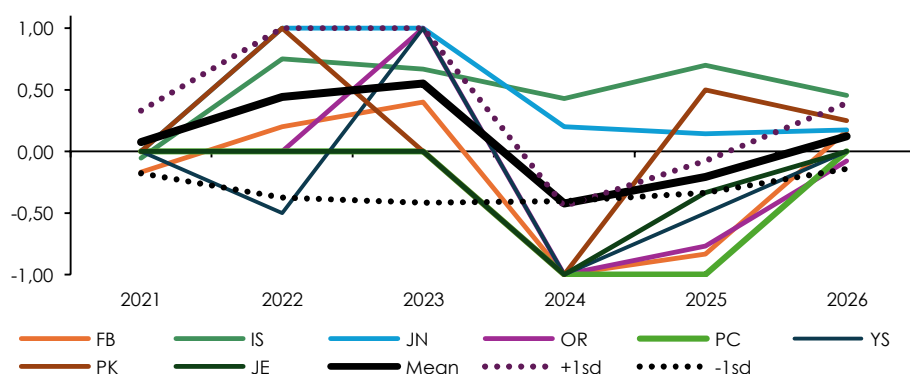
Fonte: elaborazioni Research Department Intesa Sanpaolo

C'è bias nelle dichiarazioni dei membri del Consiglio direttivo?

Il dataset conserva l'informazione sul contributo di ogni membro del Consiglio direttivo all'andamento dell'indicatore, consentendo di verificarne la collocazione rispetto al membro mediano (analisi di *Hawkishness/dovishness*). A tal fine, abbiamo costruito per ciascun esponente e per ciascun anno un indicatore individuale come media dei segnali associati alle sue dichiarazioni: i messaggi *hawkish* assumono valore positivo, quelli *dovish* valore negativo e quelli bilanciati valore nullo. Ai membri per i quali il dataset non riporta dichiarazioni rilevanti (tra il 25 e il 36% nel periodo di addestramento, ma nessuno nel 2026) viene associato un valore nullo. Il calcolo utilizza quindi la direzione della comunicazione. La mediana e la media trasversale degli indici individuali sintetizzano l'orientamento generale del Consiglio direttivo: valori positivi indicano una prevalenza di posizioni restrittive, valori negativi una prevalenza di posizioni espansive, mentre valori prossimi allo zero possono riflettere sia consenso su una linea neutrale, sia compensazione tra orientamenti opposti.

L'evoluzione della media è del tutto coerente con il ciclo monetario: nel 2021 la stance media resta prossima alla neutralità, con una componente ancora accomodante; aumenta rapidamente nel 2022 con la revisione della diagnosi sull'inflazione e raggiunge valori nettamente restrittivi nel 2023; si riduce nel 2024 con l'avvicinarsi e l'avvio dei tagli, diventa più accomodante nella prima parte del 2025 e converge successivamente verso una posizione più neutrale; nel 2026 torna positiva, riflettendo la maggiore attenzione alla persistenza dello shock energetico, agli effetti indiretti e al rischio di disancoraggio delle aspettative.

Pochi membri del Consiglio direttivo della BCE tendono a essere sistematicamente più restrittivi o più accomodanti nella comunicazione pubblica



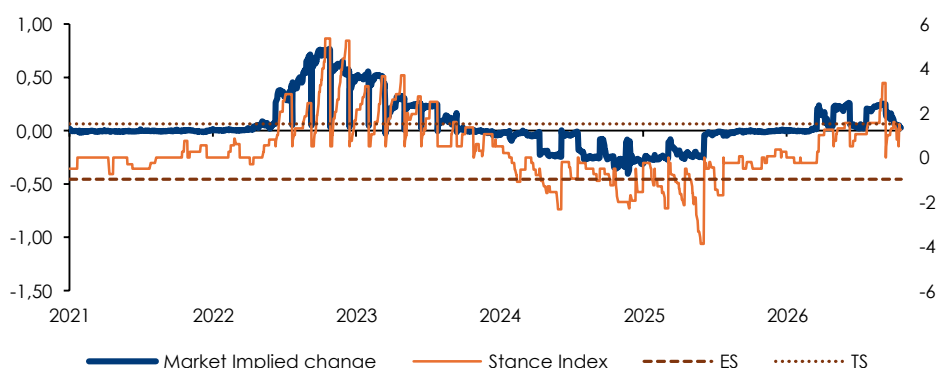
Nota: indice annuo di severità calcolato a partire dalle dichiarazioni pubbliche (interviste, discorsi); la media è calcolata sull'intero dataset delle dichiarazioni. Fonte: elaborazioni Research Department Intesa Sanpaolo

La deviazione standard degli indici individuali misura invece la **dispersione delle opinioni**. Essa è contenuta quando i membri convergono sulla stessa diagnosi e aumenta nelle fasi di svolta, quando differiscono soprattutto la valutazione dei rischi e il *timing* della risposta: nel 2021 la dispersione è limitata, ma cresce nella transizione verso la stretta del 2022; resta elevata nel 2023, quando il consenso sulla necessità di una politica restrittiva è più ampio ma ci sono divergenze riguardo a velocità e punto di arrivo; cala drasticamente nel 2024 e nel 2025-26 resta su livelli ben

inferiori a quelli che hanno caratterizzato il difficile biennio 2022-23. L'analisi del posizionamento individuale evidenzia quest'anno una elevata **convergenza di vedute sulla direzione della politica monetaria nel contesto dello shock energetico**, probabilmente favorita dall'esperienza della crisi inflattiva del 2022.

Per quanto concerne la presenza di *bias* individuali, i dati mostrano che **alcuni membri del Consiglio direttivo tendono a posizionarsi strutturalmente sopra o sotto la media**. Un posizionamento strutturalmente *hawkish* è evidente in particolare per tre membri ancora attivi (Schnabel, Nagel e Kažimír), che talora appaiono muoversi in modo incoerente con il baricentro del Consiglio; in uno di questi casi, però, l'emergere di un bias negativo nel 2024 farebbe pensare più a una preferenza per una politica monetaria molto reattiva che a un bias sistematico. Soltanto un caso (Schnabel) mostra un bias restrittivo sistematico e significativo. Si tratta di un caso importante, dato che è fino al 2025 è sempre fra i tre membri più attivi come numero di dichiarazioni incluse nel dataset, dopo la presidente Lagarde. Di contro, appaiono più *dovish* della media Cipollone, Stournaras, Escrivá, Rehn e Panetta. Di questi, però, tre (Panetta, Rehn e Stournaras) tendono a muoversi in linea con il consenso nel tempo e non hanno evidenziato un bias significativo nel corso del 2026.

I mercati leggono molto bene le intenzioni di breve termine della BCE



Nota: Market Implied Change = differenza fra il tasso ESTR post-meeting calcolato dal LSEG a partire dalla curva OIS e il livello corrente del tasso ESTR. Fonte: dati LSEG Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tassi di mercato monetario e Indice di posizionamento

Le pratiche divinatorie applicate all'esito delle riunioni di politica monetarie sono ben consolidate sui mercati – sia in forma qualitativa, sia quantitativa. Quindi, non bisogna illudersi che nuovi indici possano migliorare la previsione di breve termine sulle mosse della Banca Centrale Europea. L'incremento implicito dei tassi ricavabile dalla curva dei tassi OIS è notoriamente sensibile al flusso di notizie sui dati e a quelle stesse dichiarazioni che alimentano il nostro Stance Index. L'informazione viene mediata dall'interpretazione che gli operatori danno della funzione di reazione della Banca Centrale, compito nel quale vengono agevolati dall'informazione che la stessa BCE fornisce con la conferenza stampa, i discorsi dei membri del comitato esecutivo, le proiezioni macroeconomiche dello staff e altre pubblicazioni.

I mercati tendono a posizionarsi correttamente in prossimità delle riunioni di politica monetaria BCE, fornendo indicazioni non meno precise di quelle dello Stance Index. L'utilità di quest'ultimo potrebbe manifestarsi nelle circostanze in cui le attese di mercato sono influenzate da fattori esogeni (per esempio, aumenti delle aspettative di rialzo dei tassi negli Stati Uniti).

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 SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA 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 SpA.

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.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

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 Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo SpA 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 Divisione IMI Corporate & Investment Banking (www.imi.intesaspanpaolo.com) - 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 SpA 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 SpA. 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 SpA.

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 LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, 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 SpA 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 SpA, 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 – in accordo con 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 e 2242 ove applicabile, 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 società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai 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.

Intesa Sanpaolo SpA 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, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

Intesa Sanpaolo SpA 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)

Riccardo Bellesia

Mario Di Marcantonio

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com