

Focus Stati Uniti

Virus, economia e politica: notizie dal fronte USA

26 agosto 2020

L'abbrivio determinato dallo stimolo fiscale della primavera spinge il rimbalzo della crescita nel 3° trimestre, nonostante l'aumento estivo dei contagi e lo stallo del Congresso sul rinnovo delle misure espansive scadute a fine luglio. I rischi per lo scenario USA sono concentrati sul 4° trimestre, che potrebbe risentire negativamente di una frenata alla dinamica del reddito disponibile e dell'incertezza sull'esito elettorale.

Direzione Studi e Ricerche

Il crollo della crescita causato dalla pandemia e dallo *shutdown* si è interrotto già a maggio, grazie alla riapertura delle attività e ai massicci interventi di politica economica attuati dalla Fed e dal Congresso. I dati congiunturali, sia mensili sia a più alta frequenza, puntano a un rimbalzo della crescita nel 3° trimestre, con una variazione attesa di circa 27% t/t ann.

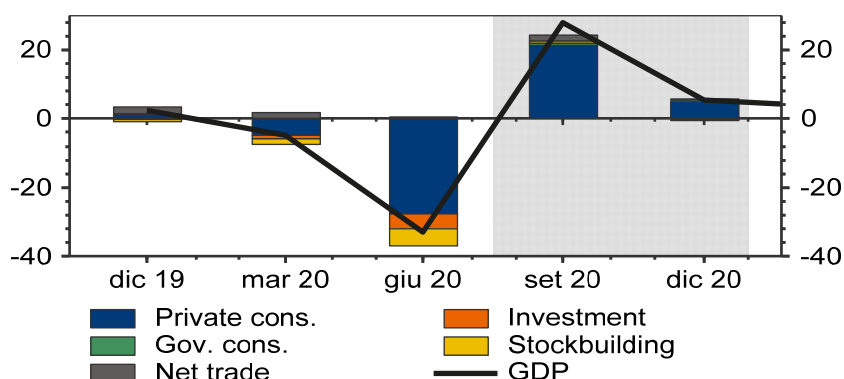
Macroeconomic and Fixed Income Research

La rapida ripresa della domanda è trainata dai **consumi**, sostenuti da un'iniezione di sostegno straordinario al reddito disponibile, derivante dai trasferimenti diretti e dall'espansione dei sussidi di disoccupazione. COVID-19 ha generato un'ampia riallocazione della spesa delle famiglie, dai servizi ai beni, ma la tenuta del reddito ha permesso alla spesa totale di riavvicinarsi ai livelli pre-pandemia in tempi rapidissimi. Per le vendite al dettaglio e per le auto, i livelli di luglio sono già superiori a quelli di febbraio, nonostante un tasso di disoccupazione al 10,2% e un numero di disoccupati superiore a 30 mln.

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

I **rischi per il ciclo USA** sono determinati nel breve termine dall'andamento della pandemia e soprattutto dai negoziati sul nuovo **pacchetto di stimolo fiscale**, bloccati in Congresso da giugno. In assenza di un **rinnovo (anche parziale) dell'integrazione federale ai sussidi di disoccupazione**, il reddito disponibile delle famiglie subirà un netto calo da agosto in poi, che porterebbe a un indebolimento significativo dei consumi nel 4° trimestre e a una possibile ripresa a "W". La nostra previsione è che con la riapertura dei lavori in Congresso e l'avvicinarsi del voto, venga approvato un intervento compreso fra 1,5 e 2 tln di dollari, con trasferimenti diretti alle famiglie, integrazione ai sussidi (inferiore a quella in vigore fra aprile e luglio), trasferimenti agli stati ed estensione dei programmi di sostegno oltre dicembre 2020. La crescita del PIL nel 4° trimestre sarà in probabile rallentamento rispetto al boom estivo. **Il sentiero successivo** dipenderà dall'esito delle elezioni di novembre, ma resterà fortemente **dipendente dallo stimolo fiscale**.

Fig. 1 – Dopo il crollo della primavera, il PIL è atteso in netto rimbalzo nel 3° trimestre



Nota: var. % t/t ann. del PIL e contributi. Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

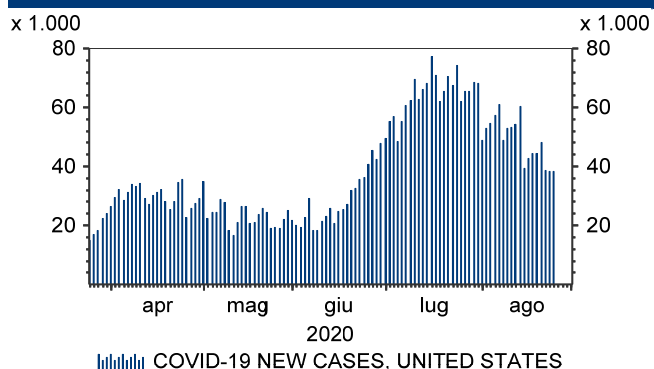
Ripresa estiva, autunno pieno di incognite

L'evoluzione dello scenario USA finora ha seguito il copione previsto, con la ripresa della crescita determinata dallo stimolo fiscale e dalla riapertura delle attività. Lo stallo dei negoziati politici, l'avvicinarsi delle elezioni e la difficoltà del controllo dei contagi confermano la concentrazione di rischi già prevista per la parte finale dell'anno.

COVID-19 resta fuori controllo negli USA, con i nuovi contagi al di sotto dei picchi di luglio, ma ancora in media intorno a 40 mila casi giornalieri, e misure di contenimento non coordinate e insufficienti nelle aree più colpite. È probabile che il quadro sanitario resti a rischio per tutto l'autunno e mantenga effetti restrittivi sui settori aggregativi, con conferme di riallocazione dell'attività dai comparti dei servizi a quelli dei beni. La ripresa della crescita nel 3° trimestre non è in discussione, grazie al sostegno dello stimolo fiscale attuato in primavera e dell'ampio aumento del risparmio delle famiglie. La nostra previsione è di aumento di 27% t/t ann. nel 3° trimestre, dopo -32,9% t/t ann. Il ritmo della crescita dovrebbe rallentare nella parte finale dell'anno, con una previsione di rialzo intorno a 5,5% t/t ann., circondata da enorme incertezza, a causa dello stallo politico sul rinnovo dello stimolo fiscale e dell'esito delle elezioni di novembre.

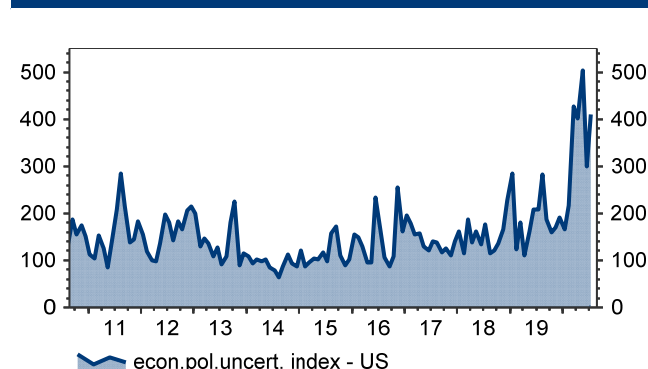
Un'estate di crescita, con molte nuvole all'orizzonte

Fig. 2 – Il quadro sanitario resta fuori controllo



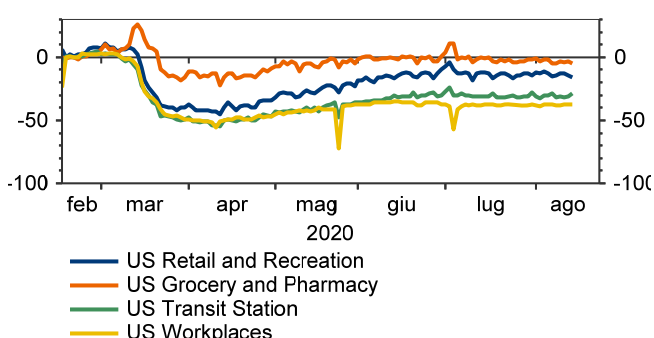
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 3 – L'incertezza sulla politica economica rimane elevatissima



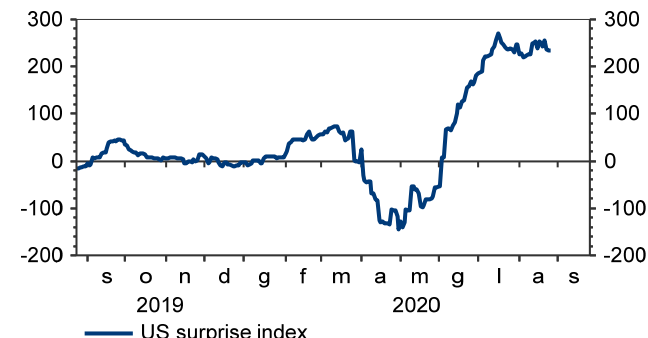
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 4 – La moderata riduzione dei nuovi contagi dai picchi di luglio è accompagnata da una stabilizzazione della mobilità



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 5 – Le sorprese positive dell'estate si vedranno nel rimbalzo della crescita del 3° trimestre



Fonte: Refinitiv-Datastream

La crescita estiva vive di rendita...

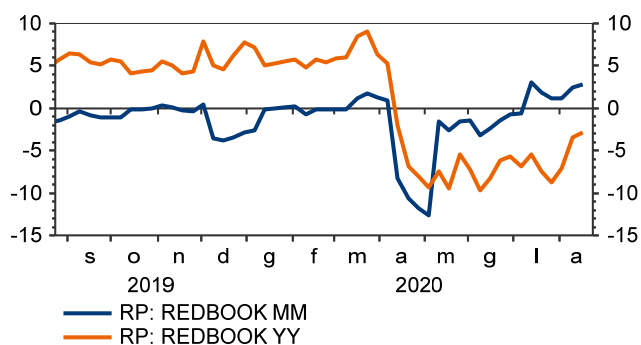
Nonostante il peggioramento del quadro sanitario e il mancato rinnovo (per ora) delle misure fiscali scadute a fine luglio, i dati di attività per il 3° trimestre sono coerenti con una crescita

sostenuta (prev. ISP: 27% t/t ann., dopo -32,9% t/t ann. del 2° trimestre), spinta soprattutto dai consumi, ma con contributi positivi anche dagli investimenti, sia residenziali sia non residenziali.

I **consumi** sono in ripresa da maggio, in rialzo anche al di sopra dei livelli pre-pandemici per quanto riguarda i beni, mentre i servizi restano frenati dagli effetti diretti e indiretti di COVID-19, oltre che dalle misure di contenimento. La tenuta della spesa delle famiglie viene non solo dalla riapertura delle attività in generale, ma anche dallo spostamento delle quote dai servizi (a 66% a giugno da 69,3% di febbraio) ai beni (a 34% di giugno da 30,7% di febbraio). L'aumento sostenuto del reddito disponibile e l'elevato livello di risparmio hanno permesso la rapida ripresa dei consumi anche in presenza di una disoccupazione su livelli record dagli anni '30. I dati ad alta frequenza sono coerenti con le informazioni positive delle variabili con frequenza mensile e puntano a una variazione dei **consumi di circa 33% t/t ann. in estate, dopo -34,6% t/t ann. in primavera**.

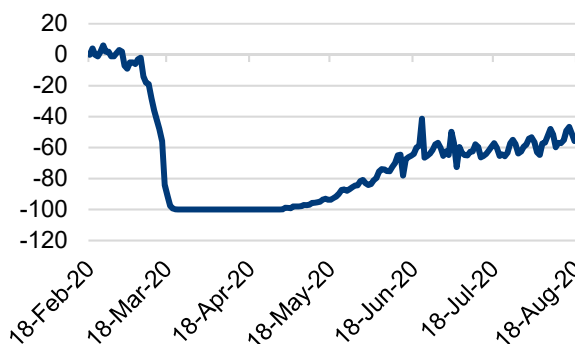
La ripresa nel 3° trimestre è "acquisita" grazie al rimbalzo dei consumi

Fig. 6 - Vendite settimanali in rialzo anche ad agosto



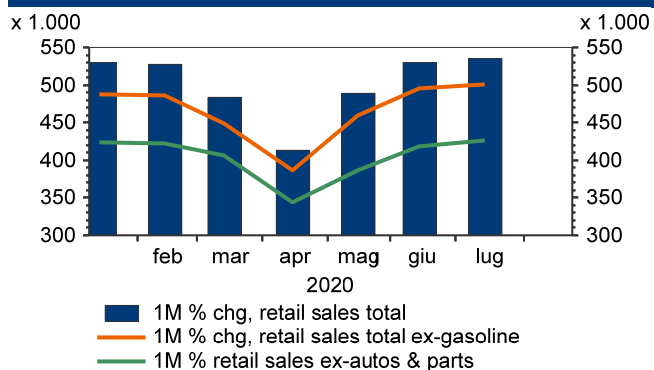
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 7 - Anche i servizi migliorano gradualmente



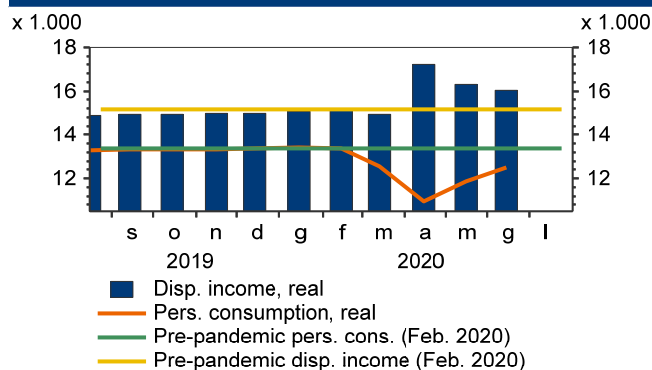
Nota: prenotazioni presso ristoranti in % del livello dell'anno precedente.
Fonte: Opentable

Fig. 8 - Vendite al dettaglio a luglio al di sopra dei livelli pre-pandemia



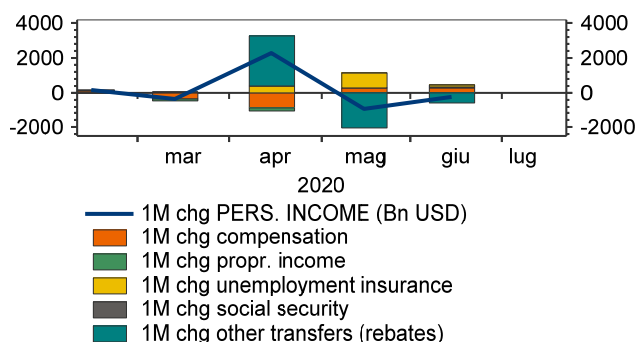
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 9 - Spesa personale a giugno inferiore del 6,6% rispetto a febbraio, con un considerevole "eccesso di risparmio"



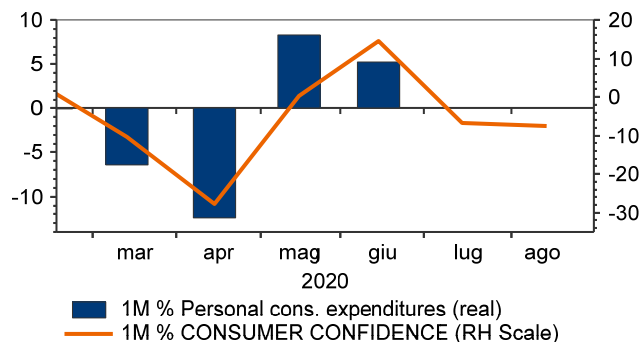
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 10 – La dinamica del reddito disponibile è stata guidata da sussidi di disoccupazione e trasferimenti



Fonte: Refinitiv-Datastream

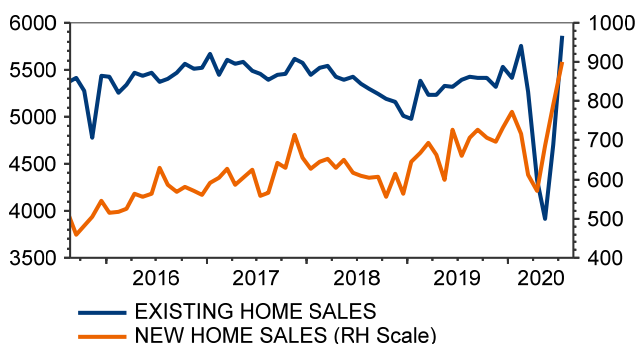
Fig. 11 - Crescita dei consumi in autunno dipendente dal rinnovo dello stimolo fiscale



Fonte: Refinitiv-Datastream

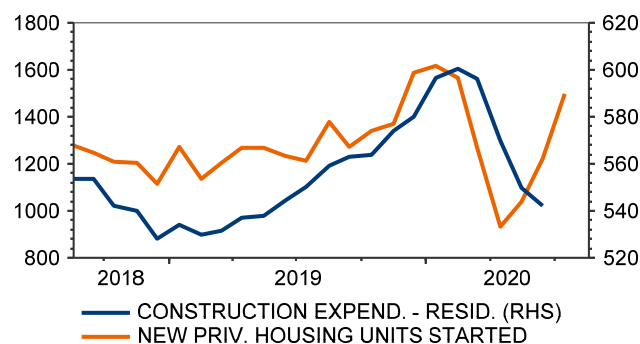
Gli **investimenti residenziali** hanno registrato una correzione in primavera, ma l'attività nel settore immobiliare residenziale ha ripreso a crescere vigorosamente da maggio, grazie anche al crollo dei tassi sui mutui, e dovrebbe dare un ampio contributo positivo alla crescita del 3° trimestre (stima Atlanta Fed nowcast: crescita di 39% t/t ann., con un contributo di 1,5pp).

Fig. 12 – Le vendite di case nuove ed esistenti hanno superato i livelli pre-pandemia



Fonte: Refinitiv-Datastream

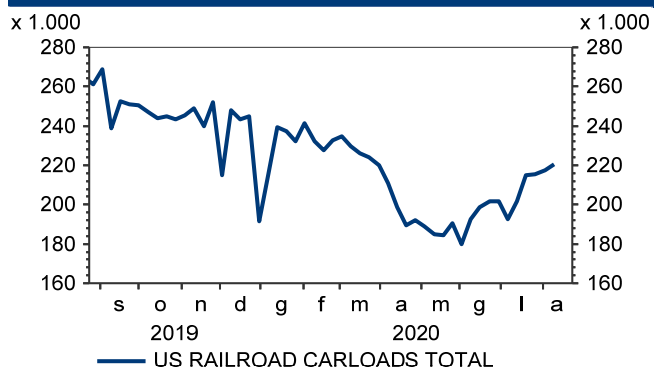
Fig. 13 – Costruzioni residenziali attese in netto rialzo in estate



Fonte: Refinitiv-Datastream

Gli **investimenti non residenziali** dovrebbero essere in crescita marginale nel 3° trimestre grazie alla ripresa della componente macchinari, mentre le strutture dovrebbero essere frenate dalla correzione dell'estrattivo e dall'incertezza sulla domanda. L'attività delle imprese è in espansione, con segnali positivi ad agosto anche nel settore dei servizi, ma i livelli di output restano lontani da quelli di inizio anno, soprattutto nei servizi. Solo il settore auto ha recuperato tutto il terreno perso in primavera (sia in termini di vendite sia in termini di produzione). Gli investimenti resteranno una variabile al traino della dinamica dei consumi e dell'evoluzione della pandemia, nonostante il sostegno della politica monetaria attuato attraverso i tassi e i programmi di credito di emergenza.

Fig. 14 – Traffico merci su rotaia: i minimi sono alle spalle



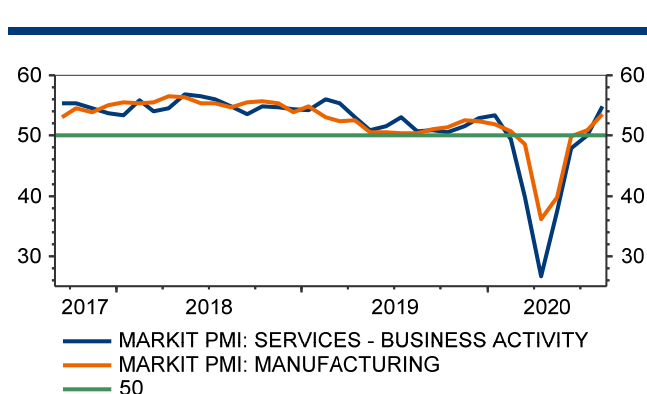
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 15 – Anche la produzione di acciaio ha svoltato



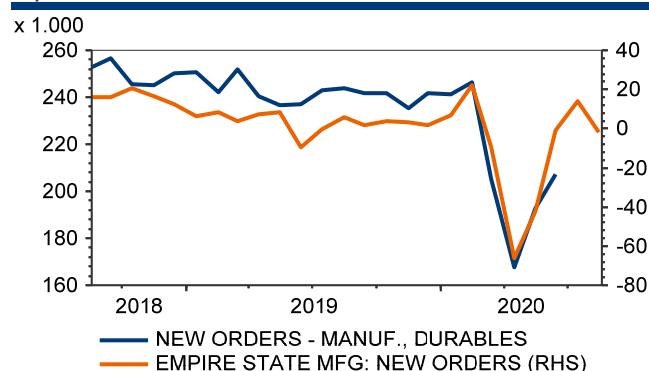
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 16 – Attività in espansione sia nel manifatturiero sia nei servizi



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 17 – L'incertezza sullo scenario pesa sulle decisioni delle imprese



Fonte: Refinitiv-Datastream

Nel complesso, nonostante la situazione sanitaria irrisolta e il mancato rinnovo dello stimolo in scadenza, le informazioni rilevanti per il ciclo nel 3° trimestre danno supporto alla **previsione di netta svolta della crescita** (prev. ISP: -27% t/t ann.), ma il quadro del 4° trimestre è denso di incertezza e di rischi verso il basso.

In autunno, la rotta del ciclo USA è decisa a Washington

La crescita acquisita nei mesi estivi darà una spinta iniziale alla variazione del PIL del 4° trimestre, ma le incognite sono molte, e concentrate sul fronte politico: negoziati per l'estensione dello stimolo fiscale ed esito elettorale.

Su un orizzonte di un paio di trimestri, i fattori cruciali sono l'evoluzione dei contagi e soprattutto il pacchetto di stimolo fiscale. Sul fronte sanitario, è improbabile un'inversione di rotta verso un deciso controllo dei contagi nei prossimi mesi, pertanto la ripresa dell'attività nei settori aggregativi resterà lenta e incompleta, con effetti duraturi sull'occupazione.

Il focus torna quindi sullo **stimolo fiscale**, senza il quale la crescita non è sostenibile, almeno per ora. Infatti, il costante miglioramento del mercato del lavoro sta riassorbendo una parte dei disoccupati, ma non è in grado di supportare in modo autonomo la domanda aggregata. Anche con la creazione di circa 10 mln di posti di lavoro fra aprile e luglio, i disoccupati sono circa 30 mln, di cui circa il 50% si definisce disoccupato temporaneo. In un'indagine della NY Fed, il 71% delle imprese nei servizi e l'82% nel manifatturiero ha richiesto i fondi del Paycheck

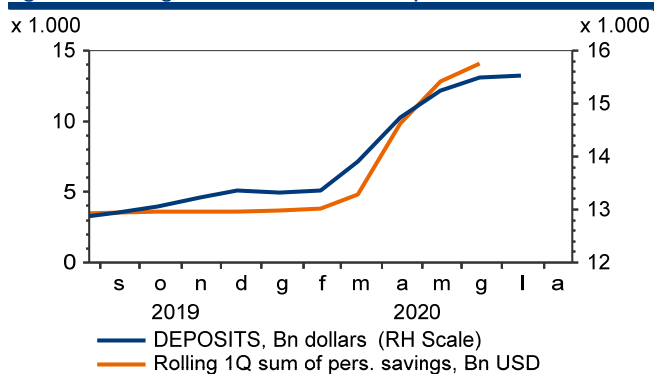
Protection Program. Circa **il 30% delle imprese** prevede, ai livelli attuali di ricavi e senza ulteriore supporto pubblico, di diventare **insolvente in media entro dieci mesi**.

Un elemento centrale per il sentiero della crescita è **l'integrazione federale ai sussidi di disoccupazione** di 600 dollari/settimana (Federal Pandemic Unemployment Compensation, FPUC) in vigore fra aprile e fine luglio. Un'analisi recente di M. Casado et al.¹ stima che **l'eliminazione completa dell'integrazione darebbe luogo a una riduzione della spesa di -44%, mentre riduzioni del FPUC di 400 e 200 dollari, rispettivamente, sarebbero associate a correzioni della spesa di -28% e -12% rispetto ai livelli di fine luglio**. Fino a fine luglio, il sussidio medio erogato ai disoccupati (incluso FPUC) era di 812 dollari alla settimana. Secondo Casado et al., senza FPUC, il sussidio medio settimanale sarebbe pari a 257 dollari. In base a questi dati, la sostituzione del salario ottenuto con i sussidi "integrati" è compresa fra 100% e 200%, a seconda dell'area e del settore. Utilizzando la variabilità dei dati, prima di aprile un aumento di disoccupazione dell'1% era associato a un calo della spesa di circa il 6% (tasso di sostituzione salariale intorno a 0,4). Con un tasso di sostituzione pari a circa 1,2, come in media avvenuto dopo aprile, un aumento di disoccupazione di 1% è invece associato a un incremento della spesa vicino al 6%. La fine del FPUC porterebbe a un calo del coefficiente di sostituzione del 68% (da 1,2 a 0,4) e di conseguenza alla correzione della spesa del 44%.

Integrazione federale dei sussidi di disoccupazione: scenari alternativi

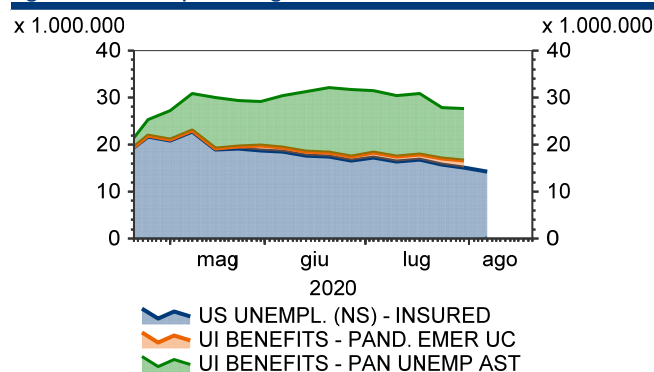
Le famiglie hanno al momento un "tesoretto" di circa 1 tln di dollari derivante dalla combinazione di forte crescita del reddito disponibile da aprile in poi e di contenimento dei consumi a marzo e aprile. Questo costituisce un ammortizzatore per i consumi del 3° trimestre. Le proposte di estensione del FPUC variano fra i 600 dollari/settimana dei democratici a alternative che variano fra l'eliminazione totale e riduzioni comprese fra 200 e 400 dollari per i repubblicani. Alcuni senatori e il segretario del Tesoro avevano anche ventilato la possibilità di integrare i sussidi con una formula definita in base a un coefficiente di sostituzione del salario (per esempio, il 70%), in modo da non frenare il ritorno al lavoro dei disoccupati. Tuttavia, l'adozione di un meccanismo determinato da un coefficiente di sostituzione del salario ha dei costi di implementazioni elevati per gli stati e potrebbe richiedere tempi relativamente lunghi per la sua attuazione.

Fig. 18 - Le famiglie hanno accumulato risparmio nei mesi scorsi



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 19 - I disoccupati ad agosto restano intorno a 30 mln



Fonte: Refinitiv-Datastream

I negoziati fra repubblicani e democratici sono ancora bloccati. I democratici hanno approvato da mesi un pacchetto per 3,4 tln di dollari, mentre i repubblicani hanno delineato interventi per 1 tln. I democratici hanno segnalato la disponibilità a ridurre la dimensione del nuovo pacchetto

¹ M. Casado et al., The effect of fiscal stimulus: evidence from Covid-19, NBER Working Paper n. 27576, Agosto 2020

a circa 2 tln, ma ritengono essenziali finanziamenti per gli stati e per l'US Postal Service, il rinnovo dell'integrazione dei sussidi, nuovi fondi per assistenza, sanità e istruzione.

Quali sono le caratteristiche di uno scenario "estremo" in cui **il Congresso non approva un nuovo pacchetto di stimolo**? Secondo il Committee for a Responsible Budget (CRFB), attraverso atti del Congresso, finora sono stati approvati interventi complessivi per 3,8 tln, di cui sono stati spesi 2,2 tln. In base alle informazioni disponibili, da aprile a oggi sono stati erogati 280 mld di supporto al reddito delle famiglie (di cui 241 mld per sussidi di disoccupazione) e 272 mld per pagamenti diretti (recovery check), oltre a 33 mld per sostegno collegato ai prestiti degli studenti (v. tabella 1). Pertanto, **il supporto diretto al reddito delle famiglie è stato pari a circa 550 mld**.

E se non venisse approvato un nuovo pacchetto di stimolo per le famiglie?

Tab. 1 – Interventi legislativi approvati da aprile

Action	Allowed	Committed/disbursed	Deficit impact
Legislative	3.8	2.3	2.5
Loan programs	1.6	0.992	0.793
Tax policy	0.789	0.334	0.369
Income support	0.425	0.280	0.403
Unemployment benefits	0.341	0.242	0.341
Nutrition funding	0.047	0.009	0.047
Delay student loan payments	0.03	0.023	0.0085
Child & family services	0.0062	0.006	0.0061
Health spending	0.302	0.115	0.302
Direct payment	0.292	0.272	0.292
State & local funding	0.217	0.18	0.217
Other spending	0.102	0.029	0.101
Grant programs	0.0548	0.0535	0.0547

Nota: Dati in tln di dollari. Fonte: Committee for a Responsible Federal Budget

Il Peterson Institute for International Economics (PIIE) stima che una **riduzione del reddito delle famiglie di 500 mld** determinerebbe un calo del PIL di circa 4-5% e una riduzione dell'occupazione compresa fra 4 e 5pp². Secondo l'analisi del PIIE, la contrazione del reddito delle famiglie avrebbe un impatto aggregato negativo circa doppio, intorno a 1 tln di dollari, generato dall'effetto moltiplicativo della correzione della domanda. Per ogni 100 mld di reddito delle famiglie "perso" direttamente, il PIL viene ridotto di 1pp. Con un moltiplicatore di 1,4, l'impatto complessivo sul PIL derivante dalla riduzione di reddito di 500 mld sarebbe pari a 710 mld di dollari (-3,8%), con un calo di occupazione di -4%. Il PIIE stima un secondo scenario in cui alla riduzione diretta di reddito è associata anche una flessione degli investimenti di circa -5%. In questo caso, il moltiplicatore sarebbe pari a 1,88, con una conseguente diminuzione del PIL di 940 mld (-5%) e dell'occupazione di -5,3%. Queste stime sono relativamente ottimistiche, perché non includono possibili ricadute derivanti da mancati pagamenti degli affitti e dei mutui, sfratti, fallimenti di individui e imprese.

A inizio agosto, il Presidente ha emesso un **ordine esecutivo che prevede l'erogazione di fondi di emergenza della Federal Emergency Management Agency (FEMA)** per finanziare il pagamento di un'integrazione dei sussidi di disoccupazione di 400 dollari/settimana (ci cui 300 dollari a carico del governo federale e 100 dollari a carico degli stati). Al di là delle questioni relative alla dubbia legalità dell'intervento, l'implementazione di questo ordine è difficoltosa (oltre che onerosa) per gli stati, che stanno iniziando ora le procedure di attivazione. Gli effetti sarebbero comunque limitati anche nella migliore delle ipotesi. Infatti, i fondi del FEMA disponibili per i sussidi sono pari a un massimo di 44 mld di dollari, che arriverebbero probabilmente in un unico trasferimento durante il mese di settembre.

Ordine esecutivo del Presidente: effetti limitati e transitori

² S. Robinson, R. Hinojosa-Ojeda, US failure to renew COVID-19 stimulus threatens further economic decline and unemployment, PIIE, Agosto 2020.

La Camera si è riunita giorni fa per discutere il finanziamento dell'USPS alla vigilia delle elezioni, con una possibile riapertura delle discussioni sul pacchetto di stimolo. La nostra previsione è che entro metà settembre venga trovato un **compromesso sulle misure di sostegno all'economia, per un ammontare compreso fra 1,5 e 2 tln di dollari**. Nel nostro scenario centrale, prevediamo un accordo fra i due partiti per un intervento compreso fra 1,5 e 2 tln di dollari, con la riattivazione dell'**integrazione federale dei sussidi di disoccupazione, su un livello inferiore ai precedenti 600 dollari/settimana, e potenzialmente nell'ordine di 300-400 dollari/settimana**. Questo implicherebbe un ritmo di crescita dei consumi moderato, che richiederebbe anche un sostegno diretto dal calo della disoccupazione nei prossimi mesi. I partiti potrebbero anche implementare un nuovo trasferimento una tantum, di entità marginalmente inferiore o uguale al recovery check di aprile (1200 dollari per individuo al di sotto di una soglia fissa di reddito). Di conseguenza, il reddito e i consumi delle famiglie potrebbero subire un rallentamento a settembre, per riaccelerare nella seconda parte del 4° trimestre.

Il corso della politica economica nel 2021 sarà dipendente dall'esito elettorale, non solo riguardo alla scelta del presidente, ma anche alle maggioranze in Congresso. La Camera dovrebbe mantenere una maggioranza democratica, ma la capacità di influire sulle scelte di policy dal 2021 in poi dipenderà dal controllo del Senato, dove per ora sono ancora marginalmente favoriti i repubblicani. Sul fronte presidenziale, i sondaggi mantengono un netto vantaggio per Biden, ma mancano ancora due mesi al voto e l'esito elettorale non si può dare per scontato. Le piattaforme dei due candidati divergono sui grandi temi (immigrazione, redistribuzione, sanità), tuttavia le condizioni congiunturali implicano che **la politica fiscale resterebbe ampiamente espansiva sia con Biden sia con Trump**.

Una vittoria democratica, soprattutto se estesa anche al Senato, potrebbe modificare la distribuzione del carico delle imposte fra classi di reddito, con un possibile aumento di tassazione anche sulle imprese. Tuttavia, il probabile aumento di trasferimenti a favore delle fasce di reddito più basse e dei disoccupati darebbe un sostegno alla domanda maggiore rispetto a quello atteso con un presidente repubblicano e un Congresso diviso. Pubblicheremo a settembre un'analisi dei programmi di Biden e Trump e delle prospettive della politica economica post-elettorale.

Nel nostro scenario centrale, il Congresso potrebbe approvare un nuovo pacchetto con misure per circa 1,5-2 tln di dollari

La politica economica dal 2021 in poi sarà determinata dall'esito elettorale, ma la politica fiscale resterà ampiamente espansiva, chiunque sia il Presidente

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-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 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 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 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://group.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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 and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

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 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 Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

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
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com