

Focus Stati Uniti

Fed: cosa cambierà dopo la revisione degli obiettivi?

11 settembre 2020

La nuova strategia di politica monetaria (SPM) annunciata a fine agosto elimina il bias preventivo per il contenimento dell'inflazione, con implicazioni generalmente *dovish*. Alla riunione di settembre, Powell sottolineerà il contributo della nuova SPM per sostenere il ciclo e spingere verso l'alto l'inflazione, ma ribadirà che la politica monetaria non sarà guidata da regole "meccaniche".

Direzione Studi e Ricerche

La riunione del FOMC di settembre sarà incentrata su tre temi.

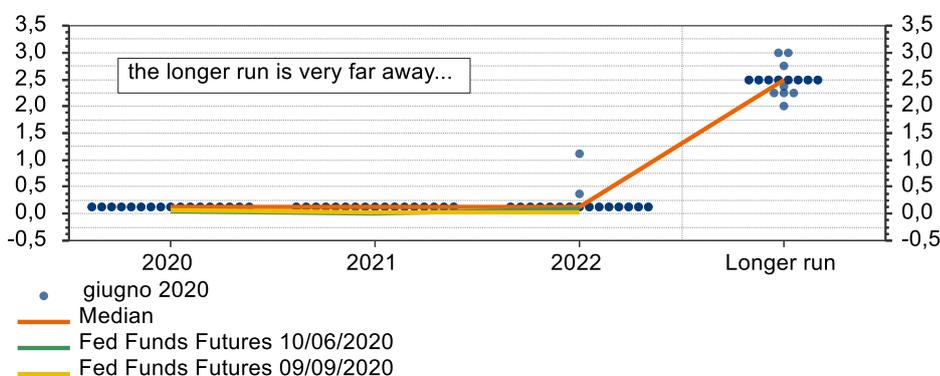
Macroeconomic and Fixed Income Research

- La **valutazione congiunturale**, che dovrebbe continuare a sottolineare i rischi per la ripresa nonostante i segnali complessivamente positivi per la crescita e il mercato del lavoro. Il FOMC dovrebbe ribadire la necessità di ulteriore stimolo fiscale e la possibilità di nuovi interventi monetari espansivi.
- La **comunicazione** della nuova strategia di politica monetaria annunciata a fine agosto, con chiarimenti operativi e implicazioni per la funzione di reazione della Banca centrale.
- Le **indicazioni per future modifiche alla forward guidance sui tassi e sugli acquisti di titoli**. Per i tassi, il FOMC potrebbe discutere ancora le possibili variazioni da adottare (guidance definita su livelli di inflazione o su date, o su un mix), poiché al momento le aspettative sui tassi sono ben ancorate e non richiedono interventi urgenti. Per i titoli, il Comitato dovrebbe preparare un graduale aumento della quota di Treasury sul totale di acquisti mensili (oggi pari a 120 mld), a scapito di quella di MBS, con l'obiettivo di tornare ad acquisti concentrati esclusivamente sui Treasury. Il Comitato potrebbe anche segnalare la possibilità di attuazione di nuovo stimolo attraverso il potenziamento del bilancio, se necessario.

Giovanna Mossetti  
Economista - USA e Giappone

Il messaggio della riunione dovrebbe essere di un Comitato unanime e compatto nella **disponibilità ad agire ancora a sostegno della ripresa**.

Fig. 1 – La riunione di settembre dovrebbe confermare aspettative di tassi fermi sull'orizzonte previsto (almeno fino al 2023)



Fonte: Federal Reserve Board e Refinitiv-Datastream

## La strategia di politica monetaria si adatta alla “nuova normalità”

La riunione di settembre sarà dedicata al consolidamento della comunicazione della nuova strategia di politica monetaria, con indicazioni di future modifiche alla *forward guidance*

La riunione del FOMC del 15-16 settembre sarà la prima nell'era della nuova strategia di politica monetaria (SPM) annunciata il 27 agosto scorso. Le conclusioni della review della SPM, durata più di un anno, codificano in modo esplicito la svolta elaborata gradualmente dopo la grande recessione, mirata ad abolire il bias verso interventi preventivi contro il rialzo dell'inflazione, e centrata su due cardini. Il primo riguarda la **definizione dell'obiettivo di inflazione** che, da puntuale, diventa una media “flessibile”. Il secondo prende atto dei cambiamenti strutturali dell'economia che definiscono la **“nuova normalità”** e che rendono inopportune reazioni preventive di fronte a riduzioni del tasso di disoccupazione.

### Nuovo obiettivo per la stabilità dei prezzi: “average inflation targeting flessibile”

La nuova SPM cambia l'obiettivo di inflazione dal livello puntuale del 2% (adottato esplicitamente nel 2012) a una media (average inflation target, AIT) del 2% “nel tempo”. Operativamente, il Comitato ritiene che, “dopo periodi in cui l'inflazione è stata persistentemente al di sotto del 2%, la politica monetaria appropriata probabilmente mirerà a raggiungere un'inflazione moderatamente superiore al 2% per qualche tempo”. L'idea di formulare la stabilità dei prezzi in termini di media mira a creare un meccanismo “automatico” di ancoraggio delle aspettative, che dovrebbero essere in rialzo in caso di under-shooting e in calo in caso di over-shooting. Con un obiettivo puntuale, invece, la storia precedente non viene incorporata in modo esplicito nella determinazione della politica monetaria futura.

Il FOMC avrebbe potuto scegliere fra diverse modalità per incorporare il mancato raggiungimento dell'obiettivo “puntuale” del 2% nella propria strategia. L'obiettivo di inflazione media adottato dal FOMC è “flessibile”, nel senso che non è specificato su un orizzonte definito, e quindi non richiede un'effettiva, formale compensazione dell'under-shooting con un corrispondente over-shooting, ma semplicemente l'aspettativa di inflazione “moderatamente sopra il 2% per un certo tempo”. **Questa formulazione lascia flessibilità (e arbitrarietà) nella reazione della politica monetaria** ed è relativamente meno dovish in questa fase, rispetto a una possibile revisione “rigida” della definizione dell'obiettivo sui prezzi, che avrebbe potuto essere formulato sul livello dei prezzi o su una media delle variazioni definita temporalmente in modo preciso.

L'ultimo decennio è un caso emblematico per confrontare diverse formulazioni di obiettivi che tengano conto del mancato raggiungimento di un obiettivo puntuale. Fra il 2012 e il 2020, l'inflazione è stata di 0,7pp al di sotto dell'obiettivo, ma le previsioni del FOMC per il futuro sono sempre rimaste ancorate al 2%, cancellando le discrepanze precedenti, applicando il principio secondo cui “bygones are bygones”. Su un orizzonte molto lungo, per esempio, la Fed ha soddisfatto un obiettivo di inflazione core al 2%: l'inflazione core media degli ultimi 30 anni è stata pari a 1,9%. Su periodi più brevi, ci sono stati intervalli anche prolungati di deviazioni dal livello dei prezzi definito su una regola puntuale del 2%, con over-shooting massimo del 4,6% nel 1995 e under-shooting a metà 2020 di -3,5%.

Con una definizione di stabilità sul **livello**, anziché sulla variazione, dei prezzi, l'intera discrepanza dall'obiettivo del 2% dovrebbe sempre essere recuperata e la variazione annua in caso di deviazioni precedenti sarebbe diversa dal 2% (v. fig. 1), con una maggiore volatilità di breve termine dei tassi di inflazione. In caso di obiettivo puntuale sulla variazione, non c'è recupero del terreno perso e il sentiero dei prezzi sarà persistentemente su un livello inferiore, con una volatilità minore dell'inflazione. Tuttavia, in caso di over-shooting dell'inflazione, avere un obiettivo sul livello dei prezzi sarebbe problematico, perché potrebbe implicare tassi di inflazione anche ampiamente negativi.

**La nuova era della strategia di politica monetaria elimina il bias per azioni preventive contro rialzi attesi dell'inflazione**

**La politica monetaria non seguirà regole automatiche neppure nel nuovo regime di “average inflation targeting flessibile”**

La scelta di un obiettivo su una media della **variazione** dei prezzi permette di evitare l'eccessiva variabilità e gli aggiustamenti non desiderabili (e.g., deflazione) collegati a un obiettivo sul **livello** dei prezzi. Bernanke aveva proposto di definire l'obiettivo di inflazione sul livello dei prezzi in caso di disinflazione e sulla variazione in caso di accelerazione. Un obiettivo di questo tipo non può essere adottato per motivi di comunicabilità, ed è quindi solo teorico. La formulazione scelta dal FOMC nella nuova SPM non è però un vero e proprio obiettivo sulla media dell'inflazione, perché l'intervallo temporale su cui definire la media stessa non è reso esplicito. Questo lascia un ampio margine di flessibilità (e arbitrarietà) alla Fed, che può riservarsi di "interpretare" i motivi che, di volta in volta, causano under-shooting o over-shooting. Una regola predeterminata su uno specifico orizzonte temporale sarebbe altrettanto arbitraria rispetto alla flessibilità che lascia l'attuale AIT.

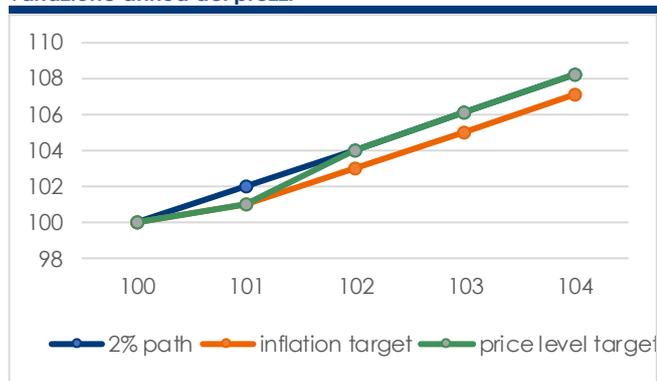
La **flessibilità del nuovo framework** è stata sottolineata da tutti i partecipanti al FOMC che hanno parlato dopo la pubblicazione delle conclusioni della review, a partire da Powell. Nell'intervento al simposio di Jackson Hole, Powell ha detto che "non ci stiamo vincolando a una particolare formula matematica che definisca la media. Perciò, il nostro approccio potrebbe essere visto come una forma flessibile di 'average inflation targeting'. Le nostre decisioni riguardo alla politica monetaria appropriata continueranno a riflettere un ampio spettro di considerazioni e non saranno dettate da alcuna formula". I partecipanti che hanno fatto riferimento a livelli di inflazione futuri coerenti con il nuovo obiettivo sulla media hanno indicato valori vicini al 2,5%: Evans, Kaplan, Bullard, Harker, per esempio. Il consenso nel Comitato è unanime sul fatto che la "vaghezza" della definizione della media è voluta e che il focus deve essere sulla traiettoria. Come hanno detto Bostic, Harker, Brainard, vi è una differenza rilevante fra essere al 2,4% per due-tre anni, o essere al 2,4% con pressioni verso il 2,7-2,8%.

Considerando l'inflazione misurata con il deflatore dei consumi negli ultimi 5 anni, il raggiungimento di una media del 2% nei prossimi 5 anni richiederebbe **un'inflazione media del 2,5%**. Probabilmente, **questo è il contesto temporale generalmente condiviso nel Comitato**.

**Il FOMC non vuole vincolarsi a una "particolare formula matematica"**

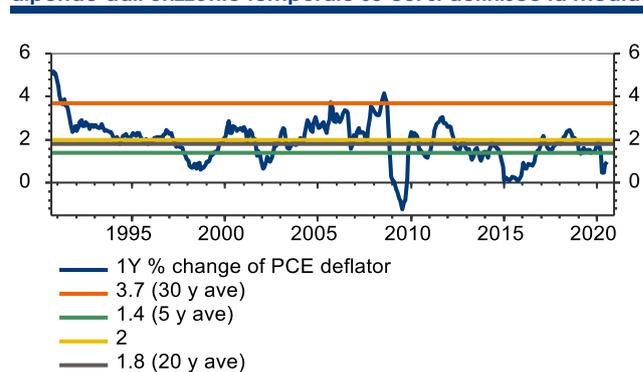
**Il consenso nel FOMC sembra accettare un'inflazione fino al 2,5%**

**Fig. 2 – Due regole "estreme": obiettivi puntuali su livello e variazione annua dei prezzi**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 3 – La specificazione dell'"average inflation targeting" dipende dall'orizzonte temporale su cui si definisce la media**



Fonte: Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

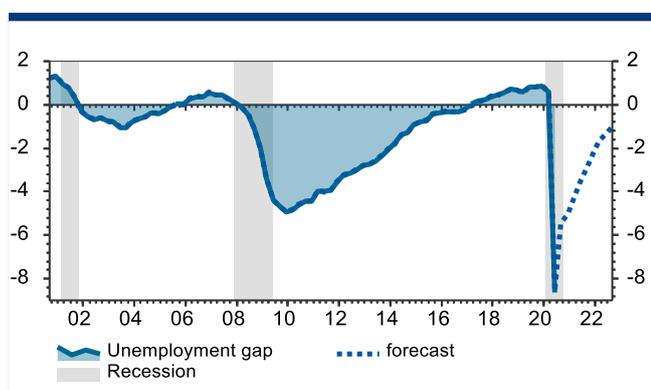
### Eliminazione del bias per azioni preventive nella "nuova normalità"

Il FOMC riconosce esplicitamente alcune caratteristiche della nuova normalità, che giustificano il cambiamento di strategia rispetto al passato precedente la grande recessione: il calo del tasso di interesse naturale, il trend debole dell'inflazione sottostante e la ridotta sensibilità dell'inflazione alle tensioni sul mercato del lavoro. Il bias verso azioni preventive, in vigore dalla fine degli anni '70, non ha più ragion d'essere, ed è anzi controproducente.

**La nuova normalità elimina le politiche preventive**

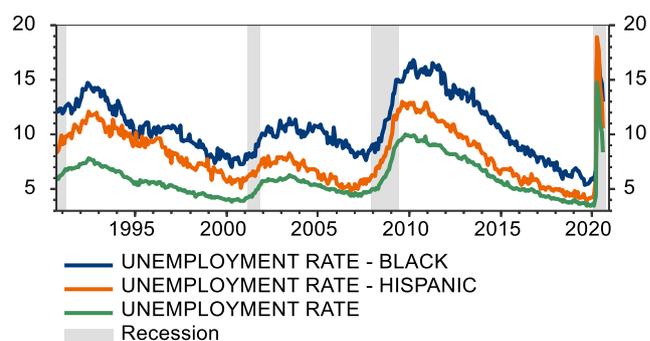
La **riduzione del livello medio dei tassi di interesse** dell'ultimo decennio implica uno spazio di manovra per politiche accomodanti più ridotto e una maggiore probabilità di raggiungimento del limite dello zero rispetto al passato, quando in media i tassi venivano tagliati di circa 4,5-5pp in fase recessiva, contro il taglio di 1,5pp nel 2020. Inoltre, **tassi di inflazione mediamente al di sotto del 2%** insieme a tassi di interesse al limite dello zero rischiano di alimentare una spirale negativa sulle **aspettative**, rafforzando i trend esistenti. Infine, **la sensibilità dell'inflazione alla riduzione di risorse inutilizzate sul mercato del lavoro** è ampiamente calata negli ultimi cicli e si manifesta in una curva di Phillips quasi piatta. La mancata reazione della dinamica dei prezzi al persistente calo del tasso di disoccupazione ha permesso al FOMC di ridefinire **la massima occupazione come una variabile "inclusiva"**, che offre opportunità di lavoro a categorie di individui tipicamente ai margini del mercato, sia per caratteristiche demografiche, sia per livello di istruzione. Ora, il FOMC definisce l'obiettivo di massima occupazione come "ampio" e "inclusivo" rispetto al "normale", in modo da minimizzare anche i differenziali fra diversi gruppi demografici ed etnici.

**Fig. 4 – Prima della pandemia, l'unemployment gap ha continuato ad aumentare senza effetti sull'inflazione**



Fonte: Refinitiv-Datastream, CBO: previsioni tasso di disoccupazione e NAIRU

**Fig. 5 – La persistente spinta verso il basso del tasso di disoccupazione ha permesso di ridurre il differenziale fra gruppi più e meno svantaggiati**



Fonte: Refinitiv-Datastream

### Implicazioni per la politica monetaria: rischi limitati, ma non nulli, nel medio-lungo termine

Nel **breve periodo**, la politica monetaria non sarà diversa da quanto atteso prima dell'annuncio della nuova SPM. Fed e mercati concordano dall'inizio della pandemia sulla previsione che **i tassi resteranno fermi, a zero, su un orizzonte di diversi anni**.

Le risposte meno scontate riguardano domande relative al **medio-lungo termine**. Il nuovo *framework* potrebbe fare riemergere pressioni inflazionistiche eccessive? La Fed potrebbe utilizzare il controllo della curva per assorbire le emissioni nette che risulteranno necessarie per finanziare deficit e debito associati allo stimolo fiscale, diventando un'ancella del Tesoro come nel secondo dopoguerra? Le risposte a queste domande sono in linea di principio rassicuranti, ma non possono escludere rischi.

L'inflazione su un orizzonte a circa due anni dovrebbe rimanere contenuta, all'interno del range indicato dai partecipanti al FOMC (intorno a 2,5%), con una prevalenza degli effetti dell'output gap e dell'aumento del tasso di risparmio rispetto a quelli derivanti dai rialzi dei costi. La nuova formulazione della SPM, non vincolando la Fed a regole rigide e automatiche, permetterà alla banca centrale di rispondere in modo autonomo a modifiche delle condizioni macroeconomiche, in particolare in caso di potenziale accelerazione della dinamica dei prezzi. Infine, l'indipendenza della Fed dalle autorità politiche ha in ogni caso dei limiti, non collegati alla nuova SPM: gli obiettivi e il funzionamento della politica monetaria sono determinati da leggi emanate dal Congresso, che in qualsiasi momento potrebbe modificare e accentrare a sé il ruolo della banca centrale.

**Livello dei tassi di interesse in calo e inflazione bassa aumentano i rischi di raggiungere il limite dello zero**

**L'inflazione non risponde quasi più alla riduzione di risorse inutilizzate sul mercato del lavoro**

**La nuova strategia di politica monetaria non modifica il quadro nel breve termine...**

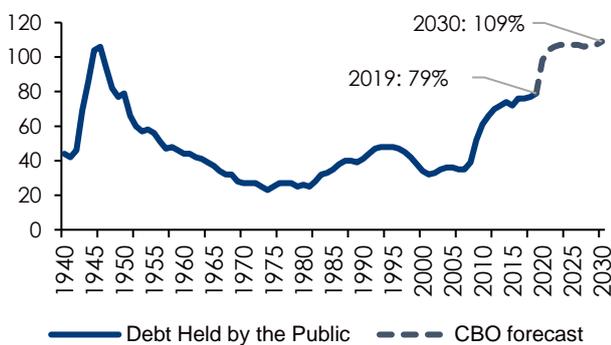
**...ma nel medio termine non si possono escludere rischi di aumento significativo dell'inflazione in un contesto di forte crescita del debito federale**

A partire dal secolo scorso, dopo significativi aumenti del debito pubblico, associati in genere a guerre, il riequilibrio dei conti federali è avvenuto in parte attraverso un moderato aumento dell'inflazione, mentre nel secolo precedente l'aggiustamento avveniva attraverso restrizione fiscale. In quali condizioni potrebbe manifestarsi una **"fuga" dell'inflazione con possibili interventi da parte dell'esecutivo per costringere la Fed a finanziare comunque il debito a tassi controllati**, come alla fine degli anni '40?

Come nota Blanchard<sup>1</sup>, una pericolosa accelerazione dell'inflazione difficilmente potrebbe provenire da pressioni sul mercato del lavoro o da eccesso di domanda nei prossimi anni. All'origine di uno scenario di inflazione elevata potrebbe invece esserci un aumento del debito/PIL superiore alle previsioni attuali (20-30%), e nell'ordine di 50-60% con conseguente pressione verso l'alto sui rendimenti e indirettamente anche sul tasso di interesse neutrale. Secondo Blanchard, a un aumento di 1pp del rapporto debito/PIL, corrisponde un incremento del tasso neutrale di circa 2-4pb. Pertanto, in caso di rialzo del debito/PIL di circa 60%, il tasso neutrale sarebbe in crescita di 120-140pb, con possibili rischi di insostenibilità del sentiero del debito. Un rialzo significativo del tasso neutrale potrebbe essere causato anche da altri fattori (calo del risparmio, aumento degli investimenti).

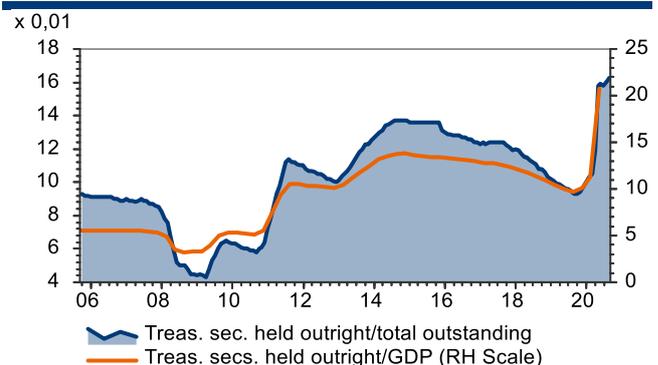
Indipendentemente dalle cause, a un più elevato tasso neutrale dovrebbe corrispondere una reazione dei tassi ufficiali per mantenere il controllo dell'inflazione. Tuttavia, le autorità politiche potrebbero mettere pressione sulla banca centrale, come avvenuto nel secondo dopoguerra, per limitare il servizio del debito e il necessario aggiustamento fiscale. **Questo scenario di coda, per quanto poco probabile, non è impossibile, e ha diversi precedenti storici.**

**Fig. 6 – Il Congressional Budget Office prevede il debito/PIL a 109% nel 2030 a legislazione invariata: probabile un sentiero più ripido**



Fonte: Congressional Budget Office, previsioni aggiornate a settembre 2020

**Fig. 7 – La Fed detiene circa il 23% del debito federale, circa metà della quota di JGB detenuta dalla BoJ (47,2% a marzo 2020)**



Nota: l'aggregato "Treas. Secs held outright" include solo i titoli emessi dal Tesoro e detenuti dalla Fed ed esclude i titoli MBS. Fonte: Refinitiv-Datastream

### Previsioni per la riunione di settembre: ancora in discussione la nuova forward guidance

La riunione di settembre dovrebbe essere concentrata sulla comunicazione della nuova SPM e sulle sue implicazioni. Le **proiezioni macroeconomiche** potrebbero subire revisioni su fine 2020, ma essere poco variate per gli anni successivi, con indicazioni di **tassi fermi su tutto l'orizzonte previsivo, esteso ora al 2023**. Il grafico a punti potrebbe registrare uno **spostamento verso il basso delle stime del tasso di interesse di più lungo termine**, ma per muovere la mediana dall'attuale 2,5% occorrerebbe un cambiamento di opinione da parte di almeno 4 partecipanti. Questo sarebbe un esito rilevante per il medio termine, anche se non modificherebbe la politica attesa sull'orizzonte previsivo fino al 2023.

**Proiezioni macroeconomiche poco variate per il 2021, estensione al 2023**

<sup>1</sup> O. Blanchard, High inflation is unlikely but not impossible in advanced economies, Peterson Institute for International Economics, aprile 2020.

Operativamente, le prossime mosse del FOMC riguarderanno due fronti: la **forward guidance** sui tassi e quella sugli acquisti. I commenti di alcuni partecipanti hanno indicato che a settembre potrebbe esserci ancora discussione sulla *forward guidance* per i **tassi**, alla luce della nuova SPM e in attesa di avere maggiore visibilità sul ciclo che, secondo Powell, potrà richiedere ancora qualche mese. In particolare, rimane cruciale la possibilità di un nuovo pacchetto fiscale, per ora molto incerto nei tempi e nelle dimensioni. Con il nuovo obiettivo sulla media dell'inflazione, il Comitato potrebbe definire la *forward guidance* con un limite minimo di tempo o con un livello soglia per l'inflazione su un arco di tempo prima di considerare eventuali rialzi dei tassi.

**Segnali di modifiche in arrivo per la forward guidance su tassi e acquisti di titoli**

Per quanto riguarda gli **acquisti**, un passo probabile entro i prossimi mesi è la sostituzione degli acquisti di MBS con acquisti di Treasury, dato che il mercato immobiliare ha superato la fase di emergenza. Nella discussione sugli acquisti, il FOMC dovrebbe anche indicare, come ha detto Brainard, che da questa fase di stabilizzazione si potrebbe dover passare a una **nuova fase di stimolo**. Nella cassetta degli attrezzi della Fed ora restano solo gli acquisti di Treasury, efficaci soprattutto per gli effetti indiretti sulla finanza pubblica. Se non già nel comunicato, nella conferenza stampa di Powell potrebbero esserci segnali di una discussione al riguardo, con annunci entro fine anno. Attualmente, la direttiva del FOMC è di acquistare 80 mld al mese di Treasury e 40 mld al mese di MBS. A regime, quindi, gli acquisti netti di Treasury potrebbero essere pari ad **almeno 120 mld al mese** (circa 1,4 tln su base annua, 360 mld su base trimestrale), ma è possibile che tale ammontare sia solo una base di partenza per i prossimi trimestri. Il Tesoro stima che nel 4° trimestre le emissioni nette siano pari a 1,2 tln, dopo circa 950 mld nel 3° trimestre, senza includere il nuovo pacchetto, la cui dimensione potrebbe variare fra 500 mld ("skinny") a 2,2 tln (compromesso su cui si dicono disponibili i democratici). La Fed potrebbe temporeggiare fino a dopo le elezioni di novembre prima di prendere una posizione, e nel frattempo potrebbe iniziare a spostare il peso relativo degli acquisti verso i Treasury.

In conclusione, **la riunione di settembre dovrebbe dare segnali dovish**, con indicazioni di disponibilità a fornire nuovo stimolo per sostenere la ripresa, alla luce dei rischi che il Congresso non approvi una nuova manovra a breve o ne approvi una di dimensione insufficiente.

## 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 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 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
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
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
<b>Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
<b>Materie Prime</b>		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com