

Focus Stati Uniti

Sinfonia dal Nuovo Mondo: super-stimolo fiscale, vaccini, Fed accomodante, rendimenti “liberi”

La riunione del FOMC di marzo avviene in una fase di svolta per lo scenario USA, con l'approvazione di un nuovo enorme pacchetto fiscale e l'accelerazione della marcia verso l'immunità di gregge. La Fed dovrebbe confermare la volontà di accomodare l'espansione fiscale e le spinte alla crescita, ma anche reiterare il segnale di “liberazione” delle reazioni del mercato al nuovo scenario.

La **riunione del FOMC di marzo** segue l'approvazione dell'American Rescue Plan (ARP) per 1,9 tln di dollari l'arrivo di una nuova fase positiva della lotta a COVID-19. In base alle indicazioni dell'amministrazione e all'andamento della campagna vaccinale, entro luglio dovrebbe essere raggiunta l'immunità di gregge, con un ritorno alla quasi-normalità già dall'estate.

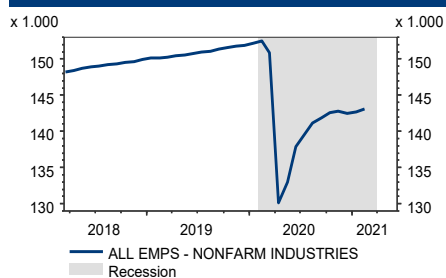
L'iniezione fiscale dell'ARP, concentrata per il 44% sul sostegno alle famiglie, dovrebbe spingere il reddito disponibile (circa +25% m/m a marzo). La liberazione della domanda di servizi che seguirà alla diffusione dei vaccini sarà finanziata dall'enorme risparmio delle famiglie e dovrebbe spingere i consumi verso una crescita media di circa 10% t/t ann. nella parte centrale dell'anno.

L'aumento della crescita attesa nel prossimo biennio dovrebbe essere riconosciuto dal FOMC alla riunione di marzo. Tuttavia, **non ci aspettiamo una reazione nelle nuove proiezioni dei tassi**, che il FOMC dovrebbe prevedere ancora fermi fino a tutto il 2023. Al contrario, la nostra previsione è che **il nuovo ciclo di rialzi dei tassi possa iniziare nell'autunno 2023**, sulla base dell'aspettativa di chiusura del “deficit di occupazione” entro l'estate di quell'anno.

Per quanto riguarda i **tempi del tapering**, Powell dovrebbe ribadire che saranno dettati dall'evoluzione dei dati, ma che sarà necessario vedere “ulteriore progresso sostanziale” verso gli obiettivi prima di considerare modifiche degli acquisti. Con il boom di domanda atteso da marzo in poi, la dinamica occupazionale e quella dei prezzi dovrebbero dare entro l'estate segnali univoci di avvicinamento agli obiettivi. Pertanto, prevediamo che in autunno il FOMC sia pronto a **iniziare il dibattito sul nuovo sentiero del bilancio**, da attuare fra fine 2021 e inizio 2022.

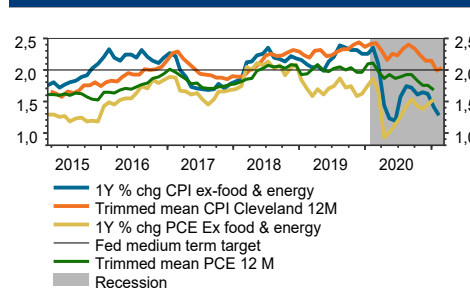
Powell dovrebbe ribadire che il prossimo rialzo dell'inflazione sarà probabilmente transitorio e non determinerà una reazione di politica monetaria. Tuttavia, il FOMC per ora dovrebbe mantenere ferma la sua **posizione neutrale nei confronti del rialzo dei rendimenti, considerato non preoccupante perché determinato dal nuovo scenario di crescita**.

Il deficit di occupazione è ancora enorme...



Fonte: Refinitiv Datastream

...e l'inflazione ha molto terreno da recuperare



Fonte: Refinitiv Datastream

15 marzo 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

Crescita con il turbo, Fed alla finestra (per ora)

L'approvazione dell'American Rescue Plan, con misure per 1,9 tln, e la rapida marcia verso l'immunità di gregge dovrebbero spingere la crescita verso il 6,8% nel 2021 e il 3,2% nel 2022, mentre l'output gap è già notevolmente ridotto. Il FOMC dovrebbe segnalare che lascerà correre la crescita, dato che l'economia per ora è ancora lontana dagli obiettivi su prezzi e occupazione, ma mantenere anche un atteggiamento di neutralità nei confronti delle reazioni dei rendimenti al nuovo scenario.

La riunione del FOMC di marzo è stata preparata da un coro di voci di partecipanti al FOMC, che hanno omogeneamente identificato due messaggi-chiave: 1) l'economia è ancora lontana dagli obiettivi della Fed (=>nessuna svolta di policy imminente) e 2) il recente rialzo dei rendimenti non è preoccupante, perché riflette l'aggiustamento a un nuovo scenario più positivo (=> nessun intervento correttivo). Powell dovrebbe ripetere che qualsiasi cambiamento di policy è condizionato all'avvicinamento agli obiettivi della Fed e al controllo della pandemia e che i tempi non sono ancora maturi per una discussione. Anche se il FOMC non vuole ancora discutere di svolte, le condizioni economiche hanno ormai spostato lo scenario da una situazione di tassi bassi per sempre alla fase di preparazione per futuri, non troppo lontani, cambiamenti di stance della Fed. In questo senso, alla riunione di marzo quello che conterà maggiormente sarà quello di cui non si parlerà (e forse invece inizierà a trasparire dai verbali).

Politica monetaria ferma in attesa del controllo della pandemia, ma niente redini ai rendimenti

Le previsioni di politica monetaria dipendono dalla valutazione della **"distanza" dell'economia dagli obiettivi della Fed**, mentre sul fronte dei rendimenti l'atteggiamento neutrale della Banca centrale è condizionato all'**assenza di movimenti di mercato "disordinati"**, come ha affermato Powell a inizio marzo. Dopo l'approvazione dell'American Rescue Plan nella sua versione definitiva, abbiamo modificato ulteriormente **la nostra previsione per la crescita, portandola a 6,8% per il 2021 e a 3,2% per il 2022**, da 6,2% e 3,1% della nostra ultima revisione. L'impatto della legge sulla crescita è stimato in oltre 2,5pp di PIL utilizzando il modello di Oxford Economic Forecasting.

Fig. 1 – Il nuovo sentiero del PIL, con un boom nella parte centrale del 2021

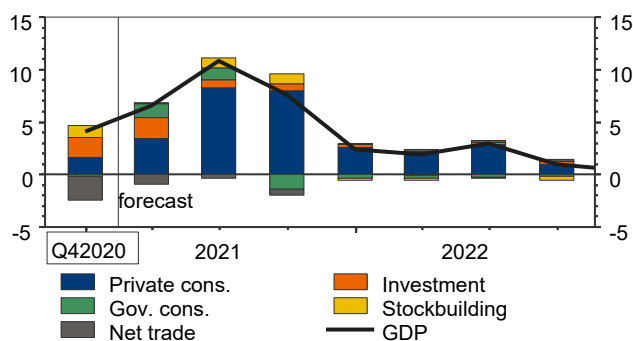
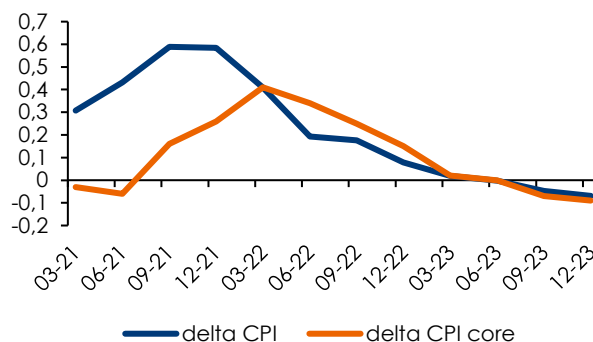


Fig. 2 – Gli effetti dell'ARP sul sentiero dell'inflazione sono prevalentemente concentrati sul 2021-22



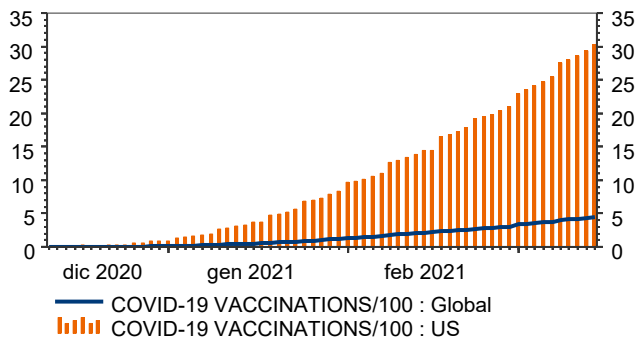
Nelle sezioni che seguono analizziamo le prospettive dello scenario USA con le nuove informazioni su stimolo fiscale e quadro sanitario e le loro implicazioni per il sentiero della politica monetaria.

Stimolo fiscale e vaccini riavvicineranno l'economia agli obiettivi della Fed

La nostra previsione, formulata nello scorso autunno, che il 2021 aprisse una fase di "nuovi '20 ruggenti" si sta materializzando. I fattori che avevano frenato la crescita a fine 2020, contagi e fine del supporto al reddito delle famiglie, hanno svoltato come atteso, e la combinazione di

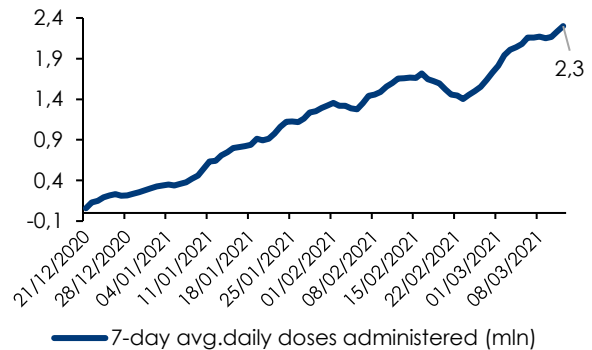
diffusione dei vaccini e doppia dose di stimolo fiscale dovrebbero determinare tassi di crescita del PIL in media intorno al 10% t/t ann. nei trimestri centrali dell'anno, con variazioni annue del 6,8% nel 2021 e del 3,2% nel 2022.

Fig. 3 - La campagna vaccinale prosegue...



Fonte: Refinitiv Datastream. Secondo il CDC, 61,1 mln sono almeno parzialmente immunizzati e 32,1 mln sono pienamente coperti o da due dosi dei vaccini Pfizer e Moderna o da una dose del vaccino J&J.

Fig. 4 - ...con un'accelerazione delle somministrazioni giornaliere



Fonte: ourworldindata

Sul fronte della **pandemia**, il rientro sotto controllo della terza ondata di contagi ha permesso una ripresa dell'attività anche nei servizi aggregativi e contribuisce alla previsione di boom di domanda dal 2° trimestre in poi. La **campagna vaccinale** è accelerata, con circa il 31% degli individui vaccinati con almeno una dose e indicazioni di **probabile raggiungimento dell'immunità di gregge entro luglio**, grazie all'intervento attivo del Governo federale e alla diffusione del vaccino monodose di J&J, oltre a quelli di Moderna e Pfizer/BioNTech. A breve dovrebbero essere approvati anche i vaccini di NovaVax e AstraZeneca. Il ritorno a una "quasi-normalità" dovrebbe essere garantito quindi entro l'estate e fornire forte spinta alla domanda di servizi, frenata nell'ultimo anno dalla pandemia. Ai ritmi attuali di somministrazioni (1,23 mln di dosi al giorno), il 90% della popolazione sarebbe almeno parzialmente vaccinato entro agosto.

Pandemia: verso l'immunità di gregge entro inizio luglio

Sul fronte economico, la **doppia dose di stimolo fiscale** somministrata con due manovre ravvicinate (una approvata a fine 2020, per 900 mld, l'altra approvata a metà marzo, per 1,9 tln) dovrebbe, insieme al miglioramento del quadro sanitario, generare un **boom di consumi, inizialmente concentrato sui beni e successivamente diffuso ai servizi**.

La doppia dose di stimolo fiscale farà volare il PIL, i consumi e l'occupazione

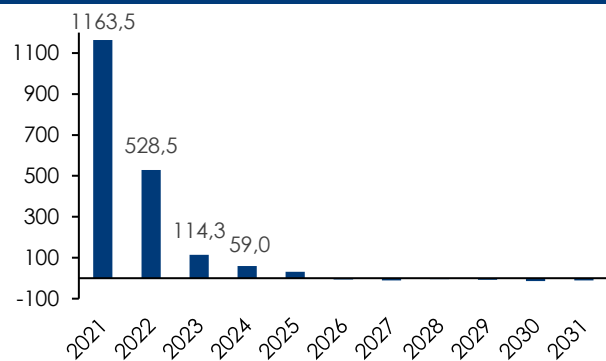
L'American Rescue Plan per 1,9 tln di dollari concentra i suoi effetti sul 2021-23, con 1,2 tln quest'anno, 528 mld l'anno prossimo e 114 mld nel 2023. In termini di tipologie di misure, circa il **44% del totale è mirato al supporto delle famiglie**, attraverso l'accredito di assegni di 1400 USD per individuo e per ogni dipendente, l'integrazione di 300 USD/settimana e l'estensione dei programmi di disoccupazione fino a inizio settembre e un significativo rafforzamento dei crediti di imposta per i figli minorenni (con effetti fra l'estate 2021 e il 2022). Secondo il Tax Policy Center, l'ARP ridurrebbe le imposte in media di 3000 dollari all'anno, con un aumento medio del reddito netto di 3,8% nel 2021, concentrato sulle fasce di reddito medie e basse (20% per il primo quintile della distribuzione dei redditi, 9% per il secondo). Fra gli altri contributi dell'ARP ci sono 350 mld a Stati ed enti locali, 123 mld per misure anti-COVID, 170 mld a scuole e università, 50 mld a favore delle piccole imprese, 105 mld per la sanità e 86 mld per trasferimenti a favore di fondi pensione.

Tab. 1 – l'ARP per tipologia di misura...

Measure	Bn \$
Stimulus checks 1400 \$	410
Expanded unemployment subsidies *	289
Expanded Child Tax Credit & Earned Income tax credit	135
State and local govt	350
Transportation & education	268
K-12 aid (education through high school)	129
Anti-Covid	122
Pensions	86
Health benefits for workers	81
Small business	50
Foreign Affairs, VA& Agriculture	43
Other tax credits	24
Total*	1987

Fonte: Tax Foundation, Joint Committee on Taxation. * Totali ancora preliminari in attesa delle stime definitive del costo dell'espansione dei sussidi di disoccupazione nella versione approvata al Senato.

Fig. 5 - ...e per distribuzione temporale



Fonte: CBO. Dati in Mld di dollari basati su una versione preliminare discussa al Senato.

Il sentiero di inflazione e di chiusura del deficit dalla "massima occupazione" determineranno le svolte della politica monetaria. Nel nuovo scenario, la spinta verso l'alto sulla **dinamica dei prezzi** è concentrata nel biennio 2021-22, senza effetti persistenti né sull'inflazione *headline* né su quella *core* (fig. 2). Per quanto riguarda la **massima occupazione**, il FOMC ha ribadito che deve essere definita sulla base di un ampio insieme di variabili per ottenere una misura che comprenda anche criteri di inclusione della forza lavoro potenziale. Come indicato da molti esponenti del Comitato, occorre quindi seguire, oltre al tasso di disoccupazione, anche la partecipazione alla forza lavoro, il tasso di occupazione e il livello di occupazione. Il sentiero di inflazione e "massima occupazione" determineranno la politica monetaria.

La **guidance del FOMC** per acquisti e tassi prevede condizioni "modulate" per le future svolte dei suoi due strumenti. Per quanto riguarda i **tassi**, la guidance prescrive che vengano mantenuti nell'attuale intervallo 0-0,25% "fino a quando il mercato del lavoro avrà raggiunto livelli coerenti con le valutazioni del Comitato di massima occupazione e l'inflazione sarà salita al 2% e sarà in linea per eccedere moderatamente il 2% per un certo tempo". Per la Fed, la **valutazione del "deficit" rispetto al pieno impiego** deve utilizzare un ampio insieme di variabili, non soltanto il tasso di disoccupazione.

Sul fronte degli **acquisti**, la Fed intende mantenere il ritmo attuale di incrementi del portafoglio titoli (+80 mld al mese per i Treasury e +40 mld al mese per gli MBS) "fino a quando non sarà stato fatto un ulteriore sostanziale progresso verso gli obiettivi del Comitato di massima occupazione e stabilità dei prezzi".

Le **implicazioni dell'ARP sull'andamento dei prezzi e del mercato del lavoro** aiutano a formulare l'aggiornamento delle previsioni di politica monetaria. Lo scenario del mercato del lavoro mostra un recupero di occupazione in linea con un azzeramento entro metà 2023 del deficit aperto dall'inizio della pandemia e un ritorno dell'inflazione al 2%, con un periodo transitorio di superamento dell'obiettivo sia per l'inflazione *headline* sia per quella *core*. In base a queste informazioni, riteniamo che **il primo rialzo dei tassi possa avere luogo nell'autunno 2023**, in anticipo rispetto a quanto emerge per ora dal grafico a punti, che indica tassi fermi fino a fine 2023. Tuttavia, prevediamo che alla riunione di marzo ci sia uno spostamento verso l'alto solo di alcuni punti per il 2023, ma non in numero sufficiente a modificare la mediana.

Sul **tapering**, la previsione di una significativa ripresa della dinamica occupazionale nella parte centrale del 2021 e un'accelerazione dell'inflazione al netto degli effetti statistici di confronto con il 2020 dovrebbero convincere il FOMC già **in estate che è in atto "sostanziale ulteriore progresso"** verso la massima occupazione e la stabilità dei prezzi. Pertanto, a nostro avviso, fra

Tempi delle svolte di politica monetaria dettati dai sentieri di prezzi e occupazione

Guidance per i tassi: chiusura del deficit di occupazione rispetto al pieno impiego e inflazione al 2%, con un periodo di overshooting

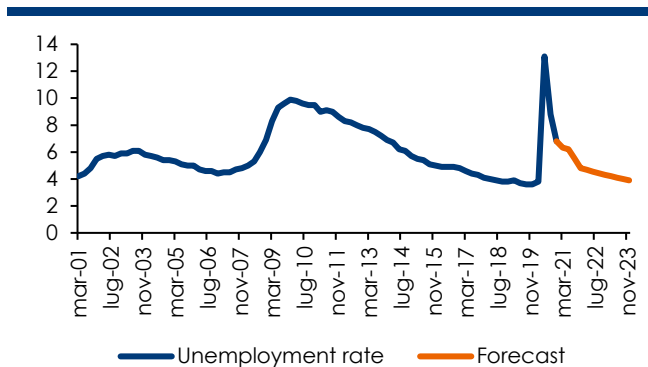
Guidance per gli acquisti: "ulteriore sostanziale progresso" verso gli obiettivi

Previsione per il primo rialzo dei tassi: 4° trimestre 2023

Previsione per l'inizio del tapering: fine 2021

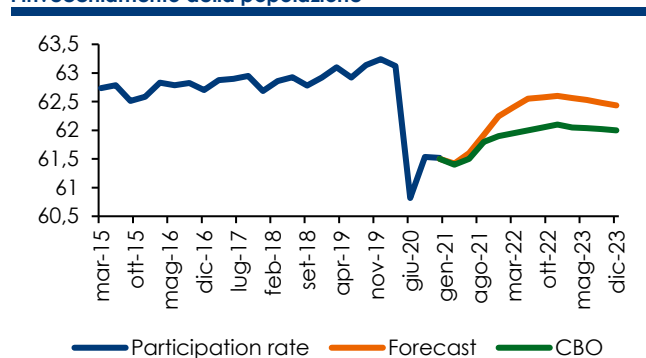
agosto e settembre il Comitato dovrebbe segnalare l'inizio delle discussioni sul tapering, che potrebbe essere poi annunciato nei mesi successivi, possibilmente anche prima di fine 2021.

Fig. 6 – Tasso di disoccupazione a fine 2023 verso i minimi del 2019



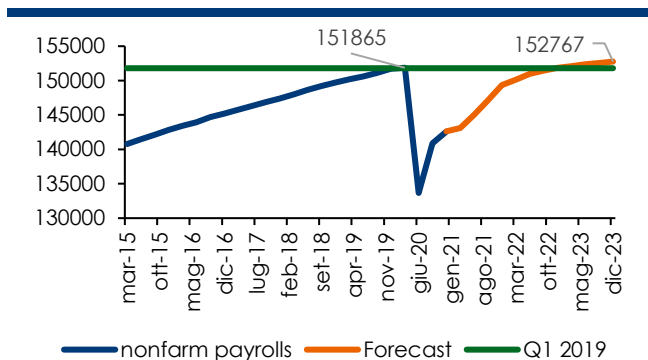
Fonte: BLS, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Partecipazione in rialzo, compatibilmente con l'invecchiamento della popolazione



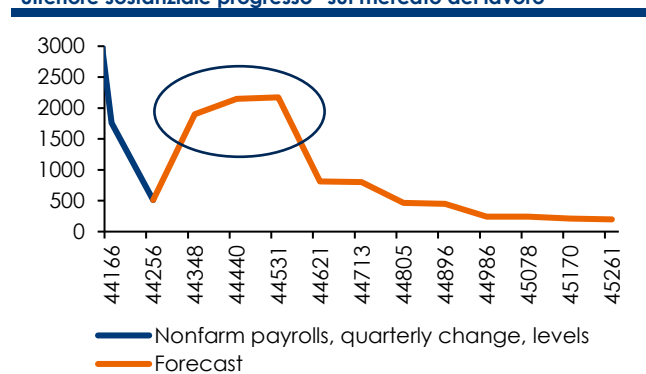
Fonte: BLS, previsioni Intesa Sanpaolo e CBO

Fig. 8 – Verso la massima occupazione da metà 2023



Fonte: BLS, prev. Intesa Sanpaolo. Dati in migliaia, media trimestrale.

Fig. 9 – Nella parte centrale del 2021, la Fed dovrebbe vedere "ulteriore sostanziale progresso" sul mercato del lavoro



Fonte: BLS, prev. Intesa Sanpaolo. Variazioni trimestrali in migliaia.

Conclusioni: sfide e rischi per l'economia USA nel 2021-22

L'iniezione di stimolo fiscale per 1,9 tln, circa 9% del PIL, solo tre mesi dopo l'approvazione di un pacchetto da 900 mld, segue la **strategia dell'amministrazione Biden di "agire in grande"**, pur in una fase di chiusura relativamente rapida dell'*output gap* (figg.10 e 11). Questa strategia si associa al **nuovo framework di politica monetaria**, definito con una riformulazione degli obiettivi del mandato della Fed: inflazione in media al 2%, con *overshooting* dell'obiettivo "per qualche tempo", e chiusura del "deficit" di occupazione rispetto al pieno impiego. La funzione obiettivo della Banca centrale è rivoluzionata rispetto a quella degli ultimi decenni, improntata a reagire in anticipo di fronte alla chiusura dell'*output* e dell'*employment gap*. La sfida delle politiche economiche è l'adattamento al nuovo regime di prezzi e interessi bassi, nell'ipotesi che una curva di Phillips quasi piatta corrisponda a un cambiamento strutturale dell'economia.

I **rischi di un super-stimolo fiscale somministrato insieme a una politica monetaria non più pre-emptive** sono di liberare nuovamente il "genio" dell'inflazione e alimentare una spirale verso l'alto dei prezzi, che sarebbe poi costoso interrompere. L'esperienza degli anni '70 indicherebbe che tali rischi sono significativi. Secondo il CRFB, con l'ARP il **debito federale** in percentuale del PIL salirebbe a 114% nel 2031 dal 108% previsto per il 2021, e il **deficit (senza includere effetti**

Rischi di rialzo permanente dell'inflazione?

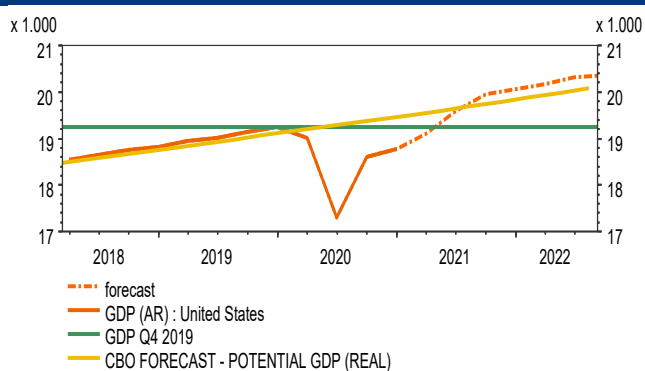
dinamici) sarebbe pari a 3,4 tln (15,6% del PIL) nel 2021 e 1,9 tln nel 2031 (5,9% del PIL). Tuttavia, la composizione dell'ARP limita i rischi di *overshooting* permanente dell'inflazione: le misure sono mirate a sostenere la spesa delle famiglie in un biennio, concentrate sulle fasce medio-basse di reddito con maggiore propensione al consumo e limitate nel tempo.

Come ha notato recentemente Gagnon¹, due esempi storici di aumento della spesa pubblica danno **risultati molto differenti sull'inflazione a seconda della transitorietà o meno dello stimolo fiscale** (v. figg. 12 e 13). Negli anni '50, il finanziamento della guerra di Corea e l'aspettativa di controllo dei prezzi hanno determinato un aumento congiunto di crescita, deficit e inflazione. Al termine dello sforzo bellico, il sentiero delle variabili economiche è tornato sotto controllo e l'inflazione è rientrata sul sentiero precedente. Al contrario, negli anni '60, ai tempi della guerra del Vietnam, l'espansione fiscale è stata associata all'apertura di programmi di spesa permanenti e a un persistente accomodamento monetario, contribuendo ad alimentare la fiammata inflazionistica associata alla crisi petrolifera.

La valutazione di transitorietà delle misure dell'ARP permette di ridimensionare i timori di pressioni inflazionistiche persistenti. Occorre però aggiungere un **fattore di rischio** su questo fronte. **Molte misure introdotte con l'ARP potrebbero essere estese** alla loro scadenza naturale e trasformate in aumenti di spesa permanente. Il CRFB stima che se le espansioni dei crediti di imposta attualmente previste per un anno fossero rese permanenti, il costo aggiuntivo sul 2021-31 sarebbe pari a 1,7 tln, oltre al costo previsto da ARP di circa 165 mld, con il contributo principale del credito di imposta per i figli (+1,1 tln).

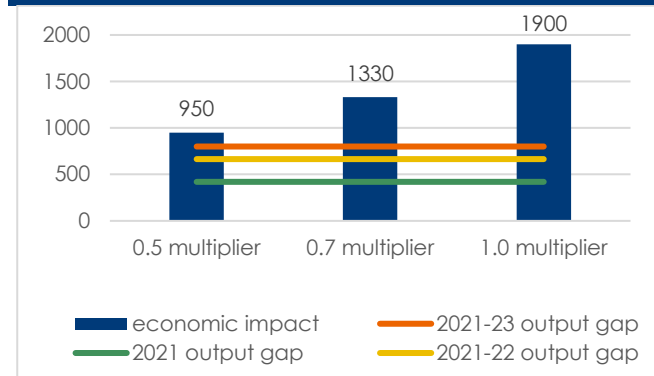
Lo scenario per il 2021-22 contempla certamente un'accelerazione della dinamica dei prezzi, ma non prelude necessariamente a una perdita di controllo verso l'alto sull'inflazione nel biennio in corso. Probabilmente anche per questo motivo la Fed è disposta a cooperare con l'amministrazione nell'esperimento attuale. Tuttavia, come assicurazione, la Banca centrale ritiene importante lasciare **i rendimenti liberi di trasmettere informazioni sulle aspettative di crescita e inflazione** per poter reagire in modo tempestivo di fronte a eventuali derive sui prezzi.

Fig. 10 – Il PIL supererà il PIL potenziale entro fine 2021



Fonte: Refinitiv Datastream

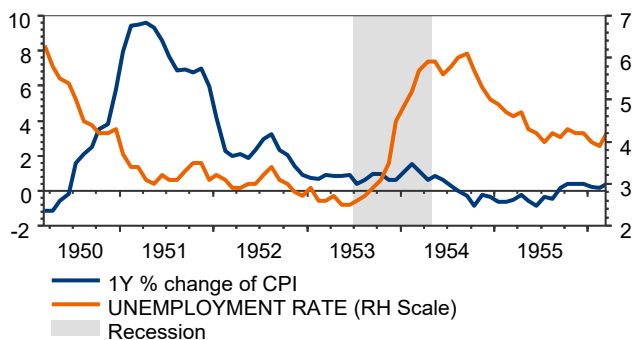
Fig. 11 - L'ARP dovrebbe più che chiudere l'output gap



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati CBO e CRFB.

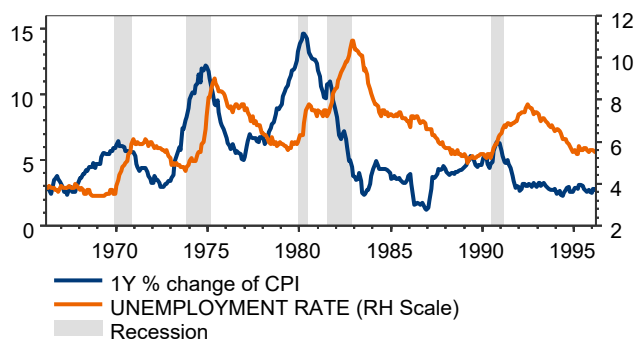
¹ J. Gagnon, Inflation fears and the Biden stimulus: Look to the Korean War, not Vietnam, PIIE, febbraio 2021.

Fig. 12 – Politiche espansive e inflazione: il regime fiscale e monetario durante la guerra di Corea...



Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 13 - ...era molto diverso da quello vigente dalla guerra del Vietnam in poi



Fonte: Refinitiv Datastream

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.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic 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@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com