

Focus Stati Uniti

La rotta della politica monetaria in tre tappe

La riunione del FOMC di aprile dovrebbe essere l'ultima senza novità concrete prima della nuova fase di svolte "a tappe" della politica monetaria: atteso un messaggio dovish e la conferma che la forward guidance è basata su risultati, non previsioni.

La riunione del FOMC di aprile avviene in una fase di accelerazione della crescita, definita da Powell un "punto di flesso" nel ciclo. Senza l'aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche e con un solo mese di informazioni sul nuovo ritmo della ripresa, il Comitato non dovrebbe modificare il messaggio emerso dai discorsi recenti di Powell e dei partecipanti al FOMC. Il nocciolo della stance attuale di politica monetaria resta che, nonostante lo scenario di crescita e occupazione in solida accelerazione e di inflazione in rialzo oltre il 2%, l'economia rimane lontana dagli obiettivi della Fed e le condizioni per una svolta non sono ancora soddisfatte, mentre permangono rischi verso il basso, se pure di coda, collegati alla pandemia.

Il comunicato dovrebbe prendere atto del cambiamento di marcia per l'attività, sia di produzione sia di consumo, la creazione di posti di lavoro e l'inflazione, sottolineando ancora la dipendenza del sentiero dell'economia da quello del virus e delle vaccinazioni. La forward guidance rimarrà definita su due binari, uno per la svolta sui tassi e uno per quella sugli acquisti. Per la prima, saranno necessarie tre condizioni: massima occupazione inclusiva, inflazione in rialzo al 2% e in rotta per "eccedere moderatamente il 2% per un certo tempo". Per la seconda, gli acquisti saranno mantenuti almeno al ritmo attuale "fino a un sostanziale ulteriore progresso" verso gli obiettivi del Comitato.

Nella conferenza stampa, Powell potrebbe dare maggiori informazioni su entrambi i punti, con qualche chiarimento riguardo a quello che il FOMC può considerare "sostanziale ulteriore progresso", per esempio una serie di aumenti mensili degli occupati intorno a 1 mln. Per la svolta sui tassi Powell dovrebbe ribadire che avverrà ben dopo la svolta sul bilancio e che non sarà indotta dal rialzo dell'inflazione previsto nel 2021 per via di fenomeni valutati per ora come temporanei. Almeno fino a giugno il FOMC continuerà a decidere con consenso unanime, ma dall'autunno, sulla scia della riduzione delle risorse inutilizzate, potrebbe iniziare a crearsi una divergenza più esplicita di opinioni, come sempre alla vigilia delle svolte. In ogni caso, ad aprile il messaggio dovrebbe essere ancora omogeneamente dovish, anche in presenza di opinioni diverse che potrebbero emergere nei verbali.

22 aprile 2021

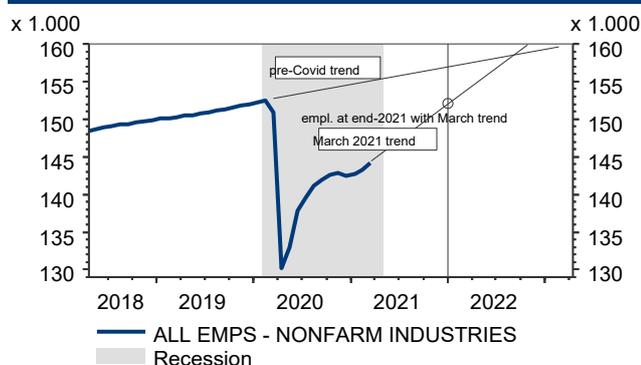
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

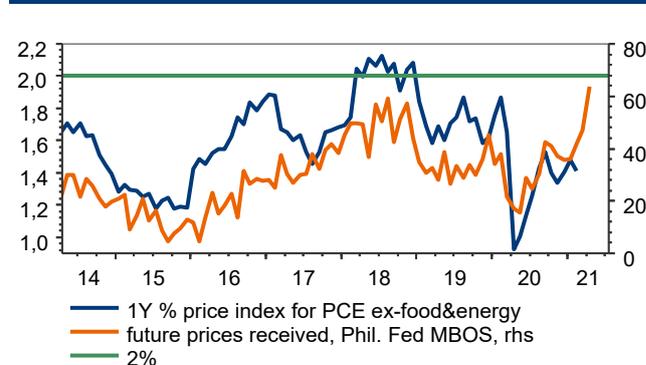
Economista - USA e Giappone

Fig. 1 – L'economia a un punto di flesso: "sostanziale ulteriore progresso" entro l'autunno?



Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 2 – Aumenti di inflazione in arrivo



Nota: 2% = obiettivo della Fed per l'inflazione media nel tempo". Fonte: Refinitiv Datastream

## FOMC: focus su controllo della pandemia, massima occupazione e inflazione in media sopra il 2% per un certo tempo

Il FOMC dovrebbe confermare l'ottimismo sulla ripresa, il perdurare dei rischi collegati alla pandemia e la *forward guidance* basata sui risultati, non sulle previsioni.

La riunione del FOMC di aprile non dovrebbe fornire novità concrete per la politica monetaria e dovrebbe confermare la volontà della Fed di attendere il controllo effettivo della pandemia prima di imbarcarsi nella discussione di possibili svolte di policy, nonostante i segnali di accelerazione della ripresa. Il focus del comunicato e della conferenza stampa dovrebbe mantenersi saldamente concentrato sulla distanza attuale dell'economia dagli obiettivi e sulla natura della *forward guidance*, legata a risultati e non a date di calendario o a previsioni. Powell dovrebbe ribadire che l'evoluzione della politica monetaria resta dipendente dal raggiungimento degli obiettivi del mandato della Fed confinando il ruolo delle previsioni a quello di "bussola" e non di "grilletti" per il sentiero futuro dei tassi e degli acquisti.

Il **comunicato** dovrebbe modificare in modo significativo la **valutazione congiunturale**. A febbraio, si affermava che gli indicatori di attività e occupazione recenti erano in rialzo, ma che i settori più colpiti negativamente dalla pandemia rimanevano deboli, mentre l'inflazione restava sotto il 2%. Ad aprile, si dovrebbe invece prendere atto della nuova svolta della ripresa, in una fase caratterizzata da un "punto di flesso", con una marcata accelerazione della crescita di produzione, consumi e occupazione, particolarmente solida proprio nei settori in precedenza frenati dalla pandemia. Sull'inflazione, si dovrebbe ripetere che resta sotto il 2% (la riunione si svolge prima della pubblicazione del deflatore di marzo), ma che dovrebbe aumentare sulla scia di fenomeni transitori.

Nella **conferenza stampa** i punti cruciali riguarderanno le condizioni citate nella *guidance* per le svolte su tassi e acquisti. In particolare, Powell dovrà discutere due elementi: 1) la temporaneità del rialzo atteso dell'inflazione e le condizioni necessarie per iniziare un ciclo di rialzo dei tassi e 2) la definizione di "sostanziale ulteriore progresso" verso gli obiettivi richiesti dal FOMC per aprire la discussione sul *tapering*.

Anche se la Fed è concentrata sui risultati e non sulle previsioni, per i "Fed watchers", invece, queste ultime sono essenziali. Lo scenario per l'economia e la pandemia e le tappe intermedie del sentiero di crescita e di immunizzazione sono essenziali per aggiornare le aspettative sulle decisioni della Banca centrale. Nelle sezioni che seguono, tracciamo la mappa per gli sviluppi della pandemia e per l'andamento di inflazione e massima occupazione con riferimento alle condizioni identificate dalla *forward guidance* per le svolte su tassi e acquisti.

### Il controllo della pandemia: la boa di partenza sulla rotta della Fed

Il FOMC è unanime nel ritenere che il controllo della pandemia sia una condizione necessaria, anche se non sufficiente, per l'avvicinamento dell'economia agli obiettivi della Fed. Il quadro sanitario negli USA è in miglioramento, nonostante la diffusione delle varianti più contagiose e la pausa nella somministrazione del vaccino J&J. Gli USA hanno dosi sufficienti per vaccinare l'intera popolazione anche senza il vaccino J&J. Al 20 aprile, il CDC riporta che 133,27 mln di persone hanno ricevuto almeno una dose di vaccino (fig. 3), con 86,22 mln completamente immunizzati. Gli individui almeno parzialmente immunizzati sono pari al 40,1% della popolazione, al 51,1% della popolazione >18 anni e all'80,3% della popolazione >65 anni. Ai ritmi attuali di vaccinazioni (3,1 mln al giorno), l'80% della popolazione, ovvero l'intera popolazione adulta, sarà parzialmente immunizzato entro metà luglio. Restano aree con casi ancora in aumento, che stanno frenando la discesa della curva di contagi (fig. 4), ma la riapertura totale dell'economia appare lo scenario centrale.

**Riunione interlocutoria, conferma della *forward guidance***

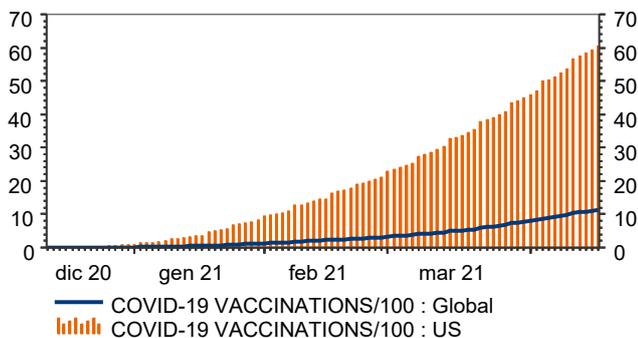
**Valutazione congiunturale: l'economia a un punto di svolta, ma ancora lontana dagli obiettivi...**

**... i tempi non sono maturi per le svolte: il focus resta sui risultati richiesti dalla *forward guidance***

**Occorre avere "la pandemia molto più significativamente alle spalle rispetto a dove siamo ora per prendere in considerazione una riduzione dello stimolo (Rosengren, 12.4.2021)**

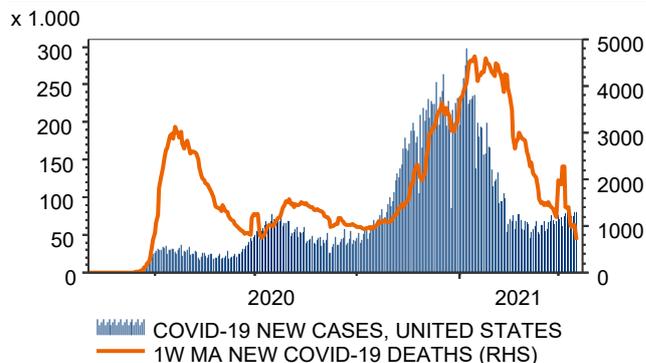
In base all'andamento attuale delle somministrazioni, lo scenario centrale è che entro la fine dell'estate la Fed possa considerare la pandemia sotto controllo (anche se non vinta), pur in presenza di rischi verso il basso legati alla diffusione delle varianti più contagiose del virus.

**Fig. 3 – Il ritmo delle vaccinazioni è in linea con l'immunità di gregge entro luglio**



Fonte: Refinitiv Datastream

**Fig. 4 – Le varianti più contagiose e la riapertura delle attività mantengono pressioni verso l'alto sui nuovi contagi**



Fonte: Refinitiv Datastream

### Le coordinate della seconda boa saranno determinate dalla definizione di "sostanziale ulteriore progresso" verso gli obiettivi: focus sull'occupazione

"Vogliamo vedere una serie di mesi come (marzo) per poter veramente cominciare a mostrare progresso verso i nostri obiettivi" (J. Powell, 8.4.2021)

Con la ripresa ora in una fase definita da Powell "un punto di flesso", grazie alla campagna vaccinale, il "progresso" verso l'obiettivo di massima occupazione è ripartito, come appare dal nuovo trend dell'occupazione, in netto rialzo dopo 5 mesi di stallo e debolezza (fig. 5). Powell ha detto che in questa fase potrebbe esserci una serie di variazioni mensili di occupazione intorno a 1 mln. A marzo, rispetto alla situazione pre-COVID, l'occupazione totale era inferiore di 8,5 mln, quella nei servizi privati era, nonostante due mesi di incrementi solidi, inferiore ancora di circa 6,4 mln. Nell'ospitalità e tempo libero e nel resto dei servizi privati mancano ancora 3,1 mln e 3,3 mln di posti di lavoro, rispettivamente. Nell'industria (costruzioni, manifatturiero, estrattivo) mancano ancora 777 mila posti e nel settore pubblico 1,2 mln (concentrati a livello statale).

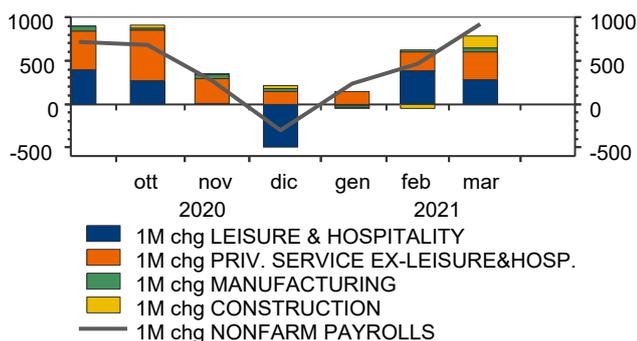
L'accelerazione della domanda prevista per il 2° e 3° trimestre, sostenuta dallo stimolo fiscale, dalla campagna vaccinale e dal risparmio accumulato nell'ultimo anno, con una crescita del PIL attesa in media ad almeno 10% t/t ann., dovrebbe dare luogo a un **proseguimento del nuovo trend della dinamica occupazionale, soggetta però a vincoli dal lato dell'offerta di lavoro**. Nel 2020, su circa 99,6 mln di individui che non partecipavano alla forza lavoro, 7,1 mln volevano un impiego. Di questi, circa 600 mila non erano disponibili per motivi personali e/o familiari. La risalita della partecipazione sarà un criterio importante per valutare la massima occupazione inclusiva.

La crescita media di occupati dovrebbe essere intorno a 800 mila al mese nel resto dell'anno. Questo sentiero genererebbe circa 5 mln di posti entro settembre e, con un rialzo della partecipazione di 7 decimi (ma ancora 1 pp al di sotto del livello pre-COVID di 63,3%), porterebbe il tasso di disoccupazione verso il 4,5% a dicembre. Con uno scenario di altri sei mesi di variazioni vicine a 1 mln **entro l'autunno il FOMC potrebbe ritenere soddisfatta la condizione di "sostanziale ulteriore progresso" per quanto riguarda l'obiettivo della massima occupazione e annunciare che inizia a discutere il tapering, da attivare nel 2022.**

**Le condizioni per aprire la discussione sul tapering dovrebbero essere soddisfatte entro la fine dell'estate**

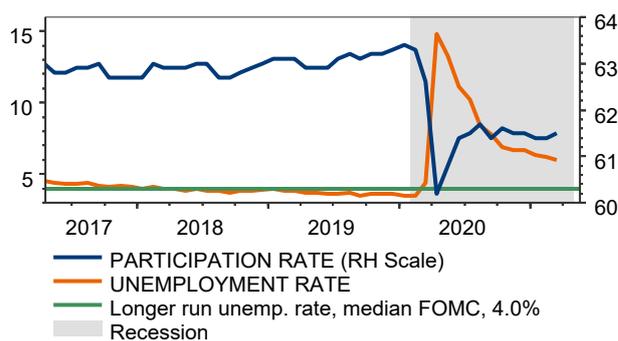
Il **progresso sull'inflazione** entro la fine dell'estate dovrebbe essere praticamente garantito, anche al netto degli effetti statistici di confronto con il 2020. Sul fronte dei prezzi, il rialzo è già in atto. Sulla scia di persistenti problemi di offerta (anche nel mercato immobiliare residenziale) e di aggiustamento del livello dei prezzi nei settori rimasti pressoché chiusi per quasi un anno, le variazioni medie mensili degli indici core dovrebbero essere di almeno 0,2% m/m, con rischi verso l'alto, e con l'inflazione intorno (o superiore) al 2,5% a fine 2021. **Il FOMC dovrebbe quindi, in autunno, preparare il tapering "ben in anticipo" per un'attuazione nel 2022.**

**Fig. 5 – I servizi saranno il carburante della dinamica occupazionale nei prossimi trimestri**



Fonte: Refinitiv Datastream

**Fig. 6 - La rapida discesa del tasso di disoccupazione è dovuta anche allo stallo della partecipazione**



Fonte: Refinitiv Datastream

## Il traguardo della svolta sui tassi: qui dominerà l'inflazione

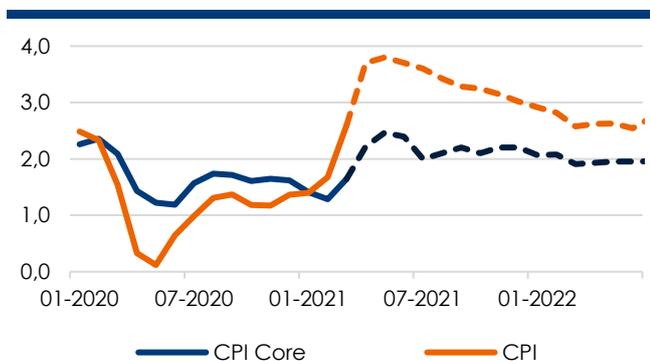
Nella conferenza stampa della riunione di aprile, Powell dovrebbe ripetere che **la svolta dei tassi sarà determinata non da date di calendario, ma dai risultati ottenuti su tre condizioni**: massima occupazione, inflazione sostenibilmente al 2% e al di sopra del 2% "per un certo tempo". La riduzione degli acquisti di titoli avverrà "con ogni probabilità prima – molto prima – di quando considereremo di alzare i tassi".

Sul fronte della **massima occupazione**, il FOMC ha già chiarito che non sarà il tasso di disoccupazione a determinare il raggiungimento dell'obiettivo, bensì un insieme di indicatori di inclusione. Oltre al tasso di disoccupazione la Fed seguirà la partecipazione, il tasso di occupazione e la disaggregazione di queste variabili per caratteristiche demografiche. In caso di stallo della partecipazione ai livelli attuali, il tasso di disoccupazione a metà 2023 potrebbe scendere al 4% con un aumento medio mensile di circa 200 mila nuovi occupati (previsioni con il Jobs Calculator dell'Atlanta Fed). Per raggiungere lo stesso livello di disoccupazione alla stessa data, in caso di partecipazione al 63,3% come a febbraio 2020, la crescita occupazionale mensile dovrebbe essere quasi doppia, a 383 mila. Con il tasso di partecipazione al 62,5%, livello probabile fra fine 2022 e metà 2023, **la disoccupazione sarebbe al 4% fra due anni** con 300 mila nuovi posti in media al mese, e **con un livello di occupati in linea con il trend pre-COVID a nostro avviso in area di "massima occupazione inclusiva"**.

Per l'**inflazione**, nel 2021 la navigazione avverrà in acque agitate su due fronti. Il trend dei prezzi sarà in rialzo molto oltre il 2% per gran parte dell'anno (v. fig. 7), mentre la Fed ha appena modificato il *framework* di riferimento della politica monetaria, adottando un obiettivo "flessibile", su cui non ha ancora credibilità. Clarida ha indicato che il nuovo regime è in un certo senso asimmetrico: ex-ante la Fed mira a ottenere un'inflazione in media nel tempo al 2%, ma non si impegna a raggiungere tale obiettivo ex-post in qualsiasi circostanza. In sostanza, il nuovo *framework* si può definire un "*temporary price-level targeting*" che torna a essere un "*flexible inflation targeting*" dopo che le condizioni per la svolta sui tassi sono raggiunte. Clarida ha detto

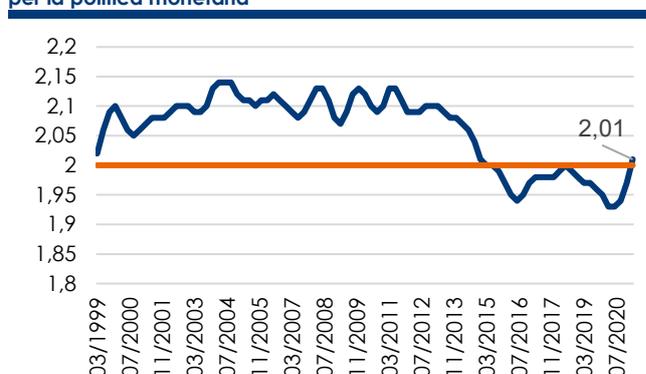
di seguire attentamente l'indice di Common Inflation Expectations pubblicato su base trimestrale dalla Fed, che potrà dare indicazioni sulla velocità dei rialzi dei tassi dopo la svolta. Il Comitato dovrà convincere il mercato, ancorando le aspettative, che i rialzi del 2021 sono transitori.

**Fig. 7 – Un sentiero di inflazione ben oltre il 2% nel 2021-22**



Fonte: Refinitiv Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 8 – Common Inflation Expectations Index: un nuovo riferimento per la politica monetaria**

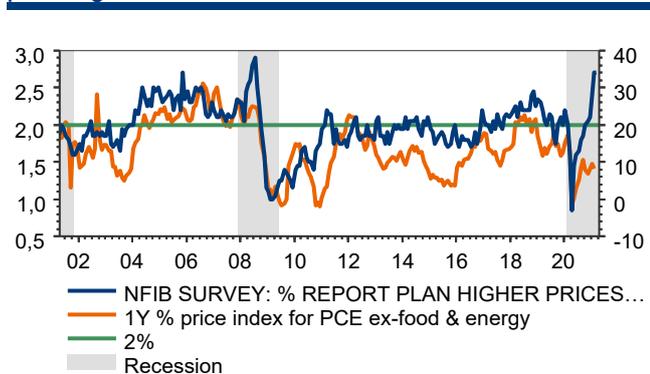


Fonte: Federal Reserve Board

Oltre all'effetto sulle variazioni annue per il confronto con il 2020, quando l'inflazione è crollata non solo nel comparto energetico ma anche nei servizi, nel 2021 ci saranno diverse pressioni verso l'alto che si rinforzeranno a vicenda sulle variazioni mensili: 1) un "effetto eccesso di domanda", 2) un "effetto normalizzazione" dei prezzi nei servizi e 3) potenzialmente anche un "effetto aspettative".

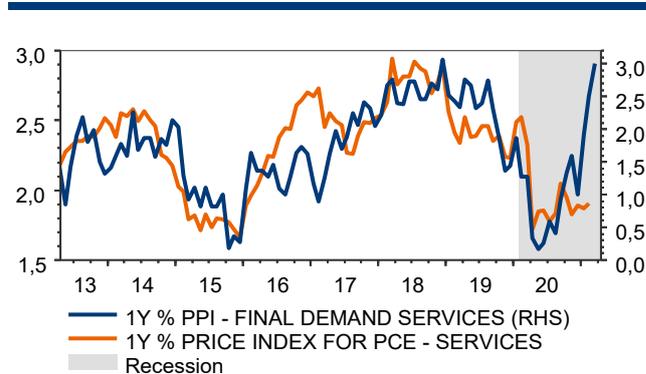
I primi due effetti dovrebbero essere, a nostro avviso, **temporanei perché influenzano il livello dei prezzi di alcuni settori e non si trasmettono indefinitamente attraverso rialzi strutturali delle variazioni**. Le imprese segnalano un aumento del loro *pricing power* e un trasferimento, se pure parziale, dell'aumento dei costi sui prezzi di vendita (Fig. 9, 2): le materie prime e i beni intermedi registreranno un periodo di rialzi dei prezzi, che successivamente si interromperanno quando si ridurrà l'eccesso di domanda, con conseguente stabilizzazione degli aumenti dei prezzi al consumo. Un processo analogo dovrebbe avvenire per i servizi di ospitalità e tempo libero che, come si è già visto a marzo, registreranno possibili ampi incrementi inevitabili alla riapertura delle attività (fig. 10). Anche questi dovrebbero essere fenomeni *una tantum*.

**Fig. 9 – Le imprese intendono trasferire sui prezzi di vendita una parte degli aumenti dei costi**



Fonte: Refinitiv Datastream

**Fig. 10 – In arrivo un aggiustamento verso l'alto dei prezzi dei servizi**

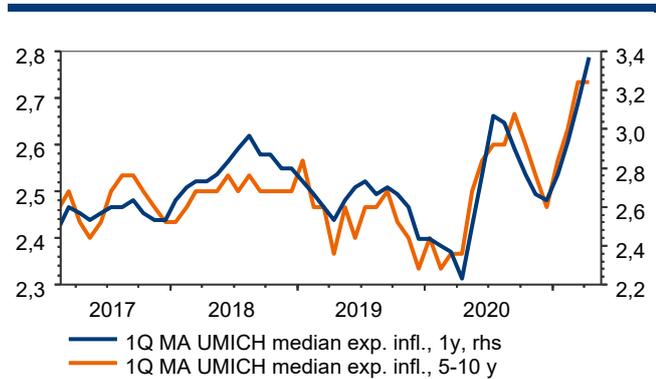


Fonte: Refinitiv Datastream

Un caso a parte è l'**effetto aspettative**, più incerto ma potenzialmente più pericoloso. Le aspettative nelle indagini delle famiglie e dei previsori professionali sono in rialzo e sarà questo a

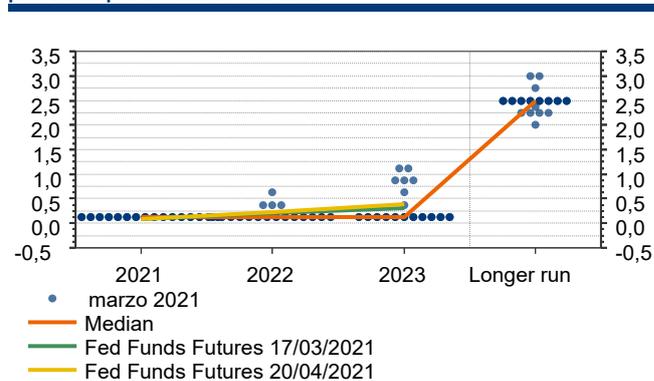
creare maggiori preoccupazioni per il FOMC. Al momento, per via del prevalere della transitorietà prevista per i rialzi del 2021, manteniamo l'aspettativa che le condizioni per la svolta sui tassi possano essere soddisfatte intorno a metà 2023, con un **primo rialzo nella seconda metà dell'anno**.

Fig. 11 – Aspettative di inflazione in rialzo



Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 12 – Il mercato e la Fed divergeranno gradualmente sulle previsioni per il sentiero dei tassi



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.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 Analysis, 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

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mamei (Responsabile)	62128	paolo.mamei@intesasanpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com