

Focus Stati Uniti

Il FOMC è quasi pronto a “parlare di parlare” di tapering, ma richiederà altre conferme dai dati

La riunione del 15-16 giugno non dovrebbe modificare le politiche in atto, ma probabilmente sarà uno spartiacque per il sentiero della politica monetaria, segnalando ufficialmente che il momento di discutere di tapering si sta avvicinando.

La riunione del FOMC di giugno dovrebbe mantenere **invariata la politica monetaria e la guidance**, ma il comunicato dovrebbe rilevare un **ulteriore miglioramento congiunturale** rispetto alla base di dicembre 2020, segnalando ancora che il rialzo dell'inflazione deriva da fattori transitori. Anche il **quadro sanitario dovrebbe essere valutato in modo più positivo**, senza però eliminare il riferimento alla persistenza di rischi collegati a COVID-19.

Le **proiezioni macroeconomiche** dovrebbero apportare significative revisioni verso l'alto per la crescita e l'inflazione a fine 2021 e fine 2022, con una possibile riduzione del tasso di disoccupazione atteso a fine 2021. Nonostante queste revisioni allo scenario macro, il grafico a punti dovrebbe ancora includere una proiezione mediana con tassi fermi fino a fine 2023, pur in presenza di uno spostamento verso l'alto di qualche punto.

La **conferenza stampa** di Powell sarà il veicolo per la preparazione al tapering. I verbali di aprile e i discorsi della maggior parte dei partecipanti al FOMC hanno toccato il tema della discussione sugli acquisti e Powell dovrebbe segnalare esplicitamente che, con qualche ulteriore conferma dai dati soprattutto dal mercato del lavoro, il Comitato potrebbe “parlare di parlare” di tapering dopo l'estate.

In ogni caso, i **dati resteranno i protagonisti** in questa fase di pre-svolta. A nostro avviso, con lo spostamento della domanda verso i servizi, il controllo della pandemia e la fine dell'integrazione dei sussidi, **i vincoli all'offerta di beni e di lavoro dovrebbero ridursi**, agevolando la prosecuzione della ripresa. Per quanto riguarda l'**inflazione**, il rialzo attuale è secondo noi radicato negli aggiustamenti settoriali, per loro natura temporanei. Tuttavia, sottolineiamo **rischi verso l'alto** per la dinamica dei prezzi collegati alle aspettative, potenzialmente a rischio di disancoraggio, e a possibili pressioni verso l'alto nei comparti finora fuori dal radar, **abitazione e sanità**.

10 giugno 2021

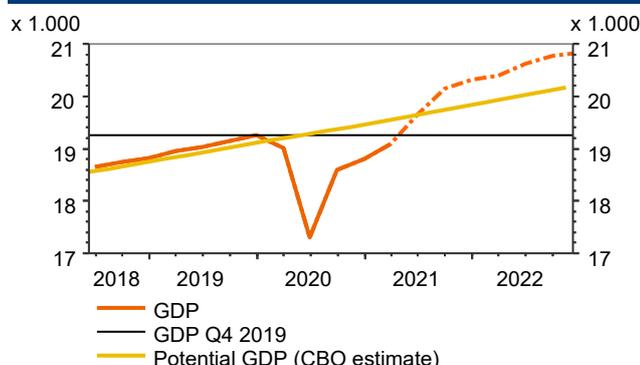
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

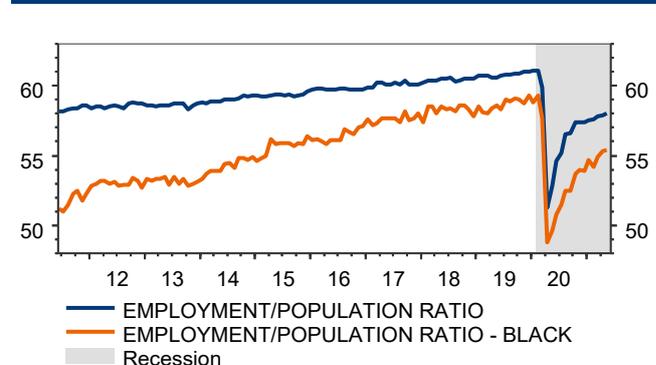
Economista - USA e Giappone

PIL oltre il livello pre-pandemico e output gap azzerato nel 2° trimestre 2021...



Fonte: Refinitiv-Datastream

... ma la dinamica occupazionale non ha tenuto il passo della crescita dell'output



Fonte: Refinitiv-Datastream

FOMC ancora cauto in questa fase di ricomposizione della domanda

La ripresa USA appare su un sentiero sostenibile, con una crescita solida e la pandemia (quasi) sotto controllo. Il FOMC dovrebbe segnalare che l'economia si sta muovendo verso un "ulteriore sostanziale progresso" che potrà permettere di aprire fra non molto il capitolo del *tapering*, sottolineando però che ci vorranno altre conferme e che il primo rialzo dei tassi è ancora lontano.

Tutti gli indicatori economici negli Stati Uniti sono in miglioramento dopo lo stallo di fine 2020, mentre la situazione sanitaria appare ora ben controllata dalla campagna vaccinale. Pertanto, il raggiungimento delle condizioni richieste (anche se non specificate in modo preciso) dalla Fed per preparare la prima svolta della politica monetaria è solo questione di tempo.

Alla riunione di giugno, il FOMC dovrebbe **modificare il comunicato in direzione ottimistica**, sia sul fronte economico sia su quello sanitario. Il miglioramento della **valutazione congiunturale** dovrebbe riguardare tanto la crescita, quanto l'occupazione. Per l'inflazione, si dovrebbe reiterare che il rialzo recente "riflette in larga misura fattori transitori. Nel paragrafo relativo alla **pandemia**, il testo, pur affermando ancora che "restano rischi per lo scenario economico", dovrebbe in qualche modo riconoscere che l'ulteriore avanzamento della campagna vaccinale e la stabilizzazione della curva dei contagi sono tali da non interferire con la ripresa.

L'aggiornamento delle **proiezioni economiche** dovrebbe registrare significative **revisioni verso l'alto** per la crescita (da 6,5% e 3,3%) e l'inflazione (da 2,4% e 2%) a fine 2021 e a fine 2022. Per il tasso di disoccupazione atteso a fine 2021 potrebbe esserci una modesta limatura di 1-2 decimi, ma non particolarmente rilevanti. Per raggiungere la previsione di disoccupazione a 4,5% a dicembre 2021, con l'attuale tasso di partecipazione occorrerebbero 365 mila nuovi posti in media al mese nei prossimi 6 mesi, obiettivo ragionevole. Nonostante il miglioramento dello scenario atteso, prevediamo però che **nel grafico a punti la mediana continui a segnalare tassi fermi fino a fine 2023**, pur in presenza di uno spostamento verso l'alto di alcuni punti del grafico. Il consenso nel Comitato appare ancora inclinato a privilegiare l'ancoraggio delle aspettative sui tassi per gestire gradualmente la svolta. Inoltre, molti partecipanti, fra cui Powell, hanno sottolineato che le proiezioni dei tassi sono indicative e non sono previsioni "ferme" nel tempo.

Nella **conferenza stampa**, Powell dovrebbe dare seguito alle molte dichiarazioni delle ultime settimane e alle indicazioni dei verbali di aprile, che hanno iniziato a preparare il terreno per "parlare di parlare" di *tapering*. È probabile che il Presidente della Fed sottoscriva il messaggio secondo cui l'economia sta facendo progressi su molti fronti rispetto a dicembre 2020 e la fase di emergenza pandemica si sta risolvendo. Tuttavia, Powell dovrebbe anche comunicare cautela nella lettura dei dati e pazienza nella valutazione dello scenario, sottolineando che la Fed aspetterà ulteriori conferme prima di aprire la fase preparatoria alla rimozione dello stimolo. Manteniamo la previsione che il FOMC cominci effettivamente a parlare di *tapering* in autunno, per poi iniziare nel 2022 a ridurre gli acquisti "gradualmente e metodicamente" (Clarida, maggio 2021). In sostanza, la Fed a giugno dovrebbe **muoversi verso il *tapering*, senza però impegnarsi ancora su tempi e modi della svolta**. L'evoluzione dello scenario economico e della pandemia resterà cruciale per le decisioni di politica monetaria. I temi "caldi" per le previsioni sono ancora **la situazione sanitaria, il mercato del lavoro e l'inflazione**.

1. COVID-19: verso una fase endemica?

Il **quadro sanitario** negli USA appare sotto controllo, anche se la campagna vaccinale è rallentata negli ultimi mesi. Attualmente, il 51,8% della popolazione ha ricevuto almeno una dose e il 42,5% è pienamente vaccinato. Considerando la popolazione >12 anni (cioè quella che può essere vaccinata attualmente), il 61,3% ha ricevuto almeno una dose e il 50,3% è pienamente coperta. Al 10 giugno, il ritmo di somministrazioni medie settimanali era pari a circa 1,1 mln, in calo dal picco di 3,2 mln a inizio aprile, ma in rialzo dal minimo recente di 930 mila a fine maggio grazie all'estensione dei vaccini agli adolescenti > 12 anni. Ai ritmi attuali, il 70% della popolazione

La ripresa si consolida, pur con qualche rischio: aperture per la prima svolta

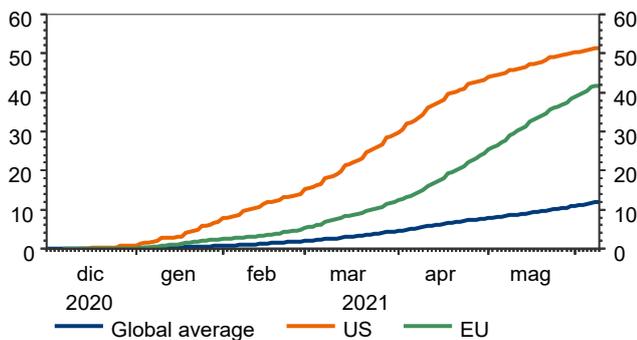
Comunicato probabilmente più ottimista su crescita e occupazione, non preoccupato dal rialzo dell'inflazione e cautamente positivo sul quadro sanitario

Proiezioni economiche più forti per crescita e inflazione nel 2021-22, mediana dei tassi ancora ferma fino a fine 2023 (con maggiore dispersione dei punti verso l'alto)

Attese per una conferenza stampa di Powell cautamente ottimista, con la preparazione per la discussione del *tapering* probabilmente dopo l'estate

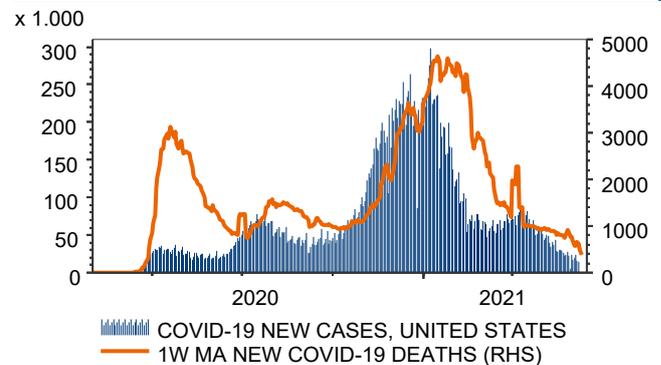
totale riceverebbe almeno una dose di vaccino a metà ottobre. La curva dei contagi continua a calare, insieme a quella dei decessi e dei ricoveri. COVID-19 non è eliminata, ma potrebbe ragionevolmente entrare in una fase endemica, controllata dai vaccini.

Fig. 1 – Percentuale della popolazione pienamente vaccinata



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – Anche con il rallentamento del ritmo delle vaccinazioni, la curva dei contagi appare sotto controllo, e in continuo calo



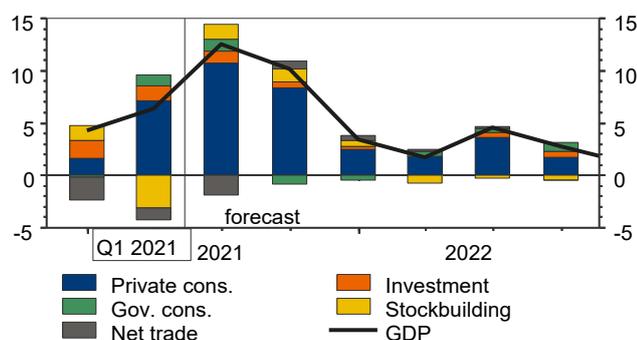
Fonte: Refinitiv-Datastream

2. Il quadro economico: allegro con brio, ma non mancano le disarmonie (transitorie)

La velocissima ripresa della crescita dovrebbe portare il PIL al di sopra dei livelli pre-pandemici già nel 2° trimestre. Dietro al boom del 2021, oltre alla pura forza della domanda aggregata determinata dallo stimolo fiscale e dalla fine delle misure di contenimento, c'è una profonda ricomposizione in tutti i settori, con effetti sugli equilibri di breve termine per quantità e prezzi in tutti i mercati, sia per i beni e i servizi, sia per il lavoro.

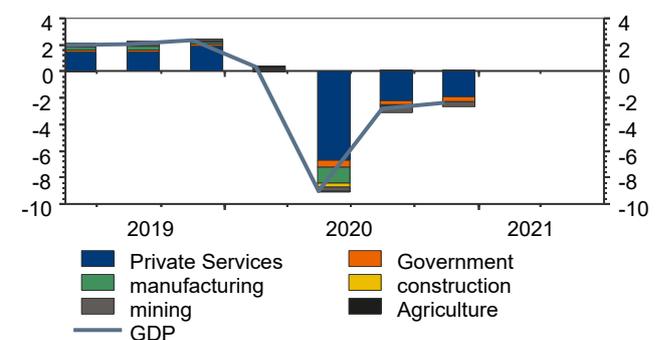
I temi del 2021: boom della domanda aggregata ed enorme riallocazione settoriale

Fig. 3 – PIL in crescita a due cifre nella parte centrale del 2021, oltre i livelli pre-pandemici già a metà anno



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 4 – Andamento del PIL per settori: il crollo dei servizi è senza precedenti e deve ancora essere ricomposto



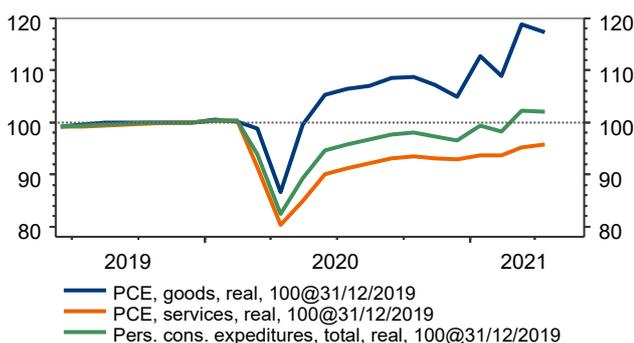
Fonte: Refinitiv-Datastream. I dati sono disponibili solo fino a fine 2020

Questa ricomposizione emerge solo parzialmente dalla Fig. 3, che evidenzia esclusivamente il **trasferimento temporale** del supporto pubblico su consumi e investimenti privati, con effetti rilevanti anche sulle scorte delle imprese. Una parte cruciale degli effetti economici di COVID-19 è infatti lo **spostamento di domanda fra settori**, che implica massicci aggiustamenti a livello produttivo, con la necessità di riallocazione degli input da un'area all'altra e conseguenti frizioni sugli equilibri di breve termine. Il FOMC vorrà "vedere attraverso" impatti transitori sui prezzi, e non vorrà svoltare fino a quando non sarà chiaro il ruolo di domanda e offerta sui flussi occupazionali.

Il principale meccanismo di trasmissione delle variazioni della domanda finale aggregata e della sua ricomposizione settoriale nell'ultimo anno (e nei prossimi trimestri) è rappresentato dai **consumi delle famiglie**, soggetti alle chiusure delle attività e alle fluttuazioni dell'occupazione, ma anche all'enorme aumento del reddito disponibile e del risparmio. Le previsioni sono di **espansione di 9,5% nel 2021 e 5% nel 2022**, dopo -3,9% nel 2020. La disaggregazione per tipologia di consumo dà una misura della riallocazione dei flussi di domanda nel 2020-21 e mantiene elevata l'incertezza riguardo alla "nuova normalità" in una fase post-pandemica. Nel 2021, i consumi di **beni durevoli** sono previsti in rialzo di circa 19%, con un incremento medio di più del 30% t/t ann. nel 1° semestre, seguito da una correzione media attesa nella seconda parte dell'anno di circa -2% t/t ann. Specularmente, i **servizi**, dopo un calo di -7,3% nel 2020, sono previsti in crescita di 7,9% nel 2021 e di 6% nel 2022. Ma, anche in questo caso, il 2021 vede un'ampia volatilità fra trimestri: il 1° e il 4° trimestre dovrebbero registrare variazioni intorno al 4% t/t ann., mentre la parte centrale dell'anno dovrebbe vedere un boom, con variazioni medie di circa 16% t/t ann. **Fluttuazioni di questa entità richiedono aggiustamenti massicci** della produzione e dell'occupazione, che non possono avvenire senza frizioni, anche perché le imprese erano entrate nel 2020 con livelli molto bassi di scorte e l'offerta di lavoro è ancora influenzata dalla coda degli effetti della pandemia.

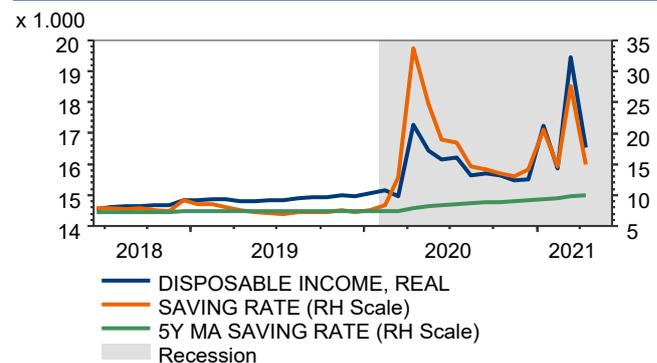
I consumi dominano non solo la domanda aggregata, ma anche l'aggiustamento fra settori

Fig. 5 – I consumi totali oltre i livelli pre-pandemia, grazie ai beni che hanno più che compensato la correzione dei servizi



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 6 – Il balzo del reddito disponibile e del risparmio alimenta il boom aggregato dei consumi



Fonte: Refinitiv-Datastream

Anche gli **investimenti fissi non residenziali** sono attesi in rialzo solido (7,6% nel 2021 e 2,8% nel 2022), con rotazioni settoriali: un contributo crescente delle strutture e un sentiero sempre positivo per macchinari e proprietà intellettuale, ma su ritmi più contenuti rispetto a quelli visti fra metà 2020 e metà 2021. Gli **investimenti residenziali** dopo il boom della seconda metà del 2020 e di inizio 2021 dovrebbero stabilizzarsi, frenati da scarsità di offerta di materie prime e lavoro, con una crescita di 12,4% nel 2021 e circa nulla nel 2022. Le imprese riportano problemi a soddisfare la domanda in crescita, per mancanza di materie prime, beni intermedi e manodopera e un livello di scorte insufficiente, ma riescono comunque a espandere l'attività a ritmi sostenuti.

Crescita e rotazione settoriale anche per gli investimenti fissi

In conclusione, nonostante le strozzature all'offerta, nel 2° trimestre 2021 il **PIL dovrebbe superare il livello pre-pandemico e azzerare l'output gap**, mentre l'occupazione rimane inferiore di -5% rispetto a febbraio 2020. Un fattore rilevante per la determinazione della politica monetaria è questa **differenza fra la velocità e l'entità dell'aggiustamento del PIL e quelle del mercato del lavoro**. Con una Banca centrale impegnata a svoltare solo **dopo** avere visto (e non soltanto previsto) una chiusura significativa del deficit di occupazione, è cruciale chiarire lo **stato e il trend del mercato del lavoro**. Il rallentamento della dinamica occupazionale di aprile e maggio (Fig. 7) è il risultato di vincoli sulla domanda o sull'offerta?

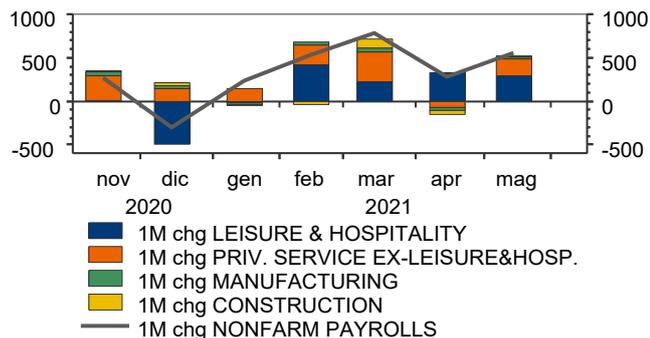
PIL oltre i livelli pre-pandemici, con l'output gap azzerato, nel 2° trimestre

A maggio, secondo l'*employment report*, mancavano ancora 7,6 mln di occupati rispetto a febbraio 2020, ma il quadro non è omogeneo fra classi salariali. I dati di Opportunity Insights

Mercato del lavoro: dove sono andati tutti i lavoratori?

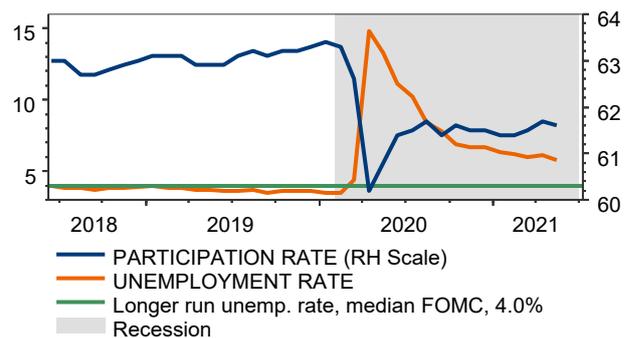
mostrano che a fine marzo, rispetto a febbraio 2020, l'occupazione degli individui con salari elevati (>60 mila dollari) era +2,4% rispetto a febbraio 2020, mentre per gli individui con salari bassi (<27 mila dollari) era -23,6%. **Dove (e chi) sono i lavoratori mancanti?** In parte sono usciti dalla forza lavoro e in parte sono disoccupati, hanno bassi livelli di istruzione e lavoravano nei settori aggregativi prima della pandemia. Diversi criteri di valutazione del mercato del lavoro segnalano che probabilmente prevale la scarsità di offerta.

Fig. 7 – Il trend occupazionale è in miglioramento da dicembre, pur con qualche incertezza



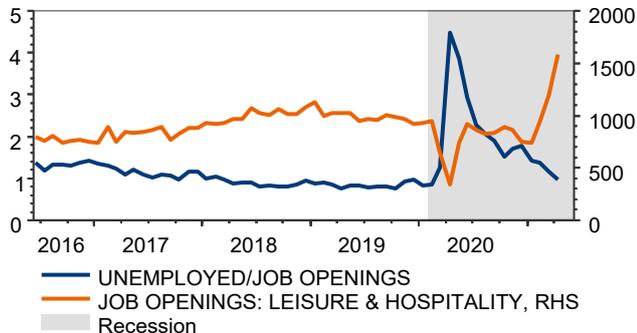
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 8 – L'aggiustamento del tasso di disoccupazione e di partecipazione è molto lento



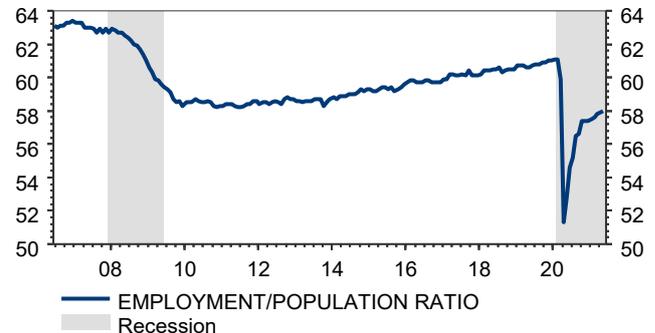
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 9 – Le imprese cercano lavoratori che non trovano



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig.10 – Il tasso di occupazione aumenta a maggio, ma è ancora lontano dai livelli di un anno fa



Fonte: Refinitiv-Datastream

La **partecipazione alla forza lavoro**, a 61,6% a maggio, ha colmato solo parzialmente il gap aperto da febbraio 2020, ancora pari a 1,7pp. Negli ultimi mesi, l'incremento percentuale maggiore della partecipazione è nella coorte più giovane (16-24 anni), per le altre coorti la ripresa è lenta, e per quelle più anziane si registra un calo. Disaggregando per livello di istruzione, la partecipazione è su un trend positivo per gli individui con un diploma ed è in calo per le categorie con basso livello di scolarità.

Le informazioni sui flussi di lavoratori sono coerenti con un mercato sotto **pressione da eccesso di domanda**, con un costante aumento dei flussi dallo status di disoccupato e di occupato a quello di "non nella forza lavoro". Il rapporto **disoccupati/posizioni aperte** sta scendendo rapidamente e ad aprile era pari a 1,2, come a marzo 2020, con le posizioni aperte sui massimi storici. Gli **occupati mancanti in gran parte appartengono al settore dei servizi** aggregativi (Fig. 11), che hanno salari al di sotto della media e per cui il costo-opportunità rappresentato dai sussidi di disoccupazione rafforzati dai programmi federali è particolarmente elevato. La Fig. 12 mostra

Segnali di eccesso di domanda

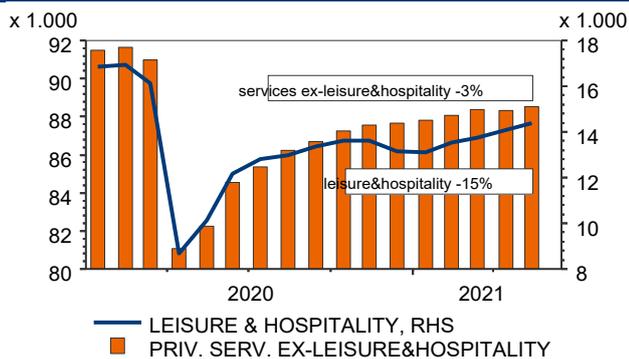
che i salari del 1° quartile sono in crescita più rapida rispetto al resto della distribuzione, e sono in accelerazione da inizio anno, al contrario di quanto sta avvenendo per le altre classi, e di quanto era avvenuto dopo l'ultima recessione. Con un sussidio statale medio di 320 dollari/settimana, integrato da 300 dollari/settimana con i programmi federali, il sussidio mensile medio di un disoccupato è di 2480 dollari, superiore alla retribuzione delle classi con salari bassi (2150 dollari).

Entro metà giugno, 23 Stati elimineranno e/o ridurranno l'integrazione federale, includendo anche in alcuni casi bonus per le assunzioni di disoccupati di lungo termine. A metà settembre, tutti i programmi federali sono in scadenza, con probabile riduzione del costo-opportunità e aumento dell'offerta di lavoro. La riapertura delle scuole e l'attivazione dei campi estivi dovrebbero contenere il freno alla partecipazione degli adulti (specialmente donne) con figli in età scolare. Inoltre, con il controllo della pandemia dovrebbero rientrare i timori di contagio che stanno ancora frenando la partecipazione.

In conclusione, sul mercato del lavoro **i vincoli attuali dal lato dell'offerta dovrebbero gradualmente ridursi**, permettendo il proseguimento della dinamica positiva dell'occupazione generata dalla domanda aggregata. Probabilmente il FOMC vorrà accertarsi che la domanda di lavoro sia consolidata nei prossimi mesi prima di attuare la svolta sugli acquisti.

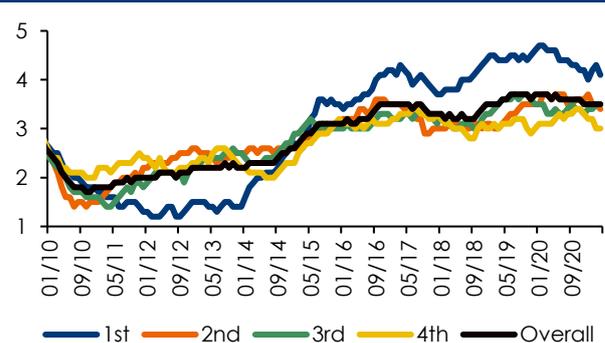
Aggiustamento del mercato del lavoro in probabile accelerazione in estate, con una ripresa dell'offerta

Fig. 11 – Gran parte degli occupati mancanti sono nei servizi e in particolare in quelli per il tempo libero e l'ospitalità



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 12 – I salari del quartile più basso della distribuzione sono in rialzo superiore a quello degli altri quartili



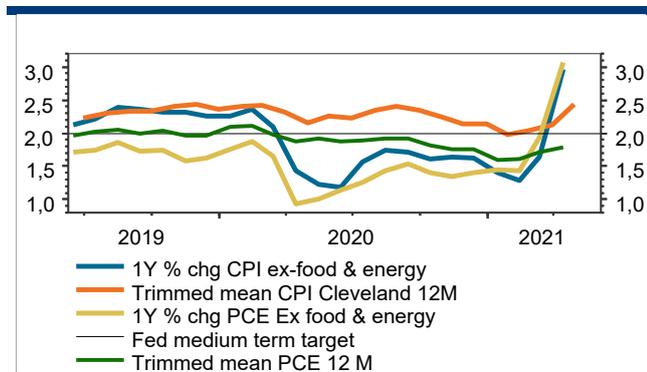
Fonte: Cleveland Fed

L'**inflazione** è stata soggetta a fluttuazioni causate dalla volatilità della domanda aggregata e dalla riallocazione settoriale. L'entità dei movimenti della dinamica degli indici *headline* e *core* è amplificata proprio dagli spostamenti della domanda finale fra settori, come appare dalla Fig. 16. Le imprese manifatturiere segnalano pressioni verso l'alto sia sui prezzi pagati sia su quelli ricevuti in seguito all'eccesso di domanda in molti settori, agli aumenti delle materie prime e alla mancanza di semiconduttori. Nei servizi, la riapertura delle attività ha aperto il processo di riaggiustamento dei livelli dei prezzi associato alla ripresa della domanda. Il FOMC ha reiterato che il rialzo dell'inflazione è spinto da fattori transitori, come appare evidente dai dati.

Inflazione: quo vadis?

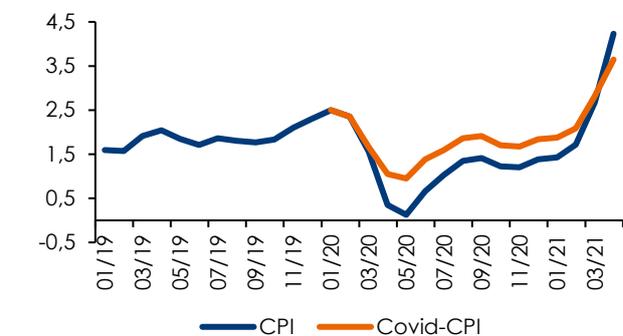
Depurando gli indici dagli effetti diretti di COVID-19 sullo spostamento della domanda, l'analisi di A. Cavallo rileva che il calo dell'inflazione nel 2020 è stato esagerato dalla pandemia, così come lo è la ripresa attuale (Fig. 14). Altri indicatori evidenziano la natura straordinaria e temporalmente circoscritta dei trend recenti dell'inflazione. Gli indici mediani e le medie troncate (Fig. 13) danno un quadro più rassicurante delle tendenze, mentre il calcolo dell'inflazione con una base diversa (su due anni anziché su uno) mostra che l'inflazione attuale non è fuori linea rispetto al passato (Fig. 15).

Fig. 13 – Inflazione in forte rialzo, ma in gran parte per via di pochi comparti con variazioni “estreme”



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 14 – L'inflazione misurata con un paniere aggiustato per gli effetti di COVID era più elevata nel 2020 e meno nel 2021 rispetto a quella misurata con il CPI



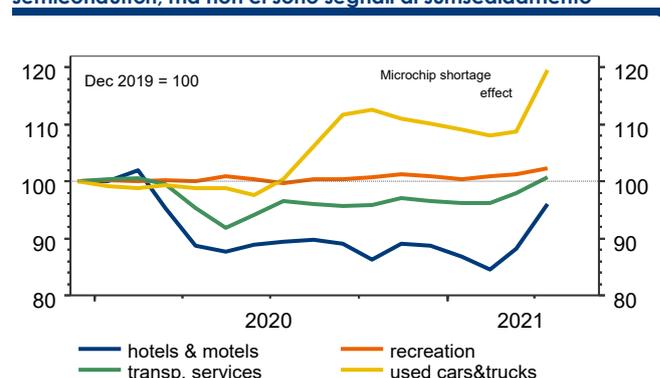
Fonte: A. Cavallo, Harvard Business School

Fig. 15 – Se l'obiettivo fosse sulle variazioni a 2 anni, il periodo 2020-21 non creerebbe problemi di overshooting per la Fed



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 16 – Alcuni settori (soprattutto nell'ospitalità) non sono normalizzati, e le auto usate restano in balia della scarsità di semiconduttori, ma non ci sono segnali di surriscaldamento



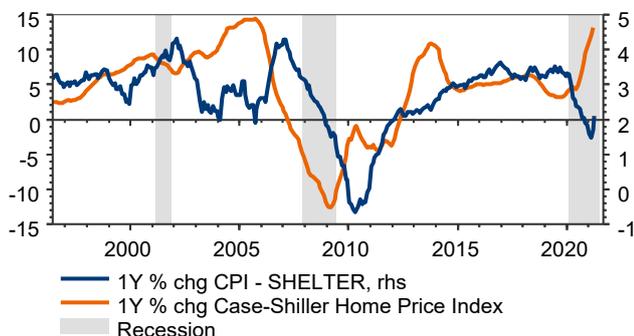
Fonte: Refinitiv-Datastream

Nonostante la valutazione rassicurante dei recenti rialzi dei prezzi, vanno sottolineati **due rischi significativi** per l'ancoraggio futuro dell'inflazione: i comparti abitazione e sanità da un lato, e le aspettative dall'altro.

Abitazione e sanità sono le componenti principali dell'inflazione. Nel 2020 la prima ha contribuito al calo dell'inflazione, ma l'andamento dei prezzi delle case, con variazioni sui massimi dal 2006 (Fig. 17) segnala un rischio di pressioni verso l'alto nel 2022. I servizi sanitari, a parte un rialzo dei prezzi a inizio 2020 per aggiustamenti delle tariffe, hanno registrato un calo di domanda di circa -1,5% a/a rispetto al 2020, per la cancellazione di procedure e visite non collegate a COVID. Il rinvio di prevenzione e la maggior riluttanza del pubblico a utilizzare servizi medici potrebbe portare ad aumenti futuri dei costi e dei premi assicurativi. Una ripresa anche contenuta ma persistente dei prezzi di sanità e abitazione potrebbe spingere in modo più duraturo l'inflazione core verso l'alto nel 2022-23.

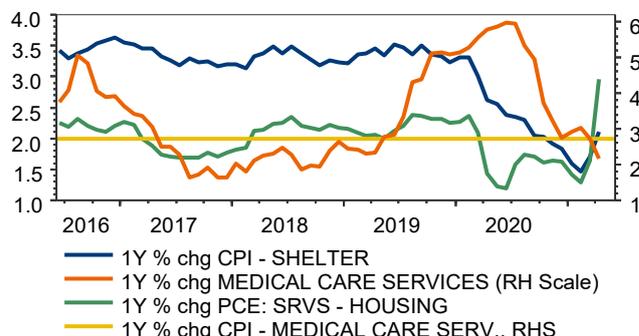
Rischi verso l'alto collegati a sanità e abitazione

Fig. 17 – Prezzi delle case su un sentiero esplosivo, con rischi per la componente abitazione degli indici



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 18 – Possibili pressioni verso l'alto dalla sanità, con la normalizzazione della domanda dopo il calo del 2020

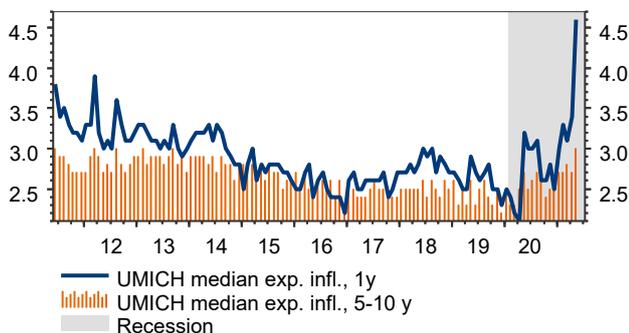


Fonte: Refinitiv-Datastream

L'altro rischio per il sentiero dell'inflazione riguarda le aspettative per due motivi. Anche se i rialzi dei prezzi sono di origine transitoria, le **aspettative di inflazione** potrebbero salire in modo duraturo, innescando un'accelerazione della dinamica salariale già in atto. Inoltre, un rialzo potrebbe esser amplificato dal nuovo obiettivo della Fed sull'inflazione media. Per ora, il rialzo delle aspettative riguarda l'orizzonte di breve periodo (Fig. 19) e l'Index of Common Inflation Expectations (Fig. 20) stimato dalla Fed si mantiene su livelli storicamente non preoccupanti.

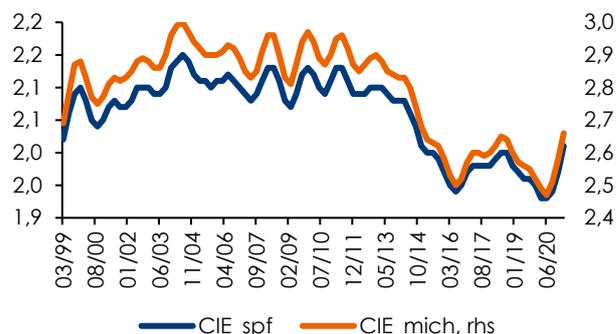
Aspettative di inflazione in rialzo, ma per ora ancorate

Fig. 19 – Le aspettative delle famiglie sono in forte rialzo sull'orizzonte a 1 anno, ma sotto controllo a 5-10 anni



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 20 – Index of Common Inflation Expectations: l'indice di aspettative preferito della Fed non dà segnali preoccupanti



Fonte: Federal Reserve Board

In conclusione, lo scenario economico è coerente con l'avvicinamento del FOMC alla svolta sul programma di acquisti, che dovrebbe essere preparata in autunno, e con un atteggiamento ancora molto prudente per quanto riguarda il sentiero dei tassi. Alla luce delle previsioni solide per la crescita nel 2021-22, **valutiamo che il primo rialzo dei tassi potrebbe avvenire già nel giugno 2023 e che ne potrebbe seguire un secondo a dicembre** dello stesso anno.

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 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@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasnpaolo.com