

Focus Stati Uniti

L'inflazione rende difficile il compito della Fed

La riunione del FOMC del 2-3 novembre avrà due compiti, uno semplice, l'altro più complesso. Il primo sarà l'annuncio dell'avvio del *tapering*, probabilmente già a novembre. Il secondo sarà la comunicazione riguardo alla funzione di reazione della Fed di fronte a rischi sui prezzi, con segnali di disponibilità a modificare la politica monetaria in risposta a diversi scenari di inflazione e di aggiustamento del mercato del lavoro. Il bias nel FOMC dovrebbe ora essere restrittivo, con un possibile anticipo della svolta sui tassi, in caso di materializzazione dei rischi sull'inflazione.

"The risks are clearly now to longer and more persistent bottlenecks, and thus to higher inflation. (...We) need to make sure that our policy is positioned for a range of possible outcomes." (J. Powell, 22.10.2021)

La riunione del FOMC di novembre sarà uno spartiacque. Il FOMC dovrebbe annunciare che il **tapering inizierà con il calendario di novembre**, e indicare che il sentiero di riduzione degli acquisti dovrebbe concludersi entro metà 2022. La variazione iniziale degli acquisti dovrebbe essere di 15 mld al mese, ma dovrà essere **confermata o modificata a ogni riunione**, garantendo la flessibilità necessaria a rispondere all'evoluzione congiunturale e, soprattutto, alla possibile persistenza delle pressioni verso l'alto sui prezzi. La conferenza stampa dovrebbe sottolineare che l'inizio del *tapering* è separato dalla svolta dei tassi, ripetendo le parole di Powell secondo cui "ora è il momento di ridurre gli acquisti" ma "non è il momento di alzare i tassi".

Il comunicato e la conferenza stampa dovrebbero però rilevare il protrarsi dei colli di bottiglia e **l'eccesso di domanda diffuso anche al mercato del lavoro, sottolineando la crescente preoccupazione per le pressioni verso l'alto sull'inflazione**. Powell dovrebbe comunicare la volontà di rivalutare lo scenario dei tassi sulla base della persistenza delle strozzature all'offerta e dell'inflazione al di sopra del 2%. Il bias nel FOMC non sarà più neutrale, ma dovrebbe ora essere verso un **possibile anticipo della svolta sui tassi**, in caso di materializzazione dei rischi sull'inflazione. La **nostra previsione di 1 rialzo nel 2022 e 2 rialzi nel 2023 ha rischi verso l'alto**, con la possibilità di 2 rialzi nel 2022, seguiti da 2 rialzi nel 2023. Riteniamo però che, essendo una parte dei colli di bottiglia di origine esogena, a fronte di capacità produttiva domestica disponibile, l'eccesso di domanda dovrebbe in parte riassorbirsi autonomamente. In caso di persistenza delle pressioni inflazionistiche, l'effetto principale sul sentiero della politica monetaria dovrebbe essere, a nostro avviso, un anticipo del primo rialzo e una maggiore restrizione nel 2022.

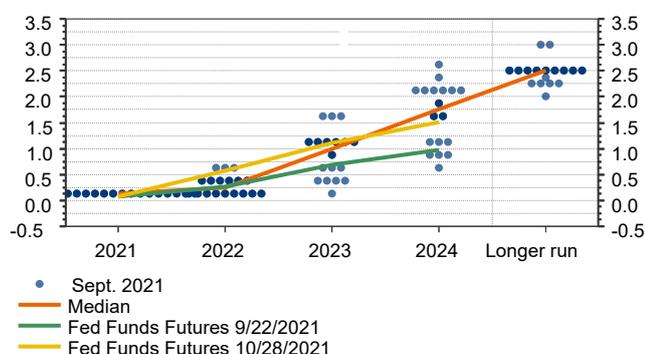
29 ottobre 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

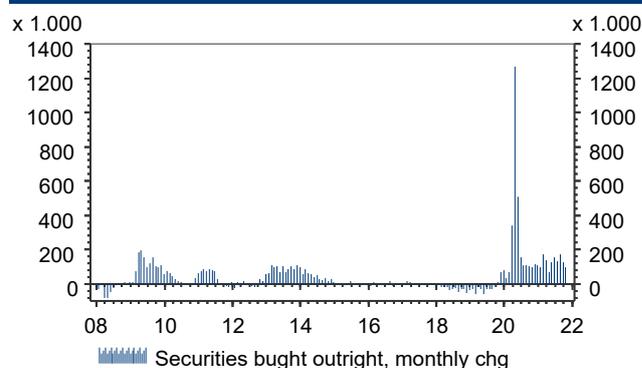
Giovanna Mossetti  
Economista - USA e Giappone

Fed e mercato: previsioni per lo scenario dei tassi su sentieri diversi



Fonte: Refinitiv-Datastream

Graduale riduzione degli acquisti mensili da novembre, stabilizzazione del bilancio attesa entro metà 2022



Fonte: Refinitiv-Datastream

## Ora inizia il tapering, ma il focus è già sul rialzo dei tassi

La riunione del 2-3 novembre aprirà la strada alla prima svolta della politica monetaria, con **l'annuncio del tapering** e il riconoscimento esplicito che è stato raggiunto l'"ulteriore sostanziale progresso" richiesto come condizione per iniziare a ridurre gli acquisti di titoli. Questo annuncio è completamente scontato, perché è stato preparato non solo dalla riunione di settembre, ma anche da una serie di discorsi recenti, omogeneamente favorevoli a un inizio imminente della svolta sul bilancio. La discussione nel Comitato è ormai concentrata sulla **valutazione dei rischi di inflazione e sulle sue implicazioni** per la seconda svolta, di maggior rilievo per il futuro del ciclo economico, cioè quella sui tassi. Il ritmo di riduzione degli acquisti che verrà annunciato dovrebbe essere flessibile, per permettere al FOMC di reagire di fronte all'evoluzione dello scenario e rispondere al possibile materializzarsi dei rischi sull'inflazione.

Il **comunicato stampa**, nella valutazione del quadro e dello scenario macroeconomico, dovrebbe rilevare l'aggravarsi dei colli di bottiglia e della carenza di offerta, sia sul mercato dei beni sia su quello del lavoro, con effetti sull'attività economica e sui prezzi. L'inflazione a settembre era giudicata "elevata, in larga misura sulla scia di fattori transitori": a novembre si potrebbe vedere una qualificazione più preoccupata riguardo alla durata della transitorietà delle pressioni inflazionistiche. Il Comitato sta iniziando a riconoscere che "transitorio" non equivale a "di breve durata". L'incertezza e i timori sullo scenario dei prezzi sono diffusi nel Comitato, come evidente anche dai recenti discorsi, ma maggiori informazioni emergeranno con i verbali in uscita a fine novembre.

Nel complesso, la riunione dovrebbe segnalare non solo la svolta sugli acquisti, ma anche uno **spostamento ufficiale del bias del FOMC verso una valutazione attiva dei rischi di inflazione**, della carenza di offerta di lavoro e di una possibile spirale salari-prezzi. Il Comitato dovrebbe comunque prendere tempo, e sottolineare il monitoraggio delle pressioni inflazionistiche come elemento cruciale nella determinazione della politica monetaria futura.

### Tapering: ora, ma come?

Le indicazioni sul *tapering* sono state esplicite nel circoscrivere i **tempi** dell'annuncio, quelli dell'attuazione (calendario acquisti di novembre o, al più tardi, di dicembre) e della probabile fine del programma di acquisti (entro metà 2022). I discorsi hanno evidenziato una dispersione di opinioni sui tempi appropriati per la conclusione del *tapering*. Diversi presidenti di Fed regionali sono esplicitamente inclini a chiudere il programma di acquisti già nel 1° trimestre 2022, per avere maggiore flessibilità nella risposta a un possibile peggioramento dello scenario di inflazione, anche se due di loro non fanno più parte del FOMC (Rosenberg e Kaplan si sono dimessi recentemente per la gestione inappropriata delle loro finanze personali).

Come era stato gestito il **tapering nel 2013**? Un riepilogo degli eventi di quell'anno ci ricorda che anche allora il limite del debito era stato al centro dell'attenzione in autunno, con una risoluzione a metà ottobre. Anche allora il FOMC aveva sottolineato esplicitamente la separazione fra la decisione sul *tapering* e quella sul rialzo dei tassi e la dipendenza delle decisioni di policy dallo scenario macro. Alla riunione di dicembre 2013, il comunicato annunciava la decisione di ridurre "modestamente" il ritmo degli acquisti da 85 mld a 75 mld al mese, con una correzione di 5 mld sia per Treasury sia per MBS, e di mantenere la politica di reinvestimento delle scadenze. Il comunicato segnalava che, se l'aspettativa di miglioramento del mercato del lavoro e di ritorno dell'inflazione verso l'obiettivo di più lungo termine si fossero materializzati, il ritmo degli acquisti sarebbe stato ridotto "in ulteriori passi misurati alle prossime riunioni" sottolineando però che gli acquisti non sarebbero stati su una "rotta predeterminata".

Quest'anno, il tema del **limite del debito** è ancora caldo e il problema non è risolto, in un contesto ancora più conflittuale rispetto a 8 anni fa. Il recente voto bipartisan ha innalzato il limite a un livello tale da garantire le emissioni solo per pochi mesi e le tensioni potrebbero riproporsi a

**"Penso che sia il momento di ridurre (gli acquisti), non penso che sia il momento di alzare i tassi" (J. Powell, 22.10.2021)**

**Tempi: inizio a novembre, fine entro metà 2022**

**Precedenti: gestione del tapering nel 2013**

**2021: -15 mld all'inizio...**

dicembre. Riteniamo comunque che, come visto già a ottobre, Democratici e Repubblicani siano unanimi almeno nel riconoscere la gravità di un possibile default e nella disponibilità a non rischiare di raggiungere il limite del debito senza un intervento correttivo. Potrebbero esserci nuove tensioni a dicembre, ma il FOMC non può aspettare ancora a iniziare il *tapering*: pertanto prevediamo che **la riduzione degli acquisti inizi con il calendario di novembre**.

Un **sentiero di acquisti** compatibile con i tempi indicati dal consenso moderato nel FOMC, cioè un inizio del *tapering* a metà novembre e una fine intorno a metà 2022, vedrebbe **una riduzione di 15 mld al mese** (10 mld di Treasury e 5 mld di MBS) rispetto al ritmo attuale di acquisti mensili per 120 mld. Nel 2013 gli acquisti di Treasury erano solo marginalmente maggiori rispetto a quelli di MBS (45 e 40 mld, rispettivamente). La scelta di un **sentiero flessibile**, dettato dall'evoluzione dei dati e dello scenario, dovrebbe ripetersi nel 2021, con **indicazioni da confermare da una riunione all'altra**. Nel caso attuale, il rischio che preoccupa il FOMC è quello di dover accelerare la riduzione degli acquisti per liberare un possibile rialzo dei tassi nella prima parte del 2° semestre anziché nella parte finale del 2022.

**...con conferme da una riunione all'altra per rispondere all'evoluzione dei rischi**

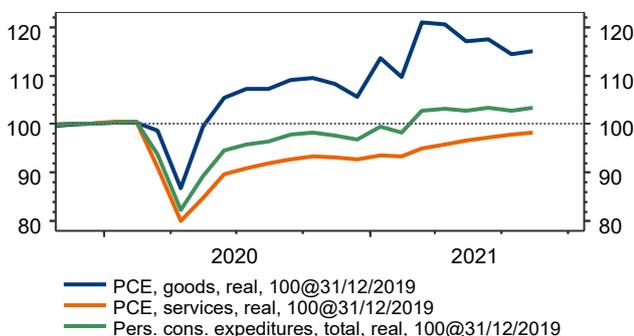
### Non è ancora l'ora dei rialzi, ma i rischi non sono bilanciati

Il comunicato e la conferenza stampa di Powell daranno spazio ai timori diffusi nel FOMC riguardo ai rischi di surriscaldamento e di rialzo dell'inflazione più persistente del previsto. Dalla riunione di settembre, la comunicazione ha avuto una svolta "*hawkish*", con un coro crescente di **preoccupazioni per la persistenza del rialzo dell'inflazione** esteso anche ai membri del Board, tipicamente più moderati e cauti di molti presidenti di Fed regionali. Ai discorsi di Clarida si sono aggiunti quelli di Quarles, Waller, Bowman e infine Powell. Il consenso nel Comitato riconosce che **dall'estate lo scenario è cambiato, con previsioni di vincoli più stringenti e duraturi del previsto dal lato dell'offerta** e colli di bottiglia generati dalla logistica a livello globale, con ricadute significative sull'inflazione corrente e attesa.

**Le preoccupazioni del Comitato sono fondate.** Il quadro congiunturale è caratterizzato da un eccesso di domanda di entità crescente, rinforzato dalla combinazione di un ritmo solido di espansione dei consumi domestici, dalla necessità delle imprese di ricostituire le scorte e dai problemi della logistica a tutti i livelli distributivi. I consumi sono frenati dalla mancanza di offerta, come evidente nel comparto auto. Il problema però non è domestico, bensì di origine esogena. Infatti, la capacità produttiva non è pienamente utilizzata, e le tensioni nella logistica sono diffuse a tutti gli stadi e modalità della distribuzione globale. L'eccesso di domanda caratterizza anche il mercato immobiliare residenziale, con crescita dei prezzi delle case su record storici.

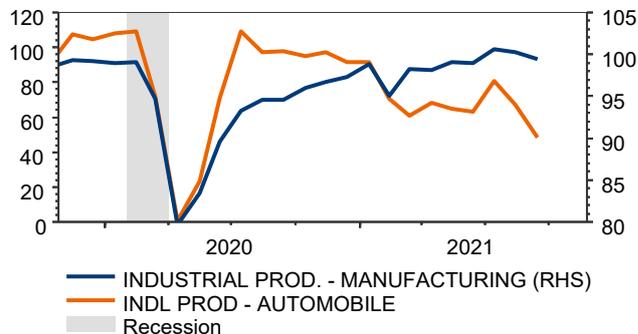
**Eccesso di domanda e pressioni su prezzi e salari: concentrati o diffusi?**

**Fig. 1 – I consumi rallentano perché manca l'offerta di beni...**



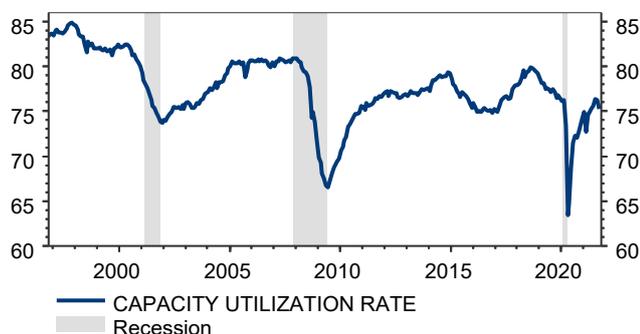
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 2 – ...che non vengono prodotti per mancanza di componenti**



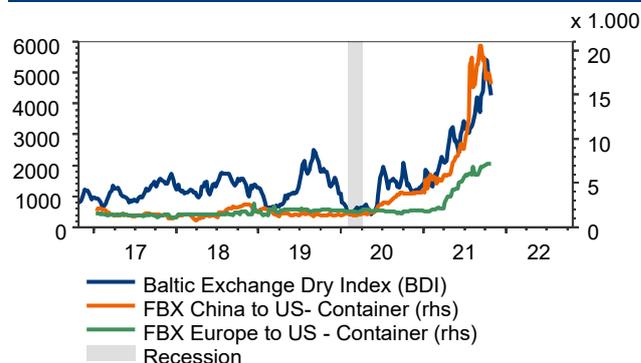
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 3 – La capacità produttiva domestica non è pienamente utilizzata**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 4 – I colli di bottiglia della distribuzione impediscono le consegne di beni lungo tutta la catena produttiva**



Fonte: Refinitiv-Datastream

Come previsto correttamente dal FOMC, una parte del rialzo dell'inflazione nella parte centrale dell'anno è stata dovuta a due fattori temporanei: l'effetto **statistico di confronto** con la dinamica dei prezzi frenata dalla pandemia nel 2020 e la fisiologica **normalizzazione dei prezzi** seguita alla riapertura delle attività nei servizi nella primavera 2021. Se il rialzo dell'inflazione fosse dovuto solo a questi due elementi, la Fed non sarebbe preoccupata, con la "gobba" attuale transitoria e caratterizzata da aggiustamenti di prezzi relativi. A questi due fattori domestici, si è aggiunto un terzo elemento, cioè **le difficoltà della distribuzione globale** a gestire l'impennata della domanda mondiale post-pandemica, la cui persistenza e profondità sono ben maggiori di quanto atteso inizialmente. Le disfunzioni della logistica mondiale hanno una dimensione imprevedibile, potenzialmente prolungata e diffusa, con riflessi sull'inflazione.

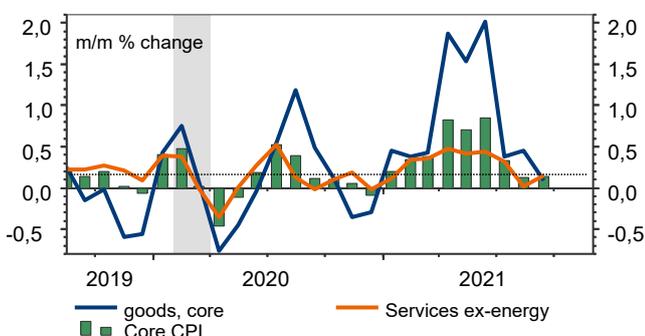
**Inflazione in rialzo: i "fattori transitori" non sono tutti di breve durata**

I prezzi nei settori colpiti direttamente dalla pandemia (ristorazione, ospitalità, ricreazione) potrebbero avere ormai concluso il loro aggiustamento, ma **la carenza di offerta è ora diffusa a una percentuale crescente dei settori non direttamente colpiti dalla pandemia**. Il campanello d'allarme su questo fronte è evidente dal fatto che la media troncata dell'inflazione supera la mediana e i rialzi nel CPI, per esempio, riguardano l'84% delle voci, una percentuale storicamente anomala. Anche le indagini delle imprese danno indicazioni coerenti con la volontà delle imprese di trasferire sui prezzi di vendita gli aumenti di costo degli input. I rischi collegati alla logistica sono rinforzati dalle pressioni del mercato immobiliare, dove la mancanza di case e gli aumenti dei costi hanno spinto la **dinamica dei prezzi delle case** su record storici, con rischi di effetti duraturi sugli indici generali.

**La normalizzazione dei prezzi nei settori colpiti dalla pandemia è quasi conclusa, ma per via della scarsità di offerta in altri settori, gli aumenti di prezzo si diffondono**

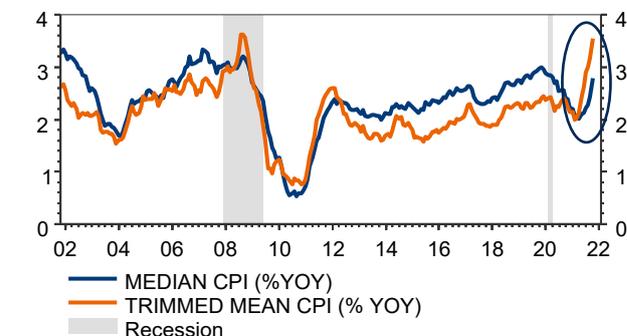
**Anche i prezzi delle case mettono pressioni verso l'alto**

**Fig. 5 – L'aggiustamento nei settori colpiti direttamente dalla pandemia è quasi concluso, ma i rischi non sono finiti**



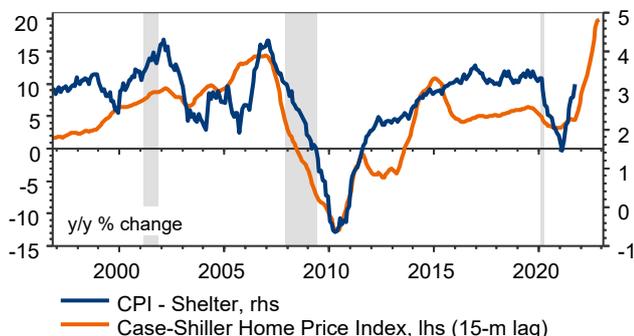
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 6 – L'inflazione mediana è al di sotto della media troncata: i rialzi dei prezzi si stanno diffondendo**



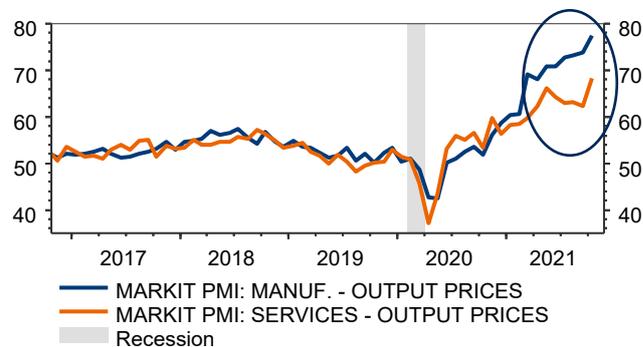
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 7 – Allarme immobiliare: rischi per l’inflazione dal boom dei prezzi delle case**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 8 – Imprese impegnate ad alzare i prezzi di vendita in tutti i settori**

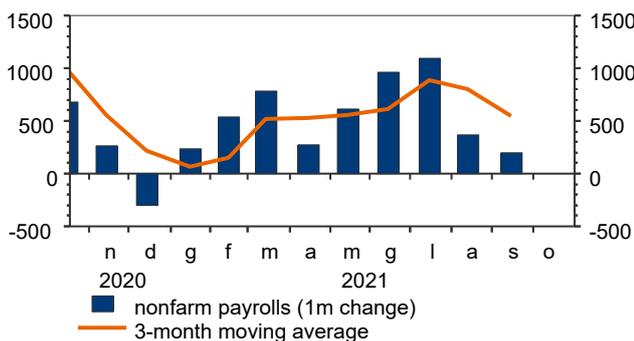


Fonte: Refinitiv-Datastream

Anche **il mercato del lavoro è in una fase di eccesso di domanda**. Nel corso dell'anno, dopo lo stallo dovuto ai contagi a inizio 2021, il boom occupazionale che ha accompagnato la riapertura dei servizi è stato seguito da un rallentamento in estate. Il FOMC riconosce ora che il recente ritmo di aumento degli occupati è il risultato di scarsità di offerta a fronte di una domanda record (Figg. 9-12). Sul fronte della **domanda**, tutti gli indicatori segnalano un boom ininterrotto: posizioni aperte in continua crescita, diffusa a tutti i settori, su livelli record e superiori al numero di disoccupati, dimissioni volontarie su massimi storici, imprese che riportano impossibilità di reclutamento della manodopera necessaria a sostenere l'espansione dell'attività. Dal lato dell'**offerta**, invece, non si è materializzato l'aumento della partecipazione atteso con la fine dei programmi federali per la disoccupazione, con la riapertura delle scuole e con la riduzione dei nuovi contagi. Inoltre, il continuo aumento dei pensionamenti segnala un freno potenzialmente duraturo alla crescita della forza lavoro. Il risultato comincia a vedersi sui salari. Finora l'eccesso di domanda si è concentrato nei settori direttamente colpiti dal COVID (servizi) e nella fascia bassa della distribuzione salariale, ma la scarsità di offerta sta cominciando a diffondersi anche in altri settori.

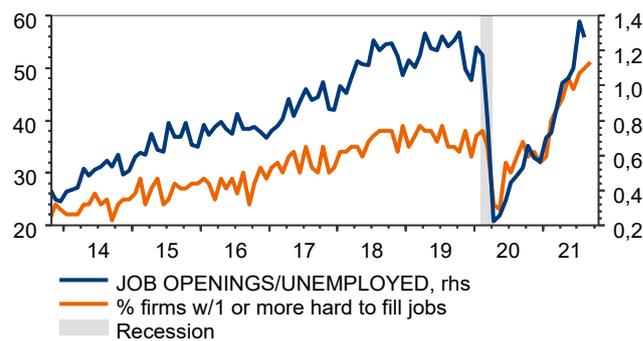
**Mercato del lavoro: boom di domanda, manca l'offerta: la massima occupazione potrebbe essere raggiunta prima del previsto**

**Fig. 9 – La dinamica occupazionale rallenta: perché?**



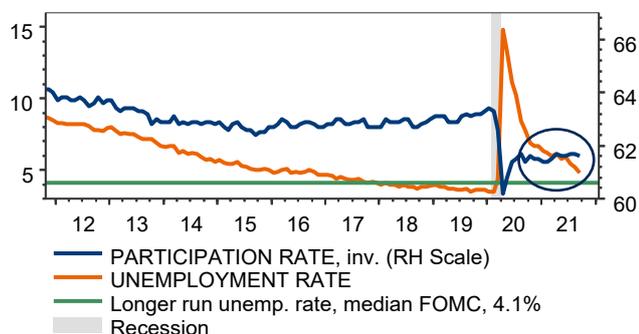
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 10 – La domanda di lavoro continua a crescere**



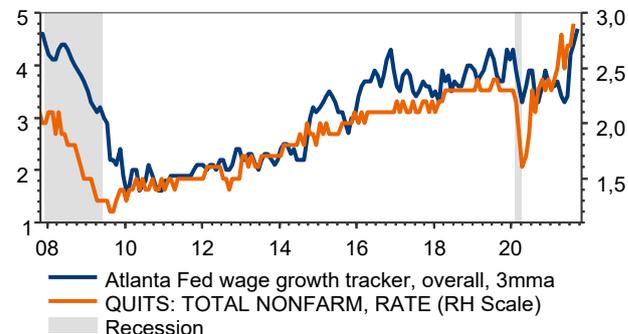
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 11 – L'offerta di lavoro non tiene il passo: partecipazione in stallo da un anno**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 12 – Per ora non ci sono indicazioni di significativi afflussi di offerta, e i salari rispondono**



Fonte: Refinitiv-Datastream

L'eccesso di domanda sui mercati dei beni e servizi e del lavoro sarà monitorato dalla Fed per valutarne la diffusione fra settori e la durata. Le preoccupazioni sull'inflazione sono condivise esplicitamente da tutto il Comitato. Nell'ultima settimana anche i membri del Board (Bowman, Quarles, Clarida e Waller) hanno segnalato l'intenzione di **rivalutare lo scenario dei rischi sui prezzi** fra fine 2021 e inizio 2022 e la disponibilità ad anticipare la svolta sui tassi rispetto alle previsioni attuali. Il quadro è riassunto dalla posizione di Powell, che afferma di essere molto preoccupato per il rialzo dell'inflazione più duraturo del previsto e che ritiene opportuno posizionare la politica monetaria in modo da poter affrontare un "ampio ventaglio di possibili sviluppi". Inoltre, la carenza di offerta di lavoro, potenzialmente duratura, influenza la valutazione di massima occupazione e il FOMC potrebbe anticipare la data di raggiungimento del suo obiettivo in caso di persistenti segnali di pressioni da eccesso di domanda.

La **nostra previsione è che il tapering inizi a novembre all'insegna della flessibilità**, in vista di uno stretto monitoraggio dello scenario del mercato del lavoro e dell'inflazione. Alla riunione di novembre, il FOMC dovrebbe segnalare l'aspettativa di fine del programma di acquisti entro metà 2022, soggetto all'evoluzione delle pressioni inflazionistiche. Nella conferenza stampa dovrebbe comunque emergere **un bias a favore di un possibile anticipo della svolta sui tassi**.

Alla luce delle pressioni su prezzi e salari, riconosciamo che **la nostra previsione di un rialzo nel 2022 e 2 interventi nel 2023 ha rischi verso l'alto, concentrati però sul 2022**. Lo scenario centrale è di aggiustamento di domanda e offerta nel corso del 2022, con una riduzione degli eccessi e una normalizzazione dell'offerta. In questo quadro, la Fed non avrebbe bisogno di premere con troppa forza sulla leva dei tassi nel 2023. Tuttavia, in caso di persistenti strozzature all'offerta e di aumenti dell'inflazione (e non solo di aggiustamenti di prezzi relativi), evidenti a inizio 2022, **il FOMC potrebbe attuare due rialzi nel 2022 e due nel 2023**. Il mercato al momento è anche più aggressivo: a nostro avviso, tuttavia, due rialzi nel 2022 sono una possibilità concreta in caso di scenario di inflazione davvero avverso, ma le condizioni per giustificare più di due rialzi sono davvero difficili da immaginare nel contesto attuale.

**"Se la prossima primavera vedremo ancora un'inflazione al 4% o in quella zona, allora penso che dovremo rivalutare la velocità con cui pensiamo di alzare i tassi di interesse"** (R. Quarles, 20.10.2021)

**Se il mio rischio al rialzo per l'inflazione si realizza, con un'inflazione considerevolmente al di sopra del 2% fino al 2022, allora favorirò il liftoff prima di quanto preveda ora"** (C. Waller, 19.20.2021)

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

#### International Economics

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com
---------------	-------	----------------------------------