

Focus Stati Uniti

FOMC: quanti rialzi nel 2023?

La Fed ha già preparato il terreno per l'esito operativo della riunione di giugno, annunciando con anticipo un nuovo rialzo di 50pb e il programma di riduzione del bilancio. La comunicazione sarà però cruciale per aggiornare lo scenario dei tassi in base alle nuove proiezioni e alla conferenza stampa di Powell, che dovrebbe ribadire l'impegno a muoversi "speditamente" per riportare l'inflazione sotto controllo.

La riunione del FOMC dovrebbe proseguire sul sentiero "spedito" verso la neutralità, attuando un altro **rialzo di 50pb**. L'intervallo obiettivo del tasso dei fed funds dovrebbe salire a 1,25%-1,50%, 100pb sotto la mediana stimata dal FOMC per il tasso neutrale. Anche se l'incertezza sulle azioni di policy attese la prossima settimana è quasi nulla, sul fronte della comunicazione il Comitato potrà dare significative novità. Infatti, l'aggiornamento delle proiezioni macro e dei tassi e la dispersione delle previsioni saranno cruciali per lo scenario e i rischi dei prossimi trimestri.

La **valutazione congiunturale** dovrebbe restare positiva e riconoscere che la ripresa prosegue, spinta dalla domanda solida e dalla crescita dell'occupazione, mentre l'inflazione rimane elevata per via degli squilibri fra domanda e offerta. Le **proiezioni macroeconomiche** dovrebbero incorporare limature alla crescita e **revisoni verso l'alto del tasso di disoccupazione nel 2023-24**. Sul fronte dei **tassi**, nel grafico di giugno ci saranno i punti dei due nuovi membri del Board, probabilmente orientati verso le colombe, e prevediamo ancora una **notevole dispersione delle previsioni**, come a marzo. Molti partecipanti sono restii a dare indicazioni sul sentiero dei tassi dall'autunno in poi e si riservano di rivalutare lo scenario dopo aver visto gli effetti della prima fase di rialzi "spediti". Nella conferenza stampa, Powell dovrebbe confermare la **guidance di breve termine**, con l'aspettativa di un altro rialzo di 50pb a luglio, e indicare che la riunione di settembre sarà importante per valutare gli effetti delle azioni intraprese fino all'estate. Questo non implica a nostro avviso una pausa a settembre, bensì un **riesame del ritmo dei rialzi**, per decidere se e quando sarà opportuno cambiare il ritmo dei rialzi, nel caso in cui si sia osservato un effettivo rallentamento della dinamica mensile dei prezzi. A nostro avviso vi sono rischi elevati che i dati estivi non siano tali da dare il via libera a rialzi da 25pb già a settembre.

A nostro avviso, l'inflazione e il mercato del lavoro non permetteranno alla Fed di essere compiacente, con l'aspettativa di variazioni mensili dei prezzi core comprese ancora fra 0,4 e 0,5% e di calo del tasso di disoccupazione di qualche decimo in estate. La nostra previsione è di tassi al 3% a fine 2022 e fra il 3,5 e il 3,75% nel 2023, con un possibile overshooting dovuto alla nuova strategia della Fed, non più preventiva, ma condizionata al raggiungimento effettivo del rallentamento della dinamica dei prezzi e del riequilibrio del mercato del lavoro.

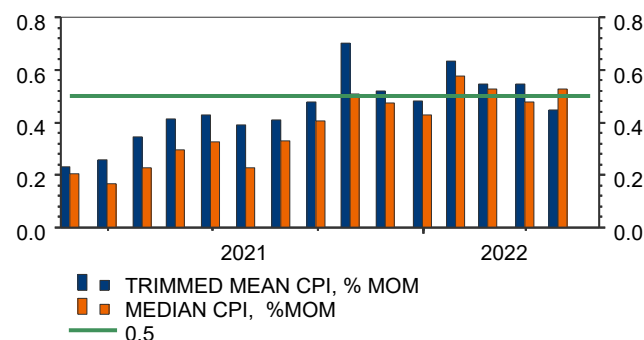
8 giugno 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

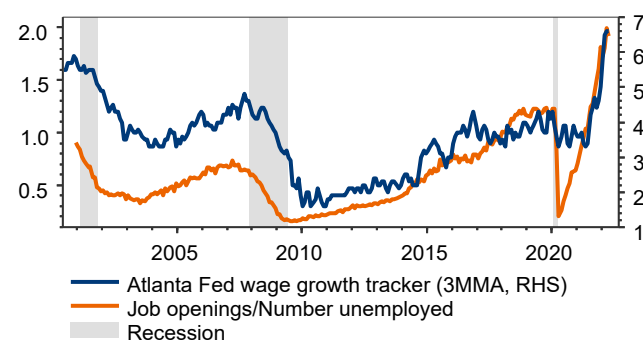
Giovanna Mossetti  
Economista - USA e Giappone

Fig. 1 – Variazioni mensili dei prezzi core ancora ampie e diffuse



Fonte: BLS, Cleveland Fed

Fig. 2 – Il mercato del lavoro resta sotto pressione



Fonte: BLS, Atlanta Fed

## Altri 50pb a giugno, nessuna pausa in vista

L'evoluzione del quadro macroeconomico, i verbali della riunione di maggio e i discorsi dei partecipanti al FOMC danno indicazioni piuttosto esplicite per l'esito della riunione di giugno: un **rialzo atteso di 50pb per i fed funds e la prosecuzione del programma di riduzione del bilancio** delineato a maggio. Il comunicato dovrebbe ribadire l'aspettativa che, con l'"appropriata restrizione" della stance della politica monetaria, da attuare con "continui" aumenti dei tassi, l'inflazione torni al 2% e il mercato del lavoro "resti forte".

La **valutazione del quadro macroeconomico** dovrebbe mantenersi positiva e rilevare che i consumi e gli investimenti restano solidi, l'occupazione continua a crescere a ritmi robusti, con il tasso di disoccupazione circa in linea con il livello pre-pandemico (4 decimi sotto il livello di più lungo termine). Per quanto riguarda l'inflazione, il Comitato dovrebbe continuare a segnalare che resta elevata, sulla scia di squilibri fra offerta e domanda, prezzi energetici in aumento e pressioni sui prezzi "più diffuse".

Le informazioni rilevanti e le eventuali novità per lo scenario dei prossimi trimestri verranno dall'aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche e dalla conferenza stampa di Powell. Nelle **proiezioni macro**, la previsione del PIL potrebbe essere rivista verso il basso su tutto l'orizzonte previsivo, in particolare per il 2022-23, mentre per l'inflazione, dopo le revisioni apportate a marzo, lo scenario dovrebbe essere poco variato. Le novità rilevanti potranno riguardare **tasso di disoccupazione** e tassi. Per il primo, ci potrebbe essere una limatura verso il basso a fine 2022, seguita da livelli più elevati di qualche decimo nel 2023-24. In linea con le dichiarazioni esplicite di Powell, anche nello scenario ottimistico di atterraggio "softish", le previsioni dovrebbero segnalare che l'aggiustamento dovrà passare attraverso una riduzione della domanda di lavoro e un rialzo, se pure contenuto, del tasso di disoccupazione.

Il focus della comunicazione post-riunione sarà sul **sentiero dei tassi**. Le proiezioni di marzo erano già obsolete pochi giorni dopo la loro pubblicazione, sulla scia di un ampio flusso di commenti in linea con rialzi molto più aggressivi nel breve termine rispetto all'1,9% previsto dal grafico per fine 2022 (v. Tab. 1). Le dichiarazioni dei partecipanti al Comitato da metà marzo in poi hanno evidenziato un consenso pressoché unanime sulla volontà di **anticipare il più possibile il ritorno dei tassi al livello neutrale** (stima mediana: 2,4%). A questo scopo, appare anche condivisa l'indicazione di variazioni di 50pb "al prossimo paio di riunioni", cioè giugno e luglio, con l'idea di "valutare" successivamente gli effetti delle misure attuate dalla svolta di marzo.

Al momento sembra esserci una notevole **dispersione di previsioni oltre luglio**, con Bostic (Atlanta Fed) che ha addirittura ventilato la possibilità di una pausa a settembre (per ora, a nostro avviso, senza sostegno da altri partecipanti) e Bullard (St Louis Fed) che vorrebbe avere i tassi oltre il 3% a fine anno. Warren (Board) ha affermato più recentemente di essere favorevole a rialzi da 50pb a "diverse riunioni", o almeno fino a quando non vedrà l'inflazione scendere. La fine dell'estate sarà un momento cruciale per decidere non tanto una pausa, che appare molto improbabile, quanto un possibile rallentamento del ritmo dei rialzi e, soprattutto, rivalutare il punto di arrivo previsto in questo ciclo di rialzi. Nel nuovo scenario, ci sembra probabile che gli interventi **precedentemente previsti per il 2023 siano anticipati al 2022: la mediana a fine 2022 potrebbe essere indicata (almeno) al 2,8%**, in linea con un altro rialzo di 50pb a luglio, seguito da rialzi consecutivi di 25pb alle restanti tre riunioni di quest'anno.

La principale incognita per la riunione di giugno è la **proiezione dei tassi per il 2023-24**. Il FOMC ha dimostrato di essere incline a dare solo una guidance ravvicinata e di essere disposto a modificare anche drasticamente la comunicazione man mano che aggiorna la valutazione dei trend di prezzi e mercato del lavoro. Inoltre, le nuove proiezioni saranno influenzate dalla presenza di due nuovi membri del Board (Jefferson e Cook), per cui non ci sono precedenti in termini di opinioni e che potrebbero allinearsi con la parte relativamente più dovish del Comitato.

**Comunicato: atteso l'annuncio di un rialzo di 50pb e l'aspettativa di "continui aumenti" dell'intervallo obiettivo dei tassi**

**Scenario macro positivo**

**Proiezioni macro: revisioni verso il basso per la crescita, disoccupazione più elevata nel 2023-24**

**Proiezioni dei tassi a fine 2022 probabilmente in rialzo, focus sui tempi e sul livello del punto di arrivo**

**Aspettando i dati: guidance sui tassi in evoluzione per il brevissimo termine**

**Grafico a punti: quanti rialzi nel 2023? E quale punto di arrivo?**

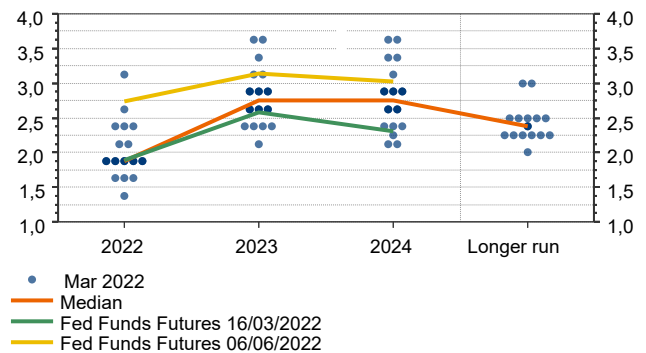
Il punto interrogativo riguarda la possibilità di vedere i **tassi oltre il 3% nel 2023**. A marzo, 5 partecipanti prevedevano tassi oltre tale soglia nel 2023-24. A nostro avviso, a giugno tutti i punti del 2023, e quindi anche la mediana, dovrebbero spostarsi verso l'alto. Il FOMC però recentemente ha mostrato di essere più pronto a dare una guidance aggressiva a parole che con il grafico a punti. Pertanto, lo scenario nelle proiezioni potrebbe essere solo marginalmente più hawkish di quello incorporato ora dal mercato (Fig. 3).

**Tab. 1 – Proiezioni dei membri del Board Fed e dei presidenti delle Fed regionali: attesi significativi cambiamenti a giugno**

| Variable                                       | Median     |            |            |            |
|--|------------|------------|------------|------------|
|  | 2022       | 2023       | 2024       | Longer run |
| <b>Real GDP</b>                                | <b>2.8</b> | <b>2.2</b> | <b>2.0</b> | <b>1.8</b> |
| Dec. projection                                | 4.0        | 2.2        | 2.0        | 1.8        |
| <b>Unemployment rate</b>                       | <b>3.5</b> | <b>3.5</b> | <b>3.6</b> | <b>4.0</b> |
| Dec. projection                                | 3.5        | 3.5        | 3.5        | 4.0        |
| <b>PCE inflation</b>                           | <b>4.3</b> | <b>2.7</b> | <b>2.3</b> | <b>2.0</b> |
| Dec. projection                                | 2.6        | 2.3        | 2.1        | 2.0        |
| <b>Core PCE inflation</b>                      | <b>4.1</b> | <b>2.6</b> | <b>2.3</b> | <b>2.0</b> |
| Dec. projection                                | 2.7        | 2.3        | 2.1        | 2.0        |
| <b>Memo: Projected appropriate policy path</b> |            |            |            |            |
| <b>Federal funds rate</b>                      | <b>1.9</b> | <b>2.8</b> | <b>2.8</b> | <b>2.4</b> |
| Dec. projection                                | 0.9        | 1.6        | 2.1        | 2.5        |

Fonte: Federal Reserve Board, marzo 2022

**Fig. 3 – Il grafico a punti si sposterà nuovamente verso l'alto: di quanto salirà il punto di arrivo?**



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datstream

Il nostro scenario di tassi al 3% a fine 2022 e al 3,75% nel 2023 è basato su una previsione di **variazioni mensili dei prezzi ancora ampie** (comprese fra 0,4% e 0,5% m/m) almeno fino all'autunno e di **mercato del lavoro sempre in tensione**, con una dinamica salariale incompatibile con l'obiettivo di inflazione al 2%.

Come affermato da Powell, la riduzione degli **squilibri sul mercato del lavoro** dovrebbe richiedere un rallentamento della domanda e una moderata restrizione monetaria. I dati di maggio hanno mostrato una crescita solida degli occupati (390 mila) e le indagini confermano che la domanda di lavoro rimane sostenuta. I trend di domanda e offerta in atto ci fanno prevedere un **ulteriore calo del tasso di disoccupazione** di qualche decimo entro fine 2022. Dal lato dell'offerta, la partecipazione delle coorti centrali e più giovani ha recuperato i livelli pre-pandemici e, a meno di una significativa svolta per le coorti >55 anni, la scarsità di offerta dovrebbe generare un ulteriore calo del tasso di disoccupazione anche in caso di assestamento dei nuovi occupati su un trend più debole (intorno a 200-250 mila posti al mese<sup>1</sup>). Dal lato della domanda, ad aprile le posizioni vacanti e le posizioni vacanti/disoccupati (Fig. 4), pari a 11,4 mln e a 1,92, rispettivamente, segnalano che per tornare a condizioni di equilibrio analoghe a quelle di fine 2019 sarebbe necessario un aumento di circa 725 mila disoccupati e un **tasso di disoccupazione intorno al 4%, in rialzo di 5-6 decimi dal minimo ciclico previsto**.

Per quanto riguarda l'**inflazione**, ci sono due fronti da monitorare. Prima di tutto, le tensioni sulle **materie prime** si stanno di nuovo intensificando, con ulteriori aumenti previsti per energia e alimentari nei prossimi mesi. Sul fronte dei **carburanti** (peso sul CPI di 4,685%), agli effetti dell'embargo europeo sul petrolio, si sommano quelli dell'aumento della domanda di benzina superiore all'offerta, con conseguente calo degli stoccaggi e rialzi dei prezzi. Nella prima settimana di giugno, il prezzo della benzina è aumentato del 12% m/m e il WTI del 10% m/m, con aspettative di persistenti pressioni nei prossimi mesi. Per quanto riguarda gli **alimentari** (con peso

**Mercato del lavoro sempre sotto pressione, necessario un calo di domanda**

**Inflazione: difficile intravedere un significativo rallentamento nel breve termine**

<sup>1</sup> Utilizzando l'Atlanta Fed Jobs Calculator, si osserva che con occupati in aumento di 230 mila al mese fino a dicembre, e un rialzo del tasso di partecipazione di 2-3 decimi, il tasso di disoccupazione calerebbe a 3,3% entro fine anno.

di 13,3% sul CPI), la previsione per il 2022 formulata dall'USDA a fine maggio è di un intervallo fra 6,5% e 7,5% a/a, per via di una combinazione di fattori (scarsità di manodopera e tensioni a livello globale), con indicazioni di rallentamento solo contenuto delle variazioni mensili nei prossimi trimestri. In secondo luogo, per l'inflazione **core**, variazioni mensili comprese fra 0,4% e 0,5% m/m (equivalenti a variazioni annualizzate comprese fra 4,8% e 6%) restano probabili sulla scia dei rialzi sostenuti per i servizi core (abitazione, turismo, tariffe aeree), a cui a maggio dovrebbero aggiungersi nuove pressioni dalle auto, sia nuove sia usate. Pertanto, a nostro avviso, la Fed dovrà **ridurre l'inflazione di 3-4pp dai livelli estivi e di circa 6pp dal picco di aprile**.

Per riportare inflazione e mercato del lavoro verso l'equilibrio di più lungo termine, la Fed di Cleveland stima sette semplici **regole di politica monetaria** formulate con diversi pesi per le variabili obiettivo della Fed. Il punto di arrivo dei fed funds stimato (Fig. 5) vede la mediana a 3,7%, compresa fra un minimo di 3,2% e un massimo di 4%. La Fed non segue una regola di politica monetaria precisa, ma le indicazioni di queste stime sono sempre state ritenute un riferimento utile dal Comitato. In base al **modello macro della Fed**, un rialzo dei fed funds di 100pb genera un aumento del tasso di disoccupazione di circa 1 decimo e un calo del deflatore di circa 8 decimi. Per ottenere le correzioni di inflazione e tasso di disoccupazione delineate nei paragrafi precedenti, l'aumento dei fed funds richiesto potrebbe essere compreso fra 300 e 400pb. Una recente analisi della Fed<sup>2</sup> stima che una **riduzione del bilancio in linea con il programma annunciato a maggio equivarrebbe a circa due rialzi** dei fed funds di 25pb. In conclusione, al momento ci sono indicazioni per un sentiero di rialzi che porti i tassi fra il 3,5% e il 3,75%.

Infine, la Fed ha segnalato che continuerà ad alzare i tassi a un ritmo "spedito" (cioè 50pb a riunione) fino a quando non vedrà un rallentamento dell'inflazione mensile e potrebbe successivamente passare a un ritmo "misurato" (25pb) per riportare l'inflazione al 2%. Con l'abbandono della strategia "preventiva" della politica monetaria, attuato nel 2021, la Banca centrale si è vincolata a rischiare di eccedere sia nel dare stimolo sia nel ritirarlo.

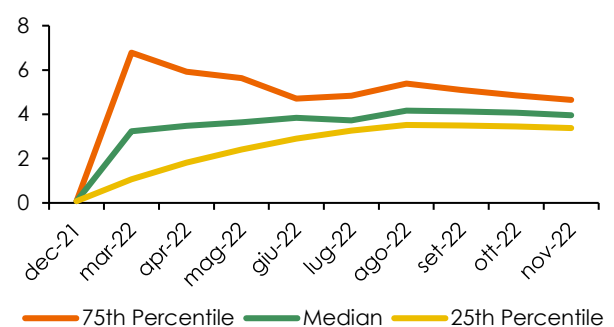
In conclusione, le previsioni per inflazione e mercato del lavoro e l'attuale strategia di politica monetaria della Fed indicano che i **rialzi dei tassi potrebbero essere più ampi rispetto a quanto scontato ora dal mercato**, con rischi di significativo rallentamento della crescita nel 2023-24.

**Fig. 4 – Per riportare il mercato del lavoro in equilibrio sarà necessario generare un rialzo del tasso di disoccupazione di diversi decimi**



Fonte: BLS

**Fig. 5 – Il tasso dei fed funds previsto dalle regole di politica monetaria è compreso fra 3,2% e 4%, con una mediana di 3,7%**



Nota: Tassi dei fed funds stimati con 7 semplici regole di politica monetaria. Calcoli della Federal Reserve Bank di Cleveland su dati e/o previsioni della Federal Reserve Bank di Philadelphia, del Congressional Budget Office, della Federal Reserve Bank di Cleveland, del Bureau of Economic Analysis, del Bureau of Labor Statistics, del Board of Governors della Fed, della Federal Reserve Bank di New York e di Haver Analytics. Fonte: Cleveland Fed

<sup>2</sup> Edmund Crawley, Etienne Gagnon, James Hebden, and James Trevino, Substitutability between Balance Sheet Reductions and Policy Rate Hikes: Some Illustrations and a Discussion, FEDS Notes, giugno 2022.

## 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 S.p.A.-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 15a-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 S.p.A. 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      |

#### International Research Network

##### Economista - Asia ex Giappone

|               |       |                                 |
|---------------|-------|---------------------------------|
| Silvia Guizzo | 62109 | silvia.guizzo@intesasnpaolo.com |
|---------------|-------|---------------------------------|