

Focus Stati Uniti
FOMC: un'altra riunione, un altro rialzo di 75pb, ma ora entra in scena la "calibrazione"
26 ottobre 2022

La riunione del FOMC di inizio novembre dovrebbe concludersi con un altro rialzo di 75pb e tassi sui fed funds a 3,75-4%, e segnalare che entro un paio di riunioni la Fed dovrebbe essere pronta a fermarsi per valutare gli effetti della restrizione attuata. L'impegno a riportare l'inflazione sotto controllo resterà centrale, ma emergeranno anche i temi della calibrazione dei rialzi, della valutazione degli effetti della restrizione già implementata e dei rischi più bilanciati fra rialzi insufficienti ed eccessivi. Il messaggio dovrebbe restare hawkish, ma meno che nelle ultime riunioni.

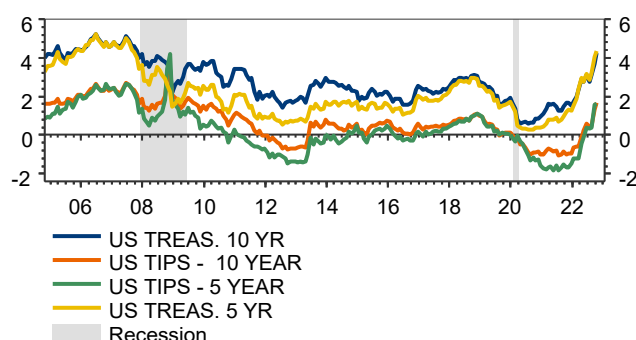
Direzione Studi e Ricerche
Macroeconomic Research

"Alla prossima riunione, avremo una discussione molto approfondita sul ritmo della restrizione"
(C. Waller, ottobre 2022)

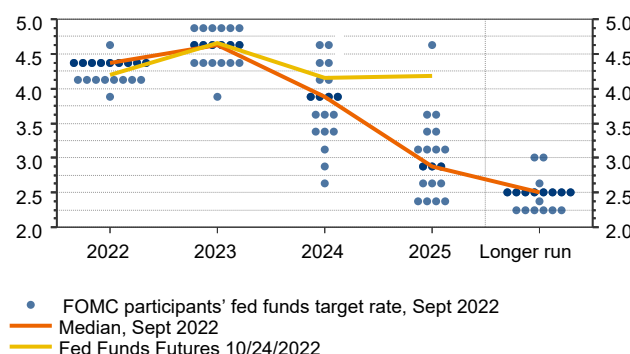
Dopo la rivoluzione delle proiezioni emersa a settembre, la riunione di novembre dovrebbe essere di assestamento, in attesa di nuove informazioni sull'evoluzione del quadro della domanda, dei prezzi e del mercato del lavoro. A novembre, la previsione per i tassi è scontata, con una **variazione attesa di 75pb per la quarta riunione consecutiva**, in linea con le indicazioni del grafico a punti e con i commenti dei partecipanti al FOMC. Il comunicato stampa dovrebbe rilevare un deterioramento del quadro della crescita, ma giudicare ancora il mercato del lavoro sotto pressione e l'inflazione elevata e diffusa, ritenendo appropriati ulteriori rialzi dei tassi.

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

In assenza di revisioni alle proiezioni macro e dei tassi, la comunicazione sarà affidata alla **conferenza stampa di Powell**, che dovrebbe confermare la determinazione del Comitato a portare i tassi in territorio restrittivo e a mantenerli su tali livelli "per un certo tempo", per garantire il ritorno dell'inflazione verso l'obiettivo del 2%. A nostro avviso, il messaggio, sempre hawkish in termini di rialzi dei tassi, non sarà più assoluto, ma verrà qualificato dalla necessità di **calibrare il ritmo dei nuovi interventi** alla luce della restrizione monetaria già attuata. Anche se l'esito delle riunioni di dicembre e gennaio non verrà giudicato prematuramente ora, il FOMC dovrebbe aprire una discussione approfondita sulla valutazione degli effetti dei rialzi e della riduzione del bilancio, tenendo conto dei ritardi "lungi e variabili" con cui si trasmettono alla domanda, ai prezzi e al mercato del lavoro. Maggiori dettagli emergeranno dai verbali, ma Powell dovrebbe preparare la strada alla **nuova centralità di "rischi bidirezionali"**, parte integrante delle fasi avanzate dei cicli di rialzo dei tassi. La comunicazione diventerà più difficile, con l'inflazione ancora elevata e il mercato del lavoro sempre sotto pressione, e dovrebbe sottolineare che la dimensione dei rialzi non potrà più essere ancorata soltanto alle variazioni mensili dell'inflazione.

Fig. 1 – La rapida marcia dei tassi reali...


Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 2 - ...dovrebbe permettere un rallentamento del ritmo dei rialzi


Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Datastream

Avanti con i rialzi, ma con giudizio

La riunione del FOMC di novembre aprirà una fase difficile per la politica monetaria. Dopo il rialzo di 75pb, ormai scontato, per la prossima settimana, il Comitato dovrà riconoscere esplicitamente che, con i tassi in territorio restrittivo, le decisioni di policy dovranno essere calibrate tenendo conto della restrizione già attuata. Comunicare questa transizione senza dare adito a letture dovish e controproducenti non sarà facile. L'impegno a piegare l'inflazione verrà ribadito con forza, ma si dovrebbe vedere il riconoscimento dei rischi di eccesso di restrizione in parallelo a quelli di azione insufficiente. Questo punto è emerso dai verbali e da alcuni discorsi delle ultime settimane, fra cui quelli di Brainard, Bullard e Daly, in cui emerge la necessità di programmare un sentiero meno ripido e, soprattutto, meno vincolato esclusivamente ai dati correnti che reagiscono con ritardo.

Il **comunicato** dovrebbe essere quasi invariato. La valutazione di spesa e produzione dovrebbe riconoscere ancora crescita modesta, ma potrebbe indicare la presenza di segnali di indebolimento soprattutto per i consumi. Per il mercato del lavoro, si dovrebbe ribadire che il tasso di disoccupazione è rimasto basso e la dinamica occupazionale robusta, ma potrebbe emergere il riconoscimento di un rallentamento della domanda. Per i prezzi, invece, è improbabile qualsiasi modifica al giudizio di inflazione sempre elevata, con pressioni diffuse.

Nella **conferenza stampa** di Powell ci dovrebbe essere un misto di déjà vu e di novità per quanto riguarda la strategia di politica monetaria. Dopo quattro riunioni (incluso quella di inizio novembre) all'insegna della corsa contro l'inflazione, il Comitato dovrebbe segnalare che si avvicina il momento di fare il punto sugli effetti attesi della restrizione monetaria attuata finora, con rialzi di 300pb da metà giugno a inizio novembre, e tassi ormai in area restrittiva, a 3,75-4%. Powell dovrebbe sottolineare che, pur mantenendo invariata la determinazione a riportare l'inflazione sotto controllo, i tassi si stanno avvicinando a un livello in grado di imprimere spinte durature verso il basso sui prezzi.

Fino a un mese fa, il Comitato ha collegato direttamente il ritmo dei rialzi all'andamento dell'inflazione corrente, segnalando che un rallentamento potrebbe avvenire solo sulla scia di evidenza convincente di dinamica mensile dei prezzi in calo. Nei verbali di settembre, invece, si afferma che, con il passare del tempo e dei rialzi, "i rischi diventeranno più bidirezionali, riflettendo l'emergere del rischio negativo che la restrizione cumulata della domanda aggregata superi quella necessaria per riportare l'inflazione al 2%." Inoltre, si nota che, nel contesto globale incerto, sarà importante "calibrare il ritmo di un ulteriore inasprimento delle politiche con l'obiettivo di mitigare il rischio di significativi effetti negativi sulle prospettive economiche". **Questa calibrazione verrà dibattuta alla riunione di novembre e determinerà il sentiero futuro dei tassi.**

La determinazione della politica monetaria dopo novembre entrerà in una seconda fase, molto più ardua di quella che si sta chiudendo. Il percorso iniziale per arrivare in territorio restrittivo è meno difficile rispetto a quello che richiede la valutazione del punto di arrivo e di una eventuale pausa nel sentiero dei tassi. Secondo il FMI, "la politica monetaria ha il suo massimo impatto sulla crescita dopo circa un anno, ma sull'inflazione dopo un periodo più vicino a tre-quattro anni" (World Economic Outlook, ottobre 2022). I ritardi negli effetti della restrizione monetaria sono "lunghi" ma anche "variabili" e l'ultimo episodio di vera disinflazione risale all'era Volcker. Da allora, agli strumenti di policy si è aggiunta la **forward guidance, che probabilmente accorcia i tempi di reazione** dell'economia agli interventi delle banche centrali.

In ogni caso, come riporta un articolo del WSJ, si sta diffondendo "un crescente disagio nei confronti di ampi aumenti" dei tassi. In linea con il messaggio dei verbali, i discorsi di Brainard, Evans e, più recentemente, Daly e Bullard, hanno toccato il tema dei rischi di un eccesso di restrizione, sottolineando i ritardi con cui agiscono i rialzi dei tassi e la sequenza di risposte delle variabili economiche, con l'aggiustamento dell'inflazione che segue quello della domanda. Ora, come afferma Daly, "è il momento di cominciare a parlare di rallentare (...ed) è il momento di iniziare a programmare il rallentamento." Secondo Bullard e Daly, le proiezioni per i tassi

Una nuova fase per la politica monetaria: si apre l'era della calibrazione e dei rischi bidirezionali

Comunicato poco variato

La conferenza stampa riporterà il dibattito sulla nuova strategia

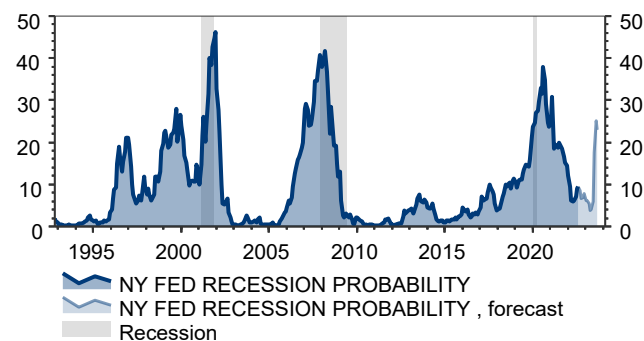
formulate a settembre sono ancora "ragionevoli", anche se andranno man mano convalidate alla luce delle nuove informazioni. Alcuni partecipanti al FOMC ritengono anche che il ruolo della forward guidance debba diminuire in questa fase, dando maggior peso alla trasmissione della politica monetaria e alla necessità di evitare una "svolta non necessaria" (Daly, 21.10.2022). Secondo Bullard, l'obiettivo della Fed dovrebbe essere portare i tassi su un livello che eserciti una significativa pressione verso il basso sui prezzi, e poi valutare in base ai dati le mosse successive. A suo avviso, il 2023 sarà un anno di dipendenza dai dati, con "rischi bidirezionali": è possibile che i dati formino il FOMC ad alzare ulteriormente i tassi, ma è anche possibile che ci sia una buona dinamica disinflazionistica, che permetta alla Fed di mantenere i tassi fermi.

Rialzi e ritardi: a che punto siamo?

La politica monetaria agisce in sequenza su attività economica, prezzi, mercato del lavoro, in quest'ordine. Sul fronte dell'**attività economica**, anche se i dati correnti sono rimasti modestamente positivi, i segnali di indebolimento sono diventati evidenti negli indicatori anticipatori. Ordini e indagini sono in via di peggioramento, anche se la produzione industriale ha continuato a espandersi nel 3° trimestre. Per ora, la trasmissione della politica monetaria restrittiva è conclamata solo per gli investimenti non residenziali, ma nei prossimi trimestri il canale dei tassi dovrebbe raggiungere anche il resto dell'economia (Figg. 3-6). Il Beige Book riporta che "le prospettive (delle imprese) sono diventate più pessimistiche a causa delle crescenti preoccupazioni per l'indebolimento della domanda". Le aspettative a 6 mesi delle imprese puntano a una contrazione dell'attività sia nel manifatturiero sia nei servizi.

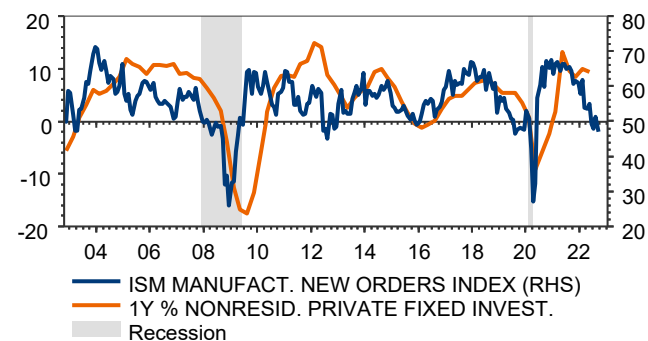
Attività economica: segnali di rapido deterioramento della domanda già evidenti

Fig. 3 – La recessione è in arrivo



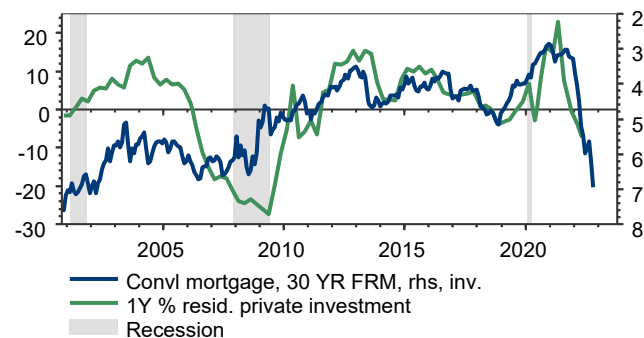
Fonte: NY Fed

Fig. 4 – E' solo questione di tempo per la svolta degli investimenti non residenziali



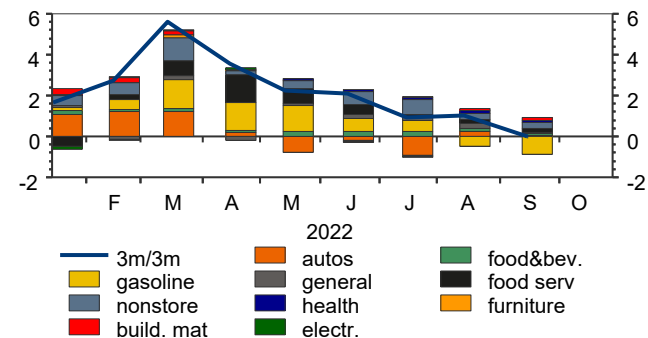
Fonte: ISM, BEA

Fig. 5 – Investimenti residenziali già in picchiata, non ancora arrivati al fondo



Fonte: Mortgage Bankers Association, BEA

Fig. 6 – Vendite al dettaglio circa stabili in termini nominali, in calo in termini reali

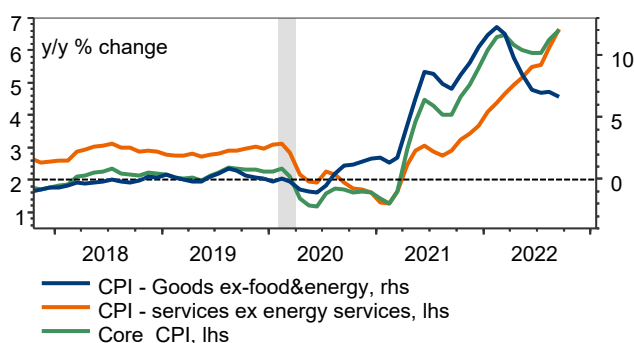


Fonte: Census Bureau

Sul fronte dei **prezzi**, qualcosa comincia a muoversi verso il basso, anche se gli ultimi due dati del CPI core hanno registrato variazioni di 0,6% m/m (Figg. 7 e 8). L'aumento del CPI core di settembre è stato spinto dai servizi ex-energia, ma i **prezzi dei beni** stanno ormai rallentando, con alcune voci in calo, fra cui auto usate e abbigliamento, in linea con le indicazioni del PPI e dei prezzi all'import. La dinamica dei prezzi "flessibili" ha svoltato da mesi, anche se per i prezzi "rigidi" il picco non si vedrà ancora per diversi trimestri.

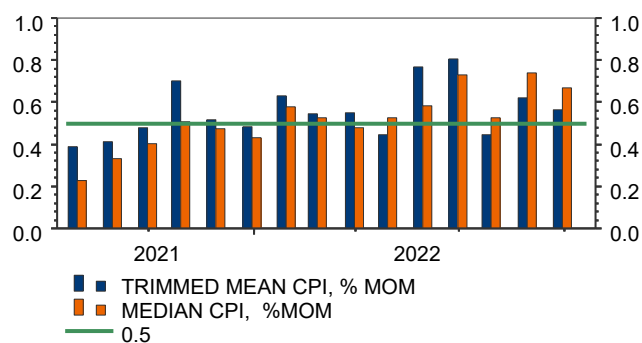
I principali responsabili dell'elevata inflazione dei **servizi ex-energia** sono abitazione e sanità. La voce "casa" ha una storia prevedibile, alla luce dei ritardi con cui la componente **abitazione** risponde alla sequenza di movimenti di tassi sui mutui, prezzi delle case, affitti. Su questo fronte, affitti e prezzi delle case hanno già svoltato in modo netto e segnalano un significativo rallentamento dell'abitazione nel CPI e nel deflatore nel giro di qualche trimestre (Figg. 9 e 10), sulla scia del balzo dei tassi sui mutui, ora vicini a 7%, sui massimi da vent'anni. Per quanto riguarda la **sanità**, è in atto un adeguamento delle tariffe dei servizi e delle assicurazioni in campo medico. I premi assicurativi sono determinati con una metodologia ritardata e da ottobre il trend verso l'alto (28% a/a a settembre) dovrebbe invertirsi, contribuendo per -0,4pp all'inflazione annua a settembre 2023. In conclusione, anche se la dinamica dell'inflazione mensile si manterrà sostenuta, in particolare nei servizi con un'elevata quota di lavoro, alcune forze sottostanti l'accelerazione dei trimestri recenti stanno svoltando.

Fig. 7 – L'inflazione core non svolta per via dei servizi, i cui prezzi sono rigidi



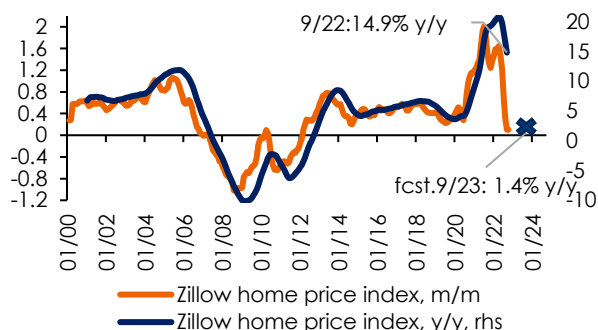
Fonte: BLS

Fig. 8 – La media troncata, se pure elevata, ora è al di sotto della mediana, segnalando che alcune voci dominano i rialzi



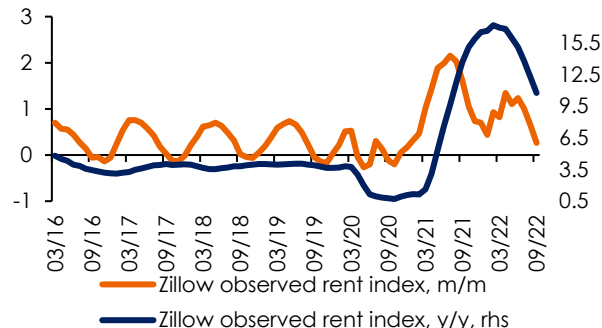
Fonte: Cleveland Fed

Fig. 9 – Dinamica dei prezzi delle case prevista in caduta libera nel 2023



Fonte: Zillow

Fig. 10 – La crescita mensile degli affitti è già quasi su ritmi "normali" a fine estate, ma le rilevazioni per la componente abitazione sono scaglionate e si aggiusteranno lentamente

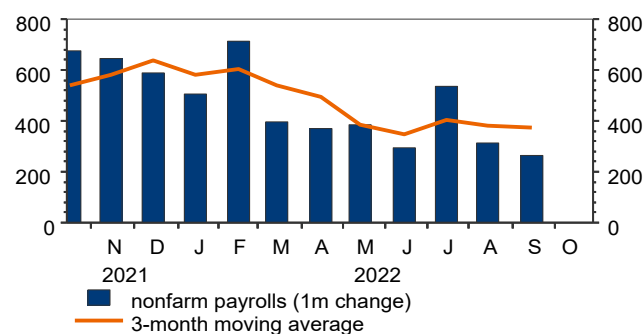


Fonte: Zillow

Infine, la nota dolente è quella del **mercato del lavoro**, che rimane indiscutibilmente sotto pressione ed è l'ultimo anello della catena di trasmissione della politica monetaria. I dati mostrano ancora un ampio eccesso di domanda, con un impatto significativo sulla dinamica salariale. Anche qui però inizia a comparire qualche segnale di aggiustamento. La crescita degli occupati sta rallentando (Fig. 11) e le posizioni aperte (Fig. 12), che misurano la domanda, hanno svoltato in primavera e continuano a calare, pur restando su livelli storicamente elevati. Nonostante un tasso di partecipazione poco variato da un anno, 1,1pp sotto il livello pre-pandemico, il trend verso l'alto dei salari si è interrotto. La svolta verso il basso della domanda tipicamente si trasferisce sulla crescita salariale con ritardi di 3-4 trimestri (Figg. 13-14).

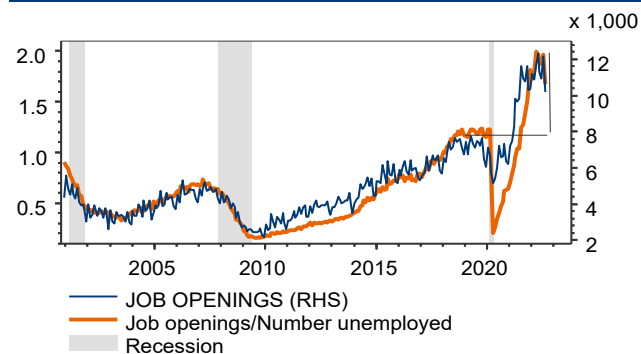
Mercato del lavoro: l'ultimo anello della catena

Fig. 11 – Dinamica occupazionale in rallentamento



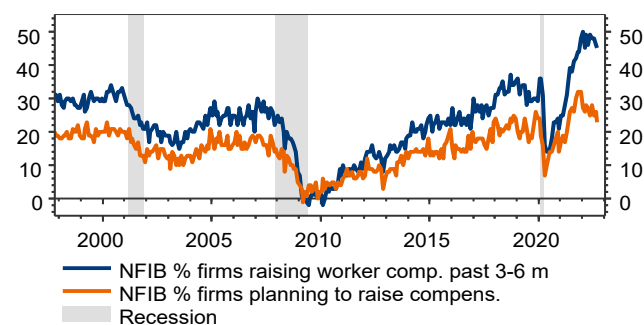
Fonte: BLS

Fig. 12 – Posizioni aperte in calo, rapporto posizioni aperte/disoccupati ancora elevato a 1,7 ad agosto



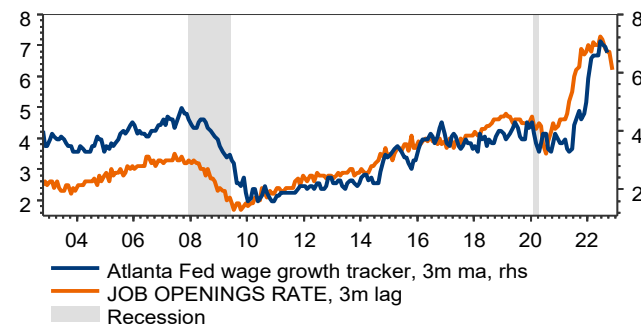
Fonte: BLS

Fig. 13 – La percentuale di imprese che prevede nuovi aumenti salariali si sta normalizzando



Fonte: BLS

Fig. 14 – Le posizioni aperte segnalano che anche la svolta dei salari è in arrivo



Fonte: BLS, Atlanta Fed

Il dilemma della Fed: rischi di fare troppo poco vs rischi di fare troppo

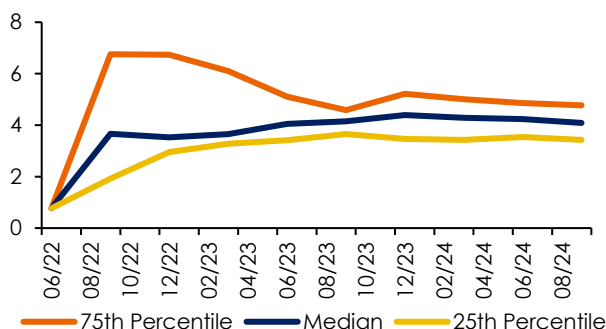
La politica monetaria non agisce in modo chirurgico: la banca centrale, perseguendo i suoi obiettivi, deve pesare i rischi di alzare troppo poco i tassi rispetto a quelli di alzarli troppo. Con la politica monetaria espansiva, finora i rischi erano in una sola direzione. Tuttavia, con i tassi in area restrittiva, **i rischi dopo novembre diventeranno bidirezionali**. L'incertezza riguardo al tasso neutrale rimane elevata, ma per ora il FOMC non ha modificato la stima di un tasso reale neutrale intorno a 0,5%. Anche nel caso in cui il tasso neutrale fosse aumentato, come ha sostenuto L. Summers nei mesi scorsi, in questa fase di inflazione elevata, non ci sono indicazioni di una variazione strutturale.

La Cleveland Fed a settembre ha aggiornato la stima del tasso mediano prescritto da sette semplici regole di politica monetaria alimentate con previsioni per le variabili economiche derivate da fonti diverse (CBO, Cleveland Fed, Survey of Professional Forecasters). Il risultato è una riduzione del picco mediano dei fed funds a 4,4% da 4,75% della stima di giugno. Grazie alla forward guidance e al messaggio aggressivo comunicato dopo Jackson Hole, il rendimento a 2 anni supera già il tasso mediano "ottimale" (Figg. 15 e 16).

Dopo novembre, a nostro avviso il FOMC ridurrà considerevolmente la forward guidance di medio termine e la determinazione dei tassi sarà identificata "riunione per riunione". A novembre, dopo il rialzo di 75pb, il Comitato cercherà di rendere meno deterministico il sentiero dei tassi. Per dicembre, il rialzo atteso sarà in un range fra 50 e 75pb, ma per ora la Fed cercherà di non pregiudicare la prossima riunione, segnalando però che da ora in poi sarà possibile **ridurre la dimensione dei rialzi senza per questo abbassare la guardia in termini di lotta all'inflazione**. La nostra previsione per ora rimane di 50pb a dicembre, se pure con rischi verso l'alto, alla luce dei diversi segnali di svolta osservati e previsti sulle variabili economiche rilevanti (domanda, prezzi dei beni, domanda di lavoro).

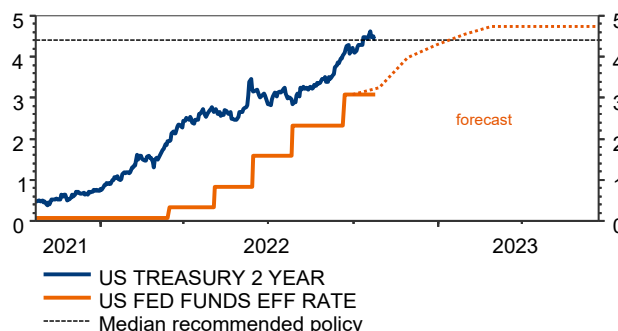
Il 2022 si dovrebbe chiudere con fed funds a 4,5% o, in caso di Fed ancora aggressiva, a 4,75%. Per quanto riguarda **il 2023, il punto di arrivo dei tassi dovrebbe essere a 4,75%**, con rischi per un picco a 5%. Il sentiero per gran parte dell'anno sarà piatto ma, con l'arrivo della recessione e segnali di riduzione relativamente veloce dell'inflazione, nella parte centrale del 2023 il focus sarà sui tempi della nuova svolta della politica monetaria.

Fig. 15 – Il tasso mediano dei fed funds prescritto da sette semplici regole di politica monetaria ha un picco a 4,4% a settembre 2023



Fonte: Cleveland Fed su dati CBO, Cleveland Fed, Survey of Professional Forecasters

Fig. 16 – Grazie alla forward guidance, il rendimento a 2 anni supera già il tasso previsto dalle regole di policy ed è sul livello dei tassi previsto dal FOMC a settembre



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