

Focus Stati Uniti

Riunione FOMC: difficili equilibri

La riunione del FOMC del 31 gennaio-1° febbraio si dovrebbe concludere con un rialzo dei tassi di 25pb a 4,75% e con una comunicazione mirata a contenere l'allentamento delle condizioni finanziarie di mercato. Prevediamo un ulteriore aumento di 25pb alla riunione di marzo quando, a nostro avviso, l'aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche dovrebbe segnalare una pausa.

La riunione del FOMC di febbraio dovrebbe portare il **tasso sui fed funds a 4,75%**, con un ulteriore rallentamento del sentiero dei tassi. Powell dovrebbe ribadire che c'è ancora "lavoro da fare" per riportare sotto controllo l'inflazione, pur riconoscendo che sarà necessario essere flessibili in questa fase di transizione per valutare gli effetti della restrizione già attuata. Il comunicato e la conferenza stampa dovrebbero rilevare i diffusi miglioramenti sul fronte dell'inflazione e della domanda aggregata, entrambi in rallentamento in seguito ai rialzi dei tassi attuati nel 2022. Tuttavia, soprattutto nella conferenza stampa, **i toni dovrebbero essere ancora hawkish, per contrastare l'allentamento delle condizioni finanziarie.**

Powell dovrebbe sottolineare l'importanza dei **rischi aperti su due fronti**. Da un lato, il **mercato del lavoro**, nonostante i segnali di rallentamento dell'occupazione, appare sempre sotto pressione, con una dinamica salariale in calo, ma non ancora coerente con un'inflazione al 2%. Dall'altro, il **trend disinflazionistico** non è consolidato. Powell dovrebbe ripetere l'importanza di suddividere l'inflazione core in tre componenti. Per i beni, la svolta è convincente, e per l'abitazione un'inversione del trend è solo questione di tempo, alla luce dell'andamento degli affitti correnti e dei prezzi delle case. Il punto cruciale dovrebbe restare concentrato sui **prezzi dei servizi core ex-abitazione**, determinati dalla dinamica salariale, in calo ma in misura non ancora sufficiente per garantire il rientro dell'inflazione al 2%.

**La nostra previsione è che il rialzo di 25pb di febbraio sia seguito da un altro intervento analogo a marzo**, che porti i tassi al 5%. Gli indicatori anticipatori del ciclo e del mercato del lavoro, a nostro avviso, puntano a una probabile entrata in recessione nel 2° trimestre. Riteniamo che in primavera, un quadro recessivo, unito ai rischi di turbolenza sui mercati monetari e obbligazionari legati al limite del debito, determini una pausa per i tassi di alcuni trimestri, seguita da una svolta dei tassi a fine anno. Probabilmente, invece, la riduzione del bilancio proseguirà ancora nel 2024.

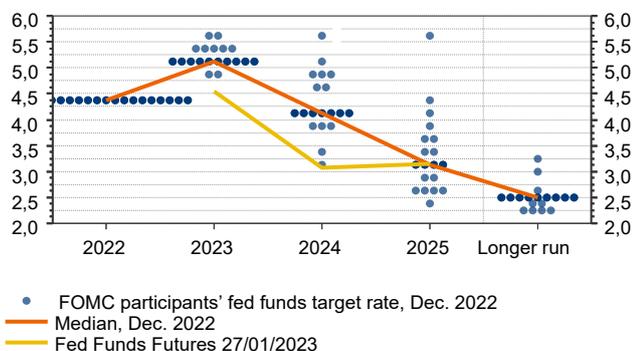
30 gennaio 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

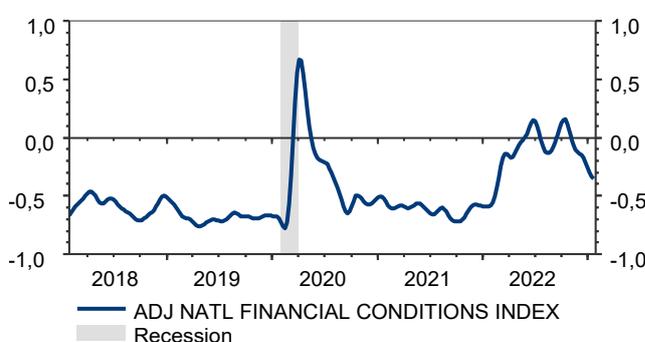
Giovanna Mossetti  
Economista - USA e Giappone

La fine dei rialzi è vicina...



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Datastream

... se non ci sarà un eccessivo allentamento delle condizioni finanziarie di mercato



Fonte: Chicago Fed

## La fine dei rialzi è vicina

La riunione del FOMC, che si concluderà il 1° febbraio, avrà l'arduo compito di mantenere una **retorica hawkish**, frenando l'allentamento delle condizioni finanziarie (figura in copertina) e una lettura dovish di un sentiero dei tassi meno ripido. La nostra previsione è un ulteriore **rallentamento del ritmo dei rialzi, con un intervento di 25pb**, che porti il tasso sui fed funds a 4,50-4,75%. Potrebbe esserci qualche dissenso, con uno o più partecipanti favorevoli a un rialzo di 50pb, ma questo non modifica il quadro di condivisione dell'opportunità di muoversi in modo più flessibile.

Il comunicato e la conferenza stampa dovrebbero rilevare i diffusi miglioramenti sul fronte dell'inflazione e della domanda aggregata, entrambi in rallentamento in seguito ai rialzi dei tassi attuati nel 2022. Nel **comunicato**, il focus sarà sull'affermazione secondo cui il Comitato prevede "continui aumenti" dell'intervallo obiettivo. **Una modifica di questa formulazione o la sua abolizione a favore di un percorso definito riunione per riunione** sarebbe un chiaro segnale che la fine dei rialzi è imminente. Il mantenimento del segnale di "continui aumenti" consoliderebbe invece la previsione di dicembre di picco dei tassi a 5,25% e lascerebbe l'onere di un eventuale cambiamento di scenario alla riunione di marzo, quando verranno aggiornate le proiezioni macro. La scelta delle parole sarà cruciale per ancorare le aspettative a una prospettiva di politica monetaria volutamente ancora restrittiva. In ogni caso potrebbe comparire qualche **qualificazione nel testo per segnalare che il punto di arrivo è vicino**.

Il nocciolo della comunicazione sarà concentrato nella **conferenza stampa di Powell**, che dovrà destreggiarsi in un esercizio di equilibrio, fra la necessità di registrare i segnali di raffreddamento di crescita e inflazione e quella di arginare le aspettative del mercato per la svolta verso il basso dei tassi in tempi non molto lontani. A nostro avviso, Powell non potrà ignorare i dati incoraggianti sul calo dell'inflazione, ma manterrà l'attenzione focalizzata sugli elementi di rischio per lo scenario. In particolare, **il mercato del lavoro e l'inflazione dei servizi core ex-abitazione saranno identificati ancora come problemi non risolti**, che richiedono una politica monetaria "sufficientemente restrittiva" mantenuta in vigore per un tempo non troppo breve, al fine di evitare il ripetersi degli anni '70. Anche un **indesiderato e prematuro allentamento delle condizioni finanziarie** dovrebbe essere incluso fra le preoccupazioni del FOMC.

Il messaggio che dovrebbe emergere è l'inflessibile **impegno a riportare l'inflazione al 2%, insieme alla volontà di muoversi in modo agile e flessibile** di fronte ai dati in arrivo e alla valutazione degli effetti della restrizione monetaria già attuata. È però difficile prevedere le sfumature delle risposte di Powell alle inevitabili domande riguardo al livello finale dei tassi e alla durata della pausa successiva. Informazioni più affidabili per lo scenario verranno dai verbali, in uscita tre settimane dopo la riunione, dove ci sarà un aggiornamento della distribuzione di opinioni dei partecipanti.

In questa fase di transizione, ormai a ridosso del picco dei tassi, i dati regneranno sovrani. Pertanto, è essenziale identificare i trend e i rischi principali per i prossimi mesi. Il focus sarà ancora su **mercato del lavoro e disinflazione. Alla riunione del 22 marzo**, a nostro avviso, un altro rialzo di 25pb è praticamente certo, indipendentemente dai dati in arrivo nelle prossime 7 settimane. L'aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche di marzo fornirà anche un veicolo trasparente per rivedere la posizione sui tassi e sui rischi. Fra il 1° febbraio e il 22 marzo, **la Fed avrà due mesi di nuove informazioni** su occupazione, salari, CPI, indagini presso le imprese, posizioni aperte, produzione industriale, consumi e redditi, potendo quindi aggiustare il tiro delle proprie proiezioni macroeconomiche e dei tassi. Ricordiamo che negli Stati Uniti le recessioni sono definite dal NBER (sempre con lunghi ritardi) in base a un insieme di dati non fisso ma che comprende produzione, occupazione, reddito reale al netto dei trasferimenti, consumi reali e vendite al dettaglio reali. Queste sono le variabili da monitorare per la recessione, oltre naturalmente all'inflazione per la politica monetaria.

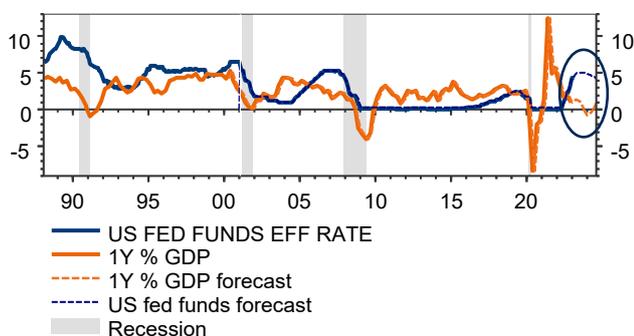
Al momento, la nostra previsione è che **il FOMC possa fermare i rialzi e iniziare una pausa da maggio**, anche in concomitanza con il probabile **aumento di tensioni sui tassi collegato al probabile scontro in Congresso sul limite del debito**. Le misure straordinarie messe in atto dal Tesoro a partire dal 19 gennaio, dovrebbero esaurirsi all'inizio dell'estate. La spaccatura all'interno del Partito Repubblicano alla Camera rende anche più grave che in passato il rischio di arrivare a ridosso della "data X", quando il Tesoro non potrà più assolvere ai suoi impegni finanziari, senza una soluzione. In conclusione, dati macro e rischi collegati sia alla politica sia alla politica fiscale dovrebbero convergere, permettendo alla Fed di entrare, in primavera, in una fase di attesa di conferme dello scenario di disinflazione e allentamento delle pressioni sui salari.

La restrizione monetaria in una fase di inflazione elevata, nei cicli del passato ha sempre generato una recessione. In generale, secondo il Dating Committee dell'NBER, "una recessione comporta un calo significativo dell'attività economica che si estende a tutta l'economia e dura più di qualche mese". A nostro avviso, anche questa volta **al rialzo dei tassi seguirà una recessione**. Ma ogni recessione ha condizioni peculiari che ne definiscono le caratteristiche, e il ciclo attuale non fa eccezione.

La nostra previsione è di una **recessione moderata, relativamente breve** e guidata da una contrazione dei consumi contenuta. I trasferimenti pubblici avevano sostenuto i consumi di beni nel 2020-21, mentre il risparmio in eccesso accumulato durante la pandemia ha alimentato la ripresa della domanda di servizi nel 2022. Per il 2023, il sostegno ai consumi può venire solo dal reddito da lavoro, ma le retribuzioni reali sono in territorio ampiamente negativo. A fronte della recente, modesta ripresa dei salari orari reali, il continuo **calo delle ore lavorate frena la dinamica del reddito da lavoro (Fig. 4) ed elimina l'unica possibile spinta ai consumi nei prossimi trimestri**.

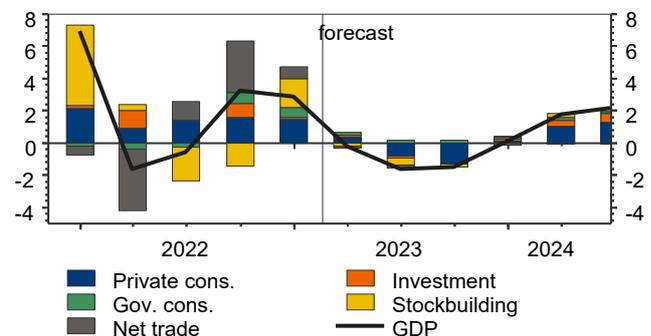
Dal lato delle imprese, nella parte centrale del 2022, con la fine delle strozzature all'offerta, l'attività è stata sostenuta dalla necessità di soddisfare gli ordini inevasi del periodo pandemico. Dall'estate in poi, indagini e dati reali hanno mostrato debolezza della domanda e significativo ritracciamento degli ordini. Prevediamo una **contrazione modesta degli investimenti fissi** nel 2023, per due motivi. Sul fronte dell'edilizia residenziale è già stata fatta molta strada, con una contrazione degli investimenti residenziali stimata a -10,1% nel 2022. Per gli investimenti non residenziali, la domanda sarà supportata da tre nuovi programmi federali approvati nel 2022 (programma per infrastrutture, supporto all'industria dei semiconduttori e investimenti "verdi" previsti dall'Inflation Reduction Act).

**Fig. 1 - La Fed sta guidando la marcia verso una recessione moderata e breve...**



Fonte: BEA, Fed, previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 2 - ... con contrazioni limitate della domanda finale domestica**



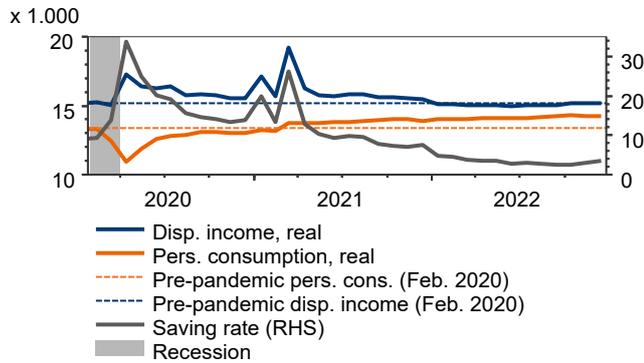
Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

**Recessione: quando, quale e quanta?**

**Consumi: la vera spinta verso la recessione**

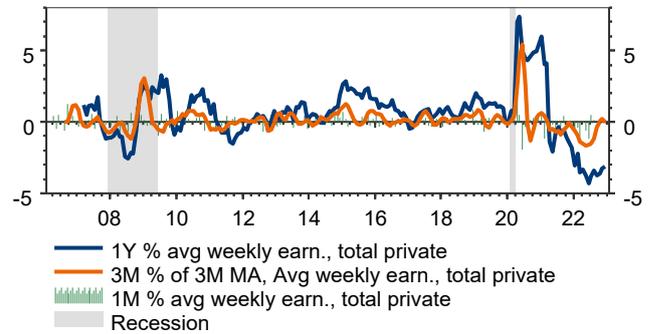
**Investimenti fissi: contrazione moderata**

**Fig. 3 - Dietro la corsa dei consumi, prima il reddito disponibile, poi il risparmio...**



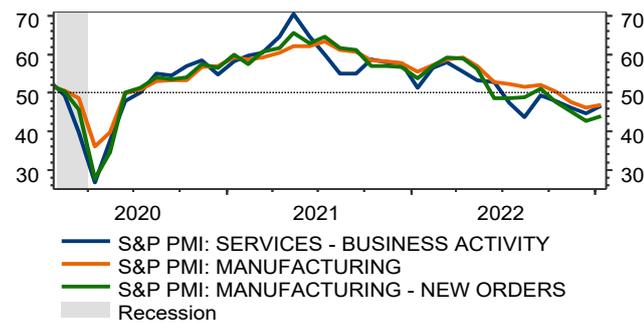
Fonte: BEA

**Fig. 4 - ... ora resta solo il reddito da lavoro, eroso dall'inflazione e dal calo delle ore lavorate**



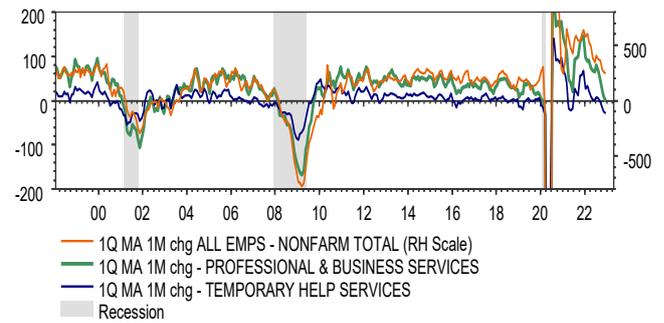
Nota: salari orari e retribuzioni settimanali a prezzi costanti. Fonte: BLS

**Fig. 5 - Indagini presso le imprese: segnali recessivi sia nel manifatturiero sia nei servizi**



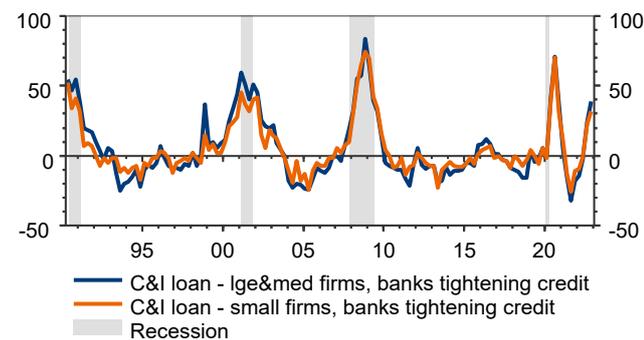
Fonte: Markit

**Fig. 6 - Gli occupati temporanei sono in calo da agosto 2022: tipicamente la contrazione in questo settore anticipa la svolta dell'occupazione totale e del ciclo**



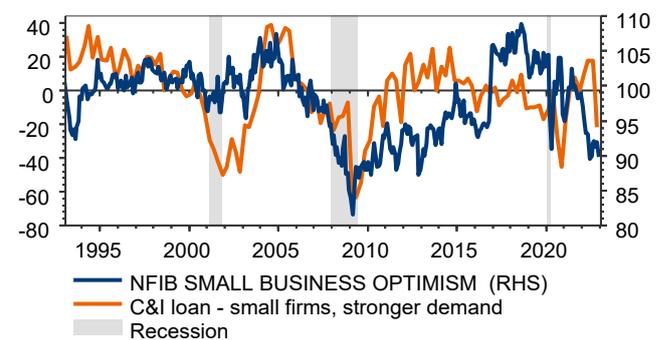
Fonte: BLS

**Fig. 7 - Le banche stanno portando le condizioni del credito su livelli tipicamente associati alle recessioni**



Fonte: Federal reserve Board

**Fig. 8 - L'ottimismo delle piccole imprese è ampiamente sotto la media storica e la domanda di prestiti è in forte calo**



Fonte: Federal Reserve Board, NFIB

L'entità e la durata della recessione dipenderanno dalla politica monetaria, che a sua volta sarà determinata in base all'evoluzione del mercato del lavoro e dell'inflazione. Le fasi di transizione ciclica sono difficili da prevedere, in parte perché i dati diventano non affidabili e in parte perché ogni recessione è una storia a sé. Il mercato del lavoro dà messaggi contrastanti a seconda degli indicatori considerati. I segnali di **mercato del lavoro sempre sotto pressione** non mancano:

**Mercato del lavoro: a nostro avviso, la svolta è già in atto**

- crescita dei nonfarm payroll in rallentamento, ma ancora ampiamente positiva (media 3 mesi 247 mila) e tasso di disoccupazione a 3,5% a dicembre;
- nuove richieste di sussidi sui livelli pre-pandemici, intorno a 210 mila;
- tasso di partecipazione 1pp sotto il livello pre-pandemico, con indicazioni di offerta strutturalmente rigida;
- rapporto posizioni aperte/disoccupati ancora elevato, a 1,7.

D'altra parte, un numero crescente di indicatori segnala una **svolta già in atto**:

- gli occupati rilevati dalla Business Employment Dynamics (BED) sono scesi di -287 mila, in linea con i dati del Quarterly Census of Employment and Wages, contro la stima di +1,04 mln ottenuta dai dati mensili dei nonfarm payrolls, confermando che i nonfarm payrolls sovrastimano l'occupazione prima delle recessioni;
- media a 3 mesi della crescita mensile dell'occupazione rilevata dall'indagine presso le famiglie pari a metà di quella dei nonfarm payrolls;
- rallentamento di tutte le misure di crescita salariale (salari orari, 4,6% a/a, Atlanta Wage Tracker a 6,1% a/a, Indeed Index a 6,3% a/a a dicembre) a ritmi più rapidi in autunno;
- calo di 110.800 lavoratori temporanei per cinque mesi consecutivi a fine 2022 (dicembre: -35 mila), dopo una stagnazione in atto da aprile, e flessione degli occupati a tempo pieno;
- contrazione delle ore lavorate da febbraio 2022, in accelerazione;
- contrazione del numero di posizioni aperte in tutti i settori, in accelerazione; a novembre, il 78% delle posizioni aperte era collegato a imprese di piccola dimensione: l'andamento della fiducia delle piccole imprese, delle condizioni del credito e della domanda di prestiti puntano a un raffreddamento della ricerca di lavoratori nei prossimi mesi (Figg. 7 e 8);
- aumento della durata della disoccupazione (disoccupati per 15-26 settimane a 826 mila a dicembre da 526 mila di aprile) e dei sussidi di disoccupazione esistenti (+320 mila da aprile);
- aumento degli annunci di licenziamenti.

Il bilancio delle due liste di informazioni contrastanti, a nostro avviso, propende dal lato della debolezza, e rafforza i timori di eccesso di restrizione monetaria collegati al fatto che i rialzi dei tassi si trasmettono con ritardi "lungi e variabili" soprattutto sul mercato del lavoro. I dati danno un quadro tipico delle fasi pre-recessive, in cui **le imprese riducono le ore lavorate e i lavoratori temporanei prima di attuare licenziamenti**, in particolare in casi in cui la ricerca di manodopera sia stata particolarmente difficile. L'evidenza, insieme alla disinflazione in atto, giustifica l'atteso rallentamento del ritmo di rialzi dei tassi a febbraio: saranno però i dati a determinare se il rialzo previsto per marzo sarà seguito da una pausa prolungata, come prevediamo.

**L'inflazione è già in calo:** il dubbio è se la disinflazione in atto sarà sufficiente a riportare l'inflazione al 2% se non nel 2023 almeno nel 2024. Il FOMC ha focalizzato l'attenzione sulla suddivisione dell'inflazione core in tre categorie: beni, servizi abitativi e servizi ex-abitazione. I primi due comparti sono su un sentiero di correzione, consolidato per i beni e molto probabile per i servizi abitativi.

**Inflazione: forse non si raggiungerà il 2%, ma il sentiero verso il basso è consolidato**

Per i **beni core**, la flessione è già ampiamente in atto, non solo su base annua, ma anche su base mensile. Per la componente **abitazione**, la "garanzia" di svolta (quasi) imminente viene dal fatto che gli affitti correnti anticipano di circa 12 mesi la componente affitti del CPI. Lo Zillow Observed

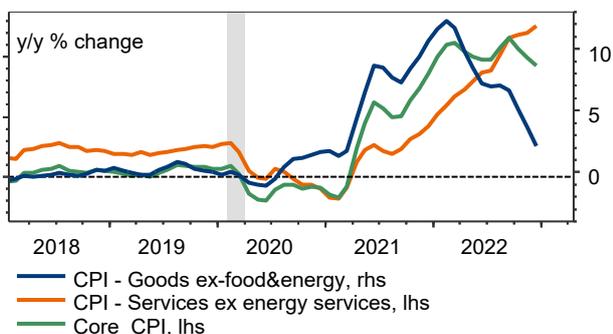
Rent Index (ZORI) ha iniziato a decelerare lo scorso marzo ed è in calo su base mensile da ottobre 2022 (Fig. 10). Sostituendo la componente abitazione con gli affitti correnti, J. Furman stima che il CPI core a dicembre avrebbe registrato un aumento di 0,1% m/m, con la media a 3 m ann. in calo di -0,4%. Da marzo 2023 dovrebbe iniziare la correzione della dinamica mensile e annuale della componente abitazione dell'inflazione "ufficiale".

Il focus è quindi sull'inflazione dei **servizi core ex-abitazione**, la cui componente principale sono i salari. Qui i rischi sono ancora elevati: **la dinamica salariale sta rallentando ma rimane superiore a quella pre-pandemica**, anche per via della rigidità dell'offerta di lavoro e del mancato recupero della partecipazione. Le nuove informazioni sulla domanda di lavoro nei prossimi mesi saranno cruciali per lo scenario.

In conclusione, il quadro macro è coerente con un atteggiamento flessibile da parte del FOMC, che permetta di reagire alle nuove informazioni sui trend di salari e domanda aggregata. La previsione di **una pausa dei tassi al 5% dopo la riunione del 22 marzo è soggetta a due rischi contrastanti**. Da un lato, le **informazioni sul ciclo globale sono migliorate recentemente**, con la riapertura della Cina e la convergenza del ciclo europeo verso uno scenario di modesta ripresa, senza recessione. Le implicazioni sono quindi di domanda globale meno debole, in concomitanza con un progressivo deprezzamento del dollaro.

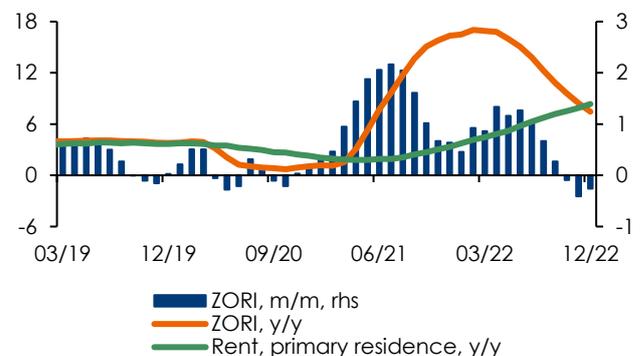
Dall'altro lato, tuttavia, a livello domestico in primavera tornerà alla ribalta lo **scontro sul limite del debito**, che potrebbe essere esplosivo per via della spaccatura del Partito Repubblicano. Il Freedom Caucus, con i suoi voti e con le nuove regole della Camera, può bloccare la leadership e determinare le condizioni dei negoziati per il rialzo del limite, in una situazione anche più problematica rispetto a quella del 2011, quando il mancato accordo a ridosso della scadenza portò al downgrade del debito USA da parte di S&P e a una significativa turbolenza sui mercati obbligazionari e monetari. In un contesto di incertezza e volatilità, il FOMC potrebbe in ogni caso propendere per una pausa nel rialzo dei tassi, in presenza di rallentamento dei trend di salari e prezzi. **Da marzo in poi, a nostro avviso, il leitmotiv sarà "wait and see"**.

Fig. 9 – I beni core guidano la disinflazione...



Fonte: BLS

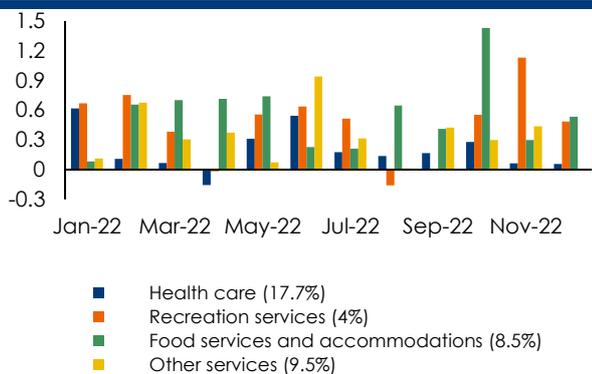
Fig. 10 - ... in attesa della svolta della componente abitazione, che dovrebbe iniziare a marzo



Nota: ZORI= Zillow Observed Rent Index, una misura smussata dell'affitto tipico di mercato osservato in una determinata regione. Lo ZORI è un indice di affitto ripetuto, ponderato per lo stock di alloggi in affitto per garantire la rappresentatività dell'intero mercato, non solo delle case attualmente in affitto. Rent, primary residence=componente affitti nel CPI.

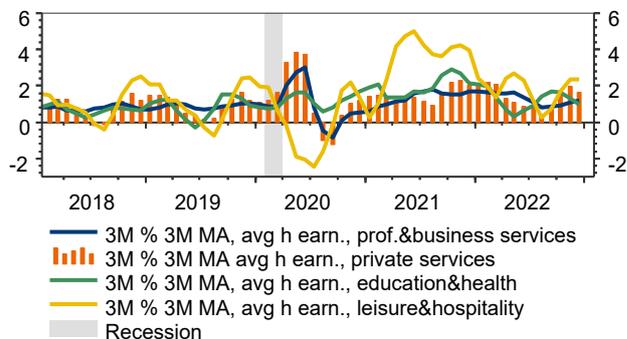
Fonte: Zillow, BLS

**Fig. 11 – I servizi core ex-abitazione rimangono un rischio per lo scenario dell’inflazione...**



Nota: variazioni percentuali m/m. Fra parentesi il peso relativo sul deflatore dei consumi core. I servizi ex-abitazione sono il 51% della spesa core. Nel grafico si escludono i trasporti (volatili per via delle tariffe aeree, peso 3,5%) e i servizi finanziari (con prezzi che fluttuano con i mercati, peso 8,5%).  
Fonte: BEA

**Fig. 12 - ... pur in presenza di segnali incoraggianti dai salari**



Fonte: BLS

## 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 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 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

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)  
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com  
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)  
Lorenzo Biagioli  
Aniello Dell'Anno  
Giovanna Mossetti  
Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com  
lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com  
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com  
giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com  
andrea.volpi@intesasnpaolo.com

#### International Research Network

Economista - Asia ex Giappone  
Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com