

Focus Stati Uniti

Dopo la sorpresa di settembre, la Fed “scala la marcia”

6 novembre 2024

Dalla riunione del FOMC che inizia oggi e si conclude domani, ci aspettiamo un taglio dei tassi di 25 punti base. I toni potrebbero essere meno accomodanti rispetto a settembre. La crescita dovrebbe essere ancora definita "solida", ma il wording potrebbe essere meno dovish sulle prospettive di inflazione, mentre i toni potrebbero essere più accomodanti in merito ai rischi del mercato del lavoro. Sarà interessante sentire da Powell in conferenza stampa quanta importanza attribuirà ai fattori una tantum (scioperi e uragani) che hanno pesato sull'employment report di ottobre. In ogni caso, rispetto a settembre, sia il comunicato che le parole di Powell potrebbero attribuire maggiore rilevanza ai rischi sul mercato del lavoro, piuttosto che ai progressi nella disinflazione, per giustificare il processo di allentamento monetario. La decisione presa a settembre di tagliare i tassi di 50 punti base (che è stata sorprendente, ancor più alla luce dei dati che sono stati comunicati successivamente) potrebbe rimanere un'eccezione nell'attuale ciclo di allentamento, a meno che non si verifichino nuovi shock. Manteniamo la nostra view di un taglio di 25 punti base sia questa settimana che il mese prossimo.

Nella riunione che si concluderà il 7 novembre, il FOMC dovrebbe tagliare il tasso sui fed funds di 25 punti-base, a 4,50-4,75%. Il comunicato potrebbe subire poche modifiche: **la crescita del PIL dovrebbe essere ancora descritta come "solida", ma la formulazione potrebbe essere meno dovish sulle prospettive dell'inflazione** - l'espressione "l'inflazione ha fatto ulteriori progressi verso l'obiettivo del 2%" potrebbe essere omessa o modificata verso toni meno ottimistici sui recenti progressi, anche se il Comitato dovrebbe mantenere fiducia (probabilmente non una "maggiore fiducia") che "l'inflazione si stia muovendo in modo sostenibile verso il 2%" - **mentre i toni potrebbero essere più accomodanti sui rischi gravanti sul mercato del lavoro** (l'espressione "la crescita dei posti di lavoro è rallentata" dovrebbe essere sostituita da un giudizio improntato a maggiore debolezza). I rischi per il raggiungimento degli obiettivi di occupazione e inflazione potrebbero essere giudicati ancora "all'incirca in equilibrio". Sarà interessante sentire da Powell nella sua conferenza stampa **quanta importanza attribuirà ai fattori una tantum (scioperi e uragani) che hanno pesato sull'employment report di ottobre**. In ogni caso, rispetto a settembre, sia il comunicato che le parole di Powell potrebbero attribuire **maggiore rilevanza ai rischi sul mercato del lavoro, piuttosto che ai progressi nella disinflazione, per giustificare il processo di allentamento monetario in corso**. Dall'ultimo FOMC:

- **L'inflazione ha ripreso in parte vigore** (CPI e PCE di settembre hanno superato le previsioni). **Prosegue il riequilibrio sul mercato del lavoro, ma con una minore crescita occupazionale, anche al netto dei fattori una tantum** (uragani e scioperi). I salari hanno accelerato, e la forza lavoro si è ridotta, il che potrebbe complicare il compito della Fed. **I dati sul ciclo hanno in media sorpreso al rialzo**, con un PIL robusto nel 3° trimestre, redditi e spese dei consumatori ancora forti, e un'attività dei servizi in continua espansione.
- **I membri del FOMC hanno mostrato in media un atteggiamento di maggiore cautela**. Powell ha proposto un approccio misurato ai tagli dei tassi, mentre membri come Waller e Bostic si sono spostati verso posizioni più hawkish. Nonostante le divergenze di vedute, è probabile che Powell abbia un sostegno sufficiente per una riduzione graduale dei tassi, mantenendo in equilibrio gli obiettivi di inflazione e occupazione.

Le osservazioni di Powell del 30 settembre, che saranno probabilmente ribadite in conferenza stampa, riflettono il cauto ottimismo della Fed sul completamento della disinflazione con un allentamento monetario graduale, senza provocare una recessione o forti shock sul mercato del lavoro. **Verrà mantenuto un approccio riunione per riunione, consapevole dei rischi dai due lati. La decisione presa a settembre di un taglio da 50 pb** (che è stata sorprendente, ancor più alla luce dei dati che sono stati comunicati successivamente) **potrebbe rimanere un'eccezione nell'attuale ciclo di allentamento, a meno che non si verifichino nuovi shock**.

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio

Economista - USA

Paolo Mameli

Economista

Dall'ultimo FOMC, la crescita ha sorpreso al rialzo e l'inflazione si è dimostrata resiliente, ma le condizioni del mercato del lavoro sono state più deboli

Le informazioni economiche rilasciate dopo l'ultima riunione del FOMC hanno mostrato che:

- **Il CPI di settembre ha superato le aspettative** sia nell'indice headline che secondo la misura core, per via dell'aumento dei prezzi dei beni non energetici. I servizi abitativi hanno subito una moderazione, ma i servizi non abitativi hanno registrato un aumento. Il CPI è aumentato dello 0,2% m/m (un decimo al di sopra delle attese), rallentando su base annua da 2,5% a 2,4%, un minimo da febbraio 2021. **Il CPI core è salito di 0,3% m/m (anch'esso un decimo più del previsto), salendo a sorpresa su base annua a 3,3% da 3,2%.** Anche i deflatori PCE hanno sorpreso al rialzo: l'headline è salito di 0,2% m/m e del 2,1% a/a, mentre il PCE core è aumentato dello 0,3% m/m, rimanendo fermo al 2,7% a/a per il terzo mese consecutivo (Fig. 1- 2). Il deflatore dei servizi è aumentato di 0,3% m/m (3,7% a/a), mentre i beni sono rimasti in deflazione (-0,1% m/m, -1,2% a/a). Secondo il nowcast della Fed di Cleveland, **il PCE core dovrebbe rimanere al 2,7% in ottobre e salire al 2,9% in novembre, superando la proiezione del FOMC di settembre** per il 4° trimestre (2,6%).
- **Il rapporto sull'occupazione di ottobre ha mostrato una ampia sorpresa al ribasso, anche al netto delle distorsioni dovute agli uragani e agli scioperi.** L'indagine sulle famiglie ha evidenziato un ampio calo sia degli occupati che delle forze di lavoro (Fig. 3), lasciando il **tasso di disoccupazione invariato al 4,1%, ben al di sotto della proiezione della Fed di settembre per il 4° trimestre (4,4%).** La crescita dei salari è aumentata allo 0,4% m/m e al 4% a/a (la più alta da maggio), ma dovrebbe moderare in futuro (Fig. 4), sulla base dei dati JOLTS di settembre (Fig. 5), che hanno mostrato un calo dei posti vacanti (al livello più basso da gennaio 2021).
- **Le recenti indicazioni cicliche sono state più forti del previsto, in particolare, ancora una volta, dal lato dei consumi. Il PIL del 3° trimestre è rimasto robusto** (2,8% t/t ann., dal 3% dei tre mesi precedenti), sostenuto dall'accelerazione dei consumi privati e pubblici (rispettivamente al 3,7% dal 2,8% e al 5% dal 3,1% t/t ann.); gli acquisti finali interni (un indicatore spesso citato da Powell durante le conferenze stampa post-FOMC) sono saliti al 3,5% da un già robusto 2,8% t/t ann. (Fig. 6). **Riteniamo che il PIL possa rallentare nel trimestre in corso, in area 1,5% t/t ann., ma i rischi sul profilo previsivo continuano ad essere al rialzo. A settembre, sia il reddito che la spesa delle famiglie sono stati più forti del previsto** (Fig. 7), così come le vendite al dettaglio, in particolare secondo l'aggregato "control group" (Fig. 8). L'effetto-ricchezza rimane favorevole (Fig. 9). **Le indagini di ottobre sono state miste, ma hanno prevalso i segnali positivi: l'industria rimane in recessione** (l'ISM manifatturiero è sceso inaspettatamente da 47,2 a 46,5, il valore più basso da luglio 2023), **ma l'attività nei servizi continua a crescere** (l'ISM servizi è salito a sorpresa a 56 da 54,9, e la componente occupazione è tornata in territorio espansivo, a 53, un massimo da agosto dello scorso anno); **inoltre, il mese ha visto un miglioramento della fiducia dei consumatori** sia secondo l'indagine diffusa dall'Università del Michigan (70,5, ai massimi da sei mesi) che in base all'indice del Conference Board (balzato da 99,2 a 108,7, un record da marzo 2021).
- **Il Beige Book** preparato per il FOMC del 6-7 novembre riporta che **l'attività economica è rimasta sostanzialmente stabile** nella maggior parte dei distretti, con una modesta crescita in due aree. L'industria manifatturiera ha continuato a contrarsi, mentre l'attività bancaria è leggermente migliorata grazie all'aumento della domanda di prestiti dovuto al calo dei tassi d'interesse. La spesa dei consumatori si è spostata verso alternative a basso costo e il mercato immobiliare ha mostrato una certa resistenza nonostante l'aumento dei tassi ipotecari. Il mercato del lavoro ha registrato lievi miglioramenti, con una riduzione del turnover dei lavoratori e una moderazione della crescita salariale, anche se persiste la carenza di lavoratori qualificati. **L'inflazione si è attenuata**, ma l'aumento dei costi dei fattori produttivi, in particolare nel settore sanitario e assicurativo, ha messo sotto pressione i margini di profitto. Alcuni distretti hanno registrato forti aumenti dei prezzi in specifiche categorie alimentari, tra cui i prodotti lattiero-caseari.

- **Le condizioni finanziarie si sono ulteriormente spostate in territorio accomodante**, grazie al calo dello swap spread sui titoli di Stato e dei tassi sui mutui (Fig. 10).
- **Dall'ultimo FOMC, le aspettative del mercato sui tagli della Fed sono notevolmente diminuite:** gli investitori prezzano ora quasi completamente un taglio di 25 punti base nella riunione di novembre (probabilità: 99%) e un secondo taglio entro dicembre (probabilità: 82%) - dopo il FOMC del 18 settembre, le aspettative erano per una riduzione cumulata di 70 punti base entro fine anno.

Il flusso dei discorsi dei membri del FOMC è stato meno dovish

Il 30 settembre **Powell**, intervenendo a una conferenza organizzata dalla National Association for Business Economics, ha **mitigato le aspettative di nuovi ampi tagli dei tassi** dopo quello effettuato a settembre. Il presidente della Fed ha sottolineato che il FOMC “non ha fretta di tagliare i tassi rapidamente” e che il processo di allentamento monetario “si svolgerà nel tempo”, aggiungendo che il ritmo dei tagli dei tassi dipenderà dai dati economici. Ha inoltre ribadito che la Fed “non ritiene necessario un ulteriore raffreddamento delle condizioni del mercato del lavoro per raggiungere il 2% di inflazione”.

Dalla riunione di settembre, Waller (Board) ha modificato il suo wording, passando da una posizione dovish ad una circa neutrale. Lo scorso 20 settembre, ha detto di essersi espresso a favore di un taglio dei tassi di 50 punti base, affermando che si trattava della “decisione giusta” in quanto “l’inflazione sta moderando molto più rapidamente di quanto pensassi”. Successivamente, lo scorso 14 ottobre, ha attenuato i toni, osservando che “gli ultimi dati sull’inflazione sono stati una delusione” e che la Fed dovrebbe “procedere con maggiore cautela sui tagli dei tassi”. Questo cambiamento riflette l'accresciuta preoccupazione per la persistenza dell'inflazione e suggerisce un approccio più misurato in futuro.

Allo stesso modo, Bostic (Fed di Atlanta) ha cambiato il suo posizionamento, affermando di essere “assolutamente a suo agio nel saltare una riunione se i dati lo suggeriscono”, mentre a fine settembre aveva dichiarato di aver sostenuto “fortemente” il taglio dei tassi di 50 punti base deciso dal FOMC. Altri membri che hanno offerto view più hawkish sono Bowman (Board, 24 settembre) e Schmid (Fed di Kansas City, non votante, 21 ottobre): Bowman (unico membro dissenziente al FOMC di settembre) ha preferito tagli dei tassi più contenuti per evitare di riaccendere l'inflazione, mentre Schmid ha esortato a un approccio cauto e graduale alla riduzione dei tassi.

Tab. 1 - Valutazione dei discorsi dei membri della Fed dopo l'ultimo FOMC: toni hawkish

Membro Fed	Ruolo	Status di voto	Data del discorso	Sentiment Score	Stance
Raphael Bostic	Fed di Atlanta	Votante 2024	10 ottobre 2024	-1	Hawkish
Christopher Waller	Board	Permanente	14 ottobre 2024	-1	Hawkish
Jeffrey Schmid	Fed di Kansas City	Votante 2025	21 ottobre 2024	-1	Hawkish
Raphael Bostic	Fed di Atlanta	Votante 2024	8 ottobre 2024	-1	Hawkish
Michelle Bowman	Board	Permanente	20 settembre 2024	-1	Hawkish
Michelle Bowman	Board	Permanente	24 settembre 2024	-1	Hawkish

Nota: abbiamo condotto un'analisi del sentiment sui recenti discorsi dei membri della Federal Reserve per determinare la loro posizione sulla politica monetaria. A ciascun discorso è stato assegnato un punteggio di sentiment in base al tono e al linguaggio, classificando ogni posizione come hawkish, dovish o neutrale. I fattori chiave sono stati i riferimenti all'inflazione, ai tassi di interesse e all'occupazione. Un valore negativo indica una posizione hawkish.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo sui discorsi dei membri della Fed

Nel complesso, nonostante numerosi spostamenti da posizioni fortemente accomodanti verso uno stance più neutrale, il sostegno per tagli da 25 punti base dovrebbe rimanere ampio nel FOMC, includendo il presidente Powell (30 settembre) e membri “mediani” come Williams (Board, 10 ottobre), Jefferson (Board, 8 ottobre), Daly (Fed di San Francisco, 23 ottobre), Barkin (Fed di Richmond, 2 ottobre), Logan (Fed di Dallas, non votante, 21 ottobre) e Hammack (Fed di Cleveland, non votante, 24 ottobre). Inoltre, **un importante gruppo di membri dovish** - Kashkari

(Fed di Minneapolis, non votante, 14 ottobre), Collins (Fed di Boston, non votante, 9 ottobre), Goolsbee (Fed di Chicago, non votante, 10 ottobre), Musalem (Fed di St. Louis, non votante, 7 ottobre), Kugler (Board, 7 ottobre) e Cook (Board, 26 settembre) - **sostiene la necessità di ridurre gradualmente i tassi** di interesse per raggiungere una posizione neutrale, sottolineando l'esigenza di bilanciare il controllo dell'inflazione con la stabilità dell'occupazione.

Tab. 2 - Valutazione dei discorsi dei membri della Fed dall'ultimo FOMC: toni dovish

Membro Fed	Ruolo	Status di voto	Data del discorso	Sentiment Score	Stance
Susan Collins	Fed di Boston	Votante 2025	9 ottobre 2024	1	Dovish
Mary Daly	Fed di San Francisco	Votante 2024	9 ottobre 2024	1	Dovish
Adriana Kugler	Board	Permanente	8 ottobre 2024	1	Dovish
Neel Kashkari	Fed di Minneapolis	Votante 2026	7 ottobre 2024	1	Dovish
Alberto Musalem	Fed di St. Louis	Votante 2026	7 ottobre 2024	1	Dovish
Austan Goolsbee	Fed di Chicago	Votante 2025	4 ottobre 2024	1	Dovish
Austan Goolsbee	Fed di Chicago	Votante 2025	3 ottobre 2024	1	Dovish
Neel Kashkari	Fed di Minneapolis	Votante 2026	21 ottobre 2024	1	Dovish
Mary Daly	Fed di San Francisco	Votante 2024	21 ottobre 2024	1	Dovish
Mary Daly	Fed di San Francisco	Votante 2024	15 ottobre 2024	1	Dovish
Neel Kashkari	Fed di Minneapolis	Votante 2026	14 ottobre 2024	1	Dovish
Austan Goolsbee	Fed di Chicago	Votante 2025	10 ottobre 2024	1	Dovish

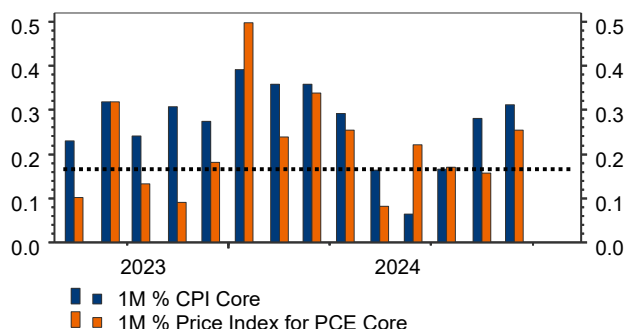
Nota: abbiamo condotto un'analisi del sentiment sui recenti discorsi dei membri della Federal Reserve per determinare la loro posizione sulla politica monetaria. A ciascun discorso è stato assegnato un punteggio di sentiment in base al tono e al linguaggio, classificando ogni posizione come falco, dovish o neutrale. I fattori chiave sono stati i riferimenti all'inflazione, ai tassi di interesse e all'occupazione. Un valore positivo indica una posizione dovish. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo sui discorsi dei membri della Fed

In sintesi, i recenti commenti dei membri della Federal Reserve suggeriscono che **dopo il discorso di Powell** (30 settembre) **c'è stato uno spostamento verso posizioni più neutrali, con alcuni membri come Waller e Bostic che hanno assunto uno stance piuttosto hawkish** (Fig. 11). Tuttavia, **riteniamo che la maggioranza, compreso il presidente Powell, continui a riconoscersi nelle proiezioni mediane risultanti dalle SEP del FOMC di settembre** (ossia una riduzione dei tassi di 50 punti base entro la fine dell'anno), con una preferenza per tagli gradualisti (25 pb a riunione).

Conclusioni

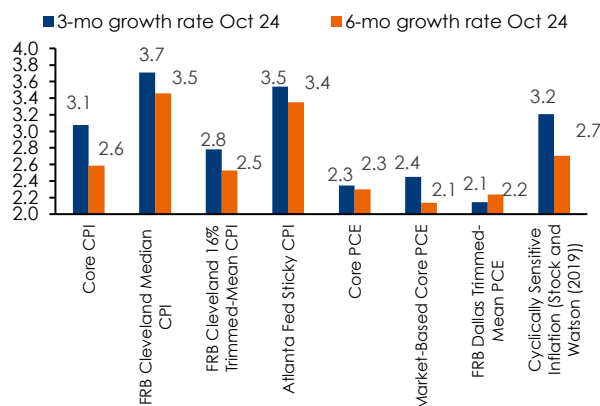
In conclusione, date le attuali prospettive economiche e il tono più neutrale espresso dalla maggior parte dei banchieri centrali, **riteniamo che il FOMC proseguirà il suo percorso di allentamento, ma con tagli più gradualisti rispetto a settembre, attuando una riduzione dei tassi da 25 punti base questa settimana, seguita da una simile a dicembre**. Tuttavia, l'approccio della Fed non è predeterminato e rimarrà fortemente dipendente dai dati. **È probabile che Powell confermi un atteggiamento di maggior cautela in conferenza stampa**, con l'obiettivo di moderare le aspettative di tagli dei tassi più aggressivi. Questa posizione prudente sottolinea l'impegno della Fed a bilanciare il controllo dell'inflazione con la stabilità del mercato del lavoro, mentre naviga verso uno stance più vicino alla neutralità.

Fig. 1 - I tassi di crescita mensili di CPI e PCE core sono ora superiori a quelli coerenti con l'obiettivo di inflazione del 2%



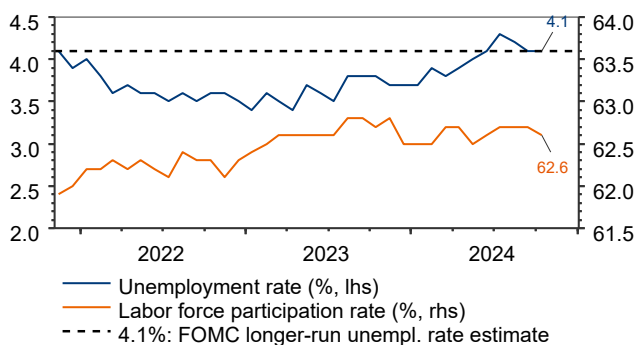
Fonte: BLS

Fig. 2 - La tendenza al ribasso dell'inflazione si sta affievolendo



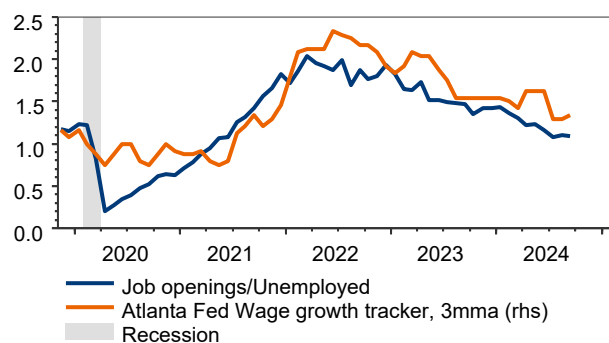
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Atlanta Fed (Inflation dashboard)

Fig. 3 - La disoccupazione è rimasta invariata per il secondo mese a ottobre, con un tasso di partecipazione in lieve calo



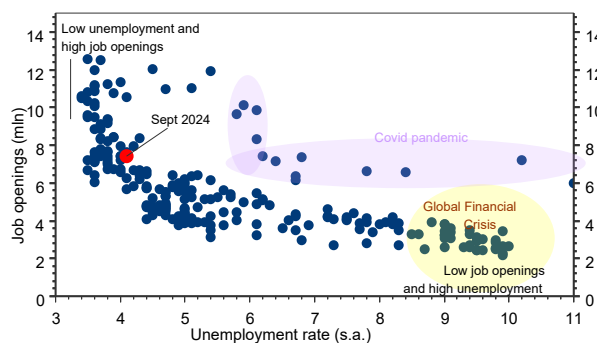
Fonte: BLS

Fig. 4 - Il rapporto tra posti di lavoro vacanti e disoccupati suggerisce una possibile moderazione della crescita salariale in prospettiva



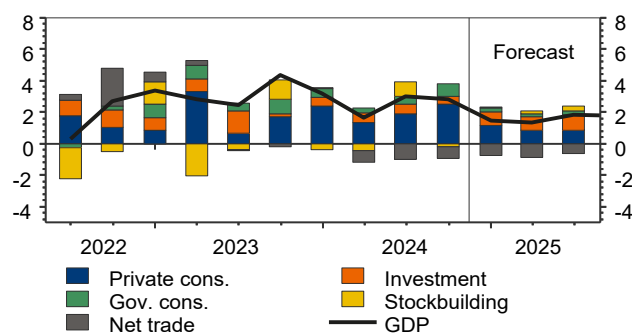
Fonte: Fed di Atlanta, BLS

Fig. 5 - La diminuzione dei posti vacanti ha accelerato il processo di normalizzazione lungo la curva di Beveridge



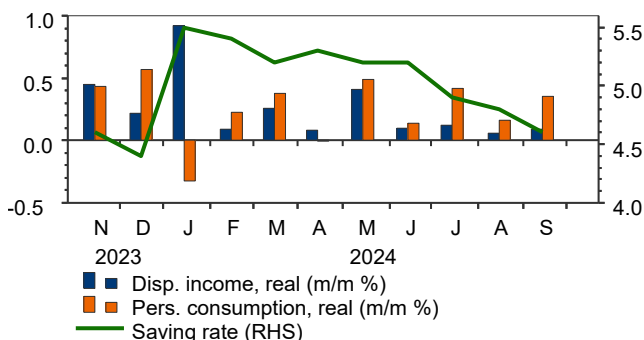
Fonte: BLS

Fig. 6 - La crescita del PIL rimane solida (2,8% t/t ann.), ancora trainata dalla forte domanda dei consumatori



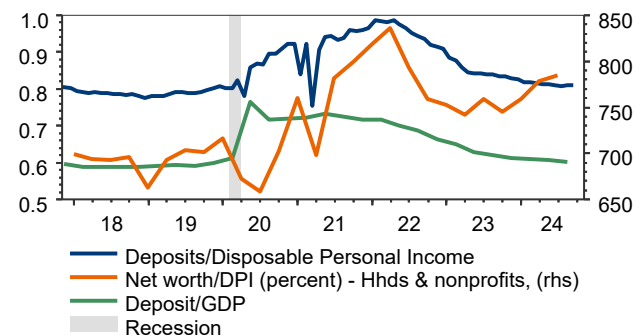
Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA), previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 - A settembre sono cresciuti sia i redditi che le spese personali



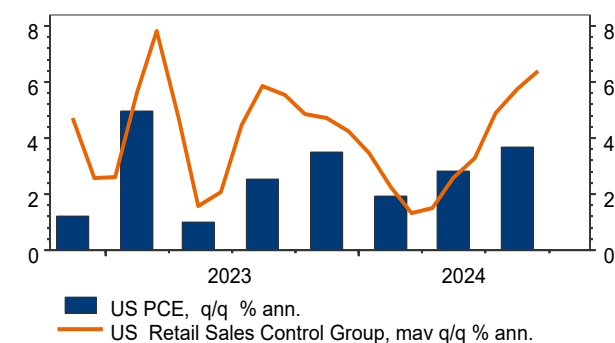
Fonte: BLS

Fig. 8 - La ricchezza e la liquidità delle famiglie restano relativamente elevate, e sono di supporto per i consumi



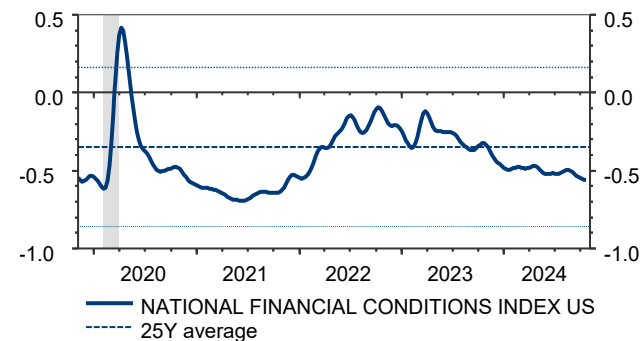
Fonte: Federal Reserve Z1, Ufficio di analisi economica (BEA)

Fig. 9 - I dati recenti confermano la tenuta della spesa delle famiglie



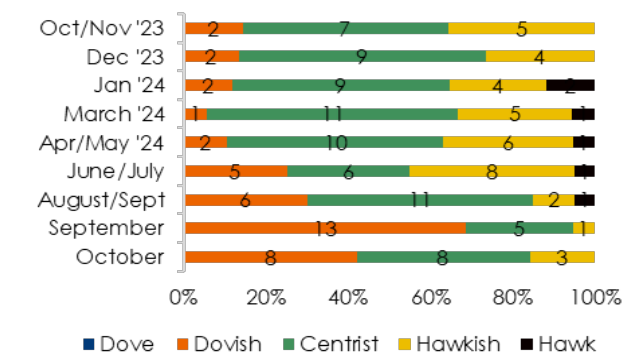
Fonte: Ufficio di analisi economica (BEA), BLS

Fig. 10 - Dall'ultimo FOMC, le condizioni finanziarie si sono mosse in territorio ancor più accomodante



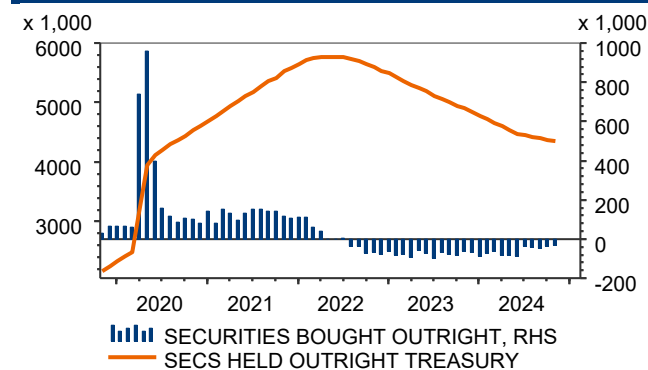
Nota: l'indice nazionale delle condizioni finanziarie (NFCI) è costruito in modo da avere un valore medio pari a zero e una deviazione standard pari a uno su un periodo campione che si estende fino al 1973. I valori positivi dell'NFCI indicano condizioni finanziarie più rigide della media, mentre i valori negativi indicano condizioni finanziarie più allentate della media. Fonte: Fed di Chicago

Fig. 11 - Nell'ultimo mese, il sentiment dei membri della Fed si è spostato da fortemente dovish verso posizioni più vicine alla neutralità



Fonte: elaborazione di Intesa Sanpaolo basata sulla sentiment analysis dei discorsi dei membri della Fed

Fig. 12 - Il bilancio della Fed continuerà ad essere gradualmente ridotto



Fonte: Fed

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., 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.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

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 da Research Department 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 – in accordo con 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 società del loro 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>.

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 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 Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com