

Focus Stati Uniti

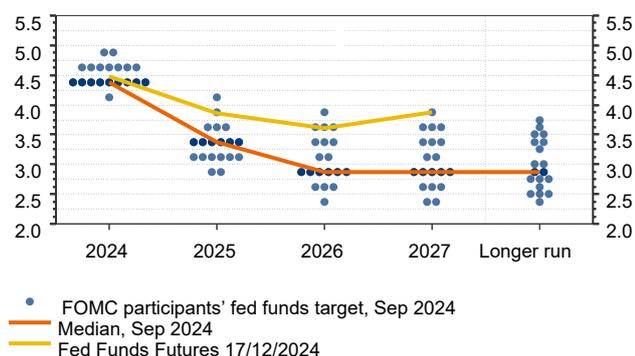
FOMC: minori tagli dei tassi attesi nel 2025

Dal FOMC del 17-18 dicembre, ci aspettiamo una riduzione dei tassi di interesse di ulteriori 25 punti-base. I recenti dati di inflazione non dovrebbero essere di ostacolo (sono coerenti con un incremento mensile di appena un decimo del deflatore PCE core a novembre), ma sta emergendo un approccio più cauto sul percorso di successiva riduzione dei tassi, per via non solo della resilienza dell'inflazione ma anche della tenuta della domanda (e del mercato del lavoro, almeno al netto dei fattori una tantum). Le Summary of Economic Projections potrebbero vedere revisioni al rialzo su crescita e inflazione, e al ribasso sulla disoccupazione. Di conseguenza, il "grafico a punti" dovrebbe spostarsi verso l'alto: i tagli attesi nel 2025 potrebbero ridursi a due/tre, dai quattro previsti lo scorso settembre, e anche il livello di equilibrio dei tassi nel medio/lungo termine potrebbe essere più elevato di quanto stimato tre mesi fa.

Dalla riunione del FOMC che si conclude il 18 dicembre, ci aspettiamo un taglio di 25 punti-base (tasso sui fed funds al 4,25-4,50%). Il comunicato dovrebbe subire modifiche in direzione meno "dovish", e la conferenza stampa di Powell potrebbe indicare che il FOMC sarà un po' più cauto nel muoversi verso una posizione neutrale, soprattutto alla luce della "pausa" nel processo disinflazionistico emersa dagli ultimi dati. Il futuro percorso dei tassi sarà deciso riunione per riunione e sarà strettamente dipendente dai dati. Powell dovrebbe ribadire che i potenziali effetti inflazionistici dell'agenda Trump per ora non influiscono sulle decisioni di politica monetaria.

Le nuove Summary of Economic Projections (SEP) dovrebbero mostrare **una revisione al rialzo delle previsioni sull'inflazione**: il deflatore PCE headline potrebbe salire al 2,4% per il 2024 e al 2,2-2,3% per il 2025, mentre quello core potrebbe raggiungere il 2,8% nel 2024 e il 2,2-2,3% nel 2025. Anche la crescita dovrebbe essere alzata al 2,3% per il 2024, mentre il tasso di disoccupazione potrebbe scendere di un decimo, sia per il 2024 che per il 2025, al 4,3%. **La proiezione mediana sui tassi per fine 2025 potrebbe aumentare ad almeno 3,5% dal 3,375%**, con un punto di arrivo di lungo periodo attorno al 3% (da 2,875%). In sostanza, i tagli attesi nel 2025 potrebbero ridursi a due/tre, dai quattro di settembre (Tabella 1).

Fig. 1 - La mediana delle proiezioni dei tassi dovrebbe essere rivista al rialzo rispetto a settembre...



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

18 dicembre 2024

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio

Economista - USA

Paolo Mameli

Economista

Tab. 1 - ... soprattutto a causa di un'inflazione più persistente

Variabile	2024*	2025*	2026*	2027*	Lungo termine
PIL reale (previsione ISP)	2.3	2.0	2.3	1.9	
Consenso Bloomberg	2.4	1.9			
Proiezione FOMC di settembre	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
Tasso di disoccupazione (prev. ISP)	4.3	4.3	4.3	4.3	
Consenso Bloomberg	4.2	4.3			
Proiezione FOMC di settembre	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
Deflatore PCE (prev. ISP)	2.4	2.3	2.3	2.2	
Consenso Bloomberg	2.4	2.2			
Proiezione FOMC di settembre	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
Deflatore PCE core (prev. ISP)	2.8	2.2	2.2	2.3	
Consenso Bloomberg	2.8	2.2			
Proiezione FOMC di settembre	2.6	2.2	2.0	2.0	
Tasso sui fed funds (previsione ISP)	4.5	3.8	3.8	3.8	
Consenso Bloomberg	4.5	3.7			
Proiezione FOMC di settembre	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9

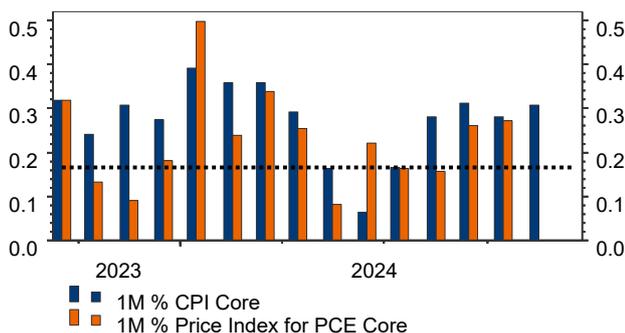
Nota: proiezioni dei membri del Consiglio della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, settembre 2024 (mediana); (*) 4° trimestre. Fonte: Intesa Sanpaolo, Federal Reserve

Dopo l'ultimo FOMC, la crescita ha sorpreso al rialzo e l'inflazione si è dimostrata vischiosa; i dati sul mercato del lavoro sono stati contrastanti

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

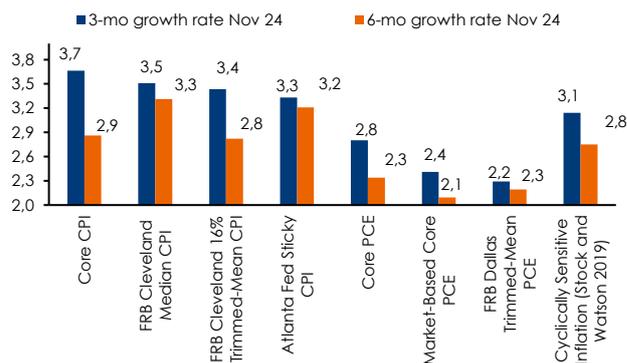
- Inflazione.** I dati sui prezzi al consumo di novembre, come già il mese precedente, sono stati in linea con le attese. L'indice headline è aumentato di 0,3% m/m (da 0,2% a ottobre), accelerando per il secondo mese dal 2,6% al 2,7% su base annua. L'indice core è cresciuto anch'esso di 0,3% m/m (come nei tre mesi precedenti), ed è rimasto stabile su base annua al 3,3% (in linea con settembre e ottobre). Sono saliti i prezzi alimentari e dei beni non energetici, mentre i servizi abitativi hanno registrato una moderazione e i servizi non abitativi sono risultati stabili. Il deflatore PCE è aumentato dello 0,2% m/m a ottobre, come a settembre, per una variazione annuale in aumento di due decimi al 2,3% dal 2,1% di settembre (che rappresentava il minimo da febbraio 2021). Il deflatore core ha registrato un aumento dello 0,3% m/m (anch'esso in linea con il mese precedente), con una variazione annuale in aumento di un decimo al 2,8%. I dati su CPI e PPI di novembre (che pure ha sorpreso al rialzo) sono coerenti con un deflatore PCE headline a 2,5% e un deflatore core a 2,8% a novembre (in entrambi i casi, al di sopra delle previsioni contenute nelle SEP del FOMC di settembre). In sostanza, **la parte finale del 2024 ha visto una sostanziale pausa nel processo disinflazionistico.**

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



Fonte: BLS

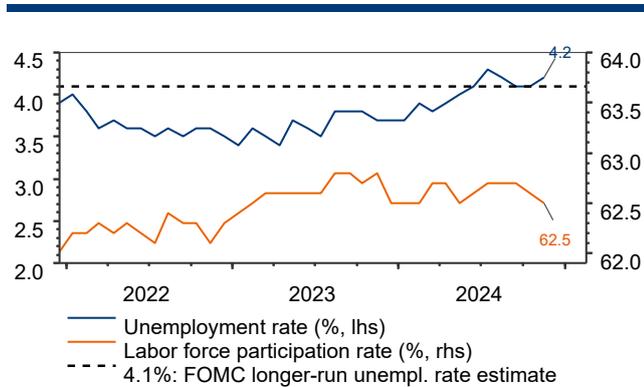
Fig. 3 – L'inflazione di fondo rimane vischiosa



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

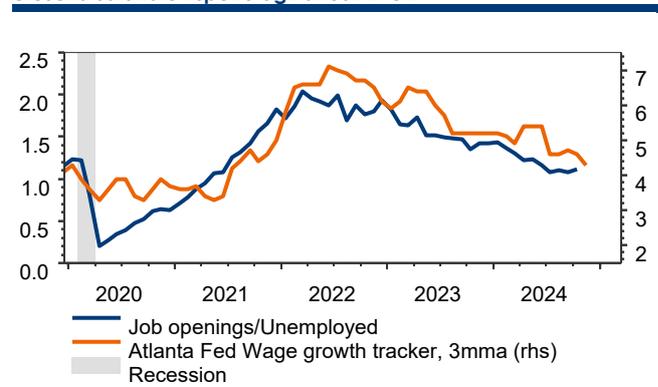
- Mercato del lavoro.** Il rapporto sull'occupazione di novembre ha mostrato da un lato numeri leggermente migliori del previsto sugli occupati (ma distorti dall'inversione dell'effetto degli uragani e degli scioperi), e dall'altro un aumento, seppur lento, della disoccupazione, al 4,2%, in un contesto di contrazione della forza lavoro (Fig. 4); il tasso di disoccupazione risulta ben al di sotto della proiezione della Fed di settembre per il 4° trimestre (4,4%). I dati JOLTS di ottobre hanno evidenziato un moderato irrigidimento del mercato del lavoro, con le posizioni aperte in aumento di 372 mila unità rispetto a settembre (che rappresentava un minimo da gennaio 2021); il rapporto posti vacanti/disoccupati è salito a 1,12 da 1,08 (Fig. 5). Ciò potrebbe contribuire a mitigare i timori, sorti dopo l'employment report di ottobre, di un eccessivo indebolimento del mercato del lavoro.

Fig. 4 – Disoccupazione in aumento, partecipazione in calo



Fonte: BLS

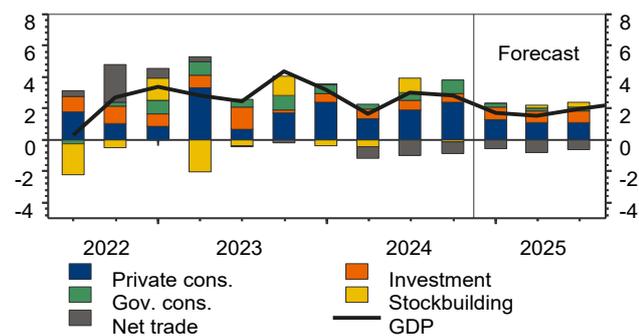
Fig. 5 - Il rapporto ancora elevato tra posti di lavoro vacanti e disoccupati non segnala una significativa moderazione della crescita salariale rispetto agli attuali livelli



Fonte: Fed di Atlanta, BLS

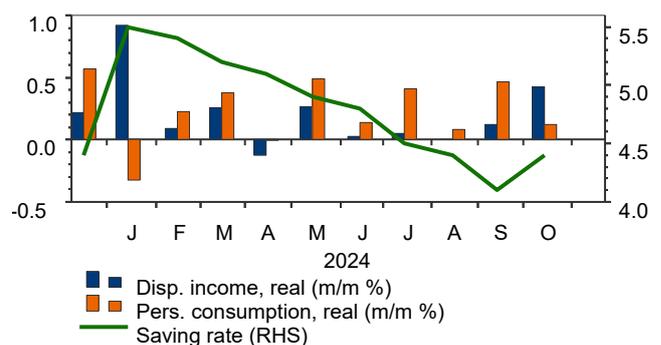
■ **Crescita. Le indagini recenti hanno fornito segnali contrastanti per l'economia, ma sono prevalsi i segnali positivi.** L'ISM manifatturiero è salito più del previsto a ottobre, grazie ai nuovi ordini che sono tornati in territorio espansivo per la prima volta dopo sette mesi di contrazione; si è notato anche un recupero dell'occupazione e un allentamento della pressione sui prezzi pagati; l'ISM dei servizi ha invece deluso, registrando un forte rallentamento (dovuto in particolare a nuovi ordini e intenzioni di assunzione). Sul fronte dei consumi, i segnali sono ancora relativamente solidi: **il reddito personale** di ottobre è aumentato dello 0,6% m/m, un ritmo doppio rispetto a quello del mese precedente, mentre la **spesa** è aumentata dello 0,4% m/m (Fig. 6), trainata dai servizi; le **vendite al dettaglio** di novembre hanno superato le attese (sostenute da auto e vendite online), con il "control group" tornato a crescere, di 0,4% m/m dopo il -0,1% m/m di ottobre; infine, **gli indici di fiducia dei consumatori sono stati superiori al previsto.**

Fig. 6 – La crescita del PIL rimane solida: è atteso un rallentamento dei consumi, ma i rischi sono verso l'alto



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

Fig. 7 - A ottobre i redditi sono cresciuti più delle spese personali, il tasso di risparmio è risalito



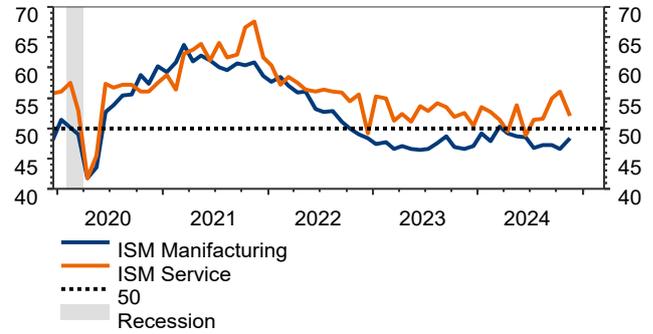
Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA), previsioni di Intesa Sanpaolo

Fig. 8 - I dati recenti confermano la tenuta della spesa delle famiglie



Fonte: BLS

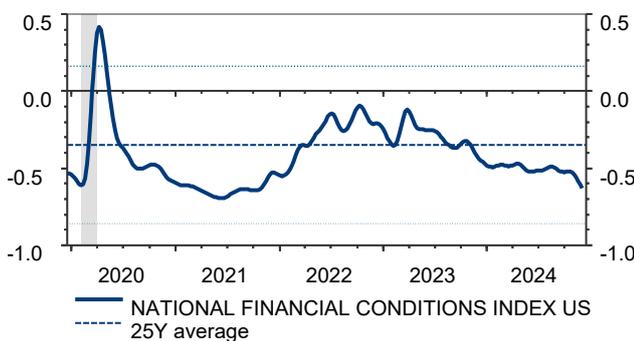
Fig. 9 - L'ISM manifatturiero è aumentato più del previsto, l'ISM dei servizi ha invece deluso



Fonte: ISM

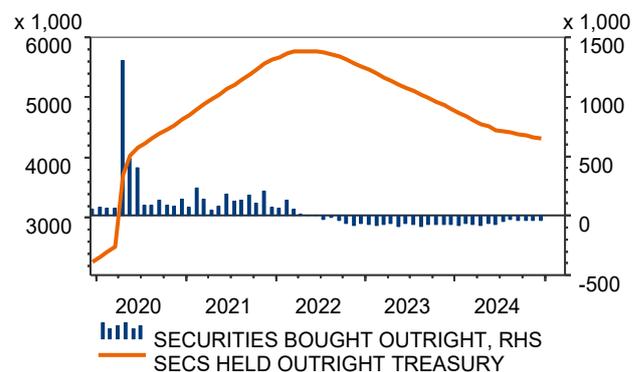
- Il **Beige Book** preparato per il FOMC del 17-18 dicembre riporta che l'attività economica è aumentata leggermente nella maggior parte dei Distretti, con una crescita moderata in tre aree compensata da stagnazione o lieve calo in altre due. Le aspettative di crescita sono migliorate. La spesa dei consumatori è rimasta stabile, ma è emersa una maggiore sensibilità ai prezzi e alla qualità. La domanda di mutui e il credito immobiliare commerciale sono stati deboli, mentre la spesa per beni strumentali e materie prime è diminuita. L'energia ha mostrato un'attività stabile per prodotti petroliferi e gas, ad eccezione della domanda di elettricità, che è aumentata grazie ai data center, supportando nuovi investimenti in energie rinnovabili. Il mercato del lavoro ha registrato livelli occupazionali stabili, con assunzioni limitate e crescita salariale moderata. I prezzi sono aumentati modestamente, con margini di profitto in calo per molte imprese.
- Le **condizioni finanziarie** si sono spostate in territorio più accomodante, ai livelli più espansivi dall'ottobre del 2021, grazie al calo del rendimento dei titoli di Stato, dello swap spread sui titoli di Stato e dei tassi ipotecari (Fig. 10).
- Dall'ultimo FOMC, le **aspettative di mercato** sui tagli della Fed sono diminuite: gli investitori prezzano ora quasi completamente un taglio di 25 punti base nella riunione di dicembre, e meno di due interventi da 25pb nel corso del 2025.

Fig. 10 - Dall'ultimo FOMC le condizioni finanziarie sono diventate più accomodanti, avvicinandosi ai livelli del 2021



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 - Il bilancio della Fed è in graduale riduzione



Fonte: Fed

Il flusso dei discorsi dei membri del FOMC è stato improntato a maggiore cautela nel percorso di avvicinamento alla neutralità

Powell ha tenuto due importanti discorsi dopo la riunione del FOMC del 7 novembre:

- In occasione di una conferenza organizzata dalla Fed di Dallas (11 novembre), il governatore ha adottato toni **decisamente meno dovish**, sottolineando che la Fed "non ha fretta di abbassare i tassi" e che la forza attuale dell'economia consente di "affrontare le nostre decisioni con cautela". Powell ha osservato che il mercato del lavoro "rimane in condizioni solide" e ha riconosciuto che l'aumento dell'immigrazione nel 2023-24 ha contribuito al suo riequilibrio. Riguardo all'inflazione, ha descritto gli ultimi dati come "leggermente più alti di quanto ci aspettassimo" con il PCE core stimato al 2,8% a/a nel 4° trimestre (dal 2,6% incluso nelle Summary of Economic Projections di settembre), anche se il trend disinflazionistico degli ultimi 18 mesi a suo parere resta in atto. Powell ha aggiunto che si aspetta letture dell'inflazione che **"continuino a fluttuare nel loro recente intervallo"** nei prossimi mesi, con un percorso piuttosto irregolare e "accidentato"; in particolare, la Fed segue con attenzione il graduale calo dell'inflazione dei servizi abitativi. Infine, Powell ha ribadito che il FOMC non reagirà alle politiche della nuova amministrazione Trump finché non ci sarà maggiore chiarezza sui tempi e sui contenuti di tali modifiche.
- Parlando a una conferenza organizzata dal New York Times (4 dicembre), Powell ha ribadito l'indipendenza della Fed dalla politica, dicendosi pronto a collaborare con il nuovo Segretario al Tesoro Bessent (se confermato) come ha fatto con i suoi predecessori. Powell ha dichiarato che i recenti dati inducono il FOMC ad essere **"un po' più cauto"** nel muoversi verso una posizione neutrale, anche perché "la crescita è decisamente più forte di quanto pensassimo e l'inflazione sta salendo un po' di più"; ha inoltre sottolineato che i progressi nel mercato del lavoro sono rallentati senza arrestarsi, la crescita dei salari rimane solida e la produttività ha mostrato un miglioramento significativo.

Diversi policymaker hanno espresso maggiore cautela sui rischi di inflazione. Barkin (Fed di Richmond), insieme ai non votanti Musalem (Fed di St. Louis), Logan (Fed di Dallas), Schmid (Fed di Kansas City) e Kashkari (Fed di Minneapolis), ha messo in guardia sulla possibilità che l'inflazione possa rimanere elevata o aumentare. Kashkari ha osservato che potrebbe rimanere al di sopra del 2% ancora per uno o due anni (anche se, nonostante la sua reputazione di falco, ritiene ragionevole un taglio dei tassi a dicembre). Schmid ha sottolineato che la Fed reagirà a qualsiasi pressione inflazionistica derivante dalle politiche della nuova amministrazione. Inoltre, Bowman (Board) ha espresso dubbi sui progressi dell'inflazione e Cook (Board) ha avvertito che se i progressi dell'inflazione dovessero rallentare, la Fed potrebbe mettere in pausa i tagli dei tassi.

Tab. 2 – Valutazione dei discorsi dei membri della Fed dopo l'ultimo FOMC: toni neutrali

Membro Fed	Ruolo	Status di voto	Data del discorso	Sentiment Score	Stance
Jerome Powell	Presidente del Board	Permanente	4 dic. 2024	0	Neutrale
Alberto Musalem	Presidente Fed di St. Louis	Votante 2026	4 dic. 2024	0	Neutrale
Mary Daly	Presidente Fed di San Francisco	Votante 2024	4 dic. 2024	0	Neutrale
Michelle Bowman	Board	Permanente	20 nov. 2024	0	Neutrale
Lisa Cook	Board	Permanente	20 nov. 2024	0	Neutrale
Jeffrey Schmid	Presidente Fed di Kansas City	Votante 2025	19 nov. 2024	0	Neutrale
Susan Collins	Presidente Fed di Boston	Votante 2025	15 nov. 2024	0	Neutrale
Jerome Powell	Presidente del Board	Permanente	14 nov. 2024	0	Neutrale
Tom Barkin	Presidente Fed di Richmond	Votante 2024	14 nov. 2024	0	Neutrale
Jeffrey Schmid	Presidente Fed di Kansas City	Votante 2025	13 nov. 2024	0	Neutrale
Alberto Musalem	Presidente Fed di St. Louis	Votante 2026	13 nov. 2024	0	Neutrale
Tom Barkin	Presidente Fed di Richmond	Votante 2024	12 nov. 2024	0	Neutrale

Nota: abbiamo condotto un'analisi dei 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

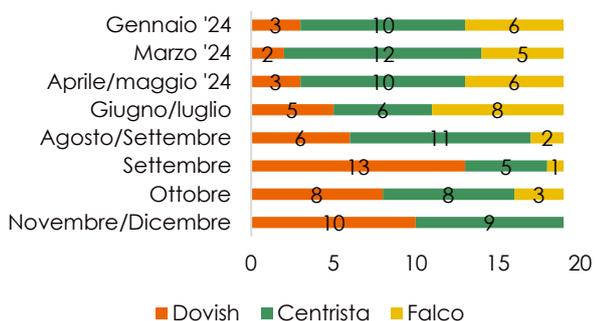
Al contrario, **toni ancora dovish** sono stati evidenziati da Waller (Board), il quale, pur non essendo entusiasta del recente rialzo dei dati sull'inflazione complessiva, ha ribadito di non vedere motivi per modificare in modo significativo la propria posizione, di ritenere che ci sia ancora strada per ridurre il tasso di policy verso la neutralità, e di **aspettarsi che i tagli dei tassi continuino nel corso del prossimo anno**, dato che la politica monetaria rimane significativamente restrittiva. Kugler (Board) ha giudicato "significativi" i progressi sull'inflazione, pur mantenendo cautela. Williams (Fed di New York) ha previsto un ulteriore rallentamento dell'inflazione, sostenendo la necessità di ridurre i tassi rispetto ai livelli attuali. Collins (Fed di Boston, non votante) ha affermato che è necessario un ulteriore allentamento e Goolsbee (Fed di Chicago, non votante) ha sostenuto che il livello del tasso neutrale è significativamente più basso di quello attuale; quest'ultimo ha inoltre sottolineato l'importanza di tagliare i tassi in assenza di segnali di surriscaldamento, pur suggerendo che potrebbe essere prudente rallentare il ritmo dell'allentamento.

Tab. 3 - Valutazione dei discorsi dei membri della Fed dall'ultimo FOMC: toni dovish

Membro Fed	Ruolo	Status di voto	Data del discorso	Sentiment Score	Stance
Austan Goolsbee	Presidente Fed di Chicago	Votante 2025	4 dic. 2024	1	Dovish
Adrianna Kugler	Board	Permanente	3 dic. 2024	1	Dovish
Christopher Waller	Board	Permanente	2 dic. 2024	1	Dovish
John Williams	Presidente Fed di New York	Permanente	2 dic. 2024	1	Dovish
Raphael Bostic	Presidente Fed di Atlanta	Votante 2024	2 dic. 2024	1	Dovish
Neel Kashkari	Presidente Fed di Minneapolis	Votante 2026	25 nov. 2024	1	Dovish
Austan Goolsbee	Presidente Fed di Chicago	Votante 2025	25 nov. 2024	1	Dovish
Austan Goolsbee	Presidente Fed di Chicago	Votante 2025	21 nov. 2024	1	Dovish
John Williams	Presidente Fed di New York	Permanente	21 nov. 2024	1	Dovish
Susan Collins	Presidente Fed di Boston	Votante 2025	21 nov. 2024	1	Dovish
Austan Goolsbee	Presidente Fed di Chicago	Votante 2025	15 nov. 2024	1	Dovish
Lorie Logan	Presidente Fed di Dallas	Votante 2025	13 nov. 2024	1	Dovish
Neel Kashkari	Presidente Fed di Minneapolis	Votante 2026	12 nov. 2024	1	Dovish
Neel Kashkari	Presidente Fed di Minneapolis	Votante 2026	11 nov. 2024	1	Dovish

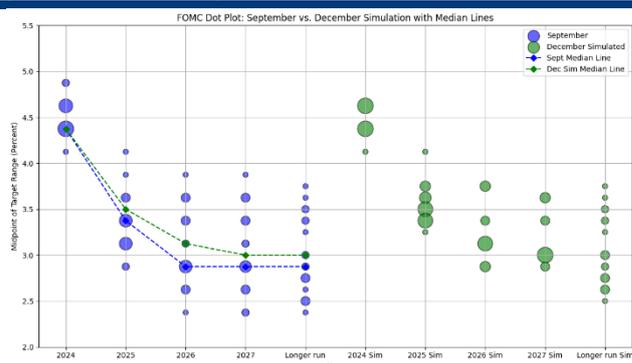
Nota: abbiamo condotto un'analisi del sentiment sui recenti discorsi dei membri della Federal Reserve per determinare la loro posizione sulla politica monetaria. A ciascun discorso è stato assegnato un punteggio di sentiment in base al tono e al linguaggio, classificando ogni posizione come falco, dovish 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

Fig. 12 - Nell'ultimo mese il sentiment dei membri della Fed è rimasto tra il neutrale e il dovish



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

Fig. 13 - La mediana delle proiezioni simulate dei tassi dovrebbe spostarsi verso l'alto rispetto alle SEP di settembre



Nota: il grafico a punti simulato deriva dall'analisi del sentiment dei recenti discorsi dei membri del FOMC, come elaborato da Intesa Sanpaolo. La proiezione precedentemente nota di ciascun membro (punto) è stata modificata in base al sentiment percepito - falco, neutrale o dovish. Fonte: Proiezione Fed di settembre, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Conclusioni

In sintesi, dopo la riunione di novembre, **il tono medio tra i membri del FOMC non è diventato significativamente più falco e ora propende per la neutralità**. Alla luce della scarsa chiarezza sulle politiche della nuova amministrazione, ci aspettiamo che la dispersione nel dot plot si riduca inizialmente, anche se potrebbe aumentare in seguito, quando il comitato incorporerà l'impatto delle prossime iniziative. Considerando le osservazioni caute del presidente Powell e l'atteggiamento generalmente dovish-neutrale dei membri votanti, prevediamo un moderato spostamento verso l'alto del "grafico a punti": **i tagli attesi nel 2025 potrebbero ridursi a due/tre, dai quattro previsti lo scorso settembre, e anche il livello di equilibrio dei tassi nel medio/lungo termine potrebbe essere più elevato di quanto stimato tre mesi fa. Riteniamo che la proiezione per il 2025 sarà rivista al rialzo ad almeno 3,5% dal 3,375%**, mentre quella a più lungo termine potrebbe essere aumentata attorno al 3% dal 2,875%.

A nostro avviso, **non è escluso che già nella riunione di fine gennaio possa esservi una pausa nel ciclo di tagli dei tassi, in attesa di dati più favorevoli sull'inflazione; tali dati a nostro avviso potrebbero arrivare nei mesi successivi, consentendo alla banca centrale di portare i tassi sui fed funds a 3,50-3,75% entro il prossimo giugno** (al di sotto delle attuali aspettative dei mercati).

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.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo 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@intesasanpaolo.com

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

andrea.volpi@intesasanpaolo.com