

Focus Stati Uniti

FOMC: pausa nei tagli dei tassi, in attesa di conferme sulla moderazione dell'inflazione e chiarezza sulle politiche di Trump

28 gennaio 2025

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio

Economista - USA

Paolo Mameli

Economista

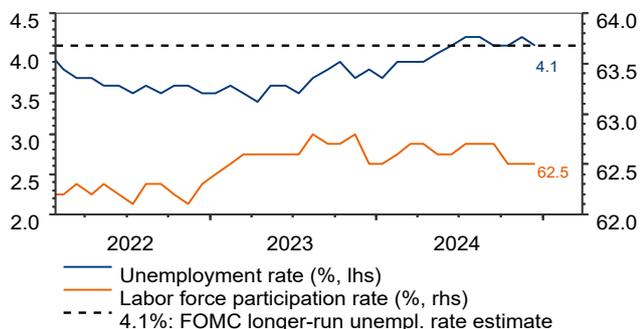
Prevediamo che la prossima riunione del FOMC del 28-29 gennaio si concluda con tassi invariati al 4,25-4,50%. L'evoluzione recente dello scenario economico ha evidenziato, oltre che continue revisioni al rialzo sulla crescita del PIL e una tenuta del mercato del lavoro, dati di inflazione meno favorevoli del previsto in media nell'ultimo trimestre dello scorso anno. A nostro avviso, questo scenario è coerente con una pausa nel ciclo di allentamento monetario, in attesa di dati più confortanti sull'evoluzione dei prezzi, e forse, di maggiori indicazioni sulle politiche della nuova amministrazione (da cui potrebbe derivare un effetto reflazionistico, in parte incorporato da alcuni membri del FOMC nelle Summary of Economic Projections di dicembre). Al momento, riteniamo che l'inflazione possa riprendere una tendenza discendente nella prima metà di quest'anno, consentendo alla Fed due ulteriori riduzioni dei tassi nel 1° semestre (nel nostro scenario di base, a marzo e giugno); l'effetto dell'implementazione dell'agenda di Trump si potrebbe vedere più avanti, e potrebbe indurre la banca centrale a una modalità di wait-and-see per tutta la seconda metà dell'anno. Al momento, la nostra aspettativa sui tassi fed sull'orizzonte a metà 2025 è più dovish rispetto a quella attualmente prezzata dai mercati.

L'esito della prima riunione del FOMC del 2025 non dovrebbe riservare sorprese sui tassi sui fed funds, che dovrebbero rimanere invariati a 4,25-4,50%.

Nel **comunicato**, la **crescita economica** dovrebbe continuare ad essere descritta come "solida", in linea con le osservazioni di Powell di dicembre. La descrizione dell'**inflazione** potrebbe essere aggiornata alla luce delle recenti sorprese al ribasso sui prezzi, con l'aggiunta di "ulteriori" progressi verso l'obiettivo del 2%, anche se potrebbe permanere l'indicazione che l'inflazione resta "un po' elevata". La rappresentazione del **mercato del lavoro** potrebbe descrivere la creazione di posti di lavoro come "solida" e la disoccupazione come "bassa", senza menzionare i precedenti riferimenti all'allentamento delle condizioni del mercato del lavoro.

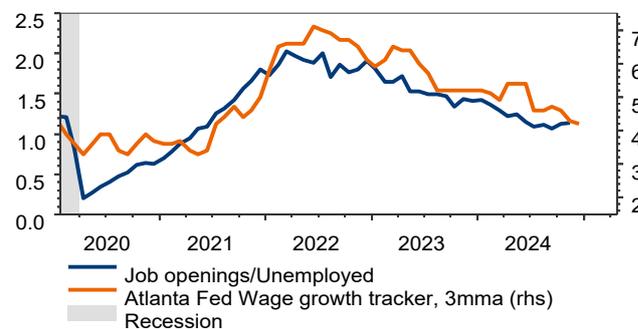
Nella **conferenza stampa**, Powell dovrebbe sottolineare la solidità dell'economia e la resilienza del mercato del lavoro. Sul fronte dell'inflazione, **potrebbe riconoscere che il processo disinflazionistico è in corso ma procede a un ritmo più lento delle attese**, giustificando la prudenza della Fed nel mantenere invariati i tassi in questa fase. Powell potrebbe insomma **ribadire l'approccio cauto della banca centrale**, ma lasciando aperta la possibilità di riprendere i tagli dei tassi qualora il processo disinflazionistico si palesi con maggiore evidenza nei prossimi mesi.

Fig. 3 – A dicembre, disoccupazione in calo in un quadro di partecipazione stabile



Fonte: BLS

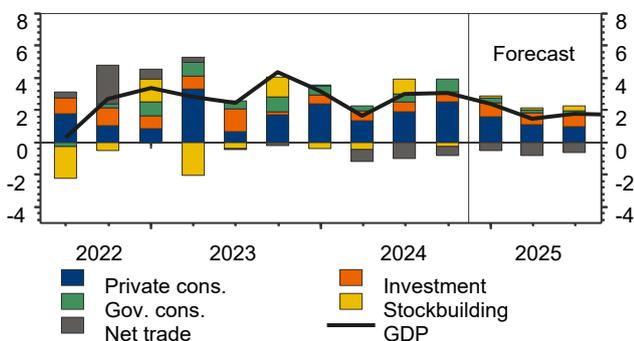
Fig. 4 – Il rapporto tra posti vacanti e disoccupati suggerisce una possibile stabilizzazione dei salari attorno ai livelli correnti



Fonte: Fed di Atlanta, BLS

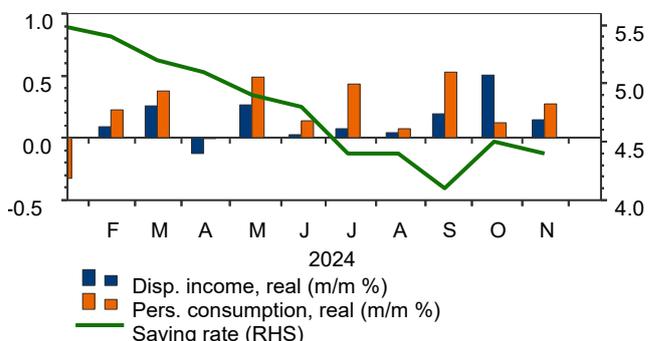
■ **Crescita: indicazioni ancora forti. Ci aspettiamo un PIL ancora robusto nel 4° trimestre dello scorso anno**, a 2,4% t/t ann. (stima rivista al rialzo da 1,9%), dopo il 3,1% dei tre mesi precedenti, grazie ancora una volta a consumi privati e investimenti, oltre che, in minor misura, alla spesa governativa. Sono in crescita i rischi al rialzo sulla nostra stima di un PIL 2025 al 2% (Fig. 5). **Sorprende al rialzo l'ISM di dicembre**: l'ISM manifatturiero ha mostrato un recupero a sorpresa a 49,3 da 48,4 di novembre, ai massimi da marzo, trainato dai nuovi ordini (52,5 da 50,4: per trovare un valore più elevato, occorre risalire a maggio del 2022); tornano però a contrarsi le indicazioni delle imprese sull'occupazione (a 45,3 da 48,1). Anche l'ISM servizi ha sorpreso al rialzo, riaccelerando a 54,1 dopo il rallentamento a sorpresa a 52,1 registrato a novembre; anche in questo caso si nota un'accelerazione dei nuovi ordini, e, diversamente che nel manifatturiero, l'occupazione tiene (51,4 da 51,5, Fig. 8). **Consumi ancora forti**: le vendite al dettaglio di dicembre, pur rallentando rispetto al mese precedente sull'indice generale (0,4% da 0,8% m/m), hanno mostrato un'accelerazione sia al netto delle auto, che al netto di auto e carburanti che sul cosiddetto "control group" (0,7% da 0,4% m/m, Fig. 7). **Il reddito e la spesa personale** hanno mantenuto tassi di crescita solidi a novembre (Fig. 6) e **sono attesi in accelerazione di un decimo a dicembre** rispetto al ritmo del mese precedente, rispettivamente a 0,4% e 0,5% m/m. **L'indice di fiducia dei consumatori elaborato dall'Università del Michigan** ha mostrato un calo a 71,1 da un precedente 74 (sono peggiorate le aspettative mentre le valutazioni correnti sono rimaste vicine ai massimi da 9 mesi).

Fig. 5 – La crescita del PIL è ancora solida, ma dovrebbe rallentare sulla scia di una moderazione dei consumi



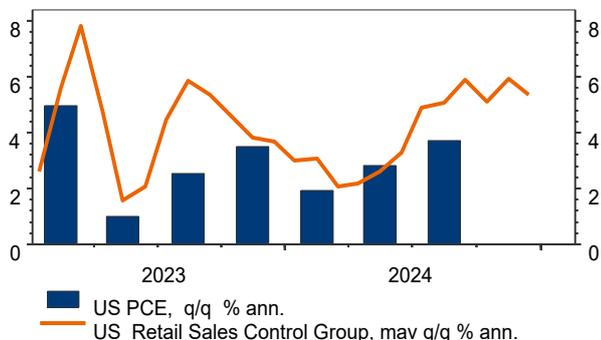
Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – A novembre, il reddito è aumentato meno della spesa personale, il tasso di risparmio è diminuito



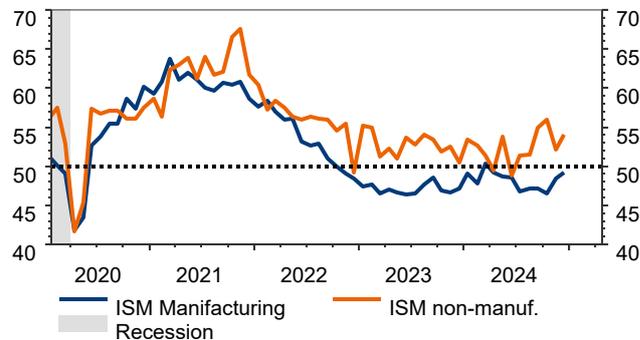
Fonte: BEA

Fig. 7 – I dati recenti confermano la resilienza della spesa delle famiglie



Fonte: BLS, US Census

Fig. 8 – Sorprende al rialzo l'ISM di dicembre, con entrambi gli indici al di sopra delle aspettative



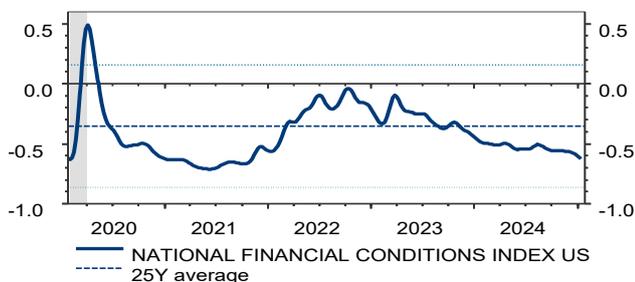
Fonte: ISM

■ **Il Beige Book**, preparato per il FOMC del 28-29 gennaio, riporta che l'attività economica è cresciuta leggermente nella maggior parte dei distretti nei mesi di novembre e dicembre. La spesa delle famiglie è aumentata moderatamente, trainata da consumi natalizi migliori del previsto, mentre le vendite di auto hanno registrato una crescita modesta. La domanda nel settore immobiliare residenziale è rimasta debole, frenata da tassi ipotecari elevati, mentre le vendite di immobili commerciali sono aumentate lievemente. Nel settore manifatturiero si registra una leggera flessione dell'attività, con alcune imprese che hanno accumulato scorte in vista di possibili futuri dazi. L'occupazione è aumentata lievemente, ma le difficoltà nel reperire lavoratori qualificati permangono, mentre la crescita salariale ha registrato una moderata accelerazione. I prezzi sono cresciuti moderatamente, trainati da aumenti nei costi assicurativi (soprattutto quelli legati alla salute), tuttavia altri costi sono risultati stabili o in calo (ad esempio, nel caso dei carburanti). I rischi di aumento dei costi, per via di eventuali politiche protezionistiche, continuano a rappresentare una preoccupazione per molte imprese.

■ **Le condizioni finanziarie sono diventate ancor più accomodanti** (al grado più elevato da febbraio 2021), guidate dal calo del rendimento dei titoli di stato, dello spread sui tassi ipotecari e delle obbligazioni ad alto rendimento (Fig. 9).

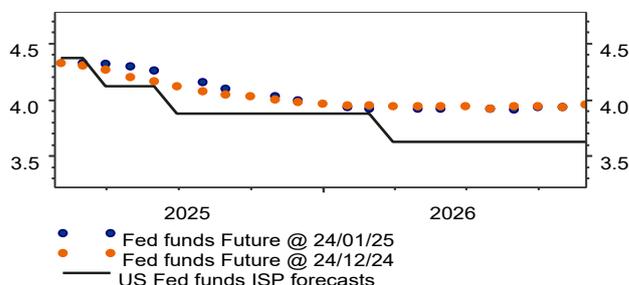
■ **Dall'ultimo FOMC, le aspettative del mercato sui tagli della Fed sono notevolmente diminuite:** gli operatori di mercato stanno ora prezzando poco più di un taglio da 25 punti base entro giugno, mentre le nostre attuali previsioni vedono due tagli da 25 punti base entro metà 2025 (Fig. 10).

Fig. 9 – Dall'ultimo FOMC, le condizioni finanziarie si sono fatte più accomodanti



Nota: il National Financial Conditions Index (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 restrittive della media storica, mentre i valori negativi indicano condizioni finanziarie più accomodanti della media. Fonte: Fed di Chicago

Fig. 10 – Le nostre attuali previsioni sui fed funds sono più dovish rispetto alle aspettative del mercato



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream

Cambiamenti nella “mappatura” del FOMC

I cambiamenti in corso nella composizione del FOMC sono i seguenti:

- Nel 2025, il FOMC vedrà una rotazione dei suoi membri con diritto di voto, come avviene ogni anno. I membri votanti vedono l'ingresso di **Goolsbee** (Fed di Chicago), **Collins** (Fed di Boston), **Musalem** (Fed di St. Louis) e **Schmid** (Fed di Kansas City). Questo gruppo rappresenta un mix equilibrato tra falchi e colombe: Goolsbee e Collins sono orientati verso un approccio "dovish", mentre Schmid e, in minor misura, Musalem, paiono più vicini a un orientamento "hawkish". I membri non più votanti sono Hammack (Cleveland Fed, hawkish), Bostic (Atlanta Fed, hawkish), Barkin (Richmond Fed, hawkish, anche se recentemente più neutral) e Daly (San Francisco Fed, dovish). Pertanto, **la rotazione potrebbe avere come conseguenza uno spostamento in direzione lievemente meno hawkish.**
- **Michael Barr ha annunciato le sue dimissioni da Vicepresidente per la Supervisione**, con effetto dal 28 febbraio, pur rimanendo nel Consiglio dei Governatori fino al termine del suo mandato, nel 2032. **La più probabile candidata alla successione di Barr è Michelle Bowman, un profilo che pare più aperto a una potenziale deregolamentazione finanziaria in linea con l'agenda dell'amministrazione Trump.**

Il flusso dei discorsi dei membri del FOMC è stato improntato a maggiore cautela sui tagli dei tassi

Dai **verbali del FOMC di dicembre** sono emerse le prime preoccupazioni di diversi membri della Fed in merito all'incertezza legata all'agenda politica dell'amministrazione Trump, in particolare sui due temi-chiave delle politiche commerciali e migratorie. Molti partecipanti hanno incorporato nelle loro proiezioni economiche ipotesi provvisorie su tali politiche, mentre altri hanno preferito non farlo. È emerso un consenso unanime nel giudicare elevata l'incertezza sugli effetti economici, le tempistiche e la portata di tali politiche. La decisione di ridurre i tassi di 25 punti base è stata definita "finemente bilanciata". I partecipanti suggeriscono che il ritmo dei tagli dei tassi potrebbe rallentare nei prossimi mesi. In sintesi, **a nostro avviso quanto emerso dai verbali di dicembre è coerente con tassi invariati nella riunione di gennaio.**

Dall'ultima riunione del FOMC a dicembre, **alcuni policymaker hanno assunto un tono decisamente hawkish**, segnalando una maggiore cautela nel ritmo di riduzione dei tassi. Tra i membri non votanti, **Bostic** (Fed di Atlanta) ha ribadito la necessità di mantenere i tassi elevati per contrastare i rischi inflazionistici persistenti, mentre **Hammack** (Fed di Cleveland), l'unico membro dissenziente alla riunione di dicembre, ha sottolineato che l'inflazione rimane al di sopra dell'obiettivo. Alcuni membri votanti, come **Bowman** (Board), hanno descritto l'inflazione come elevata e stagnante, notando che l'attuale orientamento della politica monetaria "potrebbe non essere così restrittivo" come alcuni credono; **Musalem** (Fed di St. Louis) ha suggerito che è giustificata una maggiore cautela nella riduzione dei tassi di interesse, aggiungendo che il rischio che l'inflazione possa rimanere bloccata tra il 2,5% e il 3% è aumentato (Tab. 1).

Tab. 1 – Valutazione dei discorsi dei membri della Fed dall'ultimo FOMC: toni hawkish

Membro Fed	Ruolo	Status di voto	Data del discorso	Sentiment Score	Posizione
Beth Hammack	Presidente Cleveland Fed	Votante 2026	17 gen. 2025	-1	Hawkish
Alberto Musalem	Presidente St. Louis Fed	Votante 2025	10 gen. 2025	-1	Hawkish
Michelle Bowman	Board	Permanente	9 gen. 2025	-1	Hawkish
Raphael Bostic	Atlanta Fed President	Votante 2027	7 gen. 2025	-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 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

Tra i commenti neutrali, si segnalano, tra i membri votanti: **Williams** (Fed di New York), che prevede un ulteriore rallentamento dell'inflazione; **Schmid** (Fed di Kansas City), secondo cui i tassi potrebbero essere vicini al loro livello di equilibrio a lungo termine, e **Kugler** (Board), che ha sottolineato che il lavoro della Fed non è ancora completo, giudicando i progressi sull'inflazione come "significativi". Tra i non votanti, **Daly** (Fed di San Francisco) ha descritto i rischi economici come equilibrati; **Barkin** (Fed di Richmond) ha affermato il 9 gennaio che ulteriori tagli dei tassi dipendono dall'indebolimento della domanda o da un'inflazione che si diriga più decisamente verso il 2%; tuttavia, nelle dichiarazioni fatte in seguito (il 15 gennaio), si è spostato verso toni più neutrali in seguito alla pubblicazione dei dati favorevoli sul CPI di dicembre (Tab. 2).

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	Posizione
Tom Barkin	Presidente Richmond Fed	Votante 2027	15 gen. 2025	0	Neutrale
John Williams	Presidente New York Fed	Permanente	15 gen. 2025	0	Neutrale
Jeffrey Schmid	Presidente Kansas City Fed	Votante 2025	9 gen. 2025	0	Neutrale
Tom Barkin	Presidente Richmond Fed	Votante 2027	9 gen. 2025	0	Neutrale
Lisa Cook	Board	Permanente	6 gen. 2025	0	Neutrale
Mary Daly	Presidente San Fran. Fed	Votante 2027	6 gen. 2025	0	Neutrale
Adriana Kugler	Board	Permanente	5 gen. 2025	0	Neutrale

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 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

Infine, **toni dovish** sono emersi da **Waller** (Board), il quale, pur non essendo entusiasta della recente risalita dell'inflazione, non vede alcun motivo per cambiare posizione in modo significativo, ritiene che ci sia ancora spazio per ridurre i tassi verso un territorio di neutralità e si aspetta che i tagli continuino nel corso del 2025; Waller ha anche aggiunto che più di un taglio "potrebbe avvenire prima di quanto i mercati si aspettano". **Goolsbee** (Fed di Chicago) ha sostenuto che il tasso neutrale è significativamente più basso di quello attuale e ha sottolineato l'importanza di tagliare i tassi in assenza di segnali di surriscaldamento, pur suggerendo che potrebbe essere prudente rallentare il ritmo dell'allentamento. **Collins** (Fed di Boston) ha affermato che sono necessari altri tagli dei tassi, e **Harker** (Fed di Filadelfia, non votante) ritiene che la Fed debba mantenere un orientamento accomodante (Tab. 3).

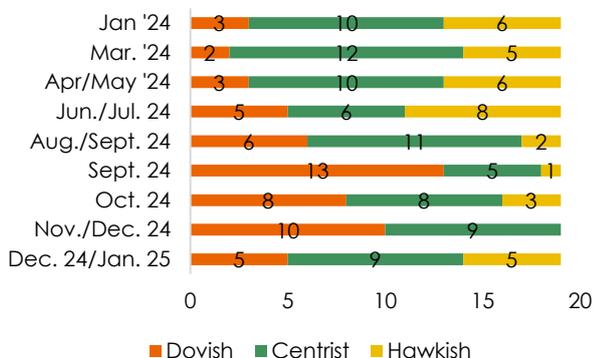
Tab. 3 – Valutazione dei discorsi dei membri della Fed dopo l'ultimo FOMC: toni dovish

Membro Fed	Ruolo	Status di voto	Data del discorso	Sentiment Score	Posizione
Austan Goolsbee	Presidente Chicago Fed	Votante 2025	10 gen. 2025	1	Dovish
Patrick Harker	Presidente Philadelphia Fed	Votante 2025	9 gen. 2025	1	Dovish
Susan Collins	Presidente Boston Fed	Votante 2025	9 gen. 2025	1	Dovish
Christopher Waller	Board	Permanente	8 gen. 2025	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 hawkish, dovish o neutrale. I fattori chiave sono 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

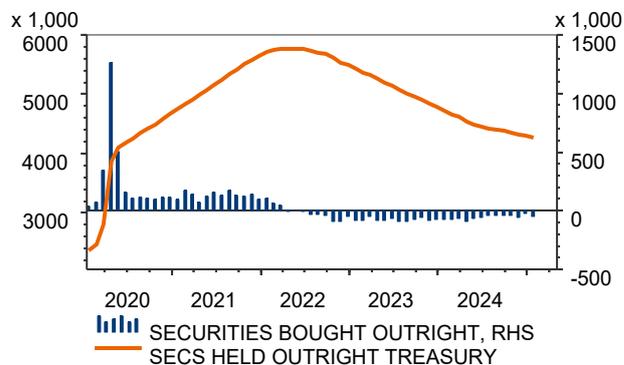
In sintesi, dalla riunione di dicembre, **il sentiment medio tra i membri del FOMC si è spostato da un posizionamento moderatamente dovish a una piena neutralità**, coerente a nostro avviso con tassi invariati nella riunione di gennaio (Fig. 11).

Fig. 11 – Nell'ultimo mese, il sentiment dei membri della Fed è diventato meno dovish



Fonte: elaborazione di Intesa Sanpaolo basata sulla sentiment analysis dei discorsi dei membri del FOMC

Fig. 12 – Il bilancio della Fed sarà ulteriormente ridotto



Fonte: Fed

Conclusioni

In sintesi, l'evoluzione recente dello scenario economico ha evidenziato, oltre che continue revisioni al rialzo sulla crescita del PIL e una tenuta del mercato del lavoro, dati di inflazione meno favorevoli del previsto in media nell'ultimo trimestre dello scorso anno. A nostro avviso, questo scenario è coerente con una **pausa nel ciclo di allentamento monetario, in attesa di dati più confortanti sull'evoluzione dei prezzi, e forse, di maggiori indicazioni sulle politiche della nuova amministrazione** (da cui potrebbe venire un effetto reflazionistico, in parte incorporato da alcuni membri del FOMC nelle *Summary of Economic Projections* di dicembre).

Al momento, riteniamo che l'inflazione possa riprendere una tendenza discendente nella prima metà di quest'anno, consentendo alla Fed due ulteriori riduzioni dei tassi nel 1° semestre (nel nostro scenario di base, a marzo e giugno); l'effetto dell'implementazione dell'agenda di Trump si potrebbe vedere più avanti, e potrebbe indurre la banca centrale a una modalità di *wait-and-see* per tutta la seconda metà dell'anno. **Per questo, la nostra aspettativa sui tassi fed sull'orizzonte a metà 2025 è più dovish rispetto a quella attualmente prezzata dai 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 LSEG 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