

Focus Stati Uniti

**FOMC in fase di atterraggio: allacciate le cinture!**

La riunione del FOMC del 3-4 maggio dovrebbe imprimere alla politica monetaria una netta accelerazione, dopo la svolta tiepida di marzo. Il Comitato dovrebbe alzare i tassi di 50pb e annunciare un programma di rapida riduzione del bilancio, con l'obiettivo esplicito di portare "speditamente" i fed funds verso la neutralità. La Fed dovrebbe segnalare l'impegno a controllare l'inflazione frenando la domanda, a qualunque costo. L'esperienza del passato insegna che, con le condizioni attuali, un atterraggio morbido non è lo scenario più probabile.

La riunione del FOMC di maggio dovrebbe dare una sterzata aggressiva alla svolta della politica monetaria, con **un rialzo dei tassi di 50pb, l'impegno ad agire "speditamente"** per riportare sotto controllo l'inflazione e l'annuncio del nuovo programma di riduzione del bilancio. Il Comitato ha già preparato il terreno per le misure che verranno annunciate il 4 maggio, con un coro unanime a favore di un rialzo di 50pb.

Per quanto riguarda il bilancio, i verbali di marzo avevano indicato che a regime i limiti ai riacquisti di titoli dovrebbero essere pari a **un totale di 95 mld di dollari** (60 mld di Treasury e 35 mld di MBS). L'inizio del programma dovrebbe avvenire con limiti inizialmente modesti, in rialzo relativamente rapido (circa tre mesi) verso il livello obiettivo. È possibile che già per le settimane successive alla riunione di maggio venga annunciata una sequenza di limiti, inizialmente pari a circa 20 mld per i Treasury e 10 mld per MBS a maggio, in aumento verso 60 mld e 35 mld nei mesi successivi. La riduzione del bilancio nel 2022 dovrebbe essere pari a circa 650 mld di dollari, prevalentemente accompagnata, dal lato del passivo, da una correzione delle riserve.

La **conferenza stampa di Powell** sarà dedicata a suggellare la svolta verso un modello di Fed "à-la-Volcker", che implica una determinazione assoluta a perseguire il controllo dell'inflazione a qualsiasi costo. Il sentiero dei tassi a nostro avviso porterà i fed funds in area neutrale, al 2,5% entro l'autunno, con la possibilità di entrata in territorio restrittivo già a fine 2022 e un punto di arrivo intorno al 3,5% nel 2023. I rischi sono verso l'alto sia per il 2022, sia per il 2023.

26 aprile 2022

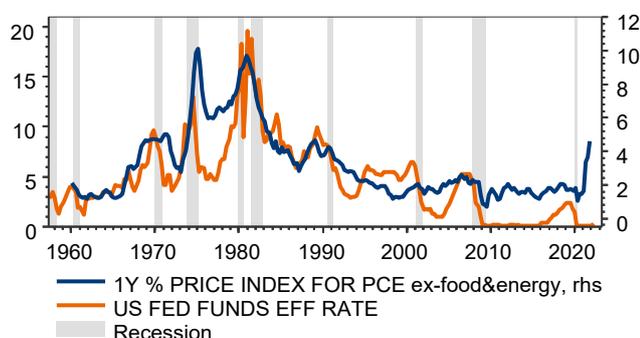
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

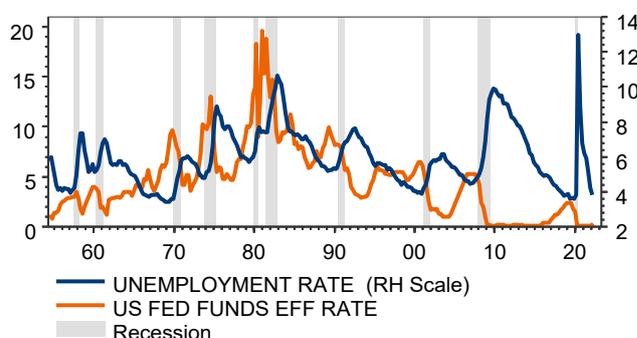
Economista - USA e Giappone

Fig. 1 – I cicli del passato segnalano che la Fed ha molta strada da fare...



Fonte: BEA, Federal Reserve Board

Fig. 2 - ...e che l'atterraggio potrebbe essere brusco



Fonte: BLS, Federal Reserve Board

## Un atterraggio morbido non è lo scenario centrale

La riunione del FOMC dovrebbe concludersi con un voto unanime a favore di un rialzo dei tassi di 50pb e di un programma di rapida riduzione del bilancio. La parola chiave nel comunicato e nella conferenza stampa sarà l'avverbio **"speditamente"**, con cui la Fed qualificherà il ritorno previsto dei tassi verso la neutralità. Il sentiero dei tassi dovrebbe essere più rapido nella prima fase di rimozione dello stimolo e potrebbe diventare più moderato nella fase più propriamente restrittiva.

Il comunicato dovrebbe mantenere una **valutazione positiva dell'economia**, caratterizzata da una crescita solida dell'attività e dell'occupazione, nonostante i freni persistenti dal lato dell'offerta. L'inflazione dovrebbe, come a marzo, essere definita "elevata" per via di squilibri fra domanda e offerta, "prezzi energetici in aumento e pressioni più diffuse sui prezzi". Il testo dovrebbe ribadire l'aspettativa di "aumenti continui" dell'intervallo obiettivo dei fed funds per riportare l'inflazione verso il 2%. Inoltre, dovrebbe essere annunciato il sentiero dei limiti ai riacquisti di titoli, da attuare forse già a inizio giugno, in linea con le indicazioni emerse dai verbali di marzo. La parte principale della comunicazione sarà la conferenza stampa di Powell, che dovrebbe ribadire l'impegno a **riportare l'inflazione sotto controllo a ogni costo**.

In assenza di revisioni delle proiezioni macroeconomiche, a maggio non ci saranno novità esplicite sul sentiero e sul punto di arrivo atteso dei tassi. Powell dovrebbe ribadire che l'obiettivo ora è raggiungere "speditamente" la neutralità con interventi "metodici" e costanti, e valutare successivamente se e quanto occorrerà spingersi in territorio restrittivo. Tutti i partecipanti al FOMC hanno espresso fiducia che, con l'economia forte e la domanda solida, la rimozione dello stimolo monetario possa essere attuata senza far deragliare la ripresa, con un "atterraggio morbido". Powell ha però affermato più volte che la Fed farà quanto necessario per riportare sotto controllo l'inflazione, anche con il rischio di generare una recessione, come avvenuto dopo il 70% dei cicli di rialzo dei tassi del passato. Powell ha citato recentemente l'esempio di Volcker, che negli anni '80 ha attaccato il "drago inflazionistico" e smantellato la convinzione diffusa che "un'inflazione elevata fosse uno sfortunato, ma immutabile, fatto della vita".

I fattori che influenzeranno l'evoluzione dello scenario, nella fase di atterraggio dalla crescita eccessiva attuale, saranno a nostro avviso la **persistenza dell'inflazione elevata** e il **surriscaldamento del mercato del lavoro**. Questi fattori determineranno il sentiero della politica monetaria e, essendo elementi che **reagiscono con ritardo al rallentamento della domanda**, potrebbero generare una **risposta di policy eccessiva e una frenata della crescita significativa fra fine 2023 e il 2024**. Nei paragrafi che seguono analizziamo brevemente il quadro dell'inflazione e del mercato del lavoro, concludendo che la Fed dovrà probabilmente portare **i tassi in territorio restrittivo**. Infine, ripercorriamo l'esperienza dei cicli passati per valutare la probabilità di fine della ripresa nel 2024. La storia insegna che, con le condizioni attuali, sarà difficile evitare una recessione, anche se lieve e relativamente breve. Ovviamente, come ha detto Yellen, un atterraggio morbido è possibile, ma richiederebbe "abilità e anche buona fortuna".

**Inflazione da eccesso di domanda radicata e diffusa.** L'inflazione ha probabilmente toccato il massimo ciclico a marzo 2022, e da aprile le variazioni tendenziali dovrebbero essere in calo per via dell'effetto confronto con il 2021. Tuttavia, ciò che conta per la politica monetaria è la **dimensione delle variazioni mensili degli indici core e la loro diffusione**. Le informazioni di tutte le misure di inflazione sottostante sono coerenti nel mostrare un quadro di rialzi ampi e diffusi, anche su base mensile (figg. 3 e 4), incompatibili con la definizione di stabilità dei prezzi della Fed. Il punto cruciale per i prossimi trimestri è **il peso relativo delle variazioni dei prezzi persistenti rispetto a quelle transitorie**. Diverse scomposizioni della dinamica dei prezzi mostrano che i rialzi dei prezzi sono prevalentemente attribuibili a componenti persistenti (figg. 5 e 6). Indicatori anticipatori dei prezzi di beni e servizi core puntano a ulteriore accelerazione generata da aumenti dei costi del

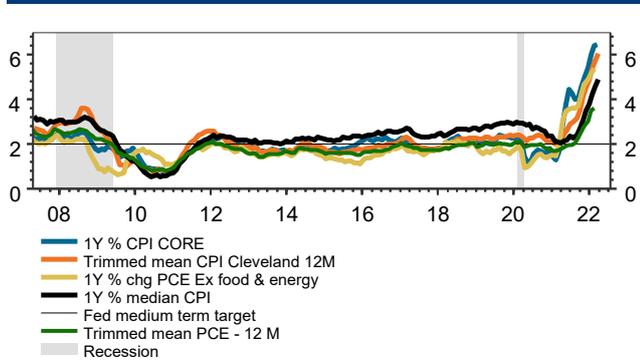
**Il rialzo dei tassi verso la neutralità sarà attuato "speditamente"**

**Powell è disposto a diventare Volcker**

**L'inflazione continuerà a essere spinta dall'eccesso di domanda di beni e servizi e dalla capacità delle imprese di trasferire gli aumenti di costo sui prezzi finali**

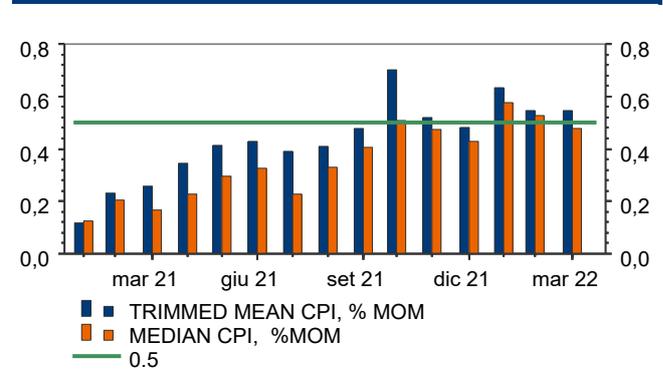
lavoro e delle materie prime. **CPI e CPI core dovrebbero aumentare del 6,8% e del 5,4%, rispettivamente, nel 2022.**

**Fig. 3 – Tutte le misure di inflazione sottostante sono in rialzo**



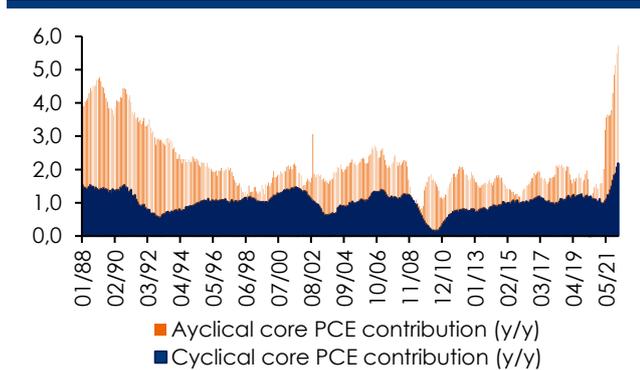
Fonte: BLS, BEA, Cleveland Fed, Atlanta Fed

**Fig. 4 – Le variazioni mensili sono ampie e diffuse**



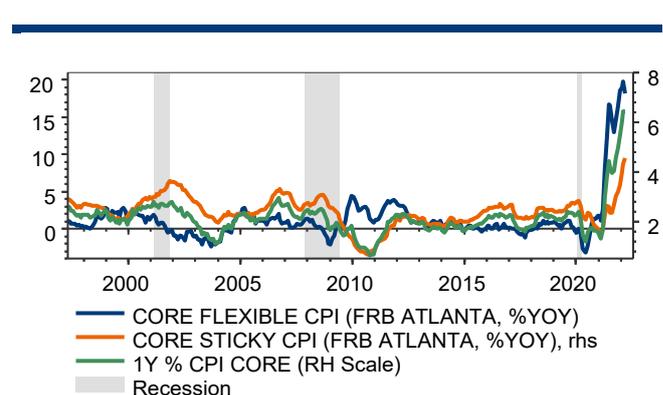
Fonte: Cleveland Fed

**Fig. 5 – I rialzi dei prezzi sono particolarmente marcati per le componenti "acicliche"...**



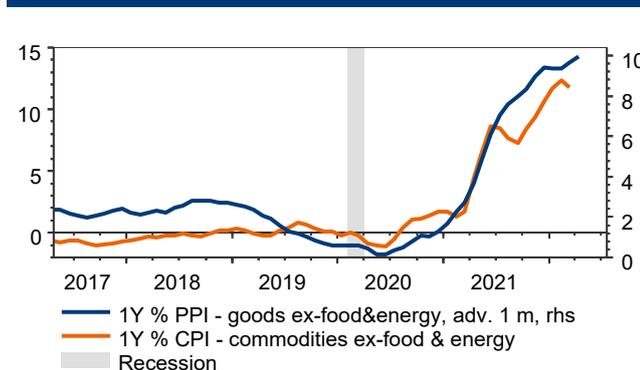
Fonte: San Francisco Fed

**Fig. 6 – ...e "rigide"**



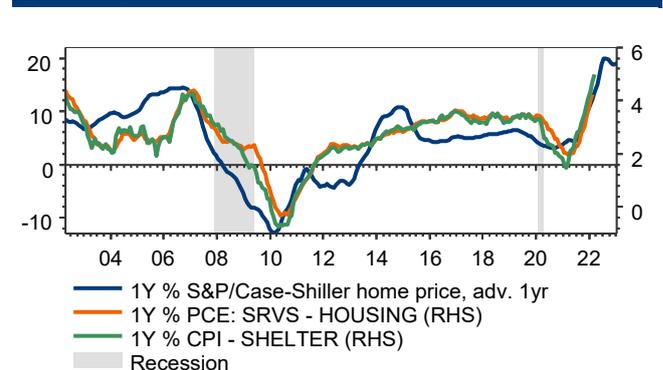
Fonte: Atlanta Fed, BLS

**Fig. 7 – Ancora pressioni verso l'alto per i beni...**



Fonte: BLS

**Fig. 8 - ...e per i servizi**



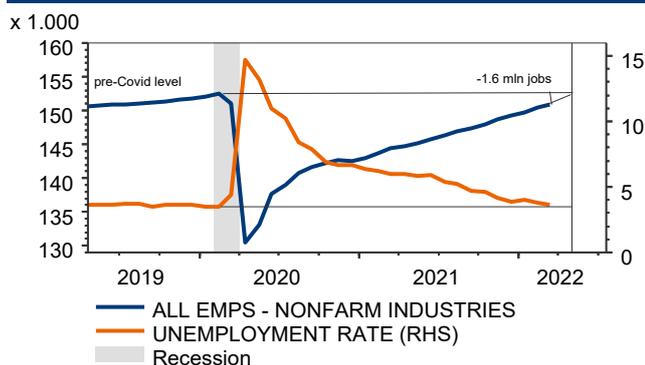
Fonte: BLS, S&P

**Mercato del lavoro pericolosamente sotto pressione.** Tutti gli indicatori del mercato del lavoro danno segnali di surriscaldamento, con una carenza di offerta tale da impedire di soddisfare ordini e domanda delle imprese. Il **tasso di disoccupazione** è in costante calo (prev. ISP: 3,2% a

**L'eccesso di domanda sul mercato del lavoro sta alimentando un boom della dinamica salariale**

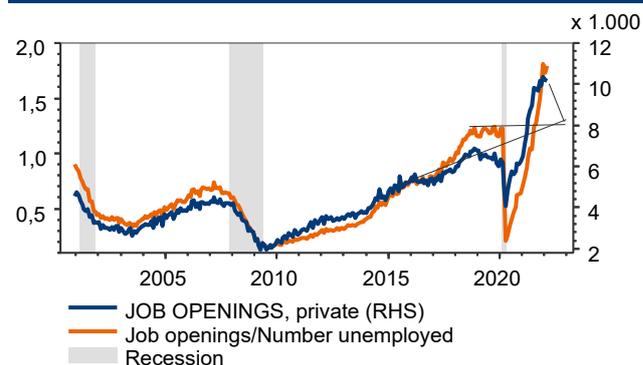
fine 2022), e il **rapporto fra posizioni aperte e disoccupati** è a livelli record (1,8 a febbraio, fig. 10). Le posizioni aperte, a 11,3 mln erano quasi il doppio dei disoccupati, 6,5 mln, a gennaio 2022. Il gap non potrebbe chiudersi neppure con un ritorno della forza lavoro sui livelli pre-pandemici. Circa il 50% delle piccole imprese ha una o più posizioni vacanti per mancanza di candidati. Il **tasso di dimissioni volontarie** (fig. 11) indica crescente fiducia degli individui nella possibilità di trovare un'altra occupazione, con condizioni uguali o migliori rispetto a quella lasciata. Posizioni vacanti e dimissioni volontarie, con ritardi di 1 o 2 anni, sono i più accurati **previsori della dinamica salariale** e segnalano, in linea con le indagini delle imprese, ulteriori persistenti rialzi dei salari in un intervallo compreso fra il 5% e il 7,5% a/a.

**Fig. 9 – Con la crescita occupazionale di marzo, a giugno tasso di disoccupazione al 3,2% e l'occupazione sui livelli pre-Covid**



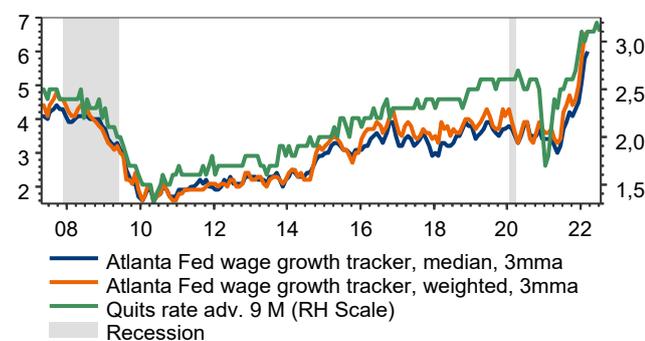
Fonte: BLS

**Fig. 10 – 1,8 posizioni aperte per ogni disoccupato**



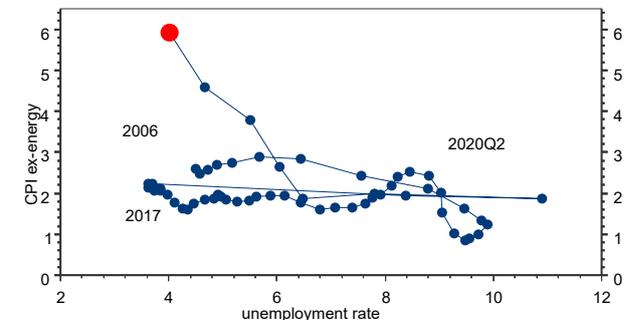
Fonte: Department of Labor, BLS

**Fig. 11 – Le dimissioni volontarie sono su livelli record e puntano a ulteriore accelerazione dei salari**



Nota: Il "quits rate" è calcolato dividendo il numero di dimissioni volontarie per il numero di occupati e moltiplicando il quoziente per 100. Fonte: Atlanta Fed, Department of Labor

**Fig. 12 – La curva di Phillips non è più piatta, la vita della Fed è di nuovo difficile**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Il mercato del lavoro è caratterizzato da un boom di domanda, testimoniato dalle **posizioni aperte su livelli record**, e da un'offerta frenata da fattori sia temporanei sia strutturali. Il **tasso di partecipazione** è ancora 1pp al di sotto del livello pre-Covid. Barrero, Bloom e Davis<sup>1</sup> stimano che la partecipazione sia frenata per almeno 2pp dai cambiamenti comportamentali associati alla pandemia che, sulla base dei risultati della loro indagine, appaiono essere duraturi. Anche ipotizzando un completo recupero del tasso di partecipazione sui livelli pre-Covid, a fine 2022 una crescita occupazionale vicina a quella di marzo 2022 (431 mila) porterebbe il tasso di

**La domanda di lavoro deve essere frenata: ma di quanto?**

<sup>1</sup> J. M. Barrero, N. Bloom, S. J. Davis, Long social distancing, aprile 2022

disoccupazione al 3,2%, mentre una variazione media mensile di occupati pari a 345 mila lascerebbe il tasso di disoccupazione sul livello di marzo, a 3,6%.

In questo ciclo si è verificato un cambiamento rilevante per la politica monetaria: la **curva di Phillips è tornata ad essere inclinata negativamente**, dopo due decenni in cui la pendenza si è mantenuta intorno a zero (fig. 12). La curva attuale, di nuovo in linea con l'evidenza empirica pre-anni 2000, mostra che riduzioni del tasso di disoccupazione sono associate a rialzi consistenti dell'inflazione, con un trade-off che si riduce man mano che il tasso di disoccupazione scende. La Fed non può ignorare questo fenomeno, anche alla luce degli ampi errori compiuti interpretando ottimisticamente il trade-off disoccupazione/inflazione negli anni '70.

Di quanto dovrebbe salire il tasso di disoccupazione per riportare il mercato del lavoro vicino all'equilibrio? Per rispondere a questa domanda, si può osservare la fig. 10 e ipotizzare che **l'equilibrio possa essere definito da posizioni aperte sui livelli previsti dal trend** in atto fra il 2015 e il 2019 e **da un rapporto posizioni aperte/disoccupati al livello medio del 2018-2019** (1,2). In questo ipotetico equilibrio, i disoccupati dovrebbero aumentare di circa 700 mila, portando il tasso di disoccupazione intorno al 4%. Ovviamente questo è un esercizio grossolano, ma dà un ordine di grandezza per determinare un possibile obiettivo per la Fed. Secondo il modello FRB/US, un rialzo dei fed funds di 100pb genera un incremento del tasso di disoccupazione di 0,2pp. La nostra previsione per il tasso di disoccupazione vede un trend ancora verso il basso, con un minimo a 3,2% a fine 2022.

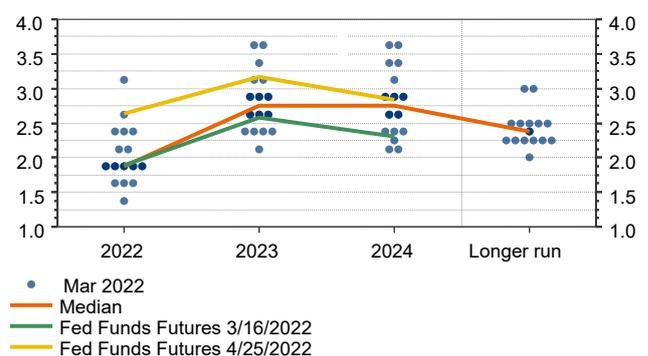
Se il gap di disoccupazione da chiudere è di 0,6-0,8pp, **il rialzo dei fed funds richiesto potrebbe variare fra 300 e 400pb**. Questa indicazione è in linea con quanto emerge dalle prescrizioni di varie regole di politica monetaria. Un'analisi della Cleveland Fed assembla i risultati delle stime di 7 semplici regole valutate con tre insiemi di previsioni macro (CBO, Survey of Professional Forecasters e Cleveland Fed) e mostra che la stima mediana dei fed funds è intorno a 4% a fine 2023 (tab. 1). Anche una simulazione con il modello Oxford Economic Forecasting porta a conclusioni simili. Con tassi più elevati di 300-400pb, **la crescita rallenterebbe di circa 1,5-2pp** e sarebbe fra 1% e 1,5% nel 2024. Pur riconoscendo l'eccessiva semplificazione dell'esercizio appena descritto, riteniamo che possa essere utile come guida per controllare la coerenza dello scenario per le variabili macro e i tassi.

**Tab. 1 - Toto-fed funds: fino a dove si spingeranno i tassi?**

	75th Percentile	Median	25th Percentile
2022.2	5.9	3.5	1.8
2022.3	5.6	3.6	2.4
2022.4	4.7	3.8	2.9
2023.1	4.8	3.7	3.3
2023.2	5.4	4.2	3.5
2023.3	5.1	4.1	3.5
2023.4	4.9	4.1	3.4
2024.1	4.7	4.0	3.4

Nota: tassi sui fed funds stimati usando 7 diverse regole di politica monetaria e previsioni per le variabili macro formulate da 3 diversi previsori (CBO, Survey of Professional Forecasters e Cleveland Fed). Fonte: Cleveland Fed

**Fig. 13 – La Fed sta usando la forward guidance per comunicare un sentiero dei tassi realistico, il dot-plot è ormai obsoleto**



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

**Quale atterraggio con i fed funds fra 3,5% e il 4%?** I principali fatti stilizzati dei cicli di rialzi dei tassi degli ultimi 70 anni possono servire per integrare le previsioni per il 2023-24. Prima di tutto, ogni volta che i rialzi dei tassi hanno generato un aumento del tasso di disoccupazione di almeno 0,3-0,4pp, l'economia è entrata in recessione. Su 10 cicli di restrizione monetaria dagli anni '50 in poi, 7 si sono conclusi con una recessione. I 3 atterraggi morbidi si sono realizzati nel 1965-66, 1983-84

**L'esperienza storica punta a un probabile atterraggio brusco**

e 1994-95 (v. figg. 1 e 2). In questi tre casi il trend dell'inflazione non collima con quello del ciclo attuale. In tutti e tre i cicli di rialzo "benigno", l'inflazione era già in calo prima dell'intervento monetario. Per esempio, nel 1994-95 la svolta dei tassi era stata giustificata dalla scarsità di risorse disponibili ed era preventiva, dato che l'inflazione era intorno al 2,5%. Oggi la Fed è in ritardo, con pressioni inflazionistiche e salariali ancora in aumento e una straordinaria scarsità di risorse disponibili sul mercato del lavoro. Inoltre, ogni volta che l'inflazione è calata di circa 4pp, come dovrà avvenire in questo ciclo, è seguita una recessione.

La storia quindi indica che, con l'aggiustamento atteso per riportare in equilibrio il mercato del lavoro e controllare l'inflazione, **la probabilità di recessione è piuttosto elevata**. È vero che, come ha notato recentemente Bullard, **la Fed di oggi ha due vantaggi** sulla Fed del passato, avendo un'elevata credibilità in termini di controllo dell'inflazione e potendo utilizzare la forward guidance per rimuovere stimolo monetario anche prima di agire sui tassi. Tuttavia, il punto di partenza in termini di stanche della politica monetaria è sfavorevole. Un'analisi della St Louis Fed che include tassi e bilancio, stima che **nel 4° trimestre 2021 le condizioni monetarie erano le più espansive dal 1972** ed equivalenti a un tasso dei fed funds pari a -5%. Pertanto, la strada è particolarmente lunga.

**Previsioni per il breve e il medio termine: tassi in rialzo "spedito" verso la neutralità e ritmi più moderati nei trimestri successivi.** Le previsioni per il brevissimo termine sono facili: almeno due rialzi consecutivi di 50pb a maggio e giugno. Tutte le riunioni fino almeno a metà 2023 dovrebbero vedere un intervento, la cui dimensione però dipenderà da alcune variabili chiave:

- la risposta del mercato alla nuova stanche della Fed e all'attuazione del programma di riduzione del bilancio che dovrebbe iniziare a giugno;
- il sentiero di occupazione e inflazione in USA nella parte centrale del 2022, che potrebbe determinare rialzi di 50pb anche a luglio e settembre;
- l'evoluzione della risposta europea alla guerra in Ucraina e l'andamento dell'economia globale, frenata dai lockdown in Cina e dall'inflazione in rialzo.

La nostra previsione è che i **tassi salgano fra il 2,5% e il 3% entro fine anno e verso il 3,5% nel 2023**, con rischi verso l'alto. L'impegno della Fed a riportare l'inflazione al 2% richiede restrizione della domanda, che risponde con ritardo alla politica monetaria. Perciò, quando si vedrà il rallentamento della crescita e il rialzo del tasso di disoccupazione, la Fed potrebbe avere già impresso un freno eccessivo all'economia. Ma, come ha detto Powell, Volcker ha insegnato che per domare l'inflazione "occorre tenere la rotta".

**Tab. 2 – Scenario 2022-24: rischi elevati di tassi restrittivi già nel 2022**

	GDP annual ave	CPI annual ave	CPI core annual ave	CPI core y/y end of year	Unemployment rate (end of year)	fed funds rate target interval (end of year)
2020	-3.4	1.2	1.7	1.6	6.7	0-0.25
2021	5.7	4.7	3.6	5.5	3.9	0-0.25
2022	3.4	6.8	5.4	4.3	3.2	2.25-2.50 risks: 3
2023	2.1	3.1	2.8	2.2	3.6	3.0-3.25 risks: 3.5-3.75
2024	1.6 risks: <1.5	2.6	2.2	2.2	3.9	Same as above

Nota: Dati in %. Fonte: BEA, BLS, Federal Reserve Board, prev. Intesa Sanpaolo per gli anni 2022-24

**Quale sentiero per i fed funds?**

## 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-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.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 – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.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 Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasanpaolo.com

#### International Research Network

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com
---------------	-------	----------------------------------