

Focus Stati Uniti

FOMC: esercizi di equilibrio

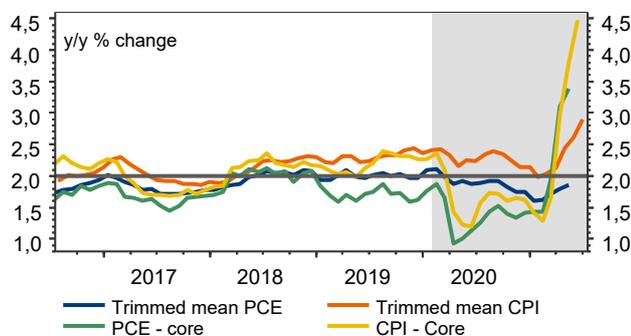
La riunione del FOMC di fine luglio preparerà la strada per il tapering, segnalando l'apertura delle discussioni per definire un piano di riduzione degli acquisti, senza però dare indicazioni precise sui dettagli e sui tempi della sua attuazione. Il messaggio dovrebbe essere in linea con quello delle recenti audizioni di Powell in Congresso: rialzo dell'inflazione transitorio e mercato del lavoro in via di riequilibrio, politica monetaria vigile e impegnata a reagire di fronte a nuove informazioni dai dati per raggiungere gli obiettivi su prezzi e massima occupazione.

La riunione di luglio avrebbe dovuto essere concentrata sul futuro del tapering, ma le recenti sorprese dall'inflazione complicano lo scenario della politica monetaria e la comunicazione della Fed. Il FOMC dovrà trovare un compromesso fra la propria valutazione di rialzo transitorio dell'inflazione e l'evidenza dei dati che mostrano una dinamica dei prezzi molto più forte e persistente delle attese.

Il comunicato dovrebbe dare poche informazioni aggiuntive rispetto a giugno, anche se potrebbero esserci riferimenti all'accelerazione della crescita, da un lato, e alle sorprese verso l'alto dell'inflazione, dall'altro, mitigate però da un andamento delle aspettative di inflazione ancora coerente con l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Nella conferenza stampa, Powell dovrebbe ribadire l'impegno della Fed ad agire prima del previsto in caso di rischi concreti di perdita di controllo dell'inflazione e/o delle aspettative. Il comunicato potrebbe sottolineare la presenza di rischi collegati alla pandemia e alla variante Delta.

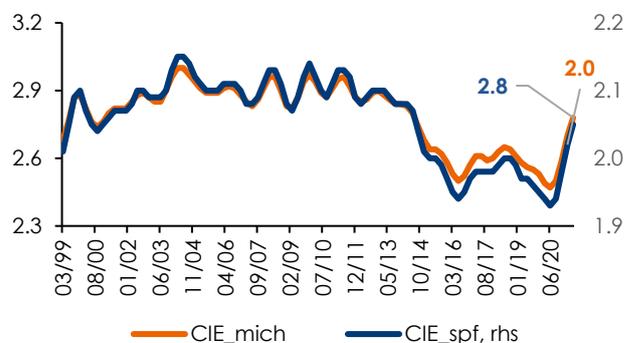
Sul tapering, il comunicato stampa dovrebbe essere invariato, ma nella conferenza stampa Powell dovrebbe comunicare l'apertura ufficiale del dibattito per definire operativamente un piano di riduzione degli acquisti, pur senza dare indicazioni precise sui contenuti. Prevediamo che entro la riunione di settembre il FOMC sia pronto a dare maggiori dettagli, in particolare sulla scelta relativa alla velocità di riduzione dei due tipi di titoli acquistati, Treasury e MBS. In base all'esperienza del precedente tapering del 2013, il piano dovrebbe essere annunciato al momento della sua implementazione, anche perché la data di inizio e la velocità di riduzione dipenderanno dall'evoluzione dei dati di mercato del lavoro e di inflazione dell'estate e dell'autunno. L'inizio del tapering dovrebbe avvenire entro fine 2021 a nostro avviso.

Fig. 1 – L'inflazione vola e preoccupa il FOMC, che per ora però prenderà tempo...



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – ...dato che le aspettative di inflazione, misurate con l'indice di Common Inflation Expectations della Fed, restano coerenti con gli obiettivi della politica monetaria



Fonte: Federal Reserve

21 luglio 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

## Obiettivo Fed: mantenere la rotta (per ora), nelle acque agitate dall'inflazione

La fase di transizione verso la prima svolta della politica monetaria è complicata dal rialzo dell'inflazione, mentre la ripresa dei contagi può rendere meno lineare i progressi nella fase post-pandemica. Il FOMC probabilmente ribadirà la valutazione di spinte transitorie sui prezzi, trasmettendo anche il proprio impegno ad adattare la politica monetaria di fronte a sorprese dai dati. Dal punto di vista operativo, si aprirà ufficialmente il dibattito sul *tapering*.

Il focus della **riunione del FOMC di luglio** sarà diviso fra la discussione sul *tapering* e le recenti sorprese dell'inflazione.

Il **comunicato** dovrebbe migliorare la valutazione congiunturale rispetto a giugno, rilevando il rafforzamento della dinamica occupazionale e l'accelerazione della crescita sulla scia della riapertura dei servizi e del rafforzamento dei consumi anche nei settori direttamente colpiti dalla pandemia, che a giugno venivano definiti ancora "deboli" seppur in fase di miglioramento. Riguardo all'inflazione, il giudizio degli ultimi comunicati, secondo cui "l'inflazione è aumentata riflettendo in larga misura fattori transitori", richiederà qualche ulteriore qualificazione che prenda atto delle sorprese recenti, pur senza modificare il giudizio di temporaneità dei rialzi. Il comunicato potrebbe aggiungere un commento riguardo al fatto che le aspettative di inflazione di più lungo termine restano ben ancorate.

È probabile che nel comunicato non ci siano modifiche al paragrafo relativo agli acquisti di titoli, attuati a un ritmo mensile di "almeno 80 miliardi per i Treasury e di 40 miliardi per MBS delle agenzie fino a quando non verrà raggiunto un sostanziale ulteriore progresso verso gli obiettivi del Comitato di massima occupazione e stabilità dei prezzi". Nel 2013, nel periodo precedente il *tapering*, il comunicato non aveva dato indicazioni nuove fino alla riunione in cui effettivamente era stato annunciato il nuovo ritmo di acquisti.

Le informazioni rilevanti per il futuro della politica monetaria verranno dalla **conferenza stampa** e, successivamente, dai **verbali** in uscita a metà agosto. I temi caldi sono il *tapering* sull'orizzonte più breve e l'inflazione su quello di medio termine, anche se rimane cruciale l'evoluzione della crescita e del mercato del lavoro.

Riguardo al ***tapering***, Powell dovrebbe ribadire quanto affermato in diversi interventi. Il momento dell'effettiva riduzione degli acquisti è ancora "lontano", ma il Comitato intende definire un piano operativo in tempi rapidi, in modo da essere flessibile riguardo alla sua attuazione, che potrà rispondere a eventuali nuove informazioni dai dati nei prossimi mesi. La condizione per l'avvio della svolta sugli acquisti, cioè il "sostanziale ulteriore progresso verso gli obiettivi", rimane vaga ed è interpretata in modo differente dai diversi partecipanti al FOMC. Per alcuni, i tempi sono già quasi maturi, per altri invece occorrono ancora conferme dai dati, anche se in generale tutti ritengono che ci siano progressi e che sia probabile l'inizio della riduzione in tempi non troppo lunghi. Il monitoraggio dei dati per il *tapering* riguarda soprattutto il mercato del lavoro, su diversi fronti: non solo occupati e tasso di disoccupazione, ma anche partecipazione e tasso di occupazione. Nel contesto recente, tuttavia, anche l'inflazione diventa cruciale, dato che la svolta sui tassi richiede la conclusione del *tapering*. Powell, nelle audizioni in Congresso a metà luglio, ha indicato che probabilmente ci saranno maggiori informazioni entro l'autunno: i principali freni temporanei all'offerta dovrebbero ridursi, dando luogo a un progresso diffuso verso il riequilibrio del mercato del lavoro (v. sotto).

**Comunicato stampa:**  
variazioni contenute nella  
valutazione congiunturale...

...e nessun cambiamento  
nel paragrafo relativo alla  
politica monetaria

**Conferenza stampa**  
focalizzata su inflazione e  
*tapering*

***Tapering*: via libera alla  
definizione di un piano,  
anche se la sua attuazione è  
ancora "lontana" (per ora)**

L'**inflazione** sarà il punto focale della conferenza stampa, con l'aspettativa di messaggi in linea con le audizioni di Powell in Congresso e toni decisamente più preoccupati rispetto alla conferenza stampa di giugno. Il punto di fondo dovrebbe restare però una previsione, fino a prova contraria, che le recenti sorprese sull'inflazione, sebbene più ampie e persistenti delle attese, siano essenzialmente causate da fattori temporanei, con aspettative di medio termine ancorate e ancora in linea con gli obiettivi della politica monetaria (v. sotto).

**Inflazione: sorprese più ampie e persistenti del previsto, ma ancora coerenti (per ora) con un rialzo solo temporaneo della dinamica dei prezzi**

In generale, il messaggio della riunione dovrebbe ricalcare le linee guida delle audizioni di Powell: lo **scenario di fondo è invariato, ma le preoccupazioni per l'inflazione sono nettamente aumentate**. Il FOMC dovrebbe riconoscere esplicitamente, come ha fatto Powell a luglio, la possibilità di un **errore di valutazione**, in un contesto congiunturale senza precedenti per via della pandemia, e quindi **prepararsi a reagire a un possibile radicamento più persistente delle pressioni verso l'alto sui prezzi**.

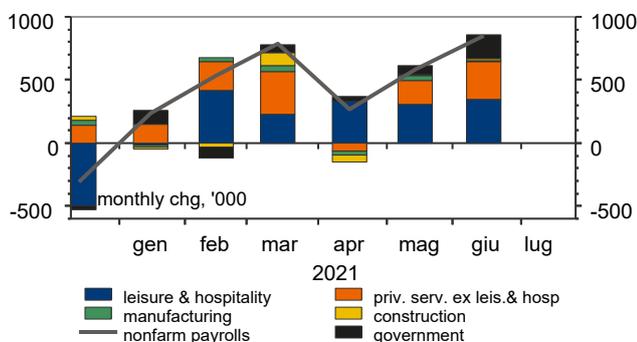
### Mercato del lavoro: quando sarà raggiunto il "sostanziale ulteriore progresso"?

Il mercato del lavoro resta in miglioramento, con una **probabile ulteriore accelerazione della dinamica occupazionale a luglio**, vicina a 1 milione di nuovi occupati non agricoli, in parte (come a giugno) anche per via di effetti dovuti a fattori di destagionalizzazione temporanei collegati al settore istruzione. Tuttavia, la valutazione del mercato del lavoro rimane ambigua, con segnali di surriscaldamento in base ad alcuni criteri, e di persistente distanza dalla piena occupazione in base ad altri indicatori.

Per un aggiornamento sintetico della situazione attuale è istruttiva una carrellata di grafici, che dà un quadro misto del mercato del lavoro, apparentemente caratterizzato da eccesso di domanda, concentrato però in specifici settori, con effetti (per ora) non generalizzati sulla dinamica salariale. Il punto di fondo per la valutazione del mercato del lavoro, a nostro avviso, è che **entro l'autunno si dovrebbero ridurre i freni all'offerta di lavoro** (programmi federali per i sussidi di disoccupazione, didattica a distanza, timori per COVID), **con un miglioramento generalizzato, anche se graduale, delle principali misure seguite dal FOMC** (tasso di occupazione, tasso di partecipazione, flussi di lavoro). A sostegno di questa previsione, si osserva che i sussidi negli Stati che hanno già interrotto i programmi federali e che stanno per farlo calano a un ritmo circa triplo e doppio, rispettivamente, rispetto a quanto visto nel resto del paese. I programmi federali termineranno per tutti a settembre, e sono interrotti anticipatamente in 26 Stati fra giugno e luglio.

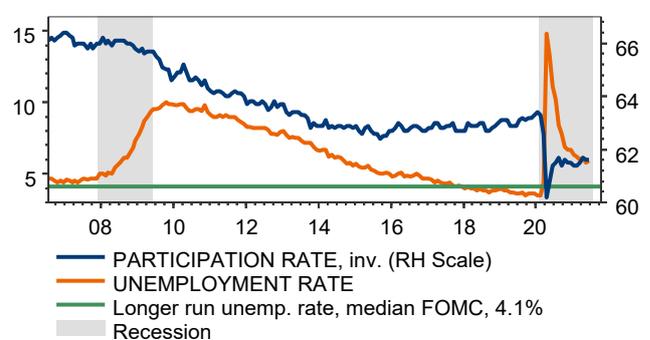
**Entro l'autunno, molti freni all'offerta di lavoro dovrebbero rientrare, permettendo una riduzione evidente ora in alcuni settori colpiti dagli effetti della pandemia**

**Fig. 3 – Mercato del lavoro a due facce: la dinamica occupazionale è di nuovo in accelerazione...**



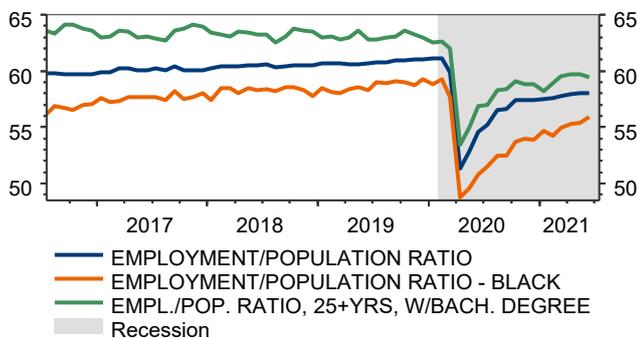
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 4 – ...ma la disoccupazione e la partecipazione sono ancora lontani da livelli coerenti con la piena occupazione**



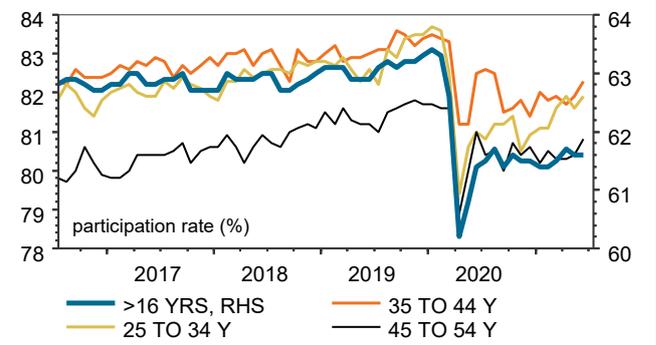
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 5 – Il tasso di occupazione è ancora ampiamente inferiore ai livelli pre-pandemici...**



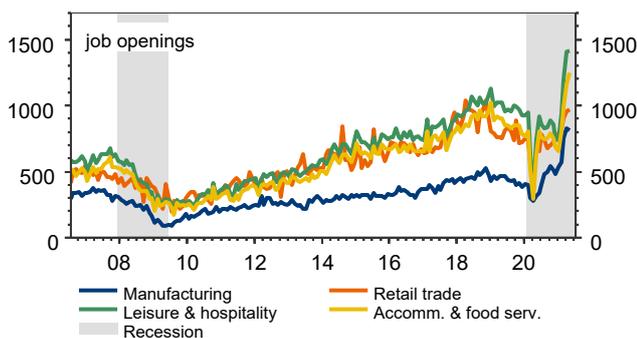
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 6 – ...e la partecipazione non decolla, soprattutto nelle coorti meno giovani**



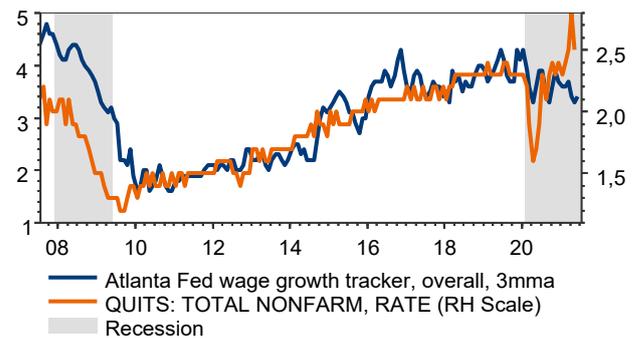
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 7 – Domanda di lavoro insoddisfatta: l'aumento delle posizioni aperte si è stabilizzato a maggio...**



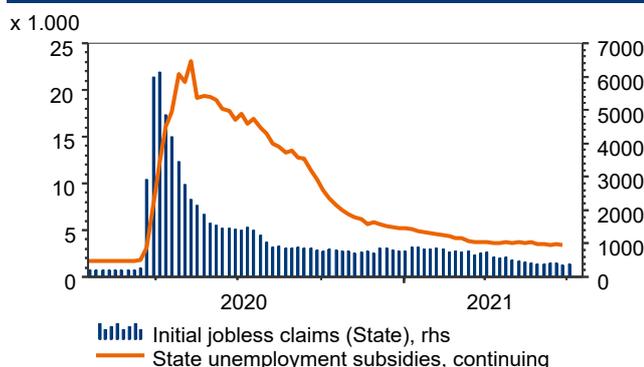
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 8 – ...mentre le dimissioni volontarie sono calate e la dinamica salariale rimane contenuta**



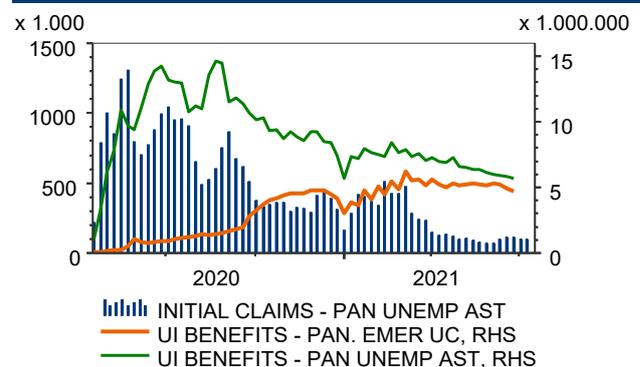
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 9 – Sussidi di disoccupazione in calo lento, ma costante, a livello statale...**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 10 – ...e a livello federale, in attesa della fine dei programmi istituiti con la pandemia**



Fonte: Refinitiv-Datastream

## Inflazione: quo vadis?

Il rialzo dell'inflazione core iniziato in primavera ha creato preoccupazione non solo ai mercati, ma anche alla Fed. I partecipanti al FOMC sono unanimi nel ritenere che gran parte della ripresa dell'inflazione degli ultimi mesi sia dovuta a fattori temporanei, in larga misura collegati alla riapertura dell'economia e alla "tempesta perfetta di domanda alta e offerta bassa". Inoltre, come ha detto Powell in Congresso, anche in questa fase, le aspettative di inflazione di medio termine sono "in un intervallo generalmente coerente con l'obiettivo di inflazione di più lungo termine della Fed" (v. grafico in prima pagina).

Powell dovrebbe ripetere quanto affermato due settimane fa, ammettendo **la possibilità di un errore di valutazione**, riconoscendo che la Fed è a disagio con un'inflazione su questi livelli ed è "ansiosa" di vederla recedere, e che non esiterebbe ad aggiustare la *stance* di politica monetaria nel caso in cui il sentiero dell'inflazione e/o le aspettative inflazionistiche di più lungo termine si muovessero in modo significativo o persistente al di là dei livelli coerenti con l'obiettivo della Fed. In caso di persistenza di un nuovo trend e/o di disancoraggio delle aspettative, la Fed agirebbe e "il pubblico deve avere fede nel fatto che la Banca centrale lo farà". In sostanza, nella conferenza stampa, il Presidente dovrebbe prendere tempo e mirare a due obiettivi: da un lato, sottolineare ancora che lo scenario centrale è di inflazione elevata solo temporaneamente, dall'altro, ribadire che la Fed rimane impegnata a controllare l'inflazione e ad agire come necessario per soddisfare il mandato di stabilità dei prezzi.

Come per il mercato del lavoro, **l'inflazione fornisce indicazioni contrastanti per lo scenario**: a fronte di segnali preoccupanti per il sentiero dei prezzi, si trovano anche elementi che possono dare supporto alle aspettative di un rientro dell'inflazione.

Le sorprese verso l'alto dei prezzi, che hanno portato il CPI a 5,4% a/a e il CPI core a 4,5% a/a, sono ancora in gran parte da attribuire ad alcuni casi **"speciali" nei settori particolarmente colpiti dagli effetti della pandemia**: le auto usate (45,2% a/a), *in primis*, che rappresentano circa un terzo della variazione totale dell'indice *headline*, poi altre voci legate alla riapertura dei servizi (trasporti, alberghi, ricreazione). Va rilevata però positivamente la continua moderazione dei prezzi dell'abitazione di residenza (sia affitti che affitti figurativi) e della sanità (sia beni, sia servizi). Pertanto, per ora la maggior parte dello shock deriva da **aggiustamenti dei prezzi relativi**, come appare dalla fig. 1, che mostra un andamento molto più composto dell'inflazione misurata con la media troncata, rispetto a quello degli indici complessivi. Gli indici dell'Underlying Inflation Gauge, stimati dalla NY Fed per individuare i trend sottostanti dell'inflazione, mostrano un rialzo di 0,2-0,3pp a giugno, ma restano su livelli ancora storicamente contenuti, a 3,4% (*prices-only*) e 3,5% (*full data set*), al di sotto dei massimi raggiunti nel 2008 dall'indice "*prices-only*".

Persistono **due tipologie di spinte verso l'alto** particolarmente marcate sui prezzi (fig. 12): da un lato, pressioni dovute a **scarsità di beni** o di beni intermedi (prima di tutto semiconduttori) aggravate da difficoltà della logistica; dall'altro, **aggiustamenti dei prezzi dei servizi rimasti bloccati dalla pandemia** (turismo, ricreazione, ristorazione, trasporti), che stanno tornando alla normalità in termini di domanda, con un'offerta frenata anche da mancanza di manodopera. A parte le auto usate, per gli altri sotto-indici il trend recente è a mala pena un recupero dei livelli pre-pandemici. Entrambe queste spinte richiederanno tempo per riequilibrare domanda e offerta, ma prevediamo che, almeno per la seconda categoria di voci (servizi ricreativi, trasporti, ecc.), l'aggiustamento dovrebbe avanzare rapidamente nei prossimi mesi, mentre per i colli di bottiglia sul fronte dei beni i tempi potrebbero essere più lunghi, dato che sono amplificati dalla necessità di ricostituire le scorte delle imprese, dalla domanda internazionale e da alcune situazioni speciali (semiconduttori).

La potenziale persistenza di questa fase di rialzo dell'inflazione dipende da due elementi: **la durata e l'entità dell'eccesso di domanda** (e l'estensione del *pricing power* delle imprese) da un

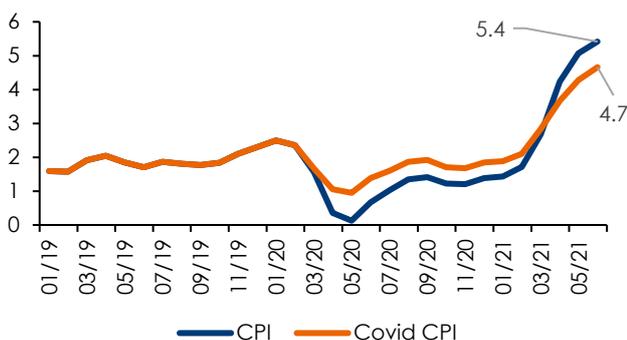
**Inflazione elevata ancora per diversi trimestri, ma non fuori controllo**

lato, e l'**ancoraggio delle aspettative** degli agenti economici, dall'altro. Per ora ci sono alcuni elementi incoraggianti per uno scenario di **contenimento di una possibile spirale inflazionistica**: i prezzi delle materie prime in alcuni comparti (per esempio, il legname) sembrano aver svoltato, le aspettative delle famiglie su un orizzonte più lungo di 1 anno si sono stabilizzate, la crescita cinese è in fase di rallentamento, la dinamica dei consumi domestici dovrebbe rallentare dal 4° trimestre e le aspettative dell'inflazione di *break-even* danno segnali coerenti con moderazione futura.

Qual è il destino dell'**eccesso di domanda di beni, servizi e lavoro** e, di conseguenza, del trend dell'inflazione? Un punto essenziale riguarda la persistenza di livelli di domanda che non possono essere soddisfatti dall'offerta nei mercati ora sotto pressione. Un argomento a favore della previsione di un boom di consumi è il livello record del risparmio (ora pari a 12,4% del reddito disponibile), che ha alimentato la crescita dei consumi nel pieno della fase recessiva, grazie ai trasferimenti pubblici. Tuttavia, **l'effetto del rialzo del risparmio generato dai trasferimenti pubblici è limitato** dal fatto che la propensione al consumo derivante da incrementi di ricchezza *tantum* è nettamente inferiore a quella determinata da aumenti del reddito. Un'indagine recente condotta dal Census Bureau sull'utilizzo dei tre round di trasferimenti attuati con i pacchetti anti-COVID (Tab. 1, fig. 17) mostra che, con il procedere della ripresa, le famiglie hanno progressivamente e sistematicamente aumentato la quota risparmiata rispetto a quella spesa. Inoltre, il boom di consumi attuale si sta spostando sui servizi, dove l'attività è quasi tornata sui livelli pre-pandemia, ma non potrà recuperare il consumo di servizi perso in fase di *lockdown*. Pertanto, la previsione è una normalizzazione della dinamica della spesa personale dall'autunno, dopo un boom atteso nel 2° trimestre.

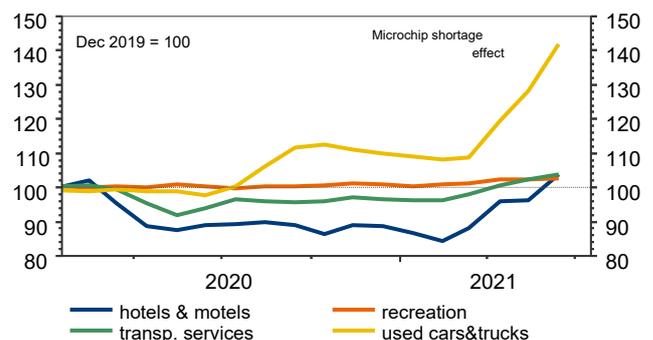
Per l'inflazione, come per il mercato del lavoro, facciamo parlare i grafici, per sottolineare **l'ambiguità dei dati e la possibilità ancora concreta di uno scenario di inflazione in via di rientro** nel 2022, benché ancora significativamente al di sopra del 2%.

**Fig. 11 – L'inflazione era sottostimata nel 2020 ed è ora sovrastimata, per via dell'effetto dello spostamento della domanda fra beni e servizi**



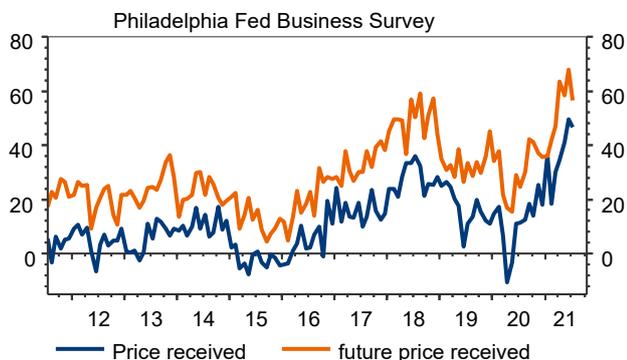
Fonte: A. Caballero, MIT, <https://projects.iq.harvard.edu/>

**Fig. 12 – Il livello dei prezzi con le più ampie variazioni mensili è ancora vicino a quello pre-COVID, con la notevole eccezione delle auto usate, spinte dalla carenza di semiconduttori**



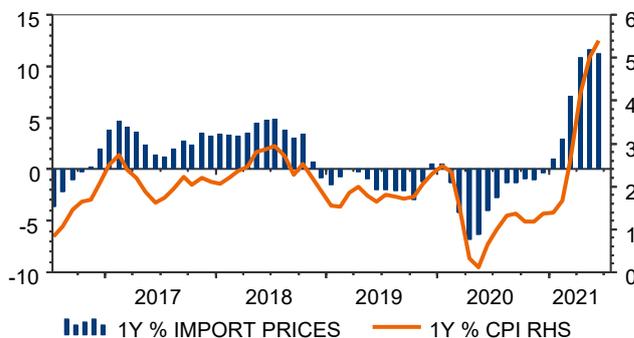
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 13 – Gli indici dei prezzi di vendita nelle indagini delle imprese sono su livelli record, ma hanno smesso di aumentare**



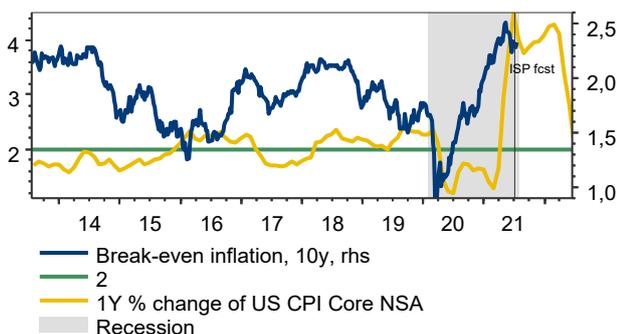
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 14 – La dinamica dei prezzi all'import si è stabilizzata**



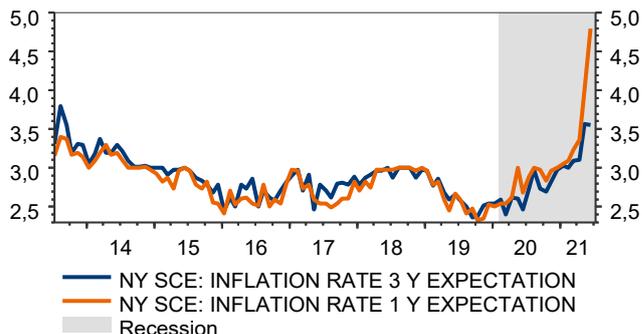
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 15 – L'inflazione di break-even ha già svoltato: buone notizie per il futuro dell'inflazione core**



Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 16 – Anche le aspettative di medio termine delle famiglie si sono fermate a luglio**



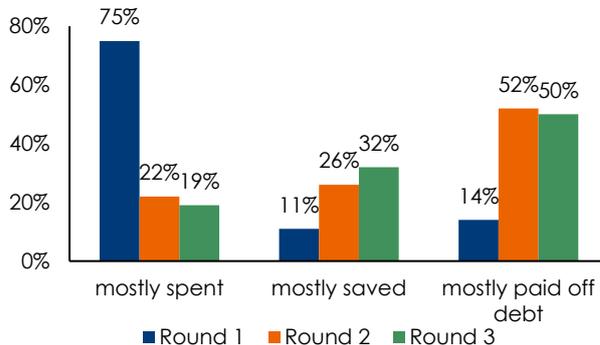
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Tab. 1 – Tre round di stimolo fiscale da marzo 2020, per un totale di 867 mld di dollari...**

	Total estimated payment per cost	Maximum payment per filer	Maximum payment per qualifying dependent	Share of filers with a rebate
Round 1 - Mar 2020, CARES Act	292	1200 single, 2400 joint	500	93.6%
Round 2 - Dec. 2020, Appropriations Act	164	600 single, 1200 joint	600	91.4%
Round 3 - Mar 2021, American Rescue Plan Act	411	1400 single, 2800 joint	1400	89.0%

Fonte: Tax Foundation su dati Joint Committee on Taxation. Secondo stime del Committee for a Responsible Federal Budget, sono stati distribuiti circa 811 mld sul totale allocato di 867 mld

**Fig. 17 – ...con allocazioni molto diverse dei tre trasferimenti fra spesa, risparmio e riduzione del debito**



Fonte: Tax Foundation su dati Census Bureau

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

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

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo 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@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

62985

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

62128

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Lorenzo Biagioli

lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com

Aniello Dell'Anno

63071

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

Giovanna Mossetti

62110

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

62339

andrea.volpi@intesasnpaolo.com