

Focus Stati Uniti

La marcia del FOMC verso la svolta dei tassi non sarà fermata da Omicron

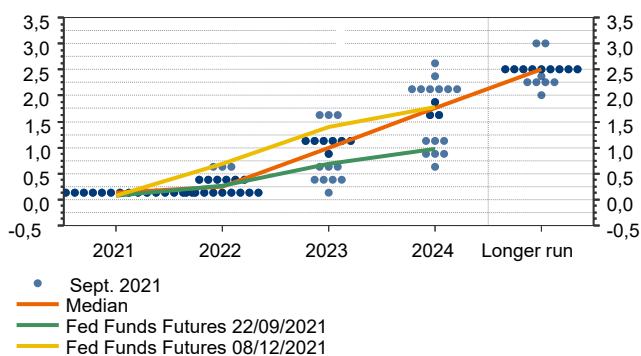
La riunione del FOMC di dicembre dovrebbe prendere atto dell'aumento dei rischi inflazionistici e delle pressioni sul mercato del lavoro, e preparare il terreno per un possibile anticipo della svolta dei tassi. In una fase di persistente eccesso di domanda, l'arrivo di un nuovo shock all'offerta causato dalla variante Omicron dovrebbe contribuire a spingere il Comitato su posizioni relativamente più hawkish, per prevenire effetti di seconda battuta su prezzi e salari.

Alla riunione di dicembre, il FOMC dovrebbe imprimere un'accelerazione alla marcia verso la normalizzazione della politica monetaria e segnalare che l'aumento dei rischi sull'inflazione e sul mercato del lavoro richiederanno probabilmente un anticipo della svolta dei tassi. Pur in un contesto di grande incertezza, riteniamo che l'arrivo di un nuovo shock negativo all'offerta collegato alla variante Omicron venga letto dal Comitato come un ulteriore motivo per alzare la guardia della politica monetaria di fronte al rischio di diffusione di effetti di seconda battuta su prezzi e salari.

Il FOMC dovrebbe rilevare che l'inflazione, ormai da diversi mesi ben al di sopra dell'obiettivo, dovrebbe mantenersi elevata più a lungo del previsto, dato che le cause del rialzo, se pure transitorie, persisteranno anche nel 2022. Sul mercato del lavoro, le risorse inutilizzate si stanno riducendo, in presenza di un significativo eccesso di domanda e di salari in rialzo a un ritmo "rapido". Per ora, la lettura dei rischi collegati alla variante Omicron rafforza le preoccupazioni del Comitato relative agli effetti della scarsità di offerta su prezzi e salari. Come ha detto Powell, "maggiori preoccupazioni riguardo al virus potrebbero ridurre la disponibilità delle persone a lavorare in presenza, rallentando il progresso sul mercato del lavoro e intensificando i blocchi alle catene produttive dell'offerta".

La previsione, pur soggetta a incertezza, è che il Comitato proceda con l'annuncio di un'accelerazione del ritmo del tapering a dicembre e gennaio e segnali il probabile anticipo della svolta dei tassi attraverso uno spostamento verso l'alto del grafico a punti, con la mediana in linea con 2 rialzi nel 2022. Nella conferenza stampa, Powell dovrebbe comunque indicare che la Fed seguirà da vicino l'evoluzione dei dati e dei rischi pandemici, indicando che le condizioni per la svolta dei tassi non sono ancora soddisfatte e l'obiettivo principale al momento è essere pronti a reagire di fronte all'evoluzione dei dati e al possibile materializzarsi dei rischi di surriscaldamento. La nostra previsione è di 2 rialzi nel 2022, 3 rialzi nel 2023 e un punto di arrivo dei tassi fra 1,75% e 2% nel 2024. I rischi sono solidamente orientati verso l'alto.

Il FOMC ha del lavoro da fare sulle previsioni dei tassi...



Fonte: Refinitiv-Datastream

...e dello scenario macroeconomico

Variable	Median				
	2021	2022	2023	2024	Longer run
<b>Real GDP</b>	5.9	3.8	2.5	2	1.8
June projection	7.0	3.3	2.4	1.8	1.8
<b>Unemployment rate</b>	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
June projection	4.5	3.8	3.5	4.0	4.0
<b>PCE inflation</b>	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
June projection	3.4	2.1	2.2	2.1	2.0
<b>Core PCE inflation</b>	3.7	2.3	2.2	2.1	
June projection	3.0	2.1	2.1		
<b>Memo: Projected appropriate policy path</b>					
<b>Federal funds rate</b>	0.1	0.3	1.00	1.8	2.5
June projection	0.1	0.1	0.6		2.5

Nota: In rosso, le proiezioni che dovrebbero subire revisioni verso l'alto, in verde quelle che dovrebbero essere riviste verso il basso, perché ormai disallineate rispetto ai dati già usciti. Fonte: Federal Reserve Board, settembre 2021

9 dicembre 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

## Rischi crescenti sui prezzi avvicinano la svolta dei tassi

La **riunione del FOMC** di dicembre si svolge in un contesto diverso rispetto a quelle precedenti: lo spettro dell'inflazione è diventato reale, e si è aggiunto il rischio Omicron. A nostro avviso, il Comitato non potrà mantenere i toni tranquillizzanti degli scorsi trimestri: i fattori che hanno spinto al rialzo la dinamica dei prezzi, se pure di origine transitoria, resteranno attivi anche nel 2022, e rischiano di disancorare il sentiero dell'inflazione e delle aspettative, generando una possibile spirale salari-prezzi.

In un contesto già difficile, si aggiunge il possibile shock da variante Omicron, la cui entità è ancora incerta, ma la cui natura è chiara. Secondo Powell, la diffusione di Omicron e il recente aumento dei contagi rappresentano **rischi verso il basso per l'occupazione e la crescita, mentre aumentano l'incertezza sull'inflazione, con la possibilità di ulteriore peggioramento** dei colli di bottiglia e dei problemi dal lato dell'offerta sia sul mercato dei beni sia su quello del lavoro e conseguenze preoccupanti per inflazione e salari. Secondo Powell, l'inflazione è già molto al di sopra dell'obiettivo, e i fattori che la spingono persisteranno per buona parte del 2022, mentre "i salari stanno crescendo a un ritmo veloce". Lo **shock da variante Omicron è uno shock da offerta**. La teoria economica prescrive che la politica monetaria non reagisca agli effetti di prima battuta di tali shock, ma che debba invece **rispondere agli effetti di seconda battuta** che possono renderne persistenti le conseguenze. In sostanza, la Fed dovrebbe reagire di fronte a un'accelerazione dei salari e/o a un disancoraggio delle aspettative, che è esattamente quello che prevediamo che il FOMC faccia alla riunione di dicembre.

Prima della comparsa di Omicron, il FOMC aveva preparato la strada per **modificare il tapering** di fronte agli sviluppi avversi sull'inflazione. Riteniamo che, alla luce delle informazioni disponibili, **il FOMC possa considerare di raddoppiare il ritmo di riduzione degli acquisti in modo da terminarli entro marzo** e avere le mani libere per un possibile rialzo dei tassi già a giugno, nel caso in cui si rendesse necessario anticipare la svolta. Nei verbali della riunione di novembre, "vari" partecipanti hanno segnalato che il Comitato dovrebbe essere pronto a **modificare il tapering e ad alzare i tassi prima del previsto** "se l'inflazione continuasse a essere superiore ai livelli coerenti con gli obiettivi del Comitato". Powell, dopo la notizia della diffusione di Omicron, ha detto che "ora sembra che i fattori che spingono l'inflazione verso l'alto si estenderanno anche nel prossimo anno", mentre i salari stanno crescendo a un "ritmo rapido" in presenza di un calo di risorse inutilizzate sul mercato del lavoro.

A meno di nuovi sviluppi preoccupanti su diffusione e pericolosità della variante, Omicron dovrebbe rafforzare **la volontà del Comitato di prepararsi a reagire come necessario** per contenere gli effetti di seconda battuta su salari e prezzi, pur segnalando che la svolta sui tassi non è imminente e verrà decisa sulla base dell'evoluzione dell'economia e del quadro sanitario.

Le altre novità dalla riunione riguarderanno **la comunicazione e l'aggiornamento delle previsioni** economiche. Nel **comunicato** ci dovrebbero essere

- un esplicito riconoscimento della diffusione degli aumenti di prezzo anche a settori non direttamente colpiti dalla pandemia, con modifiche al paragrafo che afferma che "squilibri di domanda e offerta collegati alla pandemia e alla riapertura dell'economia hanno contribuito a significativi aumenti di prezzo in alcuni settori;
- un rafforzamento della valutazione di persistenza maggiore del previsto dei "fattori transitori" che hanno causato il rialzo dell'inflazione, con una modifica dell'affermazione secondo cui "l'inflazione è elevata, in gran parte come riflesso di fattori che ci si aspetta siano transitori";
- un ritorno della pandemia come elemento di incertezza per lo scenario economico, con effetti avversi su crescita e inflazione.

**Tempi duri per il FOMC: l'inflazione è (e resterà) ampiamente sopra l'obiettivo, il mercato del lavoro è sotto pressione, Omicron aumenta i rischi**

**"Maggiori preoccupazioni per il virus potrebbero ridurre la disponibilità delle persone a lavorare in presenza, cosa che rallenterebbe il progresso del mercato del lavoro e intensificare i problemi delle catene produttive" (J. Powell, 29.11.2021)**

**Tapering accelerato, per terminare gli acquisti entro marzo 2022**

**Alla riunione di dicembre, potrebbe essere appropriato "discutere un aumento del ritmo a cui stiamo riducendo" gli acquisti di titoli (R. Clarida, 19.11.2021)**

**Comunicato: cambiamenti attesi nella valutazione del quadro macroeconomico**

Le **previsioni economiche** dovranno incorporare le informazioni degli ultimi tre mesi, con importanti aggiornamenti. Per la crescita e il mercato del lavoro le proiezioni dovranno essere riviste verso il basso, sulla scia del freno esercitato dalla scarsità di offerta di beni e lavoro sulla domanda. Il tasso di disoccupazione potrebbe essere ridotto di circa 3 decimi sia a fine 2021 sia a fine 2022, mentre la crescita dovrebbe subire un più significativo movimento verso il basso per quest'anno, in seguito alla frenata del 3° trimestre. Per l'inflazione, le previsioni per il deflatore a 4,2% a/a e il core 3,7% a/a a fine 2021 sono superate dai dati, con variazioni a ottobre di 5% a/a per il primo e di 4,1% a/a per il secondo, e richiederanno nette revisioni verso l'alto.

Ma il focus sarà ovviamente sulle **proiezioni dei tassi**, che dipendono dalla valutazione dei **rischi per l'inflazione e il mercato del lavoro**.

Alla riunione di novembre, "alcuni" partecipanti hanno citato segnali di **forte pressione sul mercato del lavoro** (dimissioni, posti vacanti, aumenti salariali e rialzo dell'Employment Cost Index) e "diversi" partecipanti hanno rilevato la mancata ripresa del tasso di partecipazione. Per quanto riguarda l'**inflazione**, il consenso rimaneva a favore di una interpretazione del rialzo dell'inflazione causato "in gran parte" da fattori transitori, ma riteneva anche che "le pressioni inflazionistiche potrebbero richiedere più tempo per diminuire rispetto a quanto precedentemente atteso". Il consenso sottolineava che "aumenti dei prezzi energetici, tassi di aumento della crescita salariale nominale e costi degli affitti delle case sono state forze che hanno fatto aumentare l'inflazione". Inoltre, alcuni rilevavano anche la diffusione più estesa degli aumenti dei prezzi. Il Comitato concludeva che "i rischi per l'inflazione sono verso l'alto, inclusi quelli associati alla forte domanda di beni e a un mercato del lavoro sotto pressione". La preoccupazione per il **collegamento inflazione-mercato del lavoro, già emersa a novembre, dovrebbe rafforzarsi**, e a nostro avviso sarà la molla che potrebbe portare ad accelerare il tapering e ad anticipare i rialzi dei tassi attesi.

L'accelerazione della **dinamica salariale** è diffusa a gran parte dei settori non più per motivi collegati alla pandemia, ma per la scarsità di manodopera, come testimoniato dalle indagini presso le imprese e da altra evidenza relativa alle dispute contrattuali. L'employment report di novembre ha deluso in ermini di non-farm payroll, ma ha registrato un aumento occupazione di 1,1 mln e un calo del tasso di disoccupazione a 4,2%, con indicazioni di riduzione delle risorse disponibili sul mercato del lavoro e conseguente costante pressione verso l'alto sui salari.

Per quanto riguarda l'**inflazione**, i rialzi dei prezzi si sono estesi e diffusi ulteriormente e non ci sono segnali di rientro in tempi brevi. L'accelerazione del comparto **abitazione**, collegata alla scarsità di case e agli aumenti record dei prezzi, si trasferisce in un forte aumento degli affitti che non dovrebbe rientrare prima di metà 2022, nella migliore delle ipotesi. Gli affitti vengono rinnovati a intervalli discreti e rilevati su base semestrale a rotazione per le diverse aree: è quindi probabile una significativa accelerazione nel primo trimestre dell'anno anche per questo motivo. La tensione sul mercato **auto** prosegue e gli indicatori anticipatori dei prezzi delle auto usate puntano a un trend ancora in forte rialzo almeno fino a fine anno. Per quanto riguarda il settore **energia**, il rialzo della benzina è proseguito e continuerà a sostenere l'inflazione anche nella prima metà del 2022. Anche le **tariffe aeree** daranno una spinta verso l'alto all'inflazione con l'apertura della stagione delle festività. I prezzi nella **ristorazione** sono in forte crescita, associata al rialzo dei salari nel comparto, per ora senza segnali di stabilizzazione.

Le informazioni dal fronte macro e la natura dello shock Omicron rafforzano i rischi per l'inflazione. L'ultimo **dato di rilievo prima della riunione del FOMC di dicembre sarà il CPI (in uscita il 10/12) di novembre**. Le previsioni per ora sono di rialzo di 0,7% m/m (6,7% a/a) per l'indice headline e di 0,5% m/m (4,9% a/a) per quello core. L'inflazione misurata con il deflatore core dovrebbe salire a 4,5% a/a, rafforzando lo stato di allerta per il FOMC.

Il **grafico a punti** (v. fig. in prima pagina) sarà modificato da due fattori: un probabile spostamento verso l'alto dei punti della maggior parte dei partecipanti, da un lato, e l'uscita anticipata di due presidenti (Boston e Dallas Fed) all'estremo dei falchi per motivi "etici", dall'altro, con un totale di 16 punti contro i 18 di settembre. Questo dà maggior peso ai centristi nel FOMC. A nostro avviso il consenso nel Comitato è ormai diviso in due gruppi, uno a favore di

**Previsioni macroeconomiche: rialzi per inflazione e tassi, riduzioni per disoccupazione e crescita**

**Scenario dei tassi: rialzi anticipati per far fronte all'aumento dei rischi di surriscaldamento del mercato del lavoro e di persistenza dell'inflazione elevata**

**"Penso che sia necessario che il Comitato vada in una direzione più hawkish nel prossimo paio di riunioni, in modo da poter gestire appropriatamente il rischio di inflazione" J. Bullard, 16.11.2021)**

2 rialzi e uno, più piccolo, a favore di almeno un rialzo, al di là di qualche possibile punto a 3 (v. tabella 2). **L'ago della bilancia saranno i membri del Board.** Clarida recentemente ha espresso opinioni in linea con un probabile voto per due rialzi, ma essendo in uscita a febbraio 2022, dovrebbe allinearsi a Powell. Un netto spostamento verso l'alto dei punti favorevoli a due rialzi dovrebbe essere guidato dal presidente: riteniamo probabile che ciò avvenga, con un segnale di due rialzi attesi nel 2022.

Nella **conferenza stampa**, Powell dovrebbe sottolineare l'incertezza collegata alla pandemia, ma anche la volontà della Fed di ancorare le aspettative di inflazione e l'andamento dei salari. Se l'esito della riunione vedrà l'accelerazione del tapering e lo spostamento verso l'alto del grafico a punti che prevediamo, Powell dovrebbe impegnarsi a monitorare l'evoluzione dello scenario da vicino e ad agire come necessario con la leva dei tassi quando saranno soddisfatte le condizioni per la svolta. **Nonostante Omicron, riteniamo che il messaggio centrale del FOMC sarà hawkish.**

**Tab. 1 – Segnali di allarme rosso da tutte le misure di inflazione**

Measure of underlying inflation	2009-2019			
	Oct-20	Oct-21	Mean	Median
Core CPI	1.6	4.6	1.9	2
FRB Cleveland median CPI	2.4	3.1	2.2	2.3
FRB Cleveland 16% Trimmed mean CPI	2.2	4.1	1.9	1.9
Atlant Fed sticky CPI	2.0	3.2	2.1	2.1
Core PCE	1.4	4.1	1.6	1.5
Market- based Core PCE	1.3	3.8	1.4	1.4
FRB Dallas Trimmed -Mean PCE	1.9	2.6	1.7	1.8
FRB San Francisco Cyclical Core PCE	2.7	3.9	2.3	2.5
Cyclically Sensitive Inflation (Stock-Watson 2019)	1.9	3.9	1.5	1.5

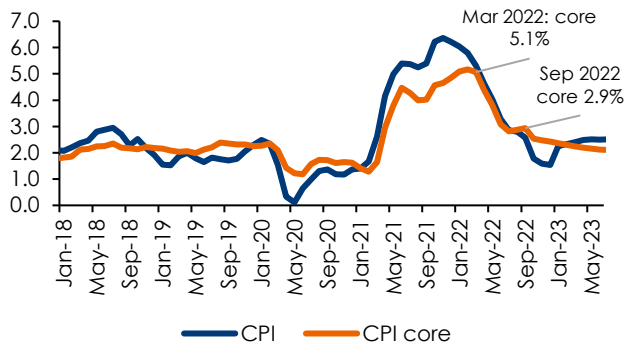
Legenda: verde: all'interno dell'intervallo obiettivo range (-/+0,25pp dall'obiettivo); azzurro: fra 0,25 e 0,50pp sotto dell'obiettivo; viola: più di 0,50pp sotto l'obiettivo; arancio: fra 0,25 e 0,50pp sopra l'obiettivo; rosso: più di 0,50pp sopra l'obiettivo. Fonte: Atlanta Fed

**Tab. 2 – Il FOMC ha perso due falchi: l'ago della bilancia per le proiezioni dei tassi ora è Powell**

		Hikes in 2022	Voter 2022	Voter 2023	Term ends
George	Kansas City	3	Y	N	
Bullard	St Louis	2	Y	N	
Bostic	Atlanta	2	N	N	
Mester	Cleveland	2	Y	N	
Waller	Board	2	Y	Y	2030
Harker	Philadelphia	2	N	Y	
Barkin	Richmond	2	N	N	
Clarida	Board	2	Y	Y	2022
Quarles	Board	2	Y	Y	2021
Bowman	Board	2	Y	Y	2034
Powell	Board	2	Y	Y	2028
Daly	San Francisco	1	N	N	
Williams	NY	1	Y	Y	
Evans	Chicago	1	N	Y	
Brainard	Board	1	Y	Y	2026
Kashkari	Minneapolis	0	N	Y	

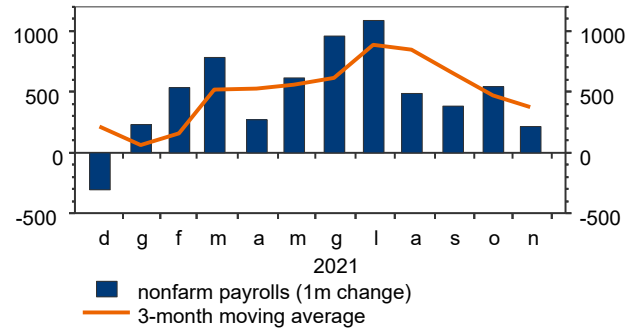
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Federal Reserve Board

**Fig. 1 – Anche con uno scenario relativamente ottimistico, l'aumento dell'inflazione core sarà persistente**



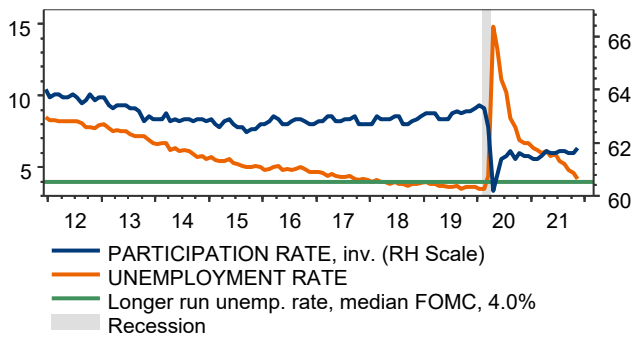
Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 2 – L'occupazione è frenata dall'offerta**



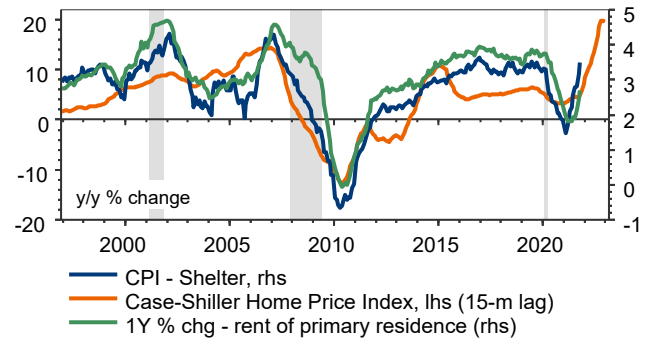
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 3 – Il tasso di disoccupazione a ridosso del livello pre-COVID, ma la partecipazione aumenta solo marginalmente**



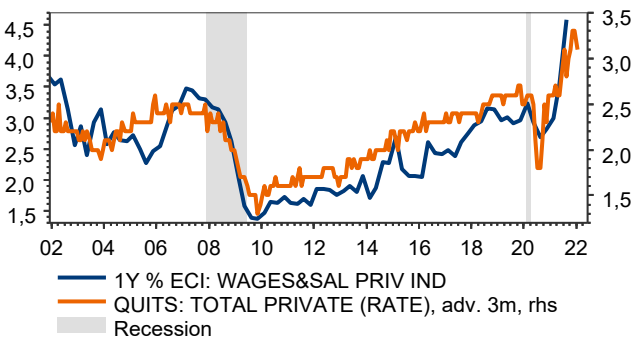
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 4 – Casa, cara casa!**



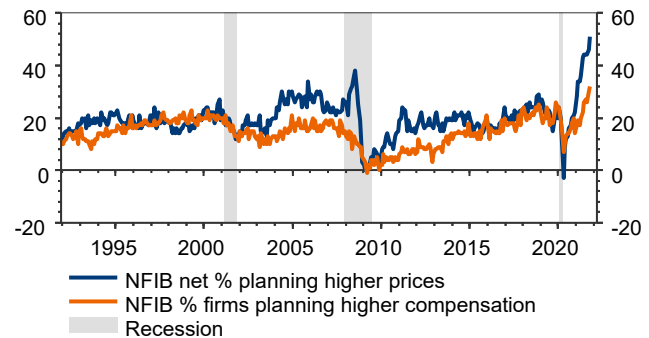
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 5 – Dimissioni record segnalano crescente eccesso di domanda di lavoro, e i salari rispondono con una netta accelerazione**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 6 – Le decisioni su salari e prezzi vanno in tandem**



Fonte: Refinitiv-Datastream

## 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 Economics

##### Economista - Asia ex Giappone

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