

Focus Stati Uniti

Fed tra due fuochi: rischi finanziari e inflazione persistente

Le audizioni di Powell e i dati di inizio anno avevano aperto la strada a un sentiero più alto per i tassi, con rischi per un rialzo di 50pb a marzo. La recente turbolenza nel sistema bancario statunitense ha introdotto un elemento nuovo per le previsioni dei fed funds e rivoluzionato le aspettative di mercato. Se, come prevediamo, la crisi bancaria resterà all'interno di un comparto circoscritto, il FOMC dovrebbe procedere con un rialzo di 25pb e un punto di arrivo a 5,5%.

La riunione del FOMC avviene in una fase critica per lo scenario dell'economia americana. I dati di inflazione e attività di gennaio/febbraio e le revisioni ai sentieri di prezzi, consumi e risparmio dell'autunno, hanno messo in discussione i trend di rallentamento del 2022. A questo, si è aggiunto lo "shock bancario" di Silicon Valley Bank (SVB) e Signature Bank, ancora in evoluzione.

Per ricostruire lo scenario della domanda aggregata e del mercato del lavoro saranno necessari diversi mesi di nuovi dati macroeconomici. Sul fronte dei mercati finanziari, forse basteranno alcune settimane per valutare la natura, transitoria o più duratura, delle tensioni nate con SVB. A meno di una "recessione lampo", in ogni caso, la persistenza dell'inflazione appare assodata.

Al momento, riteniamo che la Fed mantenga il **focus sul quadro macroeconomico**, in un contesto di turbolenze finanziarie "circoscritte". I primi dati di febbraio stanno segnalando che il boom di gennaio era in parte il risultato di problemi di destagionalizzazione, ma anche che l'indebolimento congiunturale è ancora molto modesto, nonostante gli ampi rialzi dei tassi attuati nell'ultimo anno. Il vero problema della Fed, tuttavia, è l'**inflazione** che, con le informazioni aggiornate di fine 2022 e i primi dati del 2023, **si sta rivelando più persistente rispetto a quanto previsto** con i dati disponibili alla riunione di febbraio.

La riunione dovrebbe concludersi con **proiezioni macroeconomiche più elevate per l'inflazione a fine 2023 e 2024, un rialzo dei tassi di 25pb e un punto di arrivo più alto, a 5,5%**. Il messaggio a nostro avviso sarà quindi di tassi più alti, più a lungo rispetto alle proiezioni di febbraio. La crisi bancaria in atto potrebbe però spostare i rischi per i tassi verso il basso.

15 marzo 2023

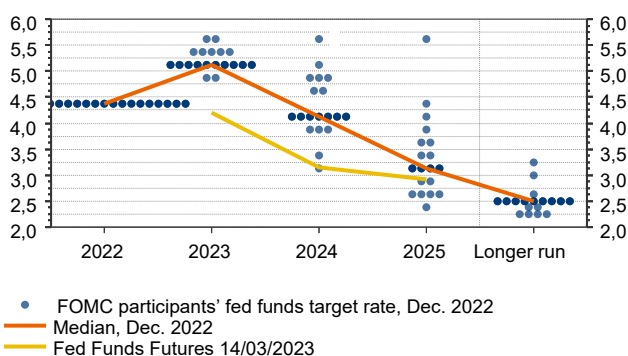
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

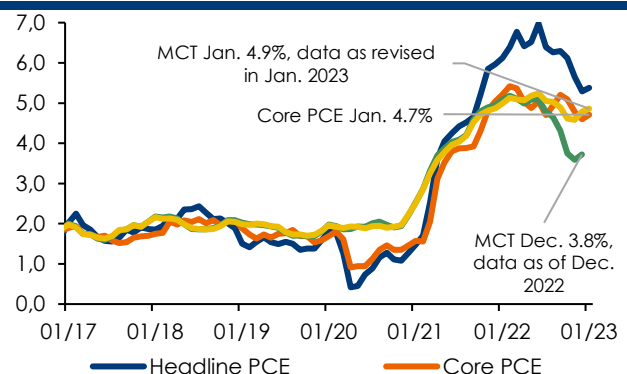
Economista - USA e Giappone

Fig. 1 – La turbolenza collegata ai fallimenti di SVB e di Signature Bank ha rivoluzionato le aspettative sui tassi



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

Fig. 2 – Il problema dell'inflazione persistente però rimane, e la Fed si trova presa fra due fuochi



Nota: MCT= Multivariate core trend stimato dalla NY Fed. MCT è un modello dinamico dei fattori stimato su dati mensili per i 17 principali settori dell'indice dei prezzi PCE. Scomponi l'inflazione di ciascun settore come somma di un trend comune, un trend specifico del settore, uno shock transitorio comune e uno shock transitorio specifico del settore. Il trend dell'inflazione PCE è costruito come somma dei trend comuni e di quelli settoriali ponderati per le quote di spesa. Fonte: BEA, NY Fed

## L'occupazione riaccelera e l'inflazione è persistente

"The latest economic data have come in stronger than expected, which suggests that the ultimate level of interest rates is likely to be higher than previously anticipated. If the totality of the data were to indicate that faster tightening is warranted, we would be prepared to increase the pace of rate hikes. Restoring price stability will likely require that we maintain a restrictive stance of monetary policy for some time". (J. Powell, 7.3.2023)

Le decisioni del FOMC sono condizionate da due fattori: da un lato, la persistenza dell'inflazione e il rallentamento solo marginale della domanda, dall'altro, le tensioni sui mercati finanziari seguite ai fallimenti di SVB e Signature Bank. A nostro avviso, almeno per ora, la turbolenza finanziaria appare circoscritta, sia in termini di trasmissione sia in termini di durata, anche se quando una crisi colpisce il settore bancario i rischi sono elevati. La Fed ha ribadito più volte di avere gli strumenti necessari per affrontare e risolvere problemi di stabilità finanziaria, sottolineando che "il focus della politica monetaria deve essere la lotta all'inflazione" (C. Waller).

Al momento, pur in un contesto di enorme incertezza, riteniamo che il FOMC alla riunione di marzo mantenga **al centro delle decisioni sui tassi lo scenario macroeconomico**, e in particolare **la persistenza dell'inflazione, come focus primario per la determinazione della politica monetaria**. Sia il comunicato sia la conferenza stampa di Powell dovrebbero riconoscere l'importanza della turbolenza che ha colpito il sistema bancario, notando però che esistono strumenti diversi dai tassi per affrontarla e contenerla. L'effetto della crisi bancaria sui tassi, secondo noi, sarà il mantenimento di un ritmo di rialzi di **25pb anche a marzo, anziché il ritorno a una variazione da 50pb, e una revisione contenuta del punto di arrivo, a 5,5% da 5,25%**.

A inizio 2023, lo scenario congiunturale americano è stato rivoluzionato dalle informazioni dei dati di gennaio e delle revisioni ai dati dell'autunno, sia sul fronte dell'attività sia su quello dei prezzi. Il quadro che è emerso ha messo in dubbio il sentiero di rallentamento della crescita e dell'inflazione che appariva in atto a partire dalla seconda metà del 2022. Le novità macro del 2023 riguardano la domanda aggregata e il mercato del lavoro da un lato, e l'inflazione dall'altro. Le implicazioni sono univoche e puntano a **un sentiero dei tassi più elevato, per un periodo più lungo, condizioni finanziarie permettendo**. La risposta del Comitato a marzo sarà riassunta dagli aggiornamenti delle proiezioni macro e dei tassi, con inflazione e punto di arrivo dei fed funds in rialzo a fine 2023. Le proiezioni saranno integrate dalla conferenza stampa di Powell, che dovrebbe confermare il messaggio hawkish delle audizioni in Congresso, sottolineando i rischi verso l'alto per l'inflazione, aumentati significativamente rispetto a quanto osservato alla riunione precedente. Anche se nei prossimi mesi l'attività tornasse a rallentare, la persistenza dell'inflazione non può essere trascurata dalla Fed, che richiederà evidenza di rallentamento della dinamica dei prezzi almeno fino al 3° trimestre.

Fig. 3 - Sorprese macro univocamente verso l'alto da inizio anno



Fonte: Citigroup

Tab. 1 – Proiezioni del FOMC di nuovo da rivedere

Variable	Median				
	2022	2023	2024	2025	Longer run
<b>Real GDP</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>
Sept. projection	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
<b>Unemployment rate</b>	<b>3.7</b>	<b>4.6</b>	<b>4.6</b>	<b>4.5</b>	<b>4.0</b>
Sept. projection	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
<b>PCE inflation</b>	<b>5.6</b>	<b>3.1</b>	<b>2.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>
Sept. projection	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
<b>Core PCE inflation</b>	<b>4.8</b>	<b>3.5</b>	<b>2.5</b>	<b>2.1</b>	
Sept. projection	4.5	3.1	2.3	2.1	
<b>Memo: Projected appropriate policy path</b>					
<b>Federal funds rate</b>	<b>4.4</b>	<b>5.1</b>	<b>4.1</b>	<b>3.1</b>	<b>2.5</b>
Sept. projection	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5

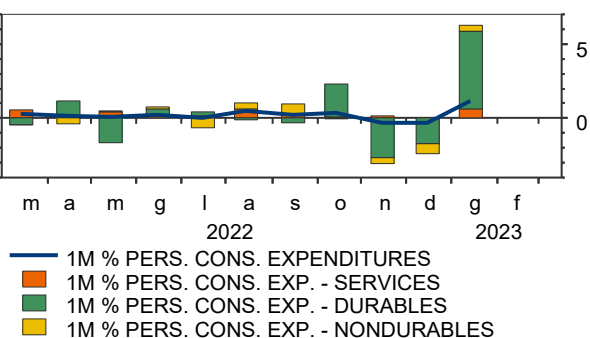
Nota: proiezioni dei membri del Board della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, dicembre 2022. Fonte: Federal Reserve Board

Le principali sorprese dal lato della domanda a gennaio hanno riguardato i **consumi**, con un balzo inatteso rispetto al trend di indebolimento visto in autunno. A fine 2022, il rallentamento della spesa delle famiglie, ampliato con la seconda stima del PIL del 4° trimestre, era diffuso non solo alla componente volatile dei beni durevoli, influenzato in parte ancora dalle strozzature all'offerta, ma anche ai servizi. Le previsioni per febbraio sono di normalizzazione della crescita, ma saranno necessari altri dati per valutare il trend sottostante dei consumi.

**Risparmio e reddito più elevati potrebbero spingere più a lungo la corsa dei consumi**

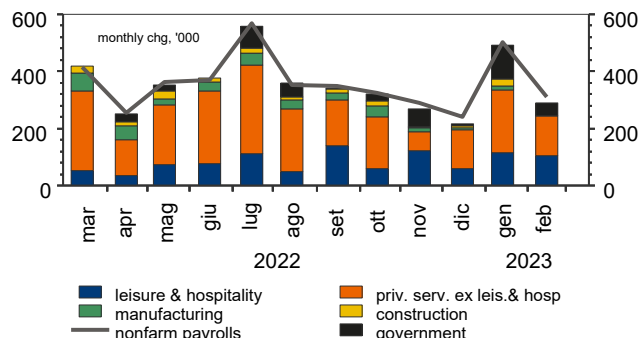
Parallelamente all'inversione di rotta dei consumi, si sono registrate altre due novità rilevanti per la domanda. Il **reddito e il risparmio sono più solidi rispetto al quadro autunnale** per via di ampie revisioni verso l'alto apportate con la seconda stima del PIL, pubblicata il 23 febbraio. Il risparmio è stato rivisto verso l'alto del 13%, con il **tasso di risparmio a 3,9%** da 2,9% della stima advance, grazie a un sentiero del reddito personale più forte e non soltanto per via di consumi più contenuti. Il tasso di risparmio a gennaio, in forte rialzo a 4,7% nonostante la forza dei consumi, è tornato sui livelli di inizio 2022, interrompendo un trend verso il basso in atto dal 2021 arrivato a un minimo di 3% a settembre 2022. La ripresa del risparmio è stata alimentata da un sentiero più solido per il reddito al netto dei trasferimenti, in rialzo in termini reali sia in autunno sia a gennaio. A gennaio, l'accelerazione del reddito una tantum dovuta all'indicizzazione di pensioni e assegni previdenziali all'inflazione del 2022 (+8,7%) è stata quasi completamente controbilanciata dalla fine delle misure espansive per i crediti di imposta per i figli. Pertanto, è **il reddito da lavoro a fare la parte del leone per quanto riguarda il miglioramento del bilancio delle famiglie**.

Fig. 4 – Consumi: dov'è il trend?



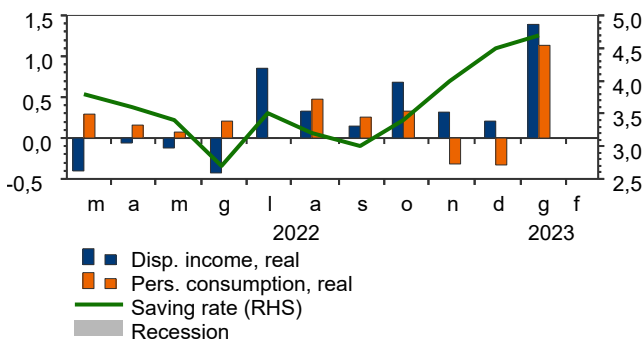
Fonte: BEA

Fig. 5 – La media dei nuovi occupati riaccelera



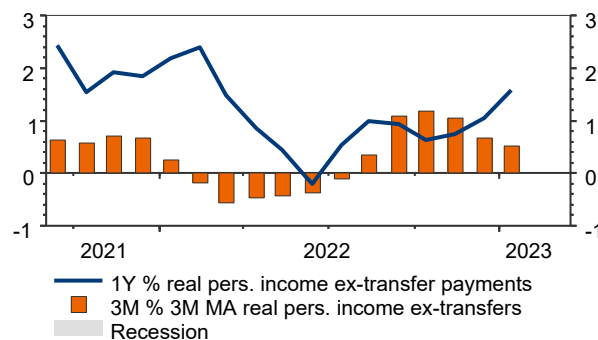
Fonte: BLS

Fig. 6 – In autunno, più reddito, meno consumi e più risparmio



Fonte: BEA

Fig. 7 – Con le revisioni di fine 2022 e i dati di gennaio, il reddito personale reale al netto dei trasferimenti è in accelerazione



Fonte: BEA

In conclusione, il nuovo quadro di reddito, consumi e risparmio rende i trend in fase di assestamento, e conferma il ruolo centrale del **mercato del lavoro**. Qui la difficoltà di valutazione è ancora più significativa. Dopo il boom di occupati di gennaio (504 mila), gli occupati non agricoli a febbraio sono aumentati di 311 mila. La media dei primi due mesi del 2023 è salita a 407 mila da 284 mila del 4° trimestre 2022. A favore di una riaccelerazione della dinamica occupazionale ci sono diversi indizi nel bimestre gennaio-febbraio.

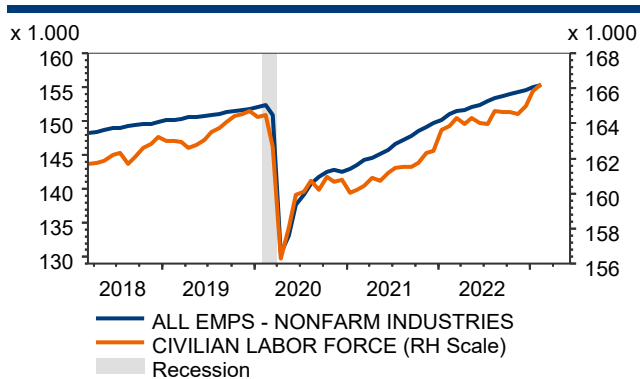
- Le indagini da inizio anno hanno dato indicazioni positive per l'occupazione sia nel manifatturiero, sia nei servizi.
- L'aumento degli occupati part-time involontari si è interrotto.
- Gli occupati a tempo pieno sono in ripresa, dopo un anno di correzioni.
- I posti di lavoro temporanei sono tornati a crescere dopo le contrazioni dell'autunno.

L'aumento dell'occupazione potrebbe essere in parte spiegato dalla **maggiore partecipazione**, che ha spinto verso l'alto l'offerta nelle coorti centrali, pur a fronte di un continuo calo per le coorti più anziane (Figg. 8 e 9). A sua volta, l'andamento della forza lavoro è influenzato in misura rilevante dalla svolta del trend dell'**immigrazione** avvenuta da fine 2021, che ha portato a una crescita vigorosa degli immigrati, in ulteriore accelerazione da metà 2022. Il livello degli occupati nativi a febbraio 2023 è in linea con quello di febbraio 2020, mentre per gli occupati nati all'estero il livello corrente supera del 9% quello pre-pandemico. Infine, la crescita della forza lavoro immigrata contribuisce a spiegare la riduzione della dinamica salariale in atto dal 2021. Visti i livelli della partecipazione corrente e gli sviluppi sul fronte dei visti, difficilmente però il rialzo della forza lavoro potrà proseguire agli stessi ritmi nel 2023. Quindi, il contenimento della domanda rimane un elemento imprescindibile per l'allentamento delle pressioni sul mercato del lavoro.

Tutte le misure della **dinamica salariale** restano in calo. Fra gli indicatori anticipatori, le posizioni aperte e il rapporto posizioni aperte/disoccupati (a 1,9 a gennaio) sembrano essere entrati in una fase di stallo, che potrebbe preludere a una perdita di velocità del trend dei salari. Invece, le dimissioni volontarie e i segnali dell'indagine NFIB presso le piccole imprese danno indicazioni più incoraggianti per il proseguimento della tendenza alla moderazione.

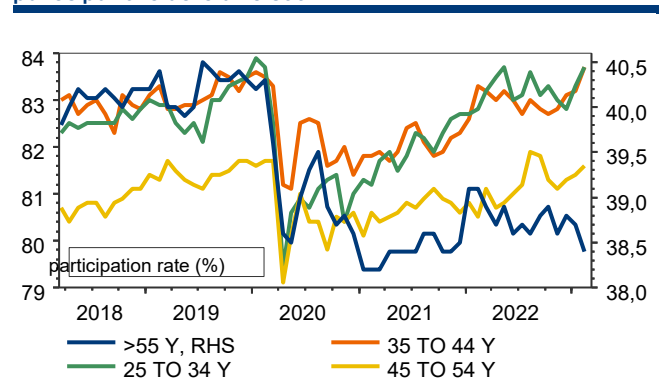
In conclusione, anche ipotizzando un ripristino dei trend autunnali in primavera, a meno di shock non direttamente collegati al quadro economico, come per esempio, un'escalation dei problemi del sistema bancario (collegati al fallimento di SVB), saranno necessari diversi mesi di dati per chiarire il quadro. Nell'incertezza, anche alla luce delle sorprese verso l'alto sull'inflazione (v. sotto), il FOMC difficilmente abbasserà la guardia e per il momento privilegerà il controllo dei prezzi nella determinazione dei tassi.

Fig. 8 – Qualche novità positiva dal lato dell'offerta di lavoro...



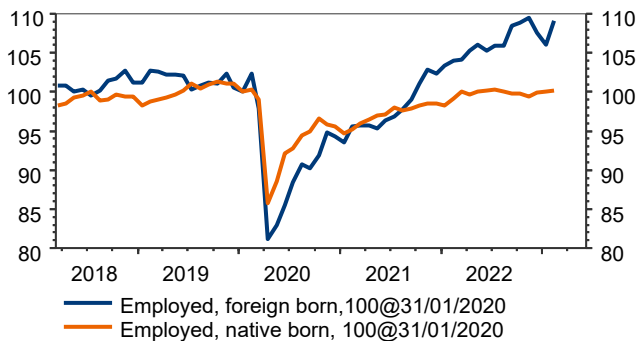
Fonte: BLS

Fig. 9 – L'esodo degli over-55 prosegue, ma aumenta la partecipazione delle altre coorti



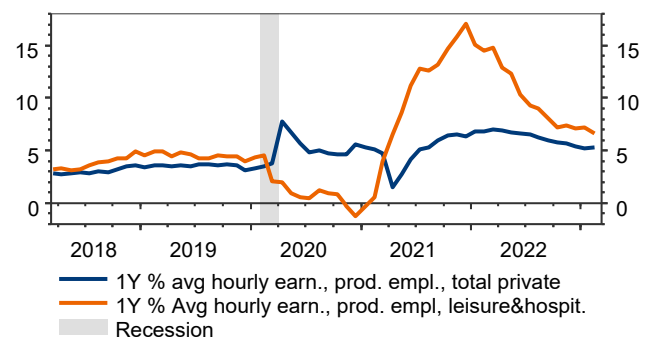
Fonte: BLS

**Fig. 10 – Il ritorno degli immigrati potrebbe essere alla base dell'aumento della partecipazione nelle coorti centrali...**



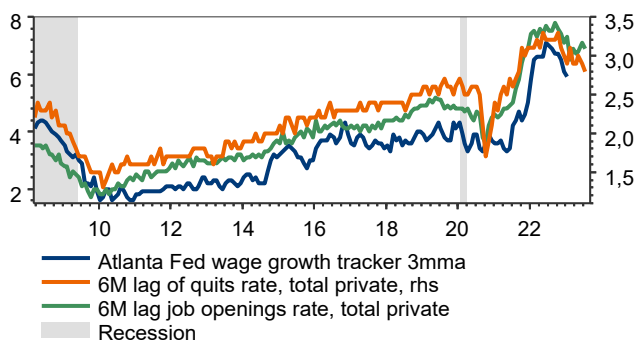
Fonte: BLS

**Fig. 11 - ...e del rallentamento della dinamica salariale nei comparti ad alto contenuto di lavoro**



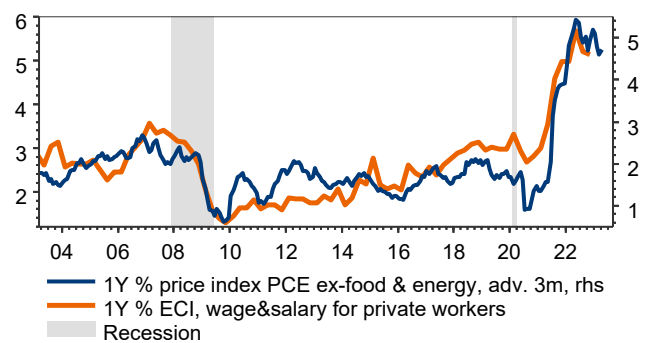
Fonte: BLS

**Fig. 12 – La strada del rientro della crescita salariale è ancora lunga**



Fonte: BLS, Atlanta Fed

**Fig. 13 – Un'inflazione più persistente potrebbe frenare la correzione dei salari**



Fonte: BEA, BLS

**Da metà febbraio, le sorprese macro più preoccupanti per la Fed sono venute dall'inflazione.** Il deflatore dei consumi per il 4° trimestre è stato rivisto verso l'alto di 0,4pp per il deflatore core e di 0,5 pp per l'indice headline, sulla base di variazioni mensili più elevate sia per il CPI sia per il deflatore core, annullando l'evidenza precedente di rallentamento del trend mensile dei prezzi.

Il quadro dell'inflazione a fine 2022 è quindi diventato più preoccupante di quanto stimato in precedenza, e ha mostrato un ulteriore deterioramento con le informazioni di gennaio e febbraio. **La persistenza dell'inflazione è maggiore delle attese** come evidente dalla Fig. 1 in prima pagina, che mostra il Multivariate Core Trend (MCT) della NY Fed stimato con i dati rivisti del deflatore core, aggiornati fino a gennaio (ultimo dato disponibile). L'MCT scompone l'inflazione di ogni settore in un trend comune e in elementi specifici del settore (trend e shock), e calcola l'inflazione core come somma del trend comune e dei trend specifici dei settori, pesati per le rispettive quote di spesa. A gennaio, l'MCT era a 4,9%, in netto rialzo non solo rispetto alle stime pre-revisioni, ma anche rispetto ai dati dell'autunno, segnalando un aumento di persistenza dopo diversi trimestri di correzioni.

I dati del **CPI di febbraio** hanno indicato ancora rischi significativi per il trend di disinflazione. I prezzi dei **beni core** non contribuiscono più alla correzione dell'inflazione complessiva, e in alcuni comparti sono tornati a crescere a ritmi solidi. Per quanto riguarda l'abitazione, il rallentamento della dinamica mensile richiederà ancora tempo. Il focus rimane comunque sul segmento dei

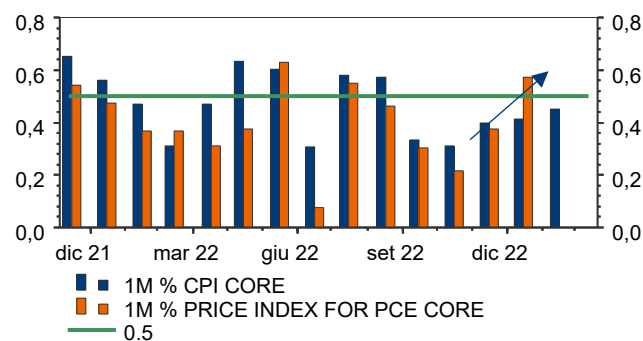
**L'inflazione di febbraio dà supporto alla previsione di un rialzo alla riunione di marzo**

**servizi core ex-abitazione**, con un peso significativamente maggiore per il deflatore rispetto al CPI. A febbraio, i servizi ad alta intensità di lavoro, come ricreazione, altri servizi, ristorazione hanno registrato prezzi in accelerazione.

In conclusione, pur sottolineando i rischi collegati alle pressioni sui mercati finanziari, riteniamo che il FOMC alla prossima riunione mantenga i tassi su un sentiero verso l'alto, con **un rialzo di 25pb e previsioni di ulteriori interventi probabilmente fino al 5,5%**. Il probabile aumento della restrizione del credito derivante dallo shock di SVB e Signature Bank sposta ora i rischi per i tassi marginalmente verso il basso.

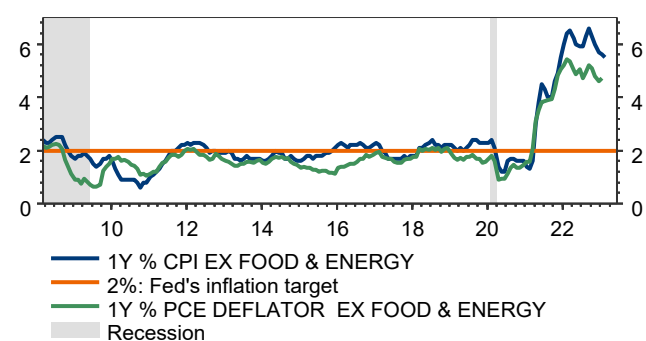
**Prevediamo un rialzo di 25pb a marzo e un punto di arrivo a 5,5%, con rischi verso il basso condizionati all'evoluzione della crisi bancaria**

**Fig. 14 - Inflazione core: pressioni per tassi più alti**



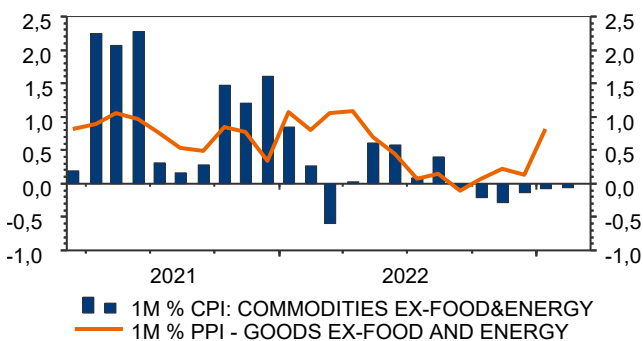
Fonte: BLS, BEA

**Fig. 15 - Il picco dovrebbe essere alle spalle, ma il trend è incerto**



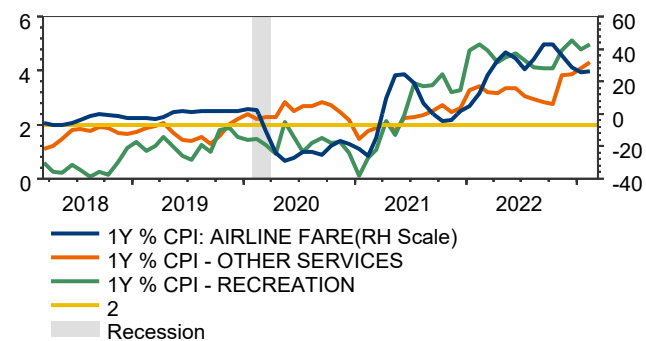
Fonte: BLS

**Fig. 16 - I prezzi dei beni core hanno smesso di scendere**



Fonte: BLS

**Fig. 17 - I principali servizi core ex-abitazione non rallentano e in alcuni casi accelerano ancora**



Fonte: BLS

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo S.p.A.-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 S.p.A. 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

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)  
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com  
alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)  
Lorenzo Biagioli  
Aniello Dell'Anno  
Giovanna Mossetti  
Andrea Volpi  
Simone Zava

paolo.mameli@intesasanpaolo.com  
lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com  
aniello.dellanno@intesasanpaolo.com  
giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com  
andrea.volpi@intesasanpaolo.com  
simone.zava@intesasanpaolo.com

#### International Research Network

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasanpaolo.com