

Focus Stati Uniti

FOMC: con l'economia USA frenata dal lato dell'offerta, è giunta l'ora del tapering

16 settembre 2021

La riunione del FOMC del 21-22 settembre sarà uno spartiacque per la politica monetaria della Fed. Il Comitato dovrebbe aprire ufficialmente la discussione sulla riduzione degli acquisti di titoli, senza però dare indicazioni precise su modi e tempi del *tapering*. La svolta per il programma di acquisti dovrebbe, a nostro avviso, essere annunciata nei dettagli a novembre, con un inizio previsto per dicembre.

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

Nella conferenza stampa, Powell dovrebbe confermare che il progresso richiesto per la riduzione degli acquisti è già stato raggiunto sul fronte dell'inflazione, mentre per la massima occupazione è "molto buono", ma richiede ancora qualche conferma. La Fed dovrebbe essere sottolineare la netta differenza fra le condizioni per il *tapering* e quelle per la svolta sui tassi: per quest'ultima, i tempi sono ancora molto lontani e non collegati direttamente al programma di acquisti. Per questo, sarà molto importante l'aggiornamento delle proiezioni economiche, che includeranno anche il 2024.

'It could be appropriate to start reducing the pace of asset purchases this year.' (J. Powell, 27.08.2021)

La Fed è stata la prima Banca centrale ad avviare un massiccio programma di acquisto di titoli per contrastare gli effetti economici della pandemia, ma sarà fra le ultime ad annunciare una svolta del QE-2020. Infatti, la BoE, la BoC, la RBA e la BCE hanno già annunciato e/o iniziato il *tapering*. La riunione del FOMC di settembre dovrebbe aprire ufficialmente la discussione riguardo alla svolta sugli acquisti, senza però dare luogo ad annunci precisi. A nostro avviso, i verbali in uscita a metà ottobre dovrebbero dare indicazioni sulle linee guida delle modifiche al programma di acquisti (attualmente 120 mld al mese), in attesa di **un annuncio formale con i dettagli alla riunione di novembre e una probabile attuazione a partire da dicembre**.

La riunione di settembre vedrà anche l'aggiornamento delle **proiezioni economiche, con l'estensione dell'orizzonte previsivo al 2024**. Rispetto allo scenario macroeconomico pubblicato a giugno, potrebbero esserci diverse modifiche: per il 2021, revisione verso il basso della crescita, verso l'alto di disoccupazione e inflazione; per il 2022, maggiore crescita e inflazione. Nel complesso, tuttavia, la valutazione dovrebbe rimanere favorevole, con una convergenza di crescita, inflazione e disoccupazione verso i trend di più lungo termine dal 2023 in poi. Per i tassi, ci sono rischi di rialzo della mediana sia per il 2022 sia per il 2023, da tassi fermi e due rialzi, rispettivamente, indicati a giugno. Al momento, la nostra previsione è che la mediana per il 2022 resti in linea con tassi invariati, con qualche rischio verso l'alto nel 2023 e indicazioni di almeno due rialzi nel 2024.

La comunicazione nella conferenza stampa di Powell dovrebbe concentrarsi su due fronti: da un lato, il progresso dello scenario macro nel giro di un paio di mesi dovrebbe essere ritenuto sufficiente a iniziare il *tapering*; dall'altro, la svolta sugli acquisti non ha implicazioni dirette per il sentiero dei tassi, che sarà guidato da condizioni molto più stringenti e non dovrebbe includere rialzi ancora per un periodo relativamente prolungato. In sostanza, **il tapering non è, di per sé, una svolta hawkish per i tassi, pur essendo ovviamente una condizione necessaria (anche se non sufficiente) per aprire la strada a un nuovo ciclo di politica monetaria**.

Tapering: discussione a settembre, annuncio a novembre, inizio a dicembre

Il sentiero verso il tapering è stato aperto da Powell al simposio di Jackson Hole: "La mia opinione è che per l'inflazione sia stato superato il test del "sostanziale ulteriore progresso". Ci sono stati anche chiari progressi verso la massima occupazione. Alla recente riunione di luglio del FOMC, ero del parere, come la maggior parte dei partecipanti, che se l'economia si fosse evoluta generalmente come previsto, sarebbe stato opportuno iniziare a ridurre il ritmo degli acquisti di titoli quest'anno". Il deludente employment report di agosto, con solo 235 mila nuovi posti di lavoro, non sembra aver intaccato il consenso riferito da Powell a favore di un inizio ravvicinato del tapering (v. tabella 2): tutti gli interventi delle ultime settimane hanno segnalato la volontà di iniziare la svolta sul programma di acquisti entro il 2021, utilizzando anche le stesse parole del discorso di Powell di fine agosto.

La porta del tapering è stata aperta da Powell a Jackson Hole

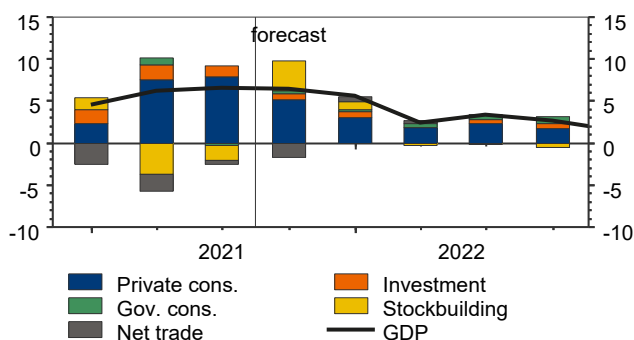
Tutto pronto per il tapering

I tempi della prima svolta della politica monetaria sono maturi, con la ripresa saldamente sostenuta da una **solida crescita della domanda** di beni e servizi e di lavoro. La volatilità dei dati (*in primis*, quelli del mercato del lavoro) non deve distogliere lo sguardo dai trend in atto da inizio anno. **Due fattori di rischio per il ritmo dell'espansione**, eccesso di domanda e variante Delta, **non dovrebbero ostacolare** questi trend e quindi neppure **l'avvio del tapering**.

Il primo fattore di possibile rallentamento della crescita, più fondamentale, riguarda la **scarsità di offerta** di beni e di lavoro e ha riflessi anche sull'inflazione. La crescita, con l'output gap ormai chiuso, è frenata da strozzature all'offerta, che per ora non danno segni di significativo miglioramento. Il fatto che la dinamica del PIL possa essere rallentata da un eccesso di domanda non soddisfa per esaurimento della capacità produttiva è, anzi, un elemento a favore del tapering. Lo stimolo monetario, quando funziona, mira a spingere la domanda e attualmente sarebbe controproducente provare a portare la crescita ulteriormente al di sopra del potenziale.

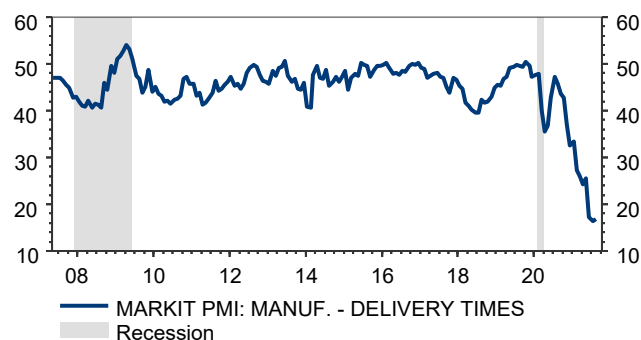
Due potenziali freni alla domanda: scarsità di offerta di beni e di lavoro...

Fig. 1 - La crescita del PIL rimarrà ampiamente sopra il potenziale anche nel 2022-23



Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

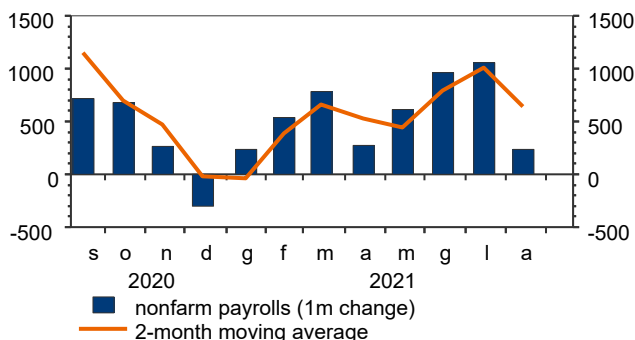
Fig. 2 - Le imprese sono frenate da colli di bottiglia senza precedenti dal lato dell'offerta



Fonte: Refinitiv-Datastream

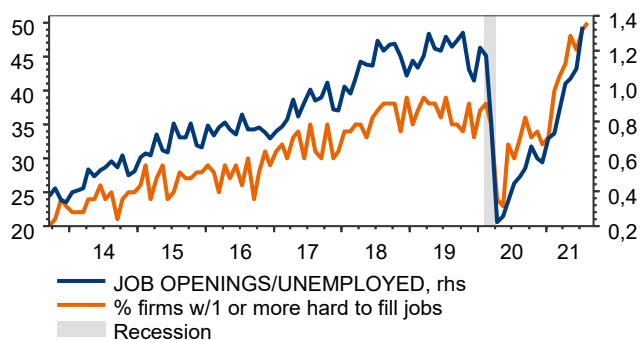
Anche i timori di **frenata del mercato del lavoro**, seguiti al rallentamento della dinamica occupazionale di agosto, vanno ascritti nel capitolo della carenza di offerta e solo in parte all'impatto della variante Delta. Infatti, le posizioni aperte continuano a toccare nuovi record, e superavano a luglio il numero di disoccupati, con diffusione a tutti i settori e concentrazione ancora in quelli con salari più bassi e minori requisiti di specializzazione. Le indagini delle imprese riportano difficoltà persistente a soddisfare la ricerca di manodopera, con conseguente restrizione della produzione e aumenti salariali. I dati complessivamente indicano che anche il mercato del lavoro è caratterizzato da **eccesso di domanda**, come quello dei beni.

Fig. 3 - Il rallentamento della dinamica occupazionale di agosto non inverte il trend positivo iniziato a gennaio



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 4 - Un mercato del lavoro con più posizioni aperte che disoccupati non ha bisogno di stimolo monetario

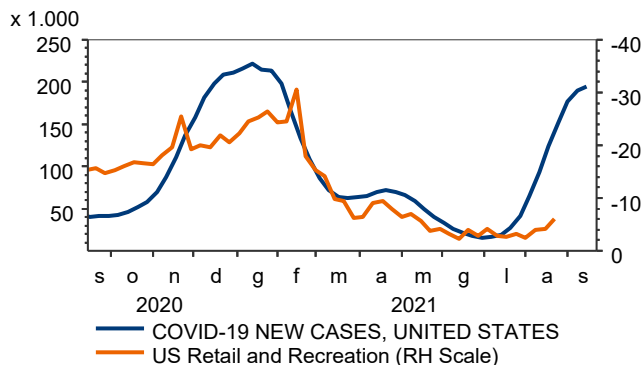


Fonte: Refinitiv-Datastream

I possibili effetti restrittivi della **variante Delta** a nostro avviso non dovrebbero essere tali da scalfire in modo significativo l'andamento della ripresa. L'aumento dei contagi dell'ultimo mese ha colpito gli Stati con percentuali particolarmente basse di popolazione vaccinata e/o con divieti di imposizione di utilizzo di DPI (in particolare nel Sud e in alcune aree del Midwest). La riapertura delle scuole ha determinato negli ultimi giorni una recrudescenza del rialzo dei nuovi casi, ma per ora gli indicatori di mobilità, di utilizzo di servizi ricreativi e della ristorazione non segnalano una riduzione significativa dei livelli di attività. Le dimensioni su cui le autorità potrebbero agire per contrastare livelli preoccupanti di ospedalizzazioni e utilizzo delle terapie intensive sono la reintroduzione di obbligo di mascherine e di distanziamento. La chiusura delle attività appare un'*ultima ratio* improbabile, mentre la diffusione degli obblighi di vaccinazione per dipendenti federali e, in alcuni casi, statali, oltre che quelli in discussione per dipendenti di imprese di grandi dimensioni, dovrebbero essere sufficienti a riportare i contagi sotto controllo nei prossimi mesi. Tutti gli esponenti del FOMC hanno citato gli sviluppi della pandemia come un possibile rischio per la crescita, ma con impatto ridotto rispetto alla fase precedente la diffusione dei vaccini.

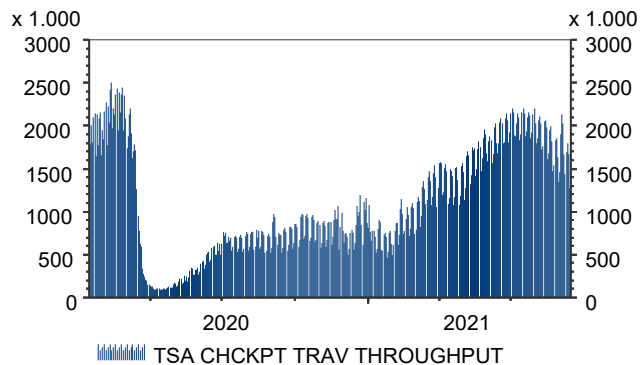
...e variante Delta

Fig. 5 - La forte ripresa dei nuovi contagi non sta determinando significative interruzioni delle attività



Nota: per i nuovi casi di COVID-19, media mobile a 1 mese per correggere le distorsioni legate alla mancanza di dati per il giorno di Labor Day.
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 6 - Il traffico aereo registra una flessione tipica per agosto, senza segnali allarmanti

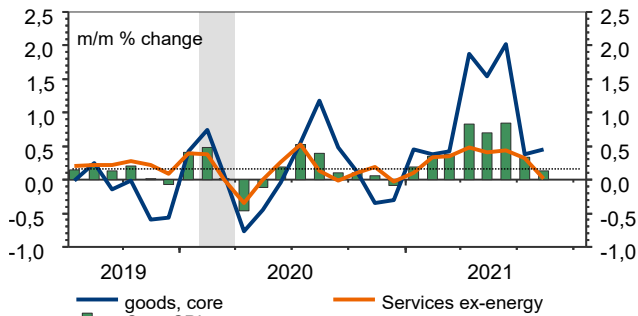


Nota: numero di controlli per il transito aereo agli aeroporti.
Fonte: Refinitiv-Datastream

Sul fronte dell'**inflazione**, come è stato detto da Powell e da diversi partecipanti al FOMC, il test di "significativo ulteriore progresso" è già stato ampiamente raggiunto. Pertanto, l'apertura del tapering è un'azione che può confermare l'impegno della Fed a non abbassare la guardia sul controllo dei prezzi, con costi limitati, visto che in questo ciclo il temuto *taper tantrum* non si è ripetuto. Nella conferenza stampa, **Powell dovrebbe ribadire che**, come emerso dagli ultimi due dati del CPI, **gli eccessi dei mesi scorsi sono per lo più di natura transitoria e sottolineare che le**

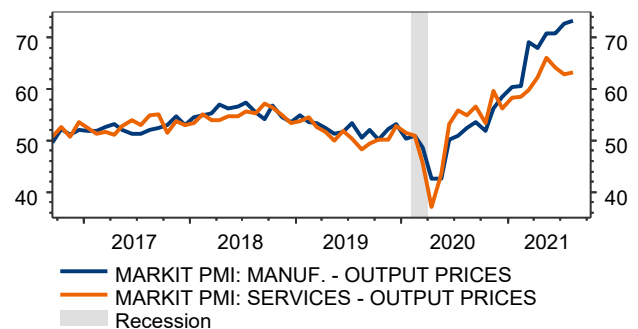
pressioni inflazionistiche derivanti da strozzature all'offerta ed eccesso di domanda ancora presenti in molti comparti (soprattutto dei beni) **dovrebbero gradualmente rientrare** con il riequilibrio fra domanda e offerta previsto nei prossimi trimestri.

Fig. 7 – Prezzi: gli eccessi della pandemia stanno rientrando...



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 8 - ...ma le pressioni inflazionistiche da eccesso di domanda persisteranno ancora



Fonte: Refinitiv-Datastream

Manteniamo la nostra previsione di **apertura ufficiale della discussione sul tapering alla riunione del 21-22 settembre, annuncio del programma alla riunione del 2-3 novembre e inizio effettivo del tapering a partire dalla riunione del 14-15 dicembre**. I primi dettagli operativi dovrebbero emergere con i verbali della riunione di settembre, in uscita a metà ottobre, con conferme definitive probabilmente a novembre. Il sentiero mensile per il tapering potrebbe prevedere riduzioni di -10 mld di Treasury e -5 mld di MBS, con una fine prevista nel 3° trimestre 2022.

La **dilatazione dei tempi fra la discussione e l'attuazione soddisfa due condizioni**. Da un lato, come promesso, **dà informazioni con anticipo** rispetto al momento della riduzione effettiva degli acquisti. Dall'altro, sposta l'inizio del tapering oltre il mese di novembre, **superando un periodo di ostacoli fiscali potenzialmente rischiosi**. Infatti, entro fine settembre il Congresso deve rinnovare le **leggi di spesa** in scadenza per evitare una chiusura parziale degli uffici governativi ed entro ottobre deve agire per alzare o sospendere nuovamente il **limite del debito**. Non è ancora chiara la strategia negoziale di Repubblicani e Democratici per affrontare queste scadenze, a cui si aggiungono altri appuntamenti. Nell'agenda legislativa spiccheranno anche l'approvazione di misure in supporto agli Stati colpiti dall'uragano Ida, il voto sul pacchetto infrastrutture e la definizione delle modifiche al budget richieste per attuare il piano Biden per le "infrastrutture umane", mirato a sostenere istruzione, sanità e cambiamento climatico, finanziando la redistribuzione attraverso rialzi delle imposte su imprese e fasce alte di reddito. Uno *shutdown* è improbabile, ma non si possono escludere tensioni con riflessi sui mercati, che la Fed probabilmente vuole evitare in fase di svolta della politica monetaria.

Aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche: modifiche per il breve termine, sentiero invariato per il medio termine, focus sul grafico a punti

Le proiezioni economiche di settembre includeranno un anno aggiuntivo, il 2024 e saranno un **punto focale per l'ancoraggio delle aspettative del mercato sui tassi**. Alla luce dei dati disponibili finora, pressoché uguali a quelli che avrà in mano il FOMC fra una settimana, è probabile che, sul fronte **macro**, vengano alzate le previsioni di inflazione e abbassate quelle di crescita e disoccupazione per fine 2021, con cambiamenti modesti per gli anni successivi e conferme di raggiungimento di una situazione di equilibrio dal 2023 in poi. Per quanto riguarda i **tassi**, non si può escludere uno spostamento verso l'alto della mediana per il 2022, che richiederebbe un rialzo di due punti degli 11 attualmente a favore di tassi fermi l'anno prossimo. Per vedere un movimento della mediana del 2023 verso tre rialzi, l'asticella sarebbe ancora più alta, vista la

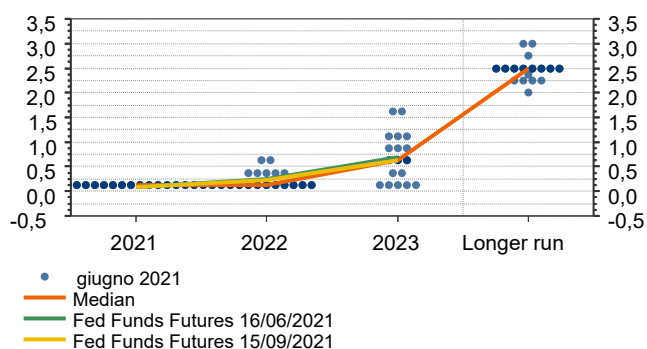
I tempi previsti sono: discussione a settembre, annuncio a novembre, inizio a dicembre

La Fed vorrà prendere tempo prima di entrare nella fase operativa del tapering per fornire preavviso ai mercati ed evitare il sovrapporsi della svolta di politica monetaria con una serie di appuntamenti politici rischiosi

dispersione dei punti sull'orizzonte a due anni. Al momento, ci sembra **più probabile che il grafico includa tre rialzi nel 2024, e mantenga le mediane invariate per il 2022-23.**

La previsione sul grafico a punti è molto incerta perché i partecipanti al FOMC hanno toccato il tema dei tassi solo per ribadire che le condizioni per un rialzo sono molto più stringenti e difficili da raggiungere rispetto a quelle necessarie per la svolta sugli acquisti. Tecnicamente, la fine del tapering è una condizione necessaria (anche se non sufficiente) a preparare il rialzo dei tassi. Tuttavia, **la separazione fra le due svolte sarà un punto centrale della comunicazione di Powell**, che dovrebbe ribadire che l'inizio del tapering non ha implicazioni per un nuovo ciclo dei tassi.

Fig. 9 – A settembre si aggiungerà il 2024 al grafico a punti: incertezza sulle mediane del 2023-24



Fonte: Refinitiv-Datastream

Tab. 1 – Proiezioni economiche dei presidenti delle Fed regionali e dei membri del Board – giugno 2021

Variable	median			
	2021	2022	2023	Longer run
Real GDP	7.0	3.3	2.4	1.8
March projection	6.5	3.3	2.2	1.8
Unemployment rate	4.5	3.8	3.5	4
March projection	4.5	3.9	3.5	4.0
PCE inflation	3.4	2.1	2.2	2.0
March projection	2.4	2	2.1	2.0
Core PCE inflation	3.0	2.1	2.1	
March projection	2.2	2	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	0.1	0.1	0.6	2.5
March projection	0.1	0.1	0.1	2.5

Fonte: Federal Reserve Board

Tab. 2 – Nei discorsi successivi all'employment report di agosto, i partecipanti al FOMC sono rimasti allineati sul consenso di luglio favorevole all'inizio del tapering entro fine anno

Who...	said what...	...when
Powell	At the July meeting "I was of the view, as were most participants, that if the economy evolved broadly as anticipated, it could be appropriate to start reducing the pace of asset purchases this year". My view is that the "substantial further progress" test has been met for inflation. There has also been clear progress toward maximum employment. At the FOMC's recent July meeting, I was of the view, as were most participants, that if the economy evolved broadly as anticipated, it could be appropriate to start reducing the pace of asset purchases this year.	27/08/2021
Williams	Assuming the economy continues to improve as I anticipate, it could be appropriate to start reducing the pace of asset purchases this year. We have made substantial further progress on achieving our inflation goal," he said, adding: "There has also been very good progress toward maximum employment, but I will want to see more improvement before I am ready to declare the test of substantial further progress being met. Some months come in stronger, some not so strong—it's really about the accumulation.	08/09/2021
Bostic	I still think that sometime this year is going to be appropriate. I wouldn't lean in too heavily to expecting anything on taper at the next meeting.	09/09/2021
Kaplan	I would be likely advocating to announce plan for adjusting purchases in September and start soon, maybe at October meeting. The Fed is committed to keep inflation under control. Purchases stimulate demand but demand already is very strong, asset purchases are not well suited to current situation.	09/09/2021
Bowman	If the data comes in as I expect that it will, that it will likely be appropriate for us to begin the process of scaling back our asset purchases this year. The labor market was "very close" to reaching further substantial progress toward maximum employment. We're still looking at very robust economic growth.	09/09/2021

Fonte: Federal Reserve Board, Fed regionali, WSJ

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