

Focus Stati Uniti

FOMC: l'inflazione continua a correre, la Fed non può rallentare

La riunione del FOMC di settembre dovrebbe concludersi con un nuovo rialzo dei fed funds di 75pb, a 3,25%, e con la conferma dell'impegno della Fed a proseguire la marcia spedita verso condizioni finanziarie restrittive. Dopo la sorpresa del CPI di agosto, è però probabile che venga discusso un rialzo di 100pb, da attuare più avanti in caso di ulteriore deterioramento del quadro inflazionistico. La comunicazione diventerà più hawkish, sia attraverso la conferenza stampa sia con ampie revisioni delle proiezioni macroeconomiche.

La riunione del FOMC dovrebbe concludersi con un altro rialzo di 75pb votato all'unanimità, e con la conferma dell'intenzione di portare i tassi in territorio restrittivo e mantenerli fermi al picco ciclico per un certo tempo prima di considerare una svolta. La sorpresa del CPI di agosto ha sradicato i segnali preliminari di moderazione visti a luglio, indicando che la dinamica dei prezzi elevata è persistente, rigida e diffusa.

A nostro avviso, è probabile che il Comitato discuta anche una possibile accelerazione dei rialzi, considerando l'ipotesi di un aumento di 100pb o a settembre, o in seguito. La nostra previsione è che incrementi da 100pb, pur entrando nel radar della Fed alla prossima riunione, restino condizionati al ricevimento di nuove informazioni. Il punto centrale è però che l'aspettativa di un rallentamento del sentiero dei tassi in autunno è messa in discussione e il punto di arrivo dei tassi ha di nuovo rischi verso l'alto. Molte informazioni saranno rinviate alla pubblicazione dei verbali, ma la conferenza stampa dovrebbe essere decisamente hawkish e sottolineare che, con l'economia ancora in espansione e il mercato del lavoro sotto pressione, la Fed ha ampi margini per concentrarsi su quello che è ora il suo obiettivo dominante, cioè l'inflazione, adeguando gli interventi agli sviluppi dei dati e alla valutazione dei rischi.

Le nuove proiezioni macroeconomiche saranno determinanti per le aspettative, dato che il Comitato concorda su una strategia di azione aggressiva in tempi rapidi, piuttosto che prolungata nel tempo. Dopo settembre restano solo due riunioni e il grafico a punti fornirà indicazioni quasi in tempo reale: prevediamo che la mediana a fine 2022 sia intorno al 4%. Il punto di arrivo per il 2023 dovrebbe essere superiore al 4% e il grafico non dovrebbe mostrare un calo fino al 2024. **Manteniamo la nostra previsione per un picco a 4,5%, ora con rischi verso l'alto.**

16 settembre 2022

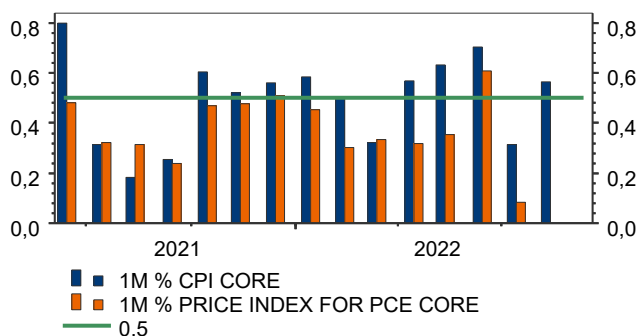
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

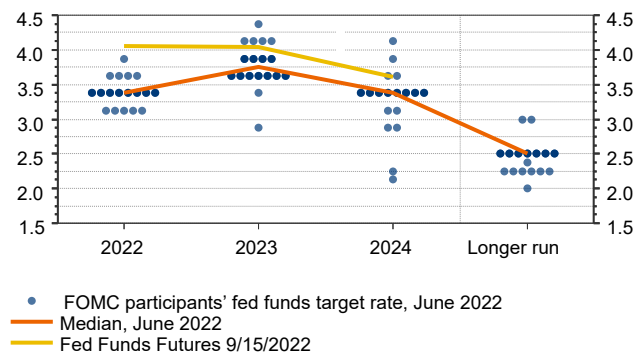
Economista - USA e Giappone

L'inflazione core non rallenta, quindi anche la Fed non può rallentare



Fonte: BLS, BEA

La rincorsa verso l'alto delle previsioni dei tassi ha ancora strada da fare



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Datastream

L'inflazione non cede, la Fed nemmeno

"It is very much our view, and my view, that we need to act now forthrightly, strongly, as we have been doing, and we need to keep at it until the job is done" (J. Powell, 08.09.2022)

La svolta nella comunicazione della Fed, attuata da Powell a Jackson Hole, lascia poco spazio alle interpretazioni e alle possibili reazioni di fronte al dato del CPI di agosto, che ha spazzato via le previsioni (speranze?) di un possibile trend di moderazione della dinamica dei prezzi. La Fed si è impegnata a riportare l'inflazione all'obiettivo del 2% e non interromperà la sua azione "fino a quando il lavoro non sarà concluso", indipendentemente da eventuali conseguenze negative sull'occupazione. In estate, il mercato aveva messo in dubbio la determinazione della banca centrale a proseguire sul sentiero restrittivo in caso di rallentamento della crescita. Powell ad agosto ha chiarito le priorità della banca centrale, affermando che ora l'inflazione è l'obiettivo "dominante". Powell ha anche ricordato l'esperienza del passato, sottolineando che la disinflazione dell'era Volcker ha avuto successo grazie a un periodo prolungato di **politica monetaria molto restrittiva, dopo diversi tentativi falliti** nei 15 anni precedenti. "Il nostro obiettivo è evitare quell'esito agendo oggi con determinazione".

Dalla riunione di giugno in poi, la Fed ha efficacemente sgombrato il campo da possibili equivoci relativi alle priorità della politica monetaria, mentre i dati hanno segnalato una resilienza della ripresa e dell'inflazione maggiore di quanto previsto all'inizio dell'estate. Alla luce dei dati disponibili, la riunione di settembre dovrebbe concludersi con **un altro aumento di 75pb**, con rischi contenuti per un intervento da 100pb. Il CPI di agosto ha evidenziato che è ancora prematuro domandarsi quali condizioni permetteranno alla Fed di rallentare il ritmo dei rialzi e di considerare che "il lavoro sia concluso". Si apre, invece, addirittura la possibilità che non solo i rialzi non rallentino, ma che possano addirittura accelerare.

Il **comunicato** e la **conferenza stampa** dovrebbero ribadire la strategia e le priorità chiarite a Jackson Hole, aggiornandole con le nuove informazioni. In particolare, il focus sarà su due punti già sottolineati più volte: 1) la politica monetaria deve diventare restrittiva e 2) i tassi dovranno rimanere stabili per un certo tempo, una volta arrivati al picco, prima di considerare una svolta. Il tono dovrebbe essere decisamente hawkish, anche se probabilmente si sottolineeranno alcuni sviluppi positivi: flessione delle aspettative di inflazione, ridimensionamento delle strozzature all'offerta e dei prezzi energetici, incremento preliminare della partecipazione alla forza lavoro.

Le informazioni davvero nuove alla riunione di settembre riguarderanno quindi le revisioni delle **proiezioni macroeconomiche**, che dovrebbero trascrivere nero su bianco le indicazioni verbali dell'ultimo mese e dare dei confini al sentiero dei tassi. Rispetto a giugno, le previsioni di crescita dovrebbero essere riviste significativamente verso il basso soprattutto per il 2023, mentre disoccupazione, inflazione e tassi dovrebbero spostarsi ancora verso l'alto. Nei paragrafi che seguono delineiamo le caratteristiche e i rischi dello scenario macroeconomico nel 2022-23 e le loro implicazioni per la politica monetaria.

La recessione non c'è (ancora)

Non abbiamo mai considerato fondati i timori di una recessione già in atto nel 2022, nonostante due trimestri di crescita negativa e segnali incerti dalle indagini. Qual è il **quadro sottostante di domanda e offerta**, come si riconcilia con i dati di PIL del 1° semestre e quali indicazioni ci sono per il resto del 2022 e, soprattutto, per il 2023?

Prima di tutto, è probabile che **la debolezza di inizio anno sia sovrastimata**. Come appare dalla Fig. 1, la stima del reddito nel 1° semestre mostra variazioni positive, in media oltre l'1% t/t ann., al contrario delle due correzioni consecutive rilevate con il PIL, che è misurato dal lato della domanda. Una chiusura del differenziale fra PIL e reddito verso la loro media, lascerebbe il PIL in espansione. Inoltre, la domanda domestica finale è cresciuta da inizio anno, anche se

contrastata da contributi negativi delle scorte in inverno e del canale estero in primavera. Il quadro oggi è di evidente rallentamento, ma non si vede nessuna delle caratteristiche di una recessione. **A nostro avviso, una fase recessiva mite si aprirà a inizio 2023, con contrazioni di PIL, consumi e investimenti nei due trimestri centrali dell'anno** (Fig. 2).

Il sentiero dei **consumi** resta positivo anche per i prossimi due trimestri, grazie al reddito da lavoro, a un'ampia riserva di risparmio accumulato durante la pandemia e alla domanda compressa di servizi (Figg. 2 e 3). Dal lato delle **imprese**, le indagini restano in territorio espansivo anche se in linea con ritmi in **rallentamento** (Fig. 4). Gli indici ISM e i dati di attività di agosto sono stati rassicuranti, con ordini, produzione e occupazione in crescita, anche se il Beige Book riporta aspettative di ulteriore indebolimento della domanda nei prossimi 6-12 mesi". Per ora, tuttavia, non emerge un rischio di contrazione dell'attività per servizi e manifatturiero. Il settore immobiliare residenziale è invece in fase recessiva da fine 2021, sulla scia del rialzo dei tassi sui mutui e dei prezzi elevati, dovuti alla scarsità di case. Il calo dell'attività di costruzione e delle vendite avrà però l'effetto di peggiorare la carenza di abitazioni e potrebbe amplificare ulteriormente la dinamica degli affitti e le pressioni sull'inflazione.

Il **mercato del lavoro** è sempre sotto pressione e rappresenta il **principale rischio per l'inflazione**, ora che le catene globali del valore si stanno stabilizzando. L'occupazione continua a crescere a un ritmo solido (media a 3 mesi: +378 mila posti di lavoro), i sussidi di disoccupazione sono stabili su livelli storicamente bassi (Fig. 6) non coerenti con una recessione imminente. La **domanda di lavoro**, misurata con le posizioni aperte, si è solo marginalmente ridimensionata e resta su livelli record. L'**offerta di lavoro** è sempre insufficiente, come appare evidente dal fatto che ci sono due posizioni aperte per ogni disoccupato (Fig. 7). Il tasso di partecipazione è 1pp sotto il livello pre-pandemico, nonostante l'incremento di due decimi rilevato ad agosto, con la forza lavoro frenata ancora dalla pandemia e dalla situazione finanziaria particolarmente positiva delle coorti più anziane, che scelgono il pensionamento in percentuale maggiore rispetto al passato. Secondo un'analisi recente di Goda e Soltan¹, Covid sta riducendo la forza lavoro di almeno 0,2-0,3pp (pari a circa 500 mila unità) in modo duraturo, soprattutto per le coorti di età più elevata.

Di conseguenza, il **costo del lavoro** cresce a ritmi record senza segni di svolta in tempi brevi. L'Atlanta Fed Wage Tracker ad agosto ha registrato una variazione di 6,7% a/a, sui massimi da quando esiste la serie (1983). L'indice relativo agli individui che hanno cambiato lavoro è in aumento di 8,4% a/a. L'Employment Cost Index, la misura del costo del lavoro preferita dalla Fed, è in rialzo di 5% a/a, sui massimi da più di 30 anni. La relazione fra posizioni aperte, dimissioni volontarie e costo del lavoro segnala che **una svolta sul fronte dei salari richiederà ancora molti trimestri** (Fig. 8).

In conclusione, in assenza di restrizione monetaria e ulteriore rallentamento della domanda, la rincorsa dei salari per recuperare potere d'acquisto continuerà a sostenere i redditi reali e la domanda finale, impedendo un rientro endogeno e duraturo dell'inflazione.

L'inflazione invece c'è sempre

Sul fronte dei prezzi, il **CPI di agosto** ha sradicato le aspettative di possibile moderazione che si erano instaurate dopo lo 0,3% m/m di luglio. Infatti, l'indice core ha registrato una variazione di 0,6% m/m, con spinte ancora diffuse alla maggior parte delle voci, ma particolarmente preoccupanti nei servizi ex-energia. I dati hanno confermato il ruolo centrale dell'abitazione per il sentiero dell'inflazione, con un incremento del comparto di 0,7% m/m, spinto in modo uguale da affitti e affitti figurativi. La relazione fra prezzi delle case e affitti è stabile e non lascia dubbi sul

¹ G. Goda, E. Soltan, The impacts of Covid-19 illnesses on workers, NBER Working Paper 30435, settembre 2022.

fatto che una svolta della dinamica della componente abitazione richiederà ancora diversi trimestri. Anche la sanità ora è un osservato speciale. I servizi sanitari hanno visto un aumento di 0,8% m/m (5,6% a/a) ad agosto, spinti sia dai servizi medici e ospedalieri (entrambi +0,6% m/m) sia, soprattutto, dalle assicurazioni sanitarie (2,4% m/m). Nei prossimi mesi verrà sancita la fine ufficiale del periodo di emergenza Covid, con un conseguente significativo adeguamento verso l'alto delle tariffe di servizi sia medici sia ospedalieri, oltre che dei premi assicurativi, già in discussione da tempo.

L'inflazione **mediana e la media troncata** (Fig. 11) riassumono efficacemente il quadro, con aumenti di 0,7% m/m e 0,6% m/m, rispettivamente, indicando che i rialzi dei prezzi "extra-large" sono distribuiti alla maggior parte delle voci. La dinamica mensile core si mantiene quindi mediamente molto elevata e soprattutto persistente, suggerendo che il dato moderato di luglio non era rappresentativo di un effettivo rallentamento del trend.

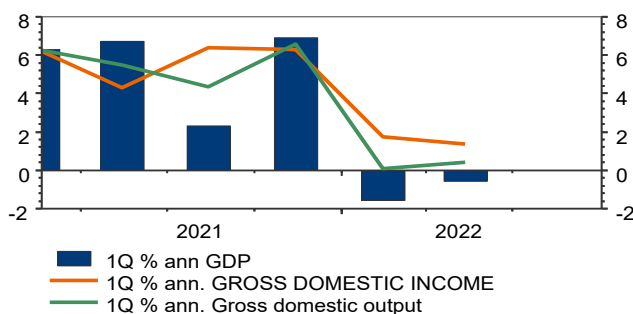
Quindi, con i nuovi sviluppi sul fronte dei prezzi, il FOMC si trova nuovamente a dover decidere se è necessario mantenere il ritmo recente dei rialzi o eventualmente aumentarlo, mentre fino a una settimana fa la discussione era più concentrata sui tempi di una possibile decelerazione. L'eccesso di domanda di lavoro concede margini di flessibilità verso l'alto per i tassi e prevediamo che Powell trasmetta questo messaggio durante la conferenza stampa, anche alla luce delle revisioni delle proiezioni per l'inflazione.

È stato detto più volte che saranno necessari "diversi" dati prima di considerare un cambiamento di rotta, quindi anche in caso di ritracciamento della dinamica dei prezzi in autunno, è probabile che i rialzi siano ancora ampi a novembre e dicembre, con significativa incertezza (verso l'alto) sulla dimensione. Per ora manteniamo la previsione di punto di arrivo al 4,5% entro inizio 2023, con rischi verso l'alto e possibilità di anticipo del picco a fine 2022.

Conclusioni: Fed ancora più hawkish in autunno

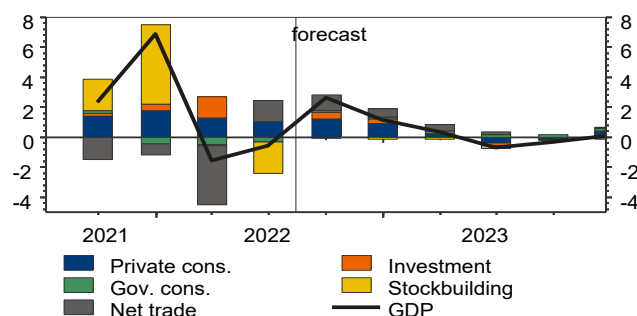
In conclusione, le persistenti **pressioni sul mercato del lavoro** e i **rischi di aumenti dei prezzi dei servizi core ancora sostenuti**, in un contesto di domanda aggregata complessivamente positiva, a nostro avviso manterranno la **Fed ancora in fase hawkish**. La riunione di settembre dovrebbe segnalare ulteriori aumenti dei tassi, verso un livello probabilmente superiore al 4% entro inizio 2023, con l'aspettativa di stabilizzazione per diversi trimestri. Dopo settembre la politica monetaria entrerà in una fase particolarmente difficile, con l'avvicinarsi del picco dei tassi. Dall'autunno in poi le decisioni su quando e per quanto fermarsi metteranno alla prova la determinazione della banca centrale a evitare gli errori del passato. **La nostra previsione per ora è di un punto di arrivo dei fed funds a 4,5% entro inizio 2023, con rischi verso l'alto. I tassi dovrebbero calare a partire dal 2024.**

Fig. 1 – La debolezza del PIL nel 1° semestre è probabilmente sovrastimata



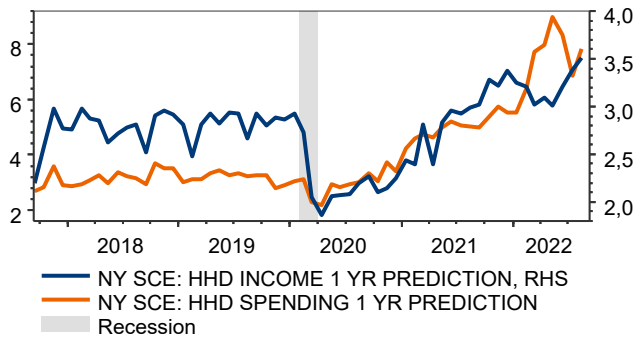
Nota: gross domestic output=media fra PIL e reddito domestico lordo.
Fonte: BEA, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Previsioni di rallentamento graduale fra fine 2022 e inizio 2023, seguito da una recessione mite a metà 2023



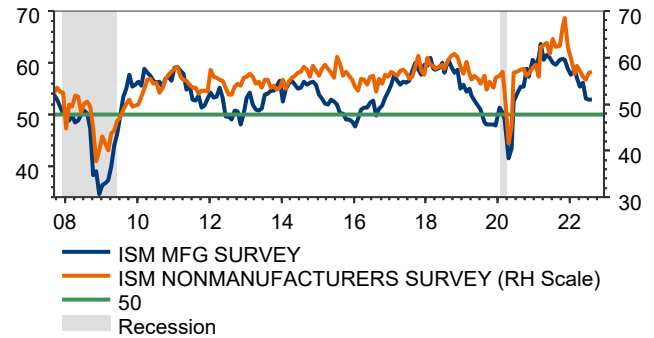
Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Il sentiero atteso dalle famiglie per reddito e spesa è solido



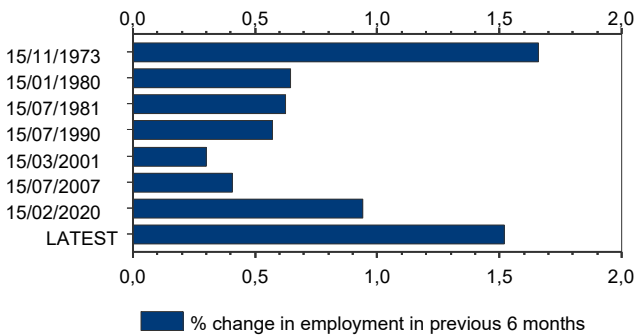
Fonte: Survey of Consumer Expectations, NY Fed, dati ad agosto 2022

Fig. 4 – Indici ISM: rallentamento, non recessione (per ora)



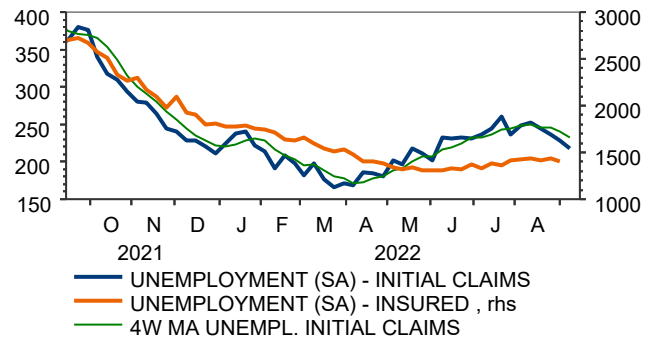
Fonte: ISM

Fig. 5 – Variazioni percentuali degli occupati nei sei mesi precedenti le recessioni degli ultimi 50 anni



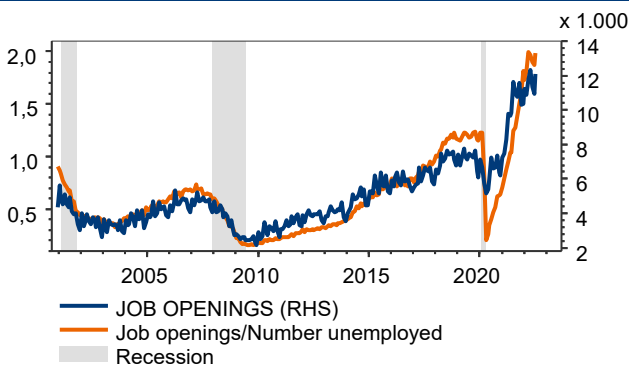
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Fig. 6 – I sussidi di disoccupazione continuano a segnalare eccesso di domanda di lavoro



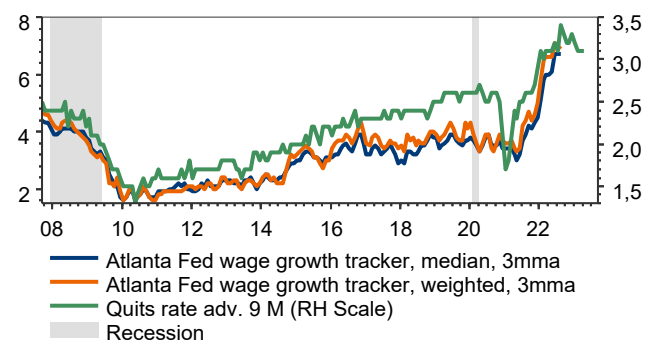
Fonte: BLS, dati in migliaia

Fig. 7 – L'eccesso di domanda di lavoro persiste: posizioni aperte su livelli record, con due posizioni per ogni disoccupato



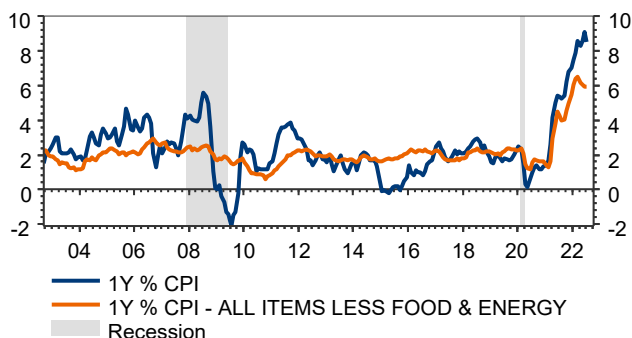
Fonte: BLS

Fig. 8 – Le dimissioni volontarie puntano a una stabilizzazione della dinamica salariale nel prossimo anno, ma non a una svolta



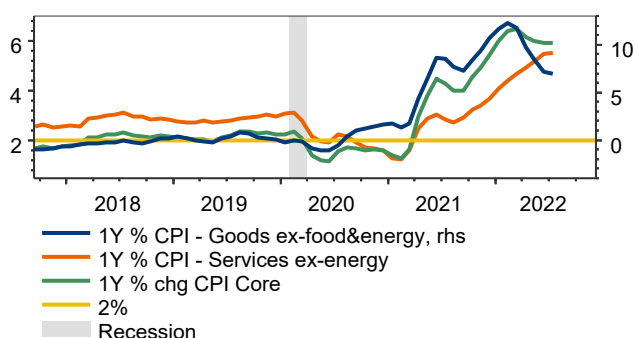
Fonte: BLS

Fig. 9 – Il picco dell'inflazione core non è ancora alle spalle



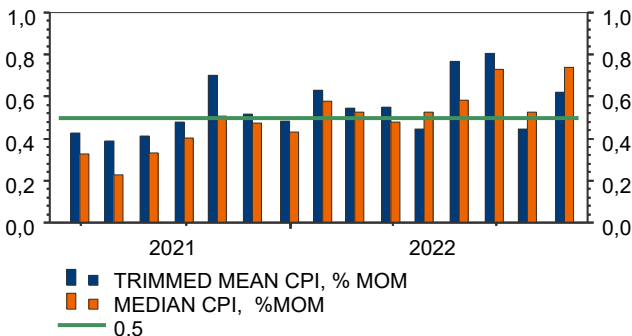
Fonte: BLS, BEA

Fig. 10 – I prezzi dei servizi sono ancora su un trend in rialzo



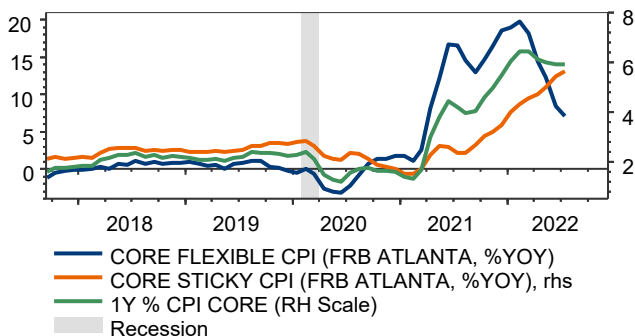
Fonte: BLS

Fig. 11 - La diffusione dei rialzi di dimensione elevata è ancora ampia



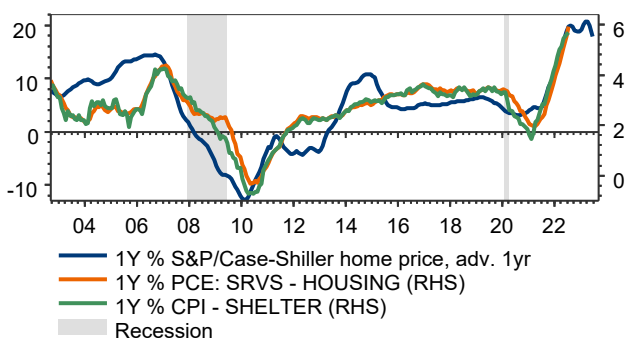
Fonte: Cleveland Fed

Fig. 12 – I prezzi dei servizi sono rigidi e danno inerzia al trend complessivo



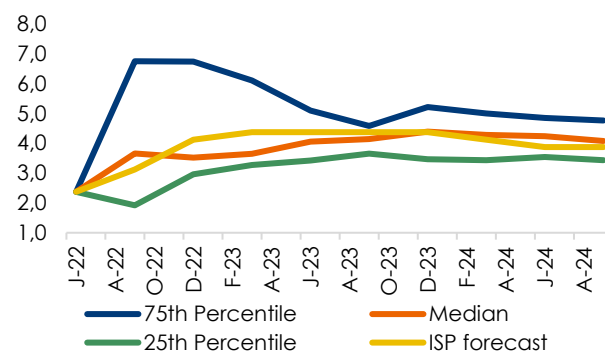
Fonte: BLS, Atlanta Fed

Fig. 13 – La relazione fra prezzi delle case e affitti è stabile: una svolta richiederà ancora diversi trimestri



Fonte: BLS, Refinitiv Datastream

Fig. 14 - Le regole di politica monetaria "prescrivono" tassi dei fed funds al 4,5% nel 2023



Fonte: Cleveland Fed

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.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 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

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

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

62109

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com