

Focus Stati Uniti

FOMC: ritmo dei rialzi più lento, punto di arrivo più alto

7 dicembre 2022

La riunione del FOMC del 13-14 dicembre dovrebbe alzare i tassi di 50pb, a 4,5%. Il grafico a punti e la conferenza stampa dovrebbero controbilanciare l'interpretazione dovish associata al rallentamento del ritmo dei rialzi con indicazioni di un punto di arrivo più elevato e di una pausa più prolungata. Il 2023 sarà un test per valutare la determinazione della Fed a perseguire l'obiettivo di inflazione al 2% a tutti i costi. Ex-ante, è difficile credere che non ci sia una rapida svolta verso il basso dei tassi con l'entrata in recessione prevista per il 2023. Perciò, **tassi più alti, ma non più a lungo**.

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

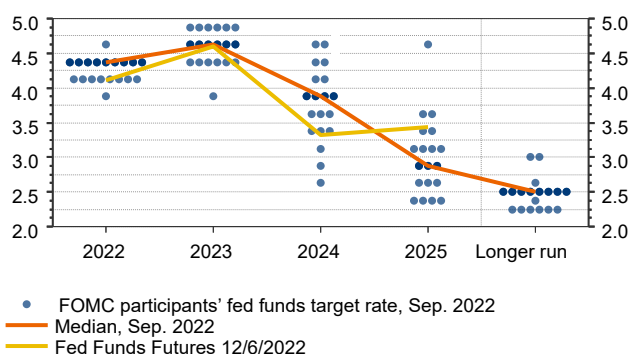
Economista - USA e Giappone

La riunione del FOMC dovrebbe sancire il passaggio a una nuova fase della politica monetaria, con rialzi meno aggressivi, modulati più gradualmente per valutare gli effetti della restrizione già attuata. La comunicazione post-riunione dovrebbe essere mirata a controbilanciare la lettura dovish che il mercato dà a questa transizione. Il grafico a punti dovrebbe spostarsi verso l'alto, con proiezioni più elevate per il 2023-24, segnalando tassi più alti, più a lungo, in linea con le opinioni espresse dai partecipanti al FOMC nell'ultimo mese. La nostra previsione è di **rialzo di 50pb a dicembre a 4,5%, con un punto di arrivo a 5%, con rischi verso l'alto**, possibilmente a 5,25-5,5%, **a marzo 2023 e una svolta verso il basso fra fine 2023 e inizio 2024**.

La conferenza stampa dovrebbe sottolineare che c'è ancora molta strada da fare per raggiungere le condizioni necessarie a riportare la dinamica dei prezzi verso il 2%. Powell dovrebbe ribadire che, pur in presenza di sviluppi favorevoli già ottenuti per i prezzi dei beni core e molto probabili per i servizi abitativi, l'inflazione dei servizi ex-abitazione rimane elevata e probabilmente non si piegherà fino a quando non ci sarà una marcata moderazione salariale. In sostanza, **l'inflazione è legata a filo doppio all'eccesso di domanda di lavoro**.

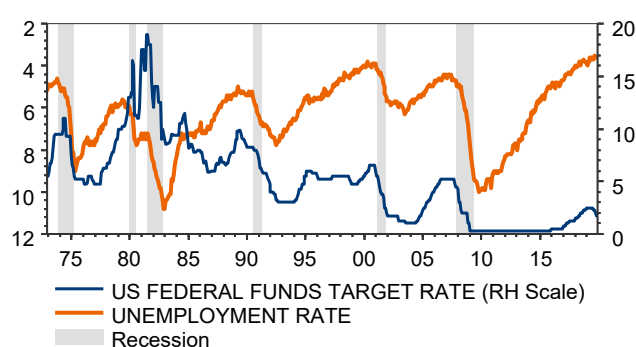
I dati recenti di occupazione e salari non segnalano una svolta imminente per la domanda di lavoro, che però sarà necessaria per riequilibrare il mercato in presenza di un'offerta rigida e insufficiente. La nostra previsione è che, con tassi "sufficientemente restrittivi" e il risparmio in eccesso in via di esaurimento, la domanda si riduca, generando una **recessione a metà 2023**. E' possibile che il rallentamento della dinamica salariale ottenuto a quel punto sia compatibile con un'inflazione più vicina al 3% che al 2%. Fino ad allora, il mantra della Fed sarà "tassi più alti più a lungo". Tuttavia, riteniamo improbabile che, di fronte a una svolta ciclica, se pure moderata, il Comitato non risponda con una svolta dei tassi, anche se non sarà garantito un ritorno dell'inflazione al 2%. Quindi, **se ci sarà una recessione, il calo dei fed funds seguirà poco dopo**. **In conclusione, a nostro avviso, tassi più alti, ma non più a lungo**.

Il grafico a punti si sposterà verso l'alto, ma i tempi della svolta e il picco nel 2023 resteranno incerti



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Datastream

Quando il tasso di disoccupazione sale, la Fed taglia i tassi: questa volta sarà diverso?



Fonte: Federal Reserve Board, BLS

Inflazione dei servizi e mercato del lavoro: il nodo per i tassi nel 2023

The time for moderating the pace of rate increases may come as soon as the December meeting. Given our progress in tightening policy, the timing of that moderation is far less significant than the questions of how much further we will need to raise rates to control inflation, and the length of time it will be necessary to hold policy at a restrictive level. (J. Powell, 30.11.2022)

La riunione del FOMC del 13-14 dicembre dovrebbe concludersi con un **rialzo di 50pb**, dopo 4 incrementi consecutivi di 75pb, e tassi a 4,5%. Il focus sarà però sulla comunicazione, attraverso l'aggiornamento delle proiezioni macro e la conferenza stampa di Powell. A nostro avviso il messaggio centrale dovrebbe cercare di essere moderatamente hawkish e, riprendendo i temi toccati da Powell nel suo recente discorso, segnalare che la nuova strategia caratterizzata da rialzi meno aggressivi non implica che la guerra all'inflazione si possa già considerare vinta. Quindi c'è ancora strada da fare in termini di rialzi e di mantenimento di una politica monetaria restrittiva. Non è detto però che la comunicazione sia convincente per il mercato, che potrebbe restare focalizzato su un "pivot" probabile nel 2023.

Gli elementi centrali della comunicazione post-riunione dovrebbero essere il punto di arrivo dei tassi e la relazione fra prezzi dei servizi e mercato del lavoro e riguardare:

- lo spostamento verso l'alto del grafico a punti, con tassi più alti (e, forse, più a lungo) e dibattito sul livello "sufficientemente restrittivo" dei tassi: la nuova strategia di rialzi più moderati ridurrà i rischi di overshooting => **segnali hawkish, lettura semi-dovish**;
- lo scenario di inflazione "duale", con prezzi dei beni sotto controllo e rischi sempre elevati sui prezzi dei servizi ex-abitazione: ruolo del mercato del lavoro nella determinazione dei prezzi dei servizi e rischi di una spirale salari/prezzi => **segnali hawkish**.

Tassi più alti, durata della restrizione: la comunicazione si fa complicata

Powell ha affermato che, dovendo restringere ulteriormente la politica monetaria per ridurre la domanda, la Fed ha due strategie possibili. La prima coincide con quella adottata finora e implica il raggiungimento molto rapido di un livello dei tassi compreso fra 4,5 e 5%, come indicato a settembre. La seconda, preferita ora dalla maggior parte dei partecipanti al FOMC e dallo stesso Powell, invece, prevede di "andare più lentamente e tastare un po' il terreno riguardo a quello che pensiamo sia il livello giusto" e "mantenere più a lungo un livello elevato e non allentare troppo presto la politica monetaria".

La nuova strategia dovrebbe essere riassunta nell'aggiornamento delle previsioni e del grafico a punti, con **la mediana dei tassi a fine 2023 almeno al 5% (e potenzialmente anche più in alto)**, e tutti i punti su livelli più elevati. Tutti i partecipanti al FOMC che hanno parlato recentemente hanno affermato che **il sentiero sarà più lento, il picco sarà più alto e la pausa durerà più a lungo di quanto previsto in precedenza**. A settembre, nessun punto era al di sopra del 5%. La comunicazione delle informazioni nel grafico a punti però **non è del tutto trasparente** per il 2023: infatti, essendo le previsioni relative a fine anno, ci potrebbe essere un picco più elevato a inizio anno rispetto al "punto" del grafico, che potrebbe già incorporare un taglio.

Pertanto, la **comunicazione verbale durante la conferenza stampa** sarà cruciale per specificare **come verrà determinato il picco e quanto durerà la pausa** una volta raggiunto il livello "sufficientemente restrittivo". Ma anche questo canale di comunicazione potrebbe non essere del tutto efficace per trasmettere un messaggio hawkish. Powell probabilmente cercherà di segnalare che i rialzi potrebbero estendersi più avanti nel tempo, oltre che più in alto e che, per evitare il radicarsi di aspettative di un'inflazione stabilmente sopra il 2%, come avvenuto negli anni '70, **la Fed è disposta a mantenere la politica restrittiva a lungo prima di svoltare**. A nostro avviso sarà difficile per la Fed convincere il mercato che, anche di fronte a una recessione, la

politica monetaria non svolterà, perché è una strategia "time-inconsistent". Anche riguardo al futuro picco più elevato, la volontà di rallentare il ritmo dei rialzi per valutare gli effetti della restrizione renderà più incerta la lettura della forward guidance fornita con il grafico a punti.

In conclusione, i segnali di "tassi più alti più a lungo" potrebbero non essere convincenti e non generare la stabilizzazione delle condizioni finanziarie restrittive desiderata dalla Fed in questa fase. Se i rendimenti reali scenderanno prematuramente, la risposta successiva, nelle riunioni del 1° trimestre, potrebbe essere più hawkish di quanto indicato ora, con un picco dei tassi in ulteriore rialzo. Gli strumenti di forward guidance sono spuntati, con un aumento di incertezza e di volatilità. La **nostra previsione rimane di picco al 5% e svolta a fine 2023-inizio 2024, ma i rischi sui tassi sono, a nostro avviso, verso l'alto per il picco**, che potrebbe arrivare al 5,5%.

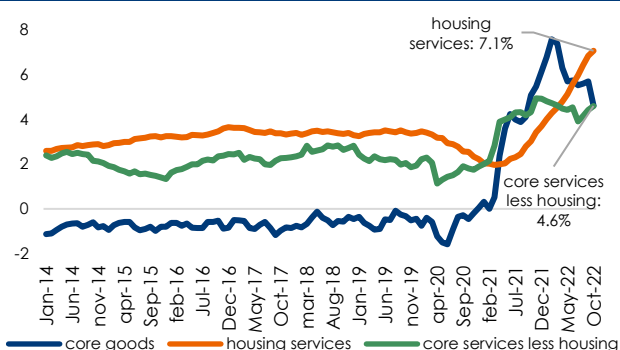
Inflazione e mercato del lavoro: c'è ancora molta strada da fare

Lo scenario dell'inflazione determinerà il sentiero dei tassi, ma l'inflazione, a sua volta, dipende dall'eccesso di domanda sul mercato del lavoro. Powell ha rilevato che l'inflazione core, misurata con il deflatore, è ora intorno al 5%, in linea con il livello di un anno fa, dopo essere salita e poi ridiscesa di qualche decimo nel corso del 2022, muovendosi più che altro in modo "laterale". Dopo un anno di previsioni di discesa dell'inflazione errate, Powell ha affermato che è opportuno "mettere da parte le previsioni e guardare invece alle condizioni macroeconomiche che riteniamo saranno necessarie a riportare l'inflazione al 2% nel tempo".

Nonostante il rallentamento della crescita del 2022 e una politica monetaria più restrittiva, l'inflazione non è scesa. Per ottenere una riduzione della dinamica dei prezzi, occorre un periodo duraturo di crescita sotto il potenziale, che per ora non si è materializzato: le previsioni per quest'anno sono di variazione media del 2%, vicino al potenziale stimato dal CBO e dalla Fed a 1,8%, anche se ben al di sotto della crescita 2021, pari a 5,7%.

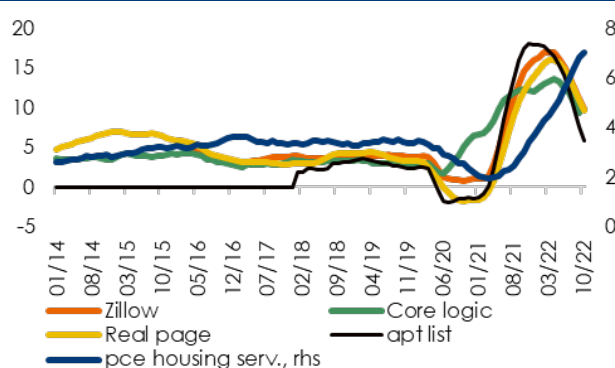
Per identificare le condizioni necessarie a riportare l'inflazione verso il basso, Powell l'ha suddivisa in 3 componenti: inflazione dei beni core, inflazione dei servizi abitativi e inflazione dei servizi ex-abitazione. Per quanto riguarda la prima componente, molta strada è già stata fatta e il punto di svolta è già alle spalle (fig. 1): i **prezzi dei beni core** sono in calo in diversi comparti, grazie al rallentamento della domanda e all'aumento dell'offerta. Sul fronte dei **servizi abitativi**, per ora si vede solo un ripido sentiero verso l'alto (7,1% a/a, fig. 1). Tuttavia, i prezzi delle case, i tassi sui mutui e gli affitti in tempo reale indicano che questa componente svolterà con probabilità praticamente pari a 1 entro qualche trimestre (fig. 2).

Fig. 1 – I servizi sono la chiave per la futura discesa dell'inflazione



Fonte: Federal Reserve Board su dati BEA

Fig. 2 – I servizi abitativi svolteranno entro qualche trimestre

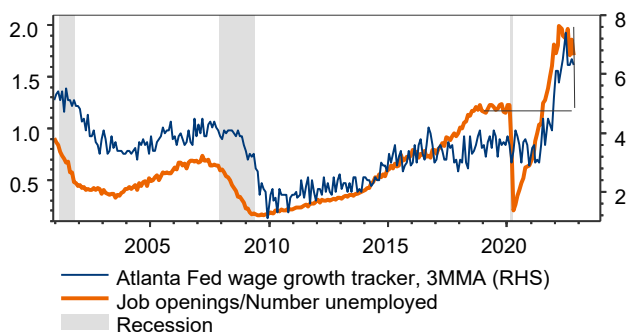


Nota: Zillow, Real page, Core logic, apt list sono misure di affitti di mercato, in tempo reale. La componente affitti degli indici dei prezzi viene aggiornata in modo scaglionato, sia nel tempo, sia per aree geografiche, ed è quindi una misura ritardata dell'andamento del mercato degli affitti.
Fonte: Federal Reserve Board

I rischi per l'inflazione si concentrano quindi nella terza componente, quella dei **servizi core al netto dell'abitazione**, che pesano poco più di metà del deflatore core, per cui la dinamica dei prezzi non accenna a rallentare (fig. 1). Qui sta l'importanza del **mercato del lavoro, dato che i salari sono il costo principale nella produzione dei servizi ex-abitazione** (sanità, servizi alla persona, istruzione, ospitalità). Un rallentamento della crescita salariale è imprescindibile per ottenere un rientro dell'inflazione e richiede una **riduzione dell'eccesso di domanda**.

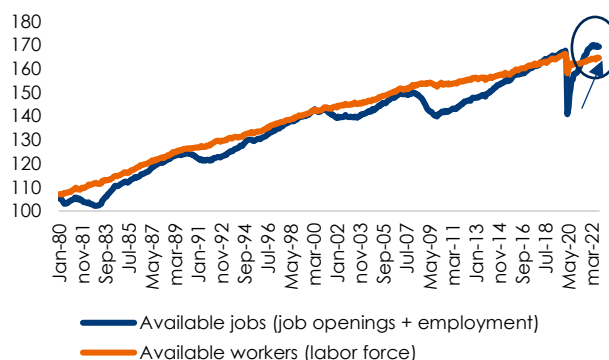
Quali sono la situazione corrente e le prospettive su questo fronte? Dal lato dell'**offerta** non ci sono segnali incoraggianti: la riduzione della forza lavoro iniziata con la pandemia non dà segni di inversione e segnala che il calo della partecipazione delle coorti più anziane è diventato probabilmente strutturale. Il deficit di forza lavoro rispetto a inizio 2020, pari a circa 3,5 mln, per circa due terzi è dovuto a pensionamenti in eccesso, stimati a circa 2 mln (fig. 4). Inoltre, i blocchi all'immigrazione hanno ridotto il flusso in entrata di circa 1 mln di individui rispetto ai livelli pre-pandemici. Non potendo contare su una ripresa dell'offerta, il rientro della crescita salariale richiederà una **riduzione della domanda**. I dati dei job opening mostrano una svolta, con un modesto ritracciamento del rapporto posizioni aperte/disoccupati (fig. 3). Tuttavia, lo squilibrio tra domanda e offerta, in presenza di offerta rigida, richiede ulteriore restrizione della domanda.

Fig. 3 – Il rapporto posizioni aperte/disoccupati ha superato il picco, ma rimane straordinariamente elevato, a 1,7



Fonte: BLS

Fig. 4 – L'offerta non si è ripresa dopo il calo pandemico

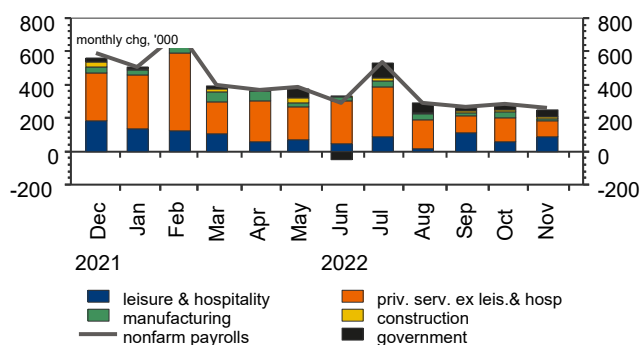


Fonte: Federal Reserve Board

Le informazioni più recenti indicano che **l'aggiustamento necessario per arrivare a un equilibrio è ancora elevato**. I dati del **mercato del lavoro di novembre** hanno segnalato una stabilizzazione della crescita degli occupati (263 mila, media a tre mesi: 272 mila), contro aspettative di proseguimento del trend verso il basso della dinamica occupazionale, insieme a una riaccelerazione della variazione dei salari orari (0,6% m/m, 5,1% a/a). La media mobile a 3 mesi dell'Atlanta wage growth tracker (fig. 3), che aggiusta le variazioni salariali correggendo per la composizione dell'occupazione, registra una variazione di 6,4% a/a a ottobre, sempre incompatibile con un'inflazione del 2%.

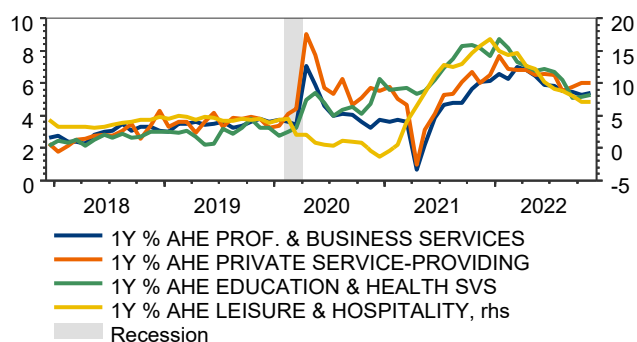
La determinazione della politica monetaria in questa fase dipende da variabili ritardate di molti trimestri: il mercato del lavoro è l'ultimo a rispondere alla restrizione delle condizioni finanziarie. Questo è il motivo principale per passare a un ritmo di rialzi meno aggressivo e modulato in modo più flessibile. Tuttavia, come ha detto Powell, i segnali di riequilibrio del mercato del lavoro sono per ora a uno stadio solo iniziale e "provvisorio" e i rischi di una spirale salari/prezzi restano reali. Pertanto "nonostante alcuni sviluppi promettenti, abbiamo ancora una lunga strada da percorrere per ripristinare la stabilità dei prezzi". In conclusione, per aggiornare le previsioni del picco dei tassi, occorrerà seguire i dati dei salari e i prezzi dei servizi ex-abitazione.

Fig. 4 – Occupati ancora in rialzo sostenuto a novembre



Fonte: BLS

Fig. 5 – La dinamica salariale nei servizi rimane elevata



Fonte: BLS

Dove andranno i tassi? A nostro avviso, più in alto nella prima parte del 2023, ma poi in basso verso fine anno.

Lo scenario è molto incerto e dipende da due fattori: il mercato del lavoro e la funzione di reazione della Fed. I **dati di inflazione core** saranno relativamente favorevoli nei prossimi mesi e dovrebbero confermare la svolta per i beni core e i servizi abitativi. Il CPI core è previsto dalle stime di Inflation nowcasting della Cleveland Fed in rialzo di 0,5% m/m (6,3% a/a) e 0,5% m/m (6,2% a/a) a novembre e dicembre rispettivamente. Per il deflatore core, la previsione è di 0,4% (4,9% a/a) e 0,4% m/m (4,7% a/a) nei prossimi due mesi.

Il nocciolo duro dei **servizi ex-abitazione e della dinamica salariale saranno gli elementi che metteranno alla prova l'impegno della Fed** a riportare l'inflazione verso il 2% nel difficile contesto del 2023, con inflazione in calo (anche se con un comparto relativamente rigido) e probabile recessione. Il mercato sta scommettendo che alla Fed basterà la riduzione dell'inflazione verso il 3-3,5% per svoltare, soprattutto se nella parte centrale dell'anno si registreranno contrazioni dei consumi e dell'occupazione.

Concordiamo con questa lettura parzialmente dovish. Non è mai successo che si potesse evitare una recessione con l'inflazione sopra il 4% (e ancora in rialzo al momento della svolta dei tassi), ma non è neppure mai successo che la Fed non rispondesse all'arrivo di una recessione con un allentamento delle condizioni monetarie. L'impegno ex-ante della Fed di Powell non è, di per sé, convincente per abbracciare uno scenario di politica restrittiva a oltranza anche in fase recessiva. Per questo manteniamo lo **scenario di svolta dei tassi intorno a fine 2023, dopo una pausa sul picco atteso intorno al 5%.**

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 15a-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

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Lorenzo Biagioli

Aniello Dell'Anno

Giovanna Mossetti

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com