

Focus Stati Uniti

Il FOMC potrebbe ancora “prendere tempo”

Dalla prima riunione del 2024 del FOMC ci attendiamo tassi invariati e il mantenimento di un approccio “riunione per riunione”. Il comunicato, e i toni della conferenza stampa, dovrebbero riconoscere la tenuta migliore del previsto del ciclo, sottolineando al contempo che la strada per riportare l’inflazione in linea con l’obiettivo di stabilità dei prezzi è ancora lunga (soprattutto per la resilienza dei servizi abitativi e dei servizi core ex-abitazioni); inoltre, la comunicazione potrebbe ribadire che persiste un eccesso di domanda sul mercato del lavoro.

L’esito della prima riunione del FOMC del 2024, molto probabilmente, non riserverà sorprese sui tassi sui fed funds, che rimarranno invariati a 5,25-5,5% per la quarta riunione di fila.

Tra i membri del FOMC vi è consenso sul fatto che il 2024 sarà l’anno di inversione del ciclo sui tassi. Il grafico a punti della riunione di dicembre evidenziava una proiezione mediana per 75pb di tagli nel corso dell’anno, il mercato attualmente sconta 136pb di ribassi entro fine 2024. **La nostra attuale previsione è assai più vicina alle proiezioni di dicembre della Fed che non alle attese di mercato**, anche se pensiamo che si potrebbe vedere nel 2025 un’accelerazione nel ritmo di tagli dei tassi.

È possibile che la comunicazione sia meno accomodante che a dicembre, visto il consistente allentamento delle condizioni finanziarie verificatosi nelle ultime settimane.

Verosimilmente, nella conferenza stampa, Powell prenderà tempo mantenendo un approccio dipendente dai dati e “riunione per riunione”. I dati sul CPI, sui consumi e sul mercato del lavoro (crescita occupazionale e dinamica salariale) non convincono alcuni membri del FOMC che sono intervenuti più volte nelle ultime settimane mettendo in luce come un allentamento prematuro della politica monetaria possa mettere a rischio i progressi fatti sul fronte inflattivo. In sintesi, vi è unanimità sulla direzione della prossima mossa sui tassi, ma non un consenso abbastanza ampio sulla tempistica del primo taglio e sull’entità totale dei ribassi quest’anno. Il FOMC resta, inoltre, diviso sulla modalità e tempistica della riduzione del bilancio.

30 gennaio 2024

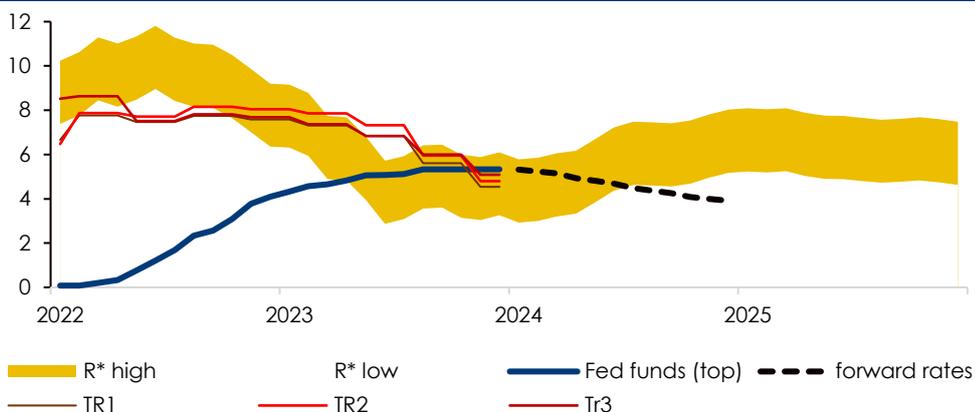
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Paolo Mameli
Economista

Fig. 1 - Tassi sui fed funds (top) vs stime per R* e tassi secondo la Taylor rule



Nota: il range di stima per R* è calcolato considerando l'intervallo di confidenza nel Capitolo 2 del WEO del FMI (aprile 2023) e aggiungendo l'inflazione prevista. TR1= Regola di Taylor con gap del tasso di disoccupazione (FOMC), Inflazione Core PCE (4Q); TR2 stesso con gap del tasso di disoccupazione e inflazione da SPF; TR3 idem con output gap CBO e inflazione da SPF. TR1, TR2 e TR3 derivano dal calcolatore della regola di Taylor della Fed di Atlanta e ipotizzando un maggiore smoothing dei tassi di interesse.

Fonte: elaborazioni di Intesa Sanpaolo, FMI (WEO - aprile 2023) e Federal Reserve Bank of Atlanta (calcolatore Taylor Rule)

Le novità emerse dopo l'ultimo FOMC hanno implicazioni relativamente hawkish

Le **informazioni congiunturali rese note dopo l'ultima riunione** del FOMC hanno evidenziato che:

- **la domanda continua a mostrarsi resiliente nonostante i passati rialzi dei tassi:** la crescita del PIL anche nel 4° trimestre 2023 è stata assai più forte del previsto, pur rallentando a 3,3% t/t ann. da 4,9% precedente; la crescita è stata ancora trainata dai consumi (2,8%), mentre la dinamica degli investimenti (più sensibili ai tassi) è stata più moderata (2,1%); nel complesso, la crescita del PIL a/a a fine 2023 si è collocata al 3,1%, più alta rispetto al 2,6% previsto dal *Summary of Economic Projections* di dicembre; è pur vero che i segnali più prospettici giunti dalle indagini sono più negativi, e tendenzialmente puntano verso un ulteriore moderato rallentamento del ciclo, ma anche nel 1° trimestre di quest'anno l'economia dovrebbe smentire le attese di recessione (l'indicatore di *Nowcasting GDP* Now della Fed di Atlanta segnala una crescita del 3% t/t ann. nel trimestre in corso, sostanzialmente in linea con i tre mesi precedenti);
- **il processo disinflattivo continua, ma non più velocemente del previsto (circa in linea con le attese):** il CPI di dicembre ha sorpreso lievemente al rialzo (headline: 3,4%, core: 3,9% a/a), ma al contrario il PPI core è stato inferiore al previsto (1,8% a/a), così come il deflatore dei consumi core (2,9% a/a); nel complesso, il deflatore PCE core nel 4° trimestre 2023 si è attestato a 3,15% a/a, circa in linea con il 3,2% previsto dalla Fed a dicembre;
- **il mercato del lavoro si è confermato robusto:** a dicembre i nuovi occupati non agricoli sono aumentati più del previsto e il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 3,7%; per la media dell'ultimo trimestre dello scorso anno, il tasso dei senza-lavoro è risultato pari al 3,7%, lievemente più basso del 3,8% previsto dalla Fed a dicembre; informazioni ancora robuste sul mercato del lavoro sono arrivate anche dal calo delle richieste di sussidi di disoccupazione e dalla dinamica ancora molto sostenuta dei salari (a dicembre, la variazione mensile dei salari orari medi è stata di 0,4%, per una variazione tendenziale in accelerazione di un decimo al 4,1% a/a); altri indicatori mostrano che l'eccesso di domanda sul mercato del lavoro è in riduzione, come risulta dal calo delle assunzioni e del numero di posizioni aperte JOLTS (a 8,79 milioni, il livello più basso da marzo 2021), ma i licenziamenti sono rimasti bassi e le pressioni al rialzo sulle retribuzioni restano sostenute (qualche segnale di raffreddamento è venuto dall'*Indeed Wage Tracker* mentre il *Wage Tracker* della Fed di Atlanta dipinge un quadro di maggiore resilienza, con l'ultima rilevazione ferma al 5,2% a/a).

Nel complesso, emerge un quadro di tenuta del ciclo, di persistenza di un eccesso di domanda sul mercato del lavoro (pur in riduzione) e di lento riassorbimento (come detto, in linea con le attese) delle spinte inflazionistiche. In sintesi, **un quadro con implicazioni più hawkish che dovish** (almeno rispetto alle aspettative di mercato), a nostro avviso.

In effetti, il Beige Book preparato in vista del FOMC di fine gennaio ha indicato che l'attività e le prospettive economiche sono migliorate marginalmente, in un contesto in cui la rigidità del mercato del lavoro e le pressioni sui prezzi hanno continuato a diminuire. La forza dei consumatori durante le festività natalizie è stata un punto a sostegno dell'attività, con una spesa per consumi in linea con le aspettative nella maggior parte dei distretti e sopra le attese in tre distretti. **Le condizioni del mercato del lavoro si sono ulteriormente stabilizzate, nonostante le persistenti difficoltà nell'assunzione di lavoratori con competenze specifiche.** Quasi tutti i distretti hanno riferito segni di raffreddamento nel mercato del lavoro e molte aziende prevedono un ulteriore rallentamento della crescita salariale nell'anno a venire. **I distretti hanno registrato variazioni dei prezzi da lievi a moderate, e la maggior parte delle aziende ha segnalato prezzi dei fattori produttivi stabili o in calo.**

Infine, **le condizioni finanziarie in senso lato si sono fatte meno restrittive negli ultimi mesi, e anzi, secondo il Chicago Fed National Financial Conditions Index, sono oggi espansive** (almeno rispetto alla media storica – si veda Fig. 9).

Sembra esserci consenso nel FOMC sulla direzione della prossima mossa sui tassi, non su entità dei tagli e ritmo del *Quantitative Tightening* (QT)

In questo contesto, nelle ultime settimane diversi membri del FOMC hanno cercato di moderare le aspettative di mercato di tagli ravvicinati dei tassi.

Tra questi, i più *hawkish* sono sembrati Bowman, Waller, Mester e Barkin, che hanno dichiarato, con toni più o meno espliciti, che un'inversione troppo repentina del ciclo di politica monetaria potrebbe mettere a rischio i progressi sul fronte inflattivo. Waller in particolare ha espresso dubbi sia sulla tempistica sia sull'entità dei tagli dei tassi previsti dal mercato per il 2024. Secondo Williams (considerato "neutrale"), dati economici più forti porterebbero i membri del Comitato a frenare sulla tempistica attesa dei tagli dei tassi.

Sul fronte più *dovish*, Bostic (tradizionalmente di orientamento assai vicino alla neutralità, ma che è apparso più propenso a un orientamento accomodante di recente) si è detto aperto alla possibilità di un taglio dei tassi prima di luglio solo se ci sono "convincenti prove" di discesa dei prezzi; secondo il Governatore della Fed di Atlanta, la linea della Fed rimane quella di ridurre i tassi a partire dal 3° trimestre; Bostic ha citato l'inasprimento delle tensioni in Medio Oriente come fattore di rischio (implicitamente inflazionistico) per le catene globali del valore (peraltro, a nostro avviso, l'impatto del recente aumento dei costi di trasporto per l'inflazione USA è sostanzialmente trascurabile; potrebbe diventare tangibile solo se ci fossero ulteriori escalation sul fronte mediorientale, il che rappresenta comunque un rischio al rialzo per la dinamica dei prezzi su scala mondiale). Altre dichiarazioni piuttosto accomodanti sono giunte da Daly.

È pur vero che la composizione dei membri votanti del FOMC quest'anno pare essere più *dovish* rispetto allo scorso anno, per via delle dimissioni del "falco" Bullard e della presenza tra i membri non votanti di due esponenti di orientamento tendenzialmente *hawkish* come Kashkari e Logan (a fronte di una "colomba" come Harker).

In sintesi, sembra esserci all'interno del FOMC unanimità sulla direzione della prossima mossa sui tassi (al ribasso), ma non pare essersi formato un consenso uniforme sulla tempistica del primo taglio e sull'entità dei ribassi attesi nel corso dell'anno, il che non consente a priori di escludere alcuno scenario, e potrebbe far sì che venga mantenuto un approccio totalmente dipendente dai dati e "riunione per riunione".

Sembra essersi aperto un dibattito anche in merito al QT: tale tema sarà senz'altro oggetto di discussione al FOMC di gennaio, ma difficilmente verrà presa una decisione in quanto sono emerse opinioni piuttosto disallineate (ad esempio, Logan si è detta favorevole a considerare un rallentamento del ritmo di vendita degli asset, mentre il QT dovrebbe continuare agli attuali ritmi, o potrebbe essere esteso nel tempo, secondo Williams e Waller).

Sarà cruciale la valutazione degli effetti dei passati rialzi dei tassi

L'evoluzione recente dello scenario sembra avvalorare la tesi di un "soft landing" ovvero di una efficacia della politica monetaria nel contenimento delle spinte inflazionistiche senza conseguenze drammatiche sulla crescita e sul mercato del lavoro.

Un punto cruciale nelle considerazioni della Fed sarà valutare gli effetti su crescita e inflazione dei passati rialzi dei tassi: quanto dell'impatto non è ancora stato "trasmesso"? È possibile che si ottenga la tanto desiderata riduzione delle pressioni inflazionistiche, senza effetti significativi sulla disoccupazione? (come accaduto sinora).

A tal proposito, considerazioni interessanti sono giunte da due studi recenti della Fed, un'analisi della San Francisco Fed del luglio dello scorso anno e un paper di questo mese della Federal Reserve di Atlanta. Il primo studio mette in luce che l'esistenza di una curva di Phillips non lineare,

assieme alle evidenze dalla curva di Beveridge, implica che nel contesto attuale **l'inflazione può diminuire in concomitanza con un "atterraggio morbido" dell'economia se l'allentamento del mercato del lavoro è ottenuto principalmente riducendo i posti di lavoro vacanti** piuttosto che aumentando la disoccupazione. Tuttavia, l'esistenza di una curva di Phillips non lineare o addirittura "a gomito" implica che potenzialmente percorrere l'"ultimo miglio" della lotta contro l'inflazione potrebbe essere più difficoltoso ovvero potrebbe richiedere una stretta monetaria di maggiore entità. L'analisi della Fed di Atlanta fornisce argomentazioni a favore del fatto che la curva diventi significativamente più piatta solo su livelli di inflazione molto bassi, tendenzialmente inferiori al 2%; pertanto, **non vi è evidenza convincente che l'ultimo miglio per riportare l'inflazione al 2% sia più arduo di quelli precedenti**, ed è improbabile che la Fed debba fare uno sforzo straordinario in termini di ulteriore stretta monetaria per raggiungere l'obiettivo; un tale inasprimento aumenterebbe inutilmente il rischio di "hard landing".

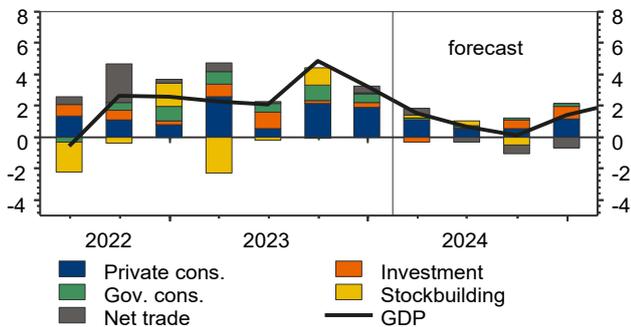
Nel complesso, tali argomentazioni sembrano andare in direzione dovish, a favore di una Fed che continua a considerare il "soft landing" come scenario di base, e valuta come relativamente contenuti i rischi di nuove fiammate inflazionistiche.

Conclusioni

La nostra analisi conduce all'aspettativa che i tassi possano rimanere invariati almeno sino a maggio, e che un primo taglio possa avvenire tra giugno e settembre ovvero più tardi di quanto attualmente (e testardamente) scontano i mercati. Solo in caso di calo più rapido del previsto dell'inflazione (guardando soprattutto al PCE core, e all'inflazione nei servizi), e/o di "hard landing" dell'economia e sensibile rallentamento del mercato del lavoro (con riferimento non solo al ritmo di creazione di nuovi occupati ma anche alla dinamica salariale), è possibile pensare a tagli dei tassi prima di giugno; tale scenario non si può escludere del tutto ma sembra avere al momento una probabilità piuttosto contenuta.

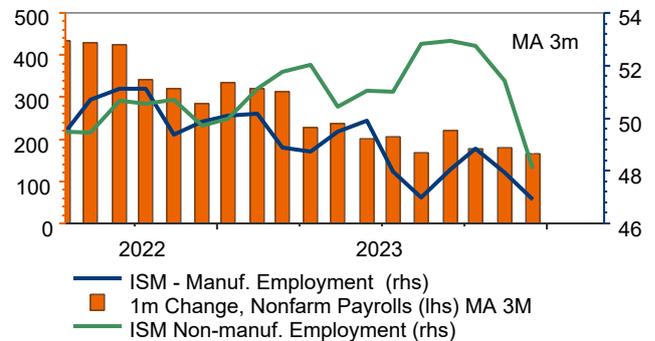
Le nostre previsioni sui fed funds attualmente sono pressoché in linea con quella implicite nel grafico a punti della riunione di dicembre (50/75pb di tagli nel 2024 e 100pb nel 2025), ovvero sensibilmente inferiori alle attese implicite nel mercato. Pensiamo che la Fed, dopo essere stata "dietro la curva" (con il rischio di perdere la sua credibilità) durante la prima fase dello shock inflazionistico, ora preferisca correre il rischio di iniziare a tagliare i tassi tardi piuttosto che troppo prematuramente, a costo, semmai, di intensificare l'entità degli interventi in una seconda fase del ciclo espansivo. In altri termini, **la banca centrale pare disposta ad attendere maggiore evidenza che l'inflazione sia avviata stabilmente verso l'obiettivo** prima di accompagnare il processo disinflazionistico con una riduzione del livello nominale dei tassi finalizzata a non far salire troppo i tassi reali. D'altronde, come si evince dalla figura 1, l'attuale livello dei tassi di policy non supera l'intervallo di stima per R^* (il tasso di interesse naturale ovvero quello "neutrale" per l'economia) ed è solo lievemente superiore a quello suggerito dalle tradizionali regole di Taylor (e questo dopo un lungo periodo di politica monetaria eccessivamente accomodante). Ciò implica, a nostro avviso, che **non vi è fretta nell'intraprendere un ciclo di politica monetaria espansiva.**

Fig. 2 - Il PIL ha sorpreso ancora al rialzo; è atteso un rallentamento ma di entità moderata



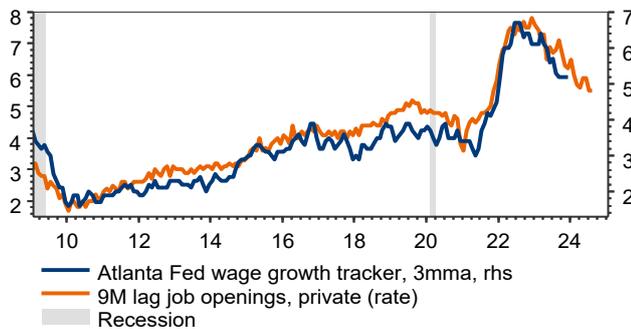
Fonte: BEA

Fig. 3 - Il calo delle intenzioni di assunzione anticipa un ulteriore rallentamento del ritmo di creazione di nuovi posti di lavoro



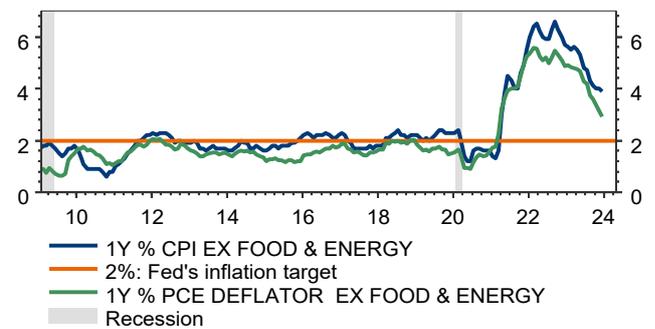
Fonte: BLS, ISM

Fig. 4 - La crescita dei salari è in calo rispetto ai massimi, ma rimane forte



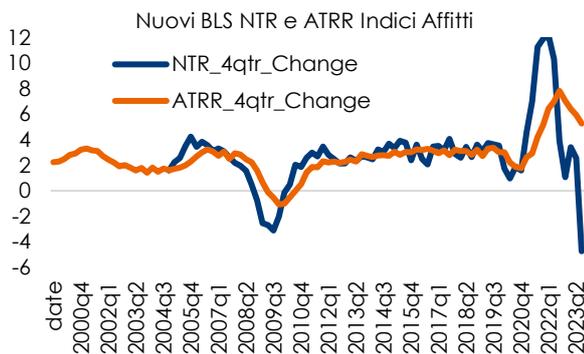
Fonte: Atlanta Fed, BLS

Fig. 5 - Sia il CPI che il PCE core sono in moderazione



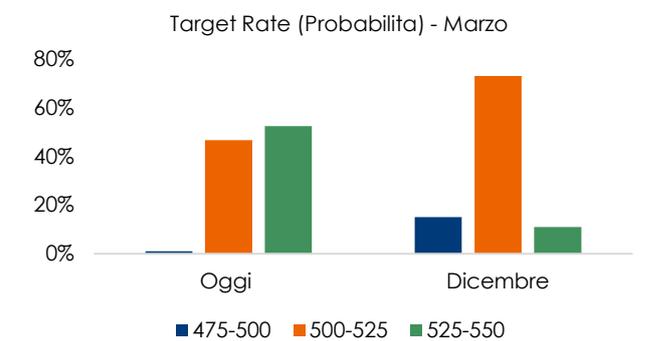
Fonte: BEA, US Census

Fig. 6 - I nuovi Indici BLS New Tenant Rent Index e All Tenant Regressed Rent Index segnalano una discesa del CPI servizi abitativi nei prossimi trimestri



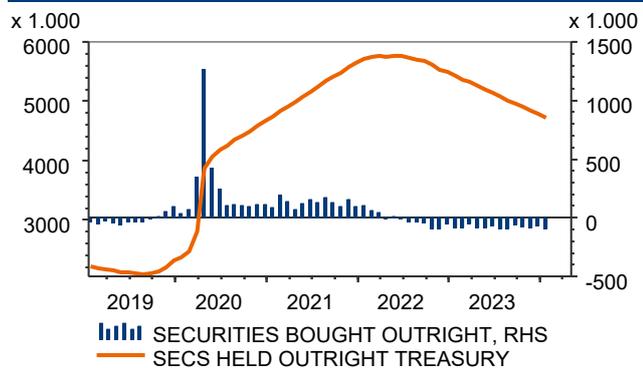
Fonte: [Indici BLS derivato da Indice dei prezzi al consumo \(CPI\) Indagine sulle abitazioni](#) le prime osservazioni dell'indagine dopo che i nuovi inquilini si sono trasferiti nelle unità abitative del campione. NTR misura affitti come se si cambiasse casa ogni trimestre, mentre ATRR è una misura con una portata simile a quella del CPI ma con la metodologia dell'indice NTR, elaborazioni Intesa Sanpaolo, BLS

Fig. 7 - Rispetto alla riunione del FOMC di dicembre, sono decisamente aumentate le attese di mercato di tagli dei tassi entro marzo



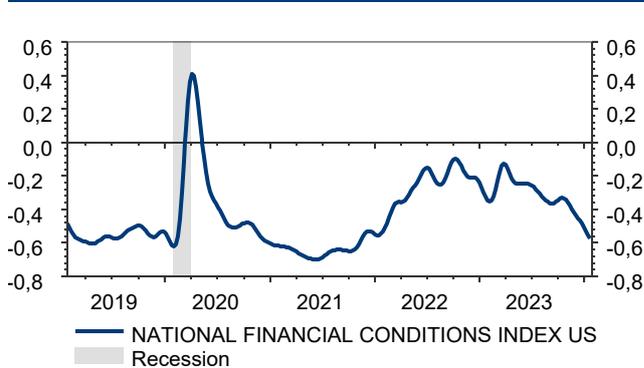
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, [CME dati al 29/01/2024](#)

Fig. 8 – Il bilancio Fed è in via di graduale riduzione: sarà argomento di discussione nel FOMC



Fonte: Federal Reserve

Fig. 9 – Le condizioni finanziarie si sono fatte più espansive nelle ultime settimane



Fonte: Chicago 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., 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

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)
Aniello Dell'Anno
Mario Di Marcantonio
Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com