INTESA SANPAOLO

Macro

Focus Stati Uniti

Fed ancora in attesa, ma preoccupata per il calo troppo lento dell'inflazione

15 marzo 2024

Dalla prossima riunione del FOMC ci attendiamo tassi invariati ma toni del comunicato, e della conferenza-stampa, meno accomodanti rispetto al meeting di gennaio. Le sorprese al rialzo, specie sull'inflazione core, viste nei dati rilasciati dopo l'ultimo FOMC potrebbero indurre alcuni membri a rivedere al rialzo sia le proiezioni di inflazione che quelle sui fed funds rispetto a quanto contenuto nelle Summary of Economic Projections di dicembre. L'altro tema che potrebbe essere oggetto di dibattito al FOMC di marzo è quello della riduzione del bilancio.

Direzione Studi e Ricerche

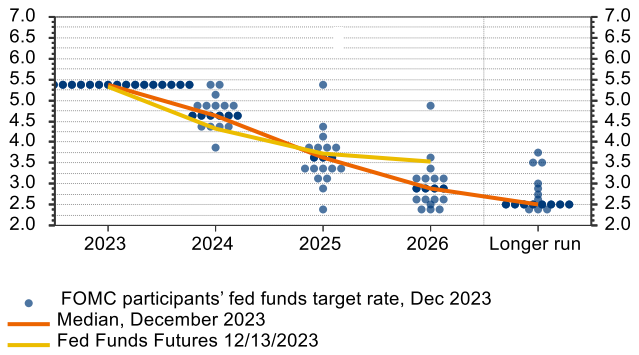
Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Paolo Mameli
Economista

- **Il FOMC del 19-20 marzo 2024 si concluderà ancora con ogni probabilità con tassi sui fed funds invariati** a 5,25-5,50%. **I toni del comunicato, e della conferenza-stampa di Powell, potrebbero essere meno accomodanti** rispetto al FOMC di fine gennaio, visto che le informazioni congiunturali diffuse dopo la scorsa riunione hanno evidenziato sorprese al rialzo sui dati di inflazione, in presenza di un contesto ciclico e occupazionale ancora relativamente robusto.
- **Ciò potrebbe indurre alcuni membri a rivedere al rialzo sia le proiezioni di inflazione che quelle sui fed funds**, rispetto a quanto contenuto nelle Summary of Economic Projections di dicembre. Le revisioni dovrebbero comunque essere di entità contenuta.
- **La Fed dovrebbe in ogni caso mantenere un approccio "riunione per riunione" e dipendente dai dati**, senza vincolarsi a preannunciare una tempistica nemmeno indicativa del momento di inizio del ciclo espansivo.
- Il nostro scenario di base resta quello di un primo taglio dei tassi **il 12 giugno, seguito da altre due mosse da 25 punti-base nel corso del 2024.** Tale scenario richiede però che già dai dati di marzo si registri una significativa moderazione dei dati di inflazione, in assenza della quale anche i membri più *dovish* potrebbero avere difficoltà a sostenere un avvio ravvicinato di un percorso di riduzione dei tassi. In sostanza, **è in crescita la probabilità dello scenario di rischio con un primo taglio a luglio/settembre e solo due interventi da qui a fine anno.**
- L'altro tema che potrebbe essere oggetto di dibattito al FOMC di marzo è quello della **riduzione del bilancio.**

Fig. 1 – Le attese di mercato si sono sostanzialmente allineate a quelle del grafico a punti della Fed di dicembre, almeno per il 2024



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

Tab. 1 – Rispetto alle proiezioni del FOMC di dicembre, è possibile che la mediana delle proiezioni su deflatore e tassi sui fed funds possa salire lievemente (almeno per il 2024)

	Mediana			
Variabile	**2023**	**2024**	**2025**	**Lungo termine**
PIL reale	**2.6**	**1.4**	**1.8**	**1.8**
(Proiezione settembre)	2.1	1.5	1.8	1.8)
Tasso disoccupazione	**3.8**	**4.1**	**4.1**	**4.1**
(Proiezione settembre)	3.8	4.1	4.1	4.0)
Deflatore consumi	**2.8**	**2.4**	**2.1**	**2.0**
(Proiezione settembre)	3.3	2.5	2.2	2.0)
Deflatore core	**3.2**	**2.4**	**2.2**	
(Proiezione settembre)	3.7	2.6	2.3)	
Proiezione sentiero appropriato dei tassi				
Tasso federal funds	**5.4**	**4.6**	**3.6**	**2.5**
(Proiezione settimanale)	5.6	5.1	3.9	2.5)

Nota: proiezioni dei membri del Board della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, dicembre 2023. Fonte: Federal Reserve Board

Il flusso recente di dati ha evidenziato soprattutto sorprese al rialzo sull'inflazione core

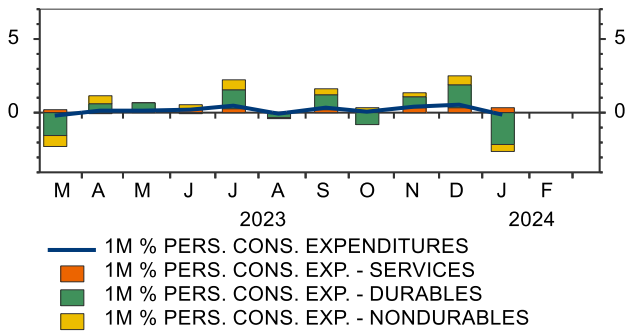
Le **informazioni congiunturali rese note dopo l'ultima riunione** del FOMC hanno evidenziato che:

- **Le sorprese maggiori sono arrivate dai dati di inflazione, che sono risultato superiori al previsto** (almeno per quanto riguarda gli indicatori al netto delle componenti più volatili). Il CPI core è cresciuto sia in gennaio che in febbraio di 0,4% m/m, un numero non coerente con l'obiettivo di stabilità dei prezzi; anche il PPI core ha sorpreso al rialzo. Il dettaglio del CPI mostra che la componente più vischiosa è quella dei servizi, e in particolare, in questa fase, dei servizi non abitativi (0,6% m/m in ciascuno dei primi due mesi dell'anno); inoltre, le spinte inflazionistiche sui servizi sono diffuse e non appaiono concentrate a un singolo comparto o legate a particolari fattori temporanei. A nostro avviso, **è necessario che il CPI core già da marzo torni almeno sui ritmi medi visti nella seconda metà del 2023 (0,2/0,3% m/m) per prefigurare un avvio del ciclo espansivo di politica monetaria già nel 2° trimestre.**
- **La crescita economica rimane sostenuta, sia pure in moderato rallentamento**: l'indicatore di nowcasting GDPNow della Fed di Atlanta segnala una crescita del 2,5% t/t ann. nel 1° trimestre 2024, l'analogo indice elaborato dalla NY Fed vede un 2,1% t/t ann. nel trimestre corrente e un 2,5% nel 2° trimestre. **Emerge in particolare un minor vigore dei consumi**: le vendite al dettaglio dell'aggregato "control group" sono rimaste ferme a febbraio dopo essere calate di -0,3% m/m a gennaio, e sono in rotta per una flessione di un decimo nel trimestre corrente (da 0,7% t/t precedente): sarebbe la prima contrazione dai mesi del lockdown nel 2020. Peraltro, **pare sussistere un residuo stock di extra-risparmi accumulati durante la fase pandemica** e ancora inutilizzati (stimato dalla San Francesco Fed[1] in 112 miliardi lo scorso gennaio), e **anche l'effetto-ricchezza è di supporto**: la ricchezza netta degli americani è salita di circa 8% a/a nel terzo trimestre 2023[2], e stimiamo che la crescita sia rimasta positiva, attorno al 4% a/a, nel primo trimestre del 2024[3].
- **Il mercato del lavoro è in moderato rallentamento, ma rimane solido:** dopo l'ultimo FOMC, sono stati diffusi l'employment report di gennaio e quello di febbraio: il primo ha sorpreso ampiamente al rialzo, il secondo ha mostrato una accelerazione degli occupati a febbraio, ma i dati dei mesi precedenti sono stati ampiamente rivisti al ribasso; inoltre, a febbraio, il tasso di disoccupazione è salito ad un massimo di due anni al 3,9%, e la crescita dei salari ha fatto segnare un minimo da 2 anni (0,1% m/m); le indagini di fiducia delle imprese segnalano un rallentamento della domanda di lavoro non limitato al manifatturiero ma diffuso anche ai servizi, e il tasso di posizioni vacanti, pur rimanendo storicamente elevato, è in diminuzione. In sintesi, **il mercato del lavoro tra fine 2023 e inizio 2024 è stato meno vigoroso di quanto stimato in precedenza, e tutte le misure di disoccupazione e sottoccupazione stanno risalendo dai minimi**; la domanda di lavoro è in rallentamento, e al contempo l'offerta di lavoro è risalita a febbraio, almeno secondo l'indagine sulle famiglie dall'employment report (si tratta di un fattore cruciale, che Powell potrebbe menzionare nella conferenza stampa). Ciò indica che **il ribilanciamento del mercato del lavoro non si è interrotto** (come si poteva sospettare dopo l'employment report di gennaio) ma continua, sia pur lentamente.
- Sul fronte salariale, un recente report della New York Fed[4] mostra che secondo l'indicatore Trend Wage Inflation, **la tendenza per i salari è in moderazione dai picchi di fine 2021 ma potrebbe rimanere storicamente elevata** (una conferma della vischiosità dei salari è giunta anche dall'indice Atlanta Fed's Wage Growth Tracker, rimasto stabile al 5% a/a a febbraio). Il paper della NY Fed "A Measure of Core Wage Inflation" (usato per calcolare il Trend Wage

[1] Abdelrahman and Oliveira (2023a, b, c)
[2] Federal Reserve Z.1 Report
[3] La nostra stima (che riteniamo conservativa) si basa sulla performance di un portafoglio modello composto per il 60% da azioni e per il 40% da obbligazioni, sotto ipotesi di una stabilità dei prezzi immobiliari.
[4] Will the Moderation in Wage Growth Continue? Martin Almuzara, Richard Audoly, Augustin Belin, and Davide Melcangi

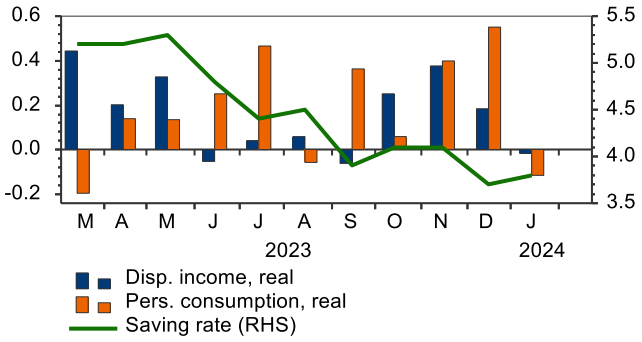
Inflation), analizzando gli episodi di inflazione salariale persistente degli ultimi venticinque anni, mette in luce come la dinamica dei salari sia un fattore determinante dell'inflazione dei servizi, e sottolinea che la componente persistente dell'inflazione salariale si muova come indicatore coincidente del grado di rigidità del mercato del lavoro, un aspetto centrale per le decisioni della politica monetaria della Fed[5].

Fig. 2 – La spesa personale a gennaio è stata affossata dai beni durevoli (anche a causa del maltempo)



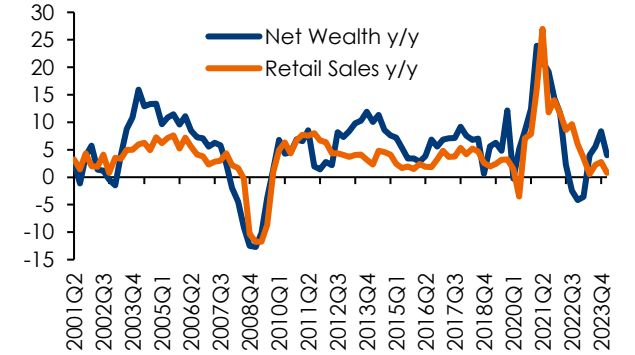
Fonte: BEA

Fig. 3 – Il tasso di risparmio resta vicino ai minimi



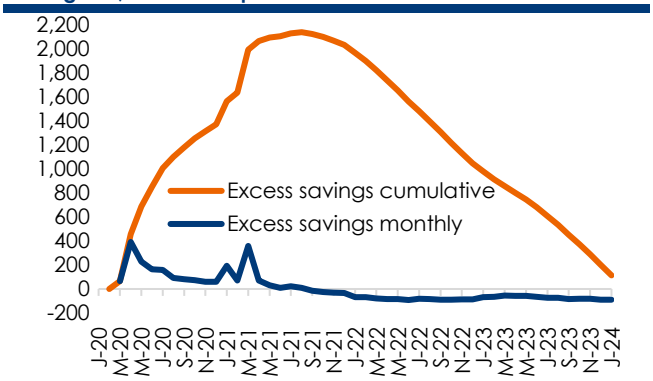
Fonte: BLS

Fig. 4 – La ricchezza netta delle famiglie resta un fattore di supporto ai consumi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, Census, Federal Reserve Z.1 Report

Fig. 5 – Lo stock di extra-risparmi post-pandemici si è fortemente assottigliato, ma resta superiore a 100 miliardi a inizio 2024



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, Fed S.F. Abdelrahman and Oliveira (2023a, b, c)

Il Beige Book preparato in vista del FOMC del 19-20 marzo riporta che l'attività economica complessiva è aumentata leggermente rispetto all'inizio di gennaio. La spesa dei consumatori, in particolare per i beni al dettaglio, ha mostrato una tendenza al ribasso, influenzata anche da una maggiore elasticità ai prezzi. L'occupazione è aumentata ad un ritmo lieve o modesto nella maggior parte dei distretti, con un ulteriore allentamento delle tensioni sul mercato del lavoro. **Quasi tutti i distretti hanno segnalato un miglioramento della disponibilità di manodopera nonostante la crescita dei salari sia proseguita in tutti i distretti, ma a un ritmo più lento**, allineandosi maggiormente alle medie storiche. **Le pressioni sui prezzi sono rimaste, ma alcuni distretti hanno segnalato un certo grado di moderazione dell'inflazione.**

L'indice delle **condizioni finanziarie, secondo il Chicago Fed National Financial Conditions Index, è rimasto stabile in territorio espansivo** (almeno rispetto alla media storica – si veda Fig. 13).

[5] Il modello utilizzato nello studio sfrutta i dati a livello individuale sugli stipendi, ottenuti dalla Current Population Survey (CPS). Ciò consente di isolare la componente persistente ("core") dell'inflazione salariale, offrendo un'indicazione affidabile e aggiornata sull'evoluzione del costo marginale del lavoro.

Il flusso di discorsi dei membri FOMC è stato in media meno *dovish* nell'ultimo mese e mezzo

Dopo la riunione di fine gennaio del FOMC, la comunicazione giunta dai membri del FOMC nei loro interventi è stata mediamente meno accomodante:

- **I toni più *hawkish* sono stati usati da Mester, Waller, Bowman, Cook e Kashkari**, i quali hanno sottolineato la necessità di vedere un'ulteriore riduzione dell'inflazione prima di intraprendere un percorso di tagli dei tassi. **Kashkari in particolare ha preannunciato che, nelle proiezioni sui tassi da comunicare in occasione del prossimo FOMC, sta valutando di ridurre di 25pb l'entità appropriata dei tagli attesi per quest'anno.**
- **La maggioranza dei membri del FOMC, tra cui lo stesso Powell (oltre a Bostic, Williams, Jefferson, Logan), ha usato toni meno restrittivi rispetto al gruppo dei "falchi", ma è sembrata più cauta che nelle settimane precedenti in merito ai tempi dell'allentamento monetario,** ribadendo comunque che se l'economia si evolve come previsto è opportuno ridurre il grado di restrizione. In particolare, **Bostic ha dichiarato di aspettarsi un primo taglio dei tassi nel 3° trimestre e poi una pausa nella riunione successiva**, suggerendo un percorso di allentamento graduale. Il rischio infatti è che la riaccelerazione della domanda innescata da un percorso poco graduale possa rimettere a rischio il processo di ribilanciamento tra domanda e offerta e dunque i progressi sul fronte inflattivo.

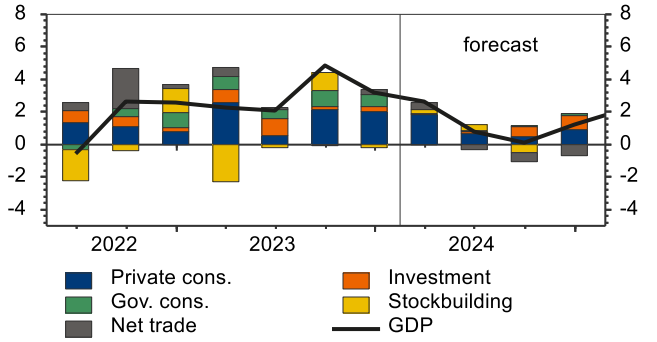
In sintesi, sulla base del flusso di discorsi dell'ultimo mese e mezzo, il nuovo "dot plot" della Fed potrebbe mantenere una dispersione insolitamente elevata. Se un altro policymaker si unisse a Kashkari nel ridurre i tagli attesi dei tassi, ne deriverebbe un aumento della mediana rispetto alle proiezioni di dicembre.

L'altro tema che sarà oggetto di dibattito nel FOMC è quello della riduzione del bilancio, visto che a gennaio una discussione più approfondita su questo punto era stata rimandata alla riunione successiva. Logan, in un recente intervento, ha sottolineato che un ritmo più lento di riduzione del bilancio permetterebbe alla Fed di valutare attentamente quando terminare il processo. Powell ha fatto notare che il FOMC non sta considerando attivamente la questione, ma è aperto a questa discussione quando inizierà la fase di revisione della politica monetaria.

Conclusioni

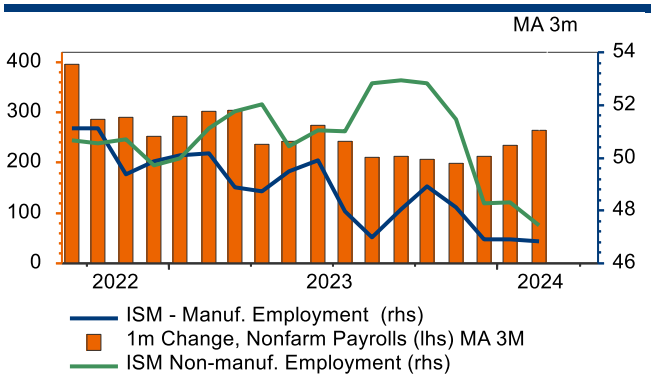
Le nostre previsioni sui fed funds, fino a qualche settimana fa assai più *hawkish* rispetto a quelle di mercato, sono ora vicine alle attuali aspettative degli investitori (che nelle ultime settimane hanno significativamente ridimensionato i tagli attesi quest'anno), **e risultano in linea con quelle implicite nel grafico a punti della riunione di dicembre** (75pb di tagli nel 2024 e 100pb nel 2025). **Tale scenario richiede però che già dai dati di marzo si registri una significativa moderazione dei dati di inflazione**, in assenza della quale anche i membri più *dovish* potrebbero avere difficoltà a sostenere un avvio ravvicinato di un ciclo espansivo. In sostanza, **è in crescita la probabilità dello scenario di rischio con un primo taglio a luglio/settembre e solo due interventi da qui a fine anno.**

Fig. 6 – Il PIL ha sorpreso ancora al rialzo a fine 2023, e potrebbe rimanere relativamente robusto a inizio 2024; è atteso un rallentamento moderato nei prossimi trimestri, guidato da un minor vigore dei consumi



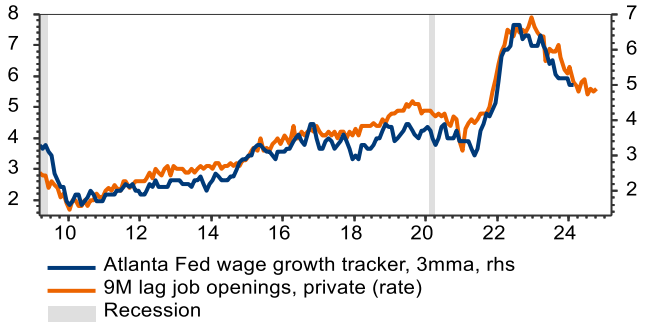
Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Il calo delle intenzioni di assunzione anticipa un minor ritmo di creazione di nuovi posti di lavoro nei prossimi mesi



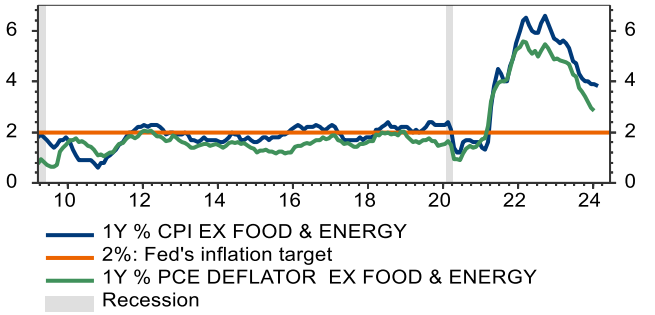
Fonte: BLS, ISM

Fig. 8 – Prosegue, ma a ritmi lenti, il rientro dai picchi dei job openings, e la moderazione della crescita salariale



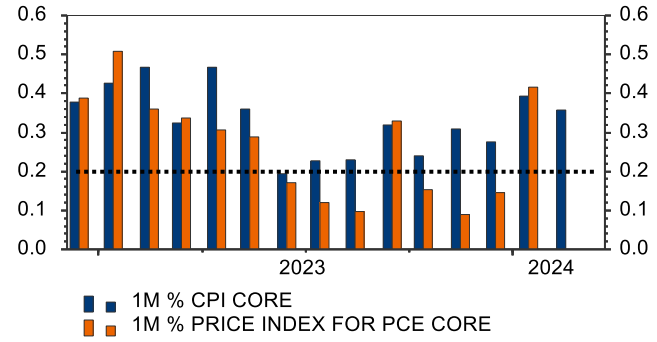
Fonte: Atlanta Fed, BLS

Fig. 9 – Rallenta la discesa del CPI core, si amplia il divario tra PCE e CPI core (complice la componente affitti)



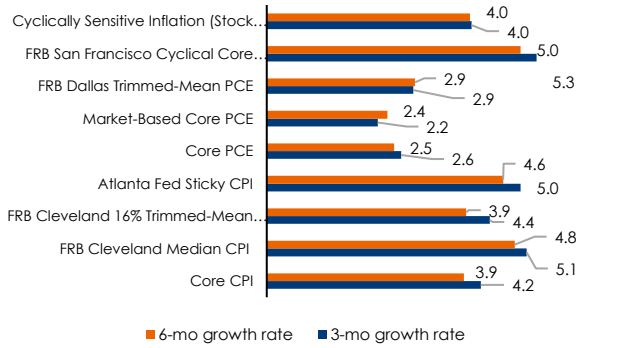
Fonte: BEA, US Census

Fig. 10 – Il CPI core di febbraio è coerente con un PCE core in crescita di 0,3% m/m (con qualche rischio al rialzo)



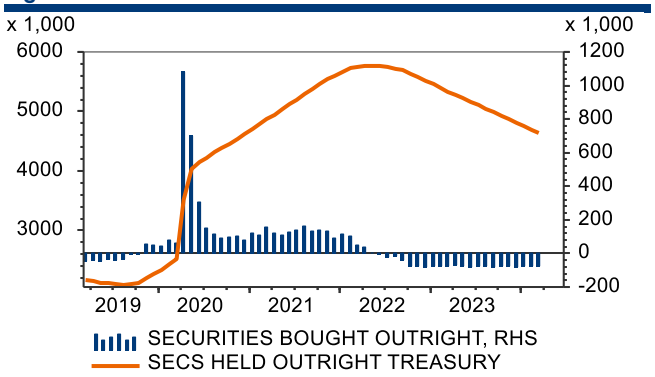
Fonte: BLS

Fig. 11 – Tutte le misure di inflazione mostrano che l'evoluzione negli ultimi mesi non è coerente con il target del 2%



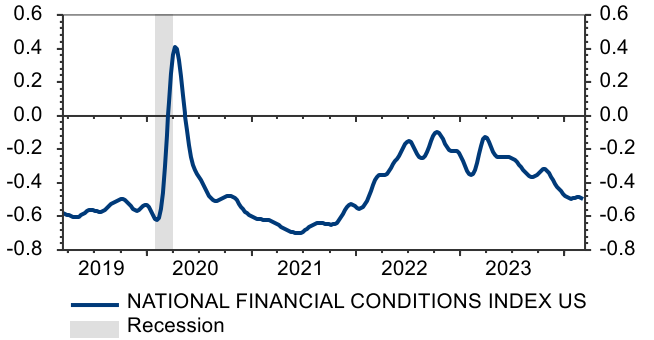
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Atlanta Fed Inflation dashboard

Fig.12 – Il bilancio Fed è in via di graduale riduzione: sarà argomento di discussione nel FOMC di marzo



Fonte: Federal Reserve

Fig. 13 – Dall'ultimo FOMC, le condizioni finanziarie sono rimaste stabili in terreno espansivo



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 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.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis	
Luca Mezzomo (Responsabile)	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Macroeconomic Research	
Paolo Mameli (Responsabile)	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Mario Di Marcantonio	mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	andrea.volpi@intesasanpaolo.com