

Focus Stati Uniti

FOMC: minori tagli dei tassi attesi entro fine anno

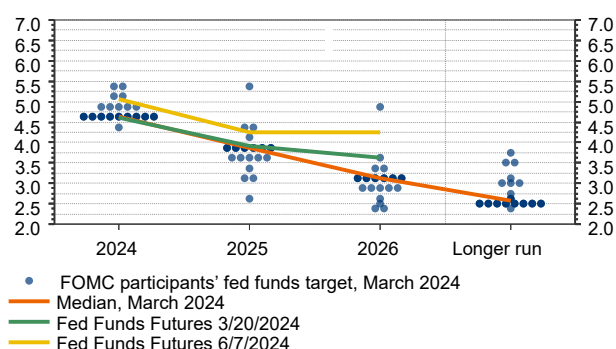
11 giugno 2024

Dalla riunione del FOMC dell'11-12 giugno ci aspettiamo tassi invariati e una comunicazione più accomodante rispetto alla riunione di maggio. L'aggiornamento delle proiezioni economiche dovrebbe mostrare una revisione al rialzo delle stime su inflazione e disoccupazione, e al ribasso delle proiezioni di crescita del PIL. Il grafico a punti dovrebbe spostarsi verso l'alto, con uno o due tagli dei tassi attesi entro la fine del 2024 invece dei tre previsti a marzo. Il nostro scenario di base prevede ancora 50pb di tagli quest'anno, ma ciò richiede ulteriori prove di raffreddamento dell'inflazione nei prossimi mesi.

Nella riunione che si concluderà il 12 giugno, ci attendiamo che il FOMC lascerà i tassi invariati per la settima volta consecutiva al 5,25-5,50%. **I toni del comunicato e della conferenza stampa di Powell potrebbero essere meno hawkish rispetto alla riunione di maggio, soprattutto grazie ai recenti dati che hanno mostrato una moderazione dell'inflazione e della crescita economica.** Powell dovrebbe sottolineare la pazienza della banca centrale in attesa di dati più convincenti, chiarendo al contempo che il FOMC non ha bisogno di aspettare che l'inflazione tocchi il 2% prima di tagliare i tassi con un'economia in rallentamento. **I dati recenti suggeriscono che l'inflazione sta potenzialmente riprendendo la sua tendenza al ribasso**, in particolare nelle sue componenti più vischiose, come i servizi non abitativi (più correlati al costo del lavoro); anche la componente abitativa sta dando segnali di minore slancio. Tuttavia, **l'employment report di maggio, più forte delle attese almeno per quanto riguarda gli occupati, mette in dubbio questo scenario.**

La Fed dovrebbe rivedere al rialzo le Summary of Economic Projections (SEP) relativamente ai tassi di interesse, con il grafico a punti che dovrebbe spostarsi verso l'alto, includendo ora uno o due tagli dei tassi nel 2024, invece dei tre previsti a marzo (Fig. 1), per incorporare proiezioni di inflazione più elevate (di uno o due decimi di punto percentuale per il quarto trimestre 2024). La crescita del PIL potrebbe essere rivista al ribasso (anch'essa di uno/due decimi), mentre le proiezioni sul tasso di disoccupazione potrebbero aumentare marginalmente (Tab. 1).

Fig. 1 - Le aspettative del mercato sui tassi sui fed funds sono aumentate rispetto alla riunione di marzo; ci aspettiamo una revisione al rialzo del grafico a punti



Fonte: Federal Reserve, Refinitiv Eikon Federal Reserve, Refinitiv Eikon

Tab. 1 - Rispetto alle stime di marzo, le proiezioni mediane per il deflatore PCE e il tasso sui fed funds potrebbero essere riviste al rialzo

Variable	Median			
	2024	2025	2026	Long-term
Real GDP ISP Est	2.0	2.0	2.0	1.8
Bloomberg Consensus	1.7	1.9	-	-
March projection	2.1	2.0	2.0	1.8
Unemployment rate ISP Est	4.1	4.1	4.0	4.1
Bloomberg Consensus	4.1	4.1	-	-
March projection	4.0	4.1	4.0	4.1
PCE deflator ISP Est	2.6	2.2	2.0	2.0
Bloomberg Consensus	2.6	2.1	-	-
March projection	2.4	2.2	2.0	2.0
Core PCE deflator ISP Est	2.8	2.2	2.0	-
Bloomberg Consensus	2.8	2.2	-	-
March projection	2.6	2.2	2.0	-
Appropriate path projection of rates				
Federal funds rate ISP Est	4.9	4.1	3.4	3.1
Fed Funds Futures	5.1	4.3	4.2	-
March projection	4.6	3.9	3.1	2.6

Fonte: Intesa Sanpaolo, Bloomberg, Refinitiv Eikon, Federal Reserve

Nonostante i toni più hawkish adottati dai membri del FOMC, **nelle ultime settimane le condizioni finanziarie si sono spostate ulteriormente in territorio accomodante** (Fig. 11). **Dopo l'ultimo FOMC, le aspettative del mercato sui tagli della Fed sono diminuite:** gli operatori di mercato ora prezzano una prima mossa a novembre con una probabilità del 77% e un secondo intervento a dicembre con una probabilità del 46%.

Dalla scorsa riunione del FOMC, si nota una moderazione di crescita e inflazione, ma il mercato del lavoro è rimasto robusto

Le **informazioni economiche rilasciate dopo l'ultima riunione del FOMC** hanno mostrato che:

- **I dati di inflazione di aprile hanno mostrato segnali contrastanti, ma nel complesso lasciano intendere una potenziale ripresa della tendenza al ribasso.** I prezzi sono aumentati dello 0,3% m/m sia per l'indice CPI headline che per quello core, ed entrambi gli indici hanno indicato un rallentamento su base annua (CPI headline al 3,4% dal 3,5% a/a, CPI core al 3,6% dal 3,8% a/a). Il deflatore PCE è aumentato dello 0,26% m/m (2,65% a/a), mentre il PCE core è salito di 0,25% m/m, con un tasso annuo in calo al 2,75% (Fig. 8). **La sorpresa maggiore è venuta dai prezzi dei servizi core escluse le abitazioni, che sono aumentati di appena lo 0,27% m/m ad aprile** (contro lo 0,42% di marzo);
- **l'employment report di maggio (pubblicato il 7 giugno) ha sorpreso in positivo, ma l'indagine sulle famiglie ha offerto una prospettiva più sfumata, indicando un aumento del tasso di disoccupazione al 4%.** Questo incremento potrebbe essere percepito dalla Federal Reserve come un primo segnale di crescente allentamento del mercato del lavoro (Fig. 5). Nonostante l'accelerazione della crescita dei salari (la retribuzione oraria media è aumentata dello 0,4% m/m e del 4,1% a/a a maggio), i dati JOLTS pubblicati all'inizio della scorsa settimana suggeriscono che il processo di riequilibrio tra domanda e offerta sia continuato ad aprile: **il rapporto posti vacanti/disoccupati è sceso a 1,24, appena al di sopra del livello pre-pandemico di 1,2**, suggerendo che il mercato del lavoro, per quanto ancora rigido, si stia riequilibrando (Fig. 7). Potenzialmente stiamo passando da un tratto molto ripido ad uno più piatto della curva di Beveridge, una situazione nella quale il minor numero di posti vacanti è associato a un aumento del tasso di disoccupazione (Fig. 6);
- **i segnali dal ciclo economico puntano verso una moderazione della crescita, compatibile con uno scenario di "atterraggio morbido":** la seconda stima del PIL del 1° trimestre ha visto un rallentamento più ampio del previsto, a 1,3% t/t ann., con la domanda interna che ha mostrato una minore resilienza (consumi in aumento del 2% t/t ann. rispetto alla prima stima di 2,5%; Fig. 2). Il trimestre in corso non pare iniziato con una riaccelerazione, visto che le **vendite al dettaglio di aprile sono calate di -0,3% m/m sull'aggregato "control group"** (il più correlato ai consumi di contabilità nazionale). Inoltre, i dati di aprile hanno mostrato un calo sia per il reddito personale che per la spesa in termini reali (-0,1% m/m entrambi; Fig. 3). Questi dati sono coerenti con l'evidenza di un completo riassorbimento degli extra-risparmi accumulati dallo scoppio della pandemia (che, secondo le stime della Fed di San Francisco, sono calati in territorio negativo; Fig. 4);
- **il Beige Book di maggio** (preparato in vista del prossimo FOMC) **ha evidenziato una crescita economica moderata dall'inizio di aprile alla metà di maggio**, con la maggior parte dei distretti federali che ha segnalato una crescita lieve o modesta, mentre due hanno rilevato una variazione nulla dell'attività. La spesa al dettaglio è rimasta stabile o in leggero aumento, grazie alla maggiore sensibilità ai prezzi. Le vendite di auto sono rimaste pressoché invariate, con alcuni distretti che hanno segnalato l'offerta di incentivi da parte dei produttori per stimolare le vendite. L'industria manifatturiera è rimasta per lo più stabile, ma è diminuita in due distretti. **I tassi d'interesse elevati e le condizioni di credito restrittive hanno limitato la crescita dei prestiti.** L'attività nel settore immobiliare residenziale ha subito un ulteriore rallentamento, mentre il "commercial real estate" si è indebolito. **L'occupazione è cresciuta lievemente, con un miglioramento dell'offerta di lavoro e una moderata crescita dei salari** che si sta normalizzando ai livelli pre-pandemici. **I prezzi sono aumentati moderatamente**, con margini di profitto più ristretti e una crescita prevista nel breve periodo come modesta.

I discorsi dei membri del FOMC sono stati meno accomodanti

Il Presidente Powell (14 maggio) ha espresso attesa per un ritorno dell'inflazione sui bassi livelli visti su base mensile alla fine del 2023. Tuttavia, ha **indicato una minore fiducia in questo esito rispetto al periodo antecedente la diffusione dei dati di inflazione relativi al 1° trimestre**, suggerendo che potrebbe essere necessario più tempo perché il FOMC sia sicuro che l'inflazione scenderà al 2% nel tempo. Powell ha osservato che gli ultimi dati sul PPI sono stati contrastanti, ma ha notato alcuni progressi nel processo di disinflazione all'interno dell'indice PCE "market-based" (Fig. 9 e 10). **Powell ha ribadito che, sulla base dei dati attuali, è improbabile un rialzo dei tassi nella prossima mossa.**

Riassumendo le dichiarazioni rilasciate dai vari membri del FOMC dopo la riunione di maggio, **i toni più hawkish sono stati espressi da: Barr (20 maggio), Waller (21 maggio), Cook (25 marzo), Mester (20 e 21 maggio), Bostic (21 maggio), Logan (10 maggio), Bowman (17 maggio) e Schmid (14 maggio).** Waller ha sottolineato la necessità di attendere alcuni mesi di dati favorevoli sull'inflazione e un indebolimento del mercato del lavoro prima di prendere in considerazione un allentamento. La sua posizione cauta è stata ripresa da altri funzionari con orientamento hawkish: **Mester**, ad esempio, non è più favorevole a tre tagli dei tassi nel 2024, preferendo attendere altri mesi di dati di inflazione in calo. **Bostic** non prevede tagli dei tassi fino al quarto trimestre di quest'anno, anche se ha lasciato aperta la possibilità di dare avvio a un ciclo di allentamento già a settembre.

Williams (15 maggio) ha invece **assunto un tono più dovish, esprimendo un maggiore ottimismo sulle prospettive di inflazione e ribadendo che non vi è alcuna urgenza di allentare la pressione**, in quanto l'attuale stance di politica monetaria risulta appropriato. Gli hanno fatto eco, con dichiarazioni dovish, **Daly** (9 maggio), **Collins** (21 maggio) e **Goolsbee** (15 maggio). In particolare, **Daly** ritiene che tre tagli dei tassi quest'anno siano una base ragionevole, ma rimane in modalità "attendista".

Toni neutrali sono stati espressi da Powell (14 maggio), **Jefferson** (20 maggio), **Barkin** (16 maggio) e **Kashkari** (15 maggio). **Jefferson** richiede più tempo per valutare se il rallentamento della disinflazione sia duraturo. **Barkin** considera positivo il calo dell'inflazione al consumo di aprile, sebbene questa sia ancora lontana dall'obiettivo.

In sintesi, il "grafico a punti" delle proiezioni sui tassi di interesse della Federal Reserve, che riflette le discussioni dell'ultimo mese e mezzo, potrebbe mostrare uno spostamento verso l'alto rispetto a quello di marzo. Le proiezioni sul 2024 dovrebbero essere meno disperse, formando potenzialmente, secondo le nostre valutazioni, **tre gruppi distinti:**

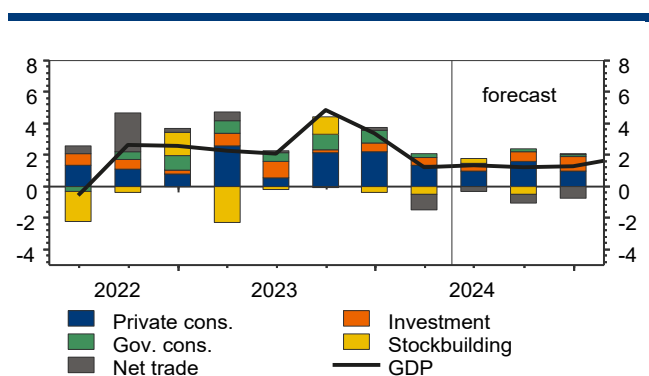
- primo gruppo: composto da 9 membri, tra cui Powell e Williams, prevede di spostare la proiezione del tasso mediano da 4,65% a 4,75%;
- secondo gruppo: guidato da Waller (6 membri), mantiene un atteggiamento più restrittivo: probabilmente alzerà le sue proiezioni da 4,87% a 5,12%;
- terzo gruppo (che rappresenta le opinioni più hawkish): comprende Bowman, Schmid e probabilmente un nuovo membro (Logan); questo gruppo potrebbe attendersi un tasso del 5,37%.

Nel complesso, le proiezioni mediane per il 2024-25 potrebbero essere riviste al rialzo, con un tasso mediano del 4,9% (valore medio dell'intervallo sui fed funds) per la fine di quest'anno e del 4,1% per il 2025 (Fig. 12). In sostanza, la mediana delle proiezioni dei membri del FOMC vedrebbe due tagli dei tassi quest'anno (dai tre previsti in precedenza) e manterrebbe i tre precedenti attesi per l'anno prossimo. Tuttavia, **i rischi sono al rialzo e non possiamo escludere la possibilità che la mediana del grafico a punti incorpori un singolo taglio dei tassi quest'anno.**

Conclusioni

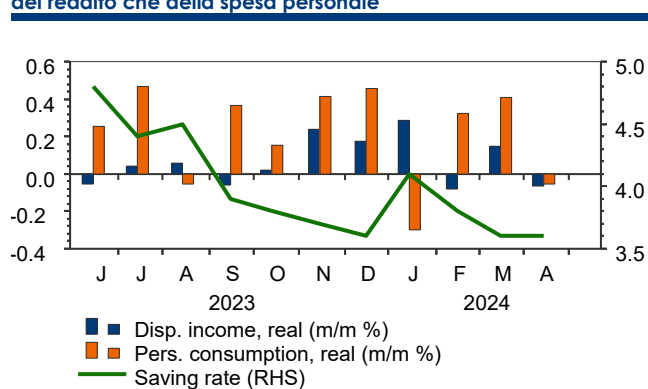
Il presidente Powell ha osservato che "secondo molte, molte misure, la politica monetaria è oggi restrittiva". Tuttavia, i verbali della riunione del FOMC di maggio sono stati più hawkish, indicando che "molti" funzionari erano incerti sul grado di restrittività e **"alcuni" funzionari hanno espresso preoccupazione per l'eccessivo allentamento delle condizioni finanziarie**. Le revisioni delle proiezioni macroeconomiche e del grafico a punti dovrebbero indicare che un taglio dei tassi è ancora possibile prima delle elezioni, anche se probabilmente esso richiede un miglioramento ravvicinato dei dati di inflazione, e verosimilmente un mercato del lavoro che torni ad indebolirsi. **Manteniamo la nostra previsione che la Fed possa attuare due tagli dei tassi quest'anno, con la prima mossa prevista a settembre**. Tuttavia, non si può escludere un solo taglio entro fine anno, soprattutto se il mercato del lavoro rimarrà forte come a maggio, e se i dati relativamente rassicuranti sul deflatore PCE core di aprile non saranno confermati o eventualmente rafforzati nei prossimi mesi. **I dati sul CPI di maggio, previsti per il giorno in cui si conclude il FOMC, saranno cruciali per determinare quale dei due scenari sia più probabile.**

Fig. 2 - È in corso un "atterraggio morbido" per il PIL



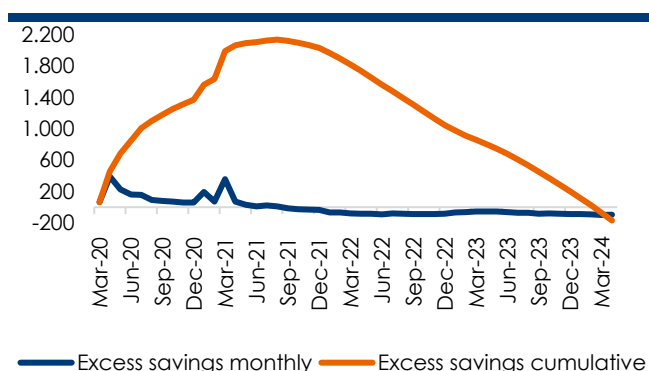
Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - I dati di aprile mostrano un indebolimento della crescita sia del reddito che della spesa personale



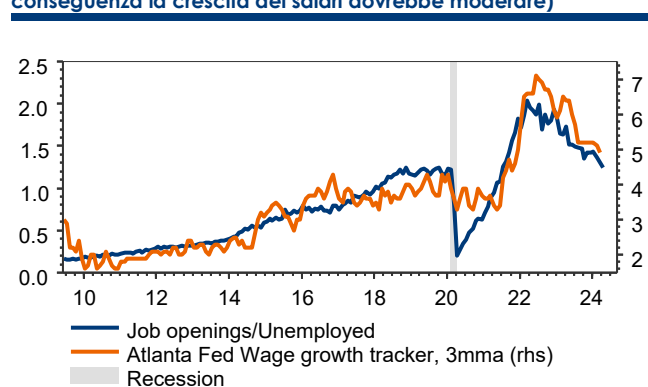
Fonte: BLS

Fig. 4 - Lo stock di extra-risparmi post-pandemici è sceso bruscamente ed è ora negativo



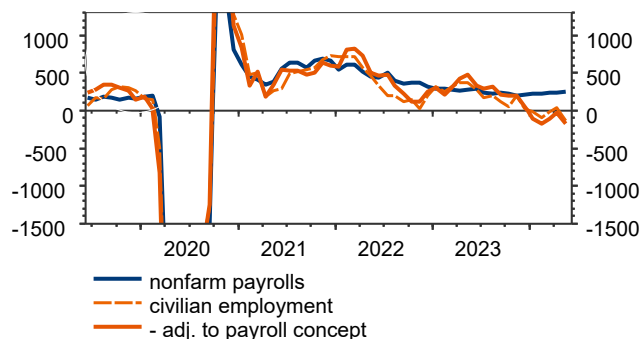
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, Fed S.F. Abdelrahman e Oliveira (2023a, b, c)

Fig. 5 - Il rapporto posti vacanti/disoccupati è sceso ulteriormente in aprile, suggerendo che è in corso un processo di riequilibrio (di conseguenza la crescita dei salari dovrebbe moderare)



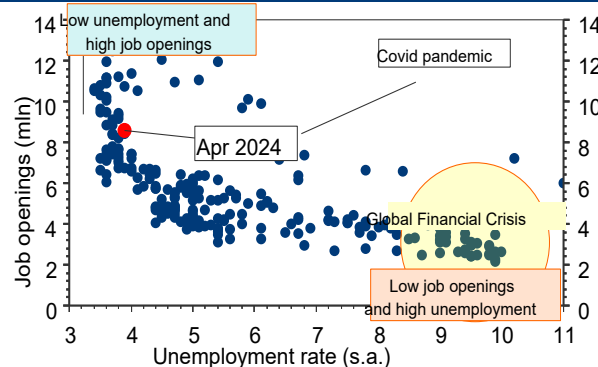
Fonte: Fed di Atlanta, BLS

Fig. 6 - Il crescente divario tra l'indagine sulle famiglie e quella sulle imprese suggerisce che i dati sugli occupati non agricoli potrebbero essere rivisti al ribasso



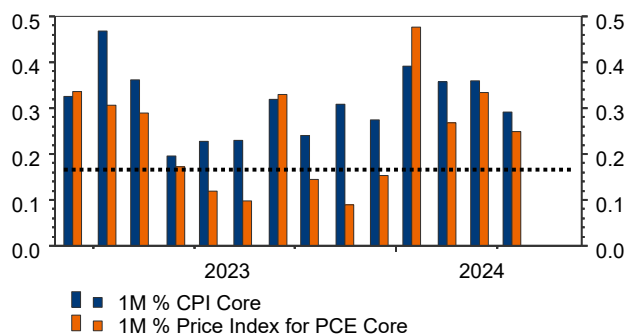
Fonte: BEA, Census USA

Fig. 7 - Potenzialmente stiamo passando da un tratto ripido ad uno più piatto della curva di Beveridge: il minor numero di posti vacanti potrebbe associarsi a un aumento della disoccupazione



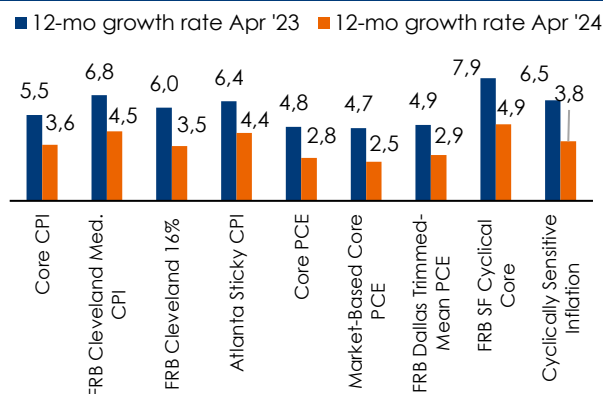
Fonte: BLS

Fig. 8 - I tassi di crescita mensili di CPI e PCE core restano superiori a quelli coerenti con l'obiettivo di inflazione del 2%, ma sono in rallentamento



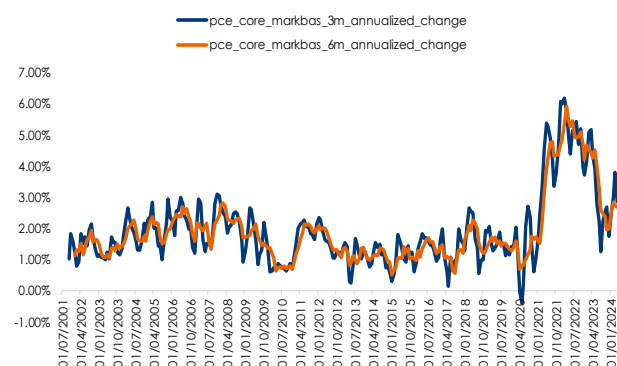
Fonte: BLS

Fig. 9 - Le misure di inflazione alternative mostrano che gli sviluppi degli ultimi mesi non sono ancora coerenti con l'obiettivo del 2%, ma il calo per alcuni indici è più rapido (es. PCE "market-based")



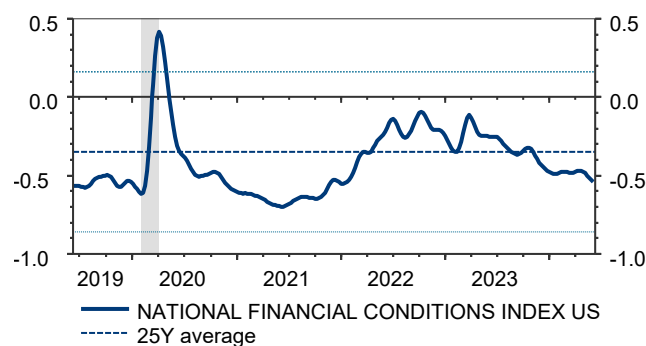
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Atlanta Fed (Inflation dashboard)

Fig. 10 - Il momentum (tasso annualizzato a tre e sei mesi) per il PCE core market-based sta scendendo rapidamente



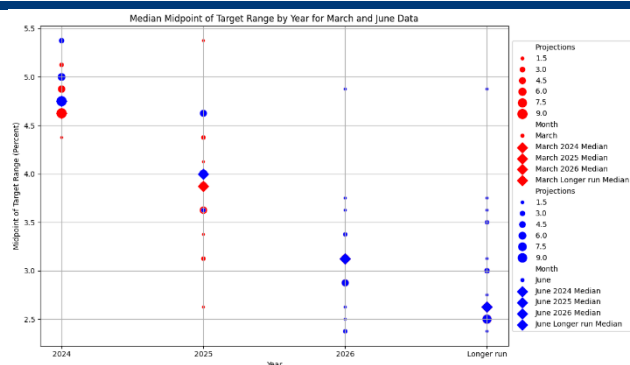
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BEA

Fig. 11 - Le condizioni finanziarie si sono spostate ulteriormente in territorio accomodante



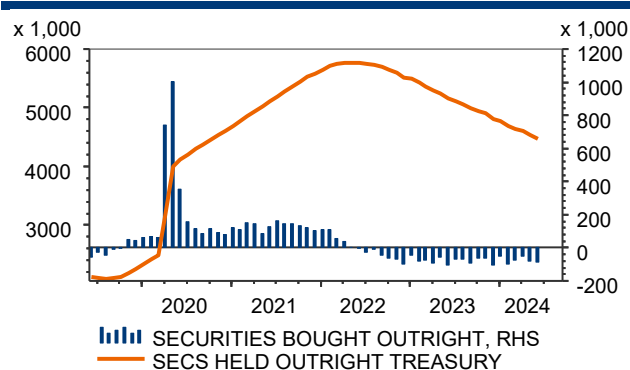
Fonte: Fed di Chicago

Fig. 12 - La mediana delle proiezioni dei tassi dovrebbe salire rispetto a marzo, sia per il 2024 che per il 2025. La dispersione delle stime dovrebbe ridursi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo sulla base del SEP della Federal Reserve di marzo analisi del sentiment dei discorsi dei membri della Fed

Fig. 13 - Il bilancio della Fed sarà gradualmente ridotto a partire dal FOMC di giugno



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BEA

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 da Research Department 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 Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com