

Focus Stati Uniti

**FOMC: il taglio dei tassi resta all'orizzonte, in attesa di conferme sulla moderazione dell'inflazione**

26 luglio 2024

Research Department

Macroeconomic Research

Dal FOMC del 30-31 luglio ci aspettiamo tassi invariati, con un wording più dovish rispetto alla riunione di giugno. Gli ultimi due mesi di dati hanno mostrato una ripresa della tendenza al ribasso dell'inflazione, e un ulteriore "ribilanciamento" del mercato del lavoro, pur con una crescita del PIL ancora resiliente. La Fed potrebbe ribadire di aver bisogno di ulteriori conferme che l'inflazione sia su un sentiero di discesa sostenibile prima di iniziare ad allentare la politica monetaria, ma dovrebbe anche riconoscere i recenti progressi sia sul fronte dei prezzi che su quello del mercato del lavoro. Manteniamo la nostra previsione di un primo taglio dei tassi a settembre e di un secondo allentamento a dicembre.

Nella riunione che si concluderà il 31 luglio, il FOMC dovrebbe mantenere il tasso sui fed funds al 5,25-5,50% per l'ottava sessione consecutiva. Il **comunicato potrebbe subire diversi aggiustamenti**. La descrizione della crescita potrebbe cambiare da "ritmo solido" a "ritmo moderato", ed è probabile anche qualche modifica alla precedente frase "la creazione di posti di lavoro è rimasta forte". Anche i giudizi sull'inflazione potrebbero essere rivisti (da "modesti ulteriori progressi" si potrebbe passare a "ripresa dei progressi" sul fronte disinflattivo). **Il comitato potrebbe anche riconoscere la presenza di rischi duplici**, anziché concentrarsi esclusivamente sui rischi inflattivi.

Mario Di Marcantonio  
Economista - USA

Paolo Mameli  
Economista

Le recenti osservazioni del presidente Powell saranno probabilmente ribadite durante la conferenza stampa, **riflettendo i recenti dati favorevoli sull'inflazione e l'ulteriore normalizzazione del mercato del lavoro**. Il FOMC potrebbe valutare se sia ancora appropriato definire l'inflazione come "elevata". **I dati recenti indicano una ripresa del trend di moderazione dell'inflazione**, soprattutto nelle componenti più persistenti come i **servizi non abitativi**. Più di recente, anche i **servizi abitativi** hanno mostrato una tendenza al ribasso. Tuttavia, per rafforzare questa prospettiva sono probabilmente necessarie ulteriori indicazioni di un raffreddamento del mercato del lavoro.

**Le condizioni finanziarie si sono stabilizzate in territorio accomodante nonostante il tono dovish dei membri del FOMC** (cfr. Fig. 10). **Dall'ultimo FOMC, le aspettative del mercato sui tagli della Fed sono notevolmente aumentate**: gli operatori di mercato stanno ora prezzando pienamente un primo taglio a settembre, e (quasi completamente) un secondo intervento entro novembre e un terzo entro dicembre (quasi 70pb di ribassi entro fine anno).

**Dall'ultimo FOMC, l'inflazione è rallentata, ed è proseguito il "riequilibrio" del mercato del lavoro**

Le **informazioni economiche rilasciate dopo l'ultima riunione del FOMC** hanno mostrato le seguenti indicazioni:

- Il **CPI di giugno è risultato inferiore alle attese, con un calo dell'inflazione headline e una ulteriore moderazione dell'inflazione core**. Il CPI è sceso di -0,1% (m/m), portando la variazione annuale in rallentamento al 3%. L'indice core è aumentato solo dello 0,1% m/m, segnando l'incremento mensile più contenuto dall'agosto 2021, mentre la variazione annuale è scesa al 3,3% a/a, il valore più basso dall'aprile 2021 (cfr. Fig. 8). **I prezzi dei servizi core al netto dei servizi abitativi sono aumentati solo dello 0,1% m/m**, l'incremento più contenuto da agosto 2021, mentre la variazione annuale è scesa al 5,1% a/a. **I servizi abitativi hanno continuato a contribuire in modo significativo all'inflazione, aumentando dello 0,2% m/m e**

del 5,2% a/a, tuttavia i prezzi degli affitti, così come quelli degli affitti figurativi, sono aumentati di 0,3% m/m, l'aumento più contenuto da agosto 2021.

- **A giugno, i nuovi occupati non agricoli sono aumentati lievemente più del previsto** (206k contro 190k attese), **ma le significative revisioni al ribasso dei dati dei mesi precedenti hanno mostrato che il mercato del lavoro negli ultimi mesi è stato meno robusto di quanto indicato in precedenza**. Il tasso di disoccupazione è aumentato a sorpresa di un decimo, al 4,1%, un massimo dal novembre 2021. La crescita dei salari è rallentata allo 0,3% m/m e 3,9% a/a (la variazione annua più bassa da giugno 2021). Secondo i dati JOLTS di maggio, **il rapporto posti vacanti/disoccupati è sceso a 1,22, appena al di sopra del livello pre-pandemico** (cfr. Fig.5). I dati JOLTS di maggio e il rapporto sull'occupazione di giugno confermano l'attuale tendenza al graduale riequilibrio tra domanda e offerta nel mercato del lavoro (cfr. Fig. 7). Sebbene il divario tra l'indagine sulle famiglie e quella sulle imprese si stia riducendo, una possibile revisione al ribasso dei dati sui salari non agricoli nella seconda metà dell'anno non può essere esclusa, e potrebbe fornire maggiore evidenza del processo di normalizzazione lungo la curva di Beveridge (cfr. Fig. 8).
- **Le recenti indicazioni cicliche sono state contrastanti. I dati reali di giugno (in particolare le vendite al dettaglio e la produzione industriale) sono stati più forti del previsto;** la crescita del reddito personale è stata robusta a maggio, e l'effetto ricchezza rimane favorevole (cfr. Fig. 3-4). **La conferma della relativa tenuta dell'economia è arrivata dal PIL del secondo trimestre**, che è aumentato del 2,8% t/t ann. (cfr. Fig. 1), in accelerazione rispetto all'1,4% del primo trimestre. La domanda interna ha mostrato una buona tenuta, con un'accelerazione sia per i consumi (a 2,3% t/t ann. da 1,5% nel primo trimestre) che per gli investimenti privati (8,4% da un precedente 4,4%); gli acquisti interni lordi (un indicatore spesso citato da Powell durante le conferenze stampa del FOMC) sono aumentati di ben 3,5% t/t ann. (da un precedente 2%). **Tuttavia, le indagini di luglio sono state in media deludenti**, e suggeriscono una possibile ripresa della tendenza al ribasso del PIL nel terzo trimestre.
- **Il Beige Book preparato per il FOMC del 30-31 luglio riporta che l'attività economica ha mantenuto un ritmo di crescita lieve o modesto, come nel precedente rapporto. Tuttavia, cinque distretti hanno rilevato un'attività piatta o in calo**, tre in più rispetto al periodo di riferimento precedente. Alcuni distretti hanno rilevato un calo delle vendite di auto, dovuto in parte all'attacco informatico ai concessionari, ma anche ai tassi di interesse ancora elevati. La maggior parte dei distretti ha registrato una domanda debole di prestiti al consumo e alle imprese. Le aspettative per il futuro dell'economia sono di una crescita più lenta nei prossimi sei mesi, a causa dell'incertezza legata alle prossime elezioni, alla politica interna, ai conflitti geopolitici e all'inflazione.

## Il flusso dei discorsi dei membri del FOMC è stato più accomodante

A luglio, il presidente della Fed Jerome Powell ha tenuto **tre discorsi fondamentali**:

- Lo scorso 2 luglio, ha osservato che un ulteriore indebolimento della domanda di lavoro potrebbe innescare un **aumento più significativo della disoccupazione**, man mano che il rapporto posti vacanti/disoccupazione tornerà ai livelli pre-pandemici.
- Nella sua testimonianza semestrale al Congresso (Humphrey-Hawkins del 9-10 luglio), **Powell ha ribadito un approccio interamente dipendente dai dati**, ma ha descritto l'economia come non più "surriscaldata" e il mercato del lavoro come "tornato pienamente in equilibrio", indicando una prospettiva cautamente ottimista condizionata all'arrivo di "altri buoni dati" sull'inflazione.
- Infine, il 15 luglio, Powell ha ribadito che **l'approccio della Fed è basato sui dati, affermando che le decisioni saranno prese "bilanciando i rischi, ora che i due mandati sono vicini all'equilibrio"**, ma ha aggiunto **"siamo ben consapevoli di affrontare ora rischi bilanciati in due direzioni"**. Ha osservato che i dati sull'inflazione del secondo trimestre "rafforzano in una certa misura la fiducia" che l'inflazione si stia muovendo in modo sostenibile verso il 2%,

aggiungendo di considerare gli attuali tassi di politica monetaria **“restrittivi, ma non fortemente restrittivi”**.

Dalla riunione di giugno ad oggi, alcuni membri del FOMC hanno modificati i toni della loro comunicazione: in particolare, Waller (17 luglio) ritiene che **“ci stiamo avvicinando al momento in cui un taglio del tasso ufficiale è giustificato”**. Tuttavia, ha sottolineato la necessità di vedere **“un po' più di prove”** e ha accennato che occorreranno **“nei prossimi due mesi”** dati che confermino la view di un **“atterraggio morbido”**. **Inoltre, Waller ha dichiarato di poter “prevedere un taglio dei tassi in un futuro non troppo lontano” se l’inflazione continuerà a registrare valori simili a quelli di maggio e giugno.**

Toni meno restrittivi sono stati espressi anche da Williams della Fed di New York (17 luglio), che ha dichiarato che **i recenti dati di inflazione sono stati positivi, ma ha sottolineato la necessità di ulteriori conferme prima di prendere in considerazione tagli dei tassi d'interesse**. Secondo Williams, una politica restrittiva rimane appropriata e, anche dopo eventuali riduzioni, i tassi continuerebbero a frenare l'attività economica. Williams ha sottolineato che **i prossimi mesi, in particolare tra luglio e settembre, saranno cruciali per raccogliere dati a sostegno delle decisioni della Fed**, aggiungendo che un taglio dei tassi potrebbe essere giustificato nei prossimi mesi.

**Altri membri della Fed hanno adottato un tono accomodante**, unendosi a Waller e Williams: in particolare, Kugler (17 luglio), Cook (11 luglio), Goolsbee (18 luglio), Musalem (11 luglio) e Barkin (17 luglio: **“discuteremo alla riunione di luglio se sia ancora appropriato descrivere l'inflazione come elevata”**).

Al contrario, **indicazioni ancora hawkish sono venute** da Logan (18 giugno), Kashkari (20 giugno), Bowman (27 giugno), Bostic (27 giugno) e Daly (17 luglio). In particolare, Daly ha sottolineato la necessità di una maggiore fiducia nei dati sull'inflazione prima di prendere in considerazione tagli dei tassi e ha osservato che l'economia non ha ancora raggiunto la stabilità dei prezzi, indicando un approccio cauto all'allentamento della politica monetaria.

In sintesi, gli ultimi commenti dei membri della Federal Reserve suggeriscono che **il “dot plot” di settembre per le proiezioni sui tassi di interesse potrebbe mostrare uno spostamento verso il basso rispetto a giugno**. Riteniamo che la composizione del FOMC rimanga divisa in tre gruppi, con i recenti movimenti, come quello di Waller, che attirano più accoliti nel primo gruppo.

- Primo gruppo: comprende ora 11 membri **da “colombe” a “neutrali”** (erano 8 a giugno), tra cui Powell, Williams e Waller: pensiamo che questi membri possano rivedere al ribasso la loro proiezione del tasso mediano dal 4,875% al 4,75%;
- Secondo gruppo, composto da 4 membri (7 a giugno) con un **atteggiamento moderatamente hawkish**: è probabile che essi rivedano la propria proiezione, dal 5,12% di giugno al 5%;
- Terzo gruppo che rappresenta le opinioni dei **“falchi”**: questo gruppo comprende 4 membri (Bowman, Schmid, Logan e Kashkari): prevediamo che essi possano confermare un tasso del 5,37% a fine 2024, come nelle proiezioni di giugno.

A seguito di questi aggiustamenti, **la mediana delle proiezioni sui tassi per fine 2024 potrebbe essere più bassa, a 4,75%, che implicherebbe da due a tre tagli quest'anno, invece di un solo taglio previsto a giugno** (cfr. Fig. 11).

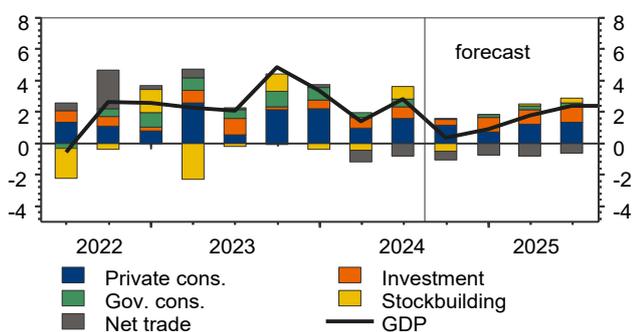
## Conclusioni

Nel complesso, l'attuale panorama economico e i toni moderatamente più accomodanti espressi di recente dalla maggior parte dei policy maker, compreso il governatore Powell, ci sembrano **coerenti con una Fed che, seppur lentamente, sta gradualmente acquisendo maggiore fiducia nel raggiungimento degli obiettivi di inflazione nel medio termine**.

In questa fase, la Fed potrebbe mantenere un approccio relativamente cauto e dipendente dai dati, senza fornire dettagli sulla tempistica dei futuri tagli. Prima della successiva riunione del 17-

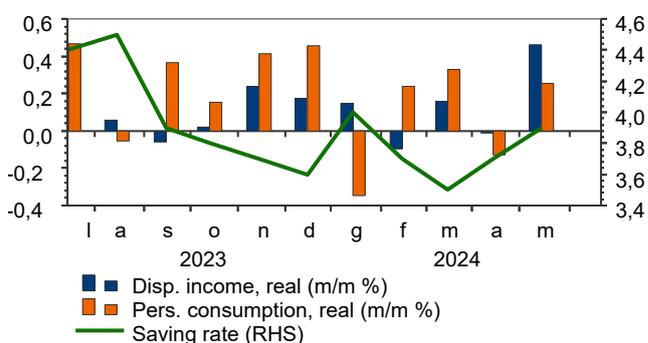
18 settembre, verrà rilasciata un'abbondante quantità di dati, tra cui due serie di indicatori mensili sui prezzi al consumo/deflatori e sull'occupazione. Se, come pensiamo, questo flusso di dati mostrerà un ulteriore arretramento delle pressioni sull'inflazione di fondo e un ulteriore riequilibrio del mercato del lavoro, in tal caso ci sarebbero le condizioni per avviare un ciclo di allentamento a settembre. Il simposio di Jackson Hole in Wyoming del 22-24 agosto fornirà maggiore chiarezza sul futuro percorso dei tassi di policy. **Manteniamo la nostra previsione che la Fed possa decidere due tagli dei tassi quest'anno, con la prima mossa prevista a settembre.** Questa previsione, che fino a poche settimane fa era più dovish rispetto a quella del mercato, è ora diventata leggermente più hawkish (gli investitori ora prezzano quasi interamente tre tagli entro la fine dell'anno).

**Fig. 1 - Il PIL è rimbalzato più del previsto nel secondo trimestre, ma potrebbe tornare a rallentare nei prossimi trimestri**



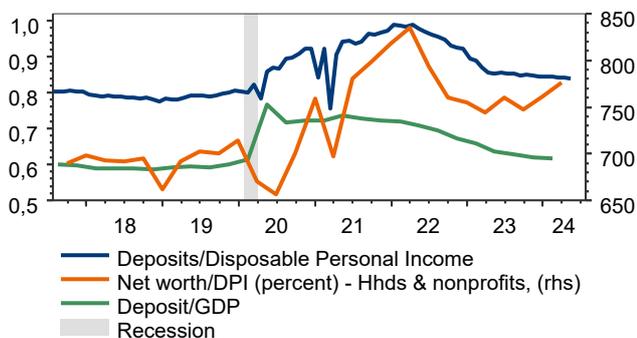
Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA), previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 2 - I dati di maggio mostrano una ripresa della crescita sia del reddito che della spesa personale**



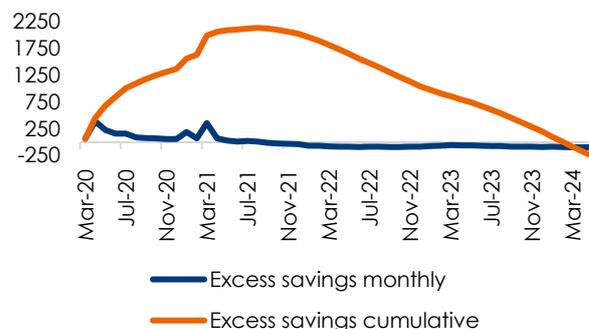
Fonte: BLS

**Fig. 3 - La ricchezza e la liquidità delle famiglie rimangono storicamente elevate...**



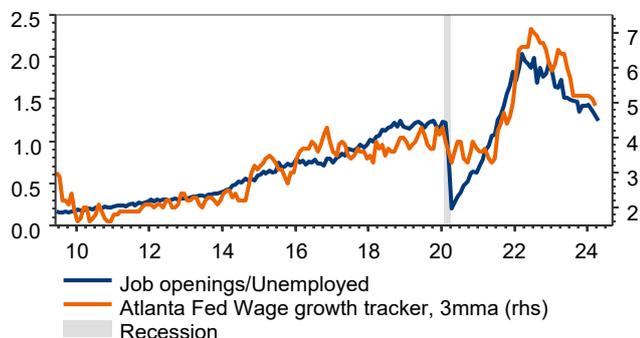
Fonte: Federal Reserve Z1, Bureau of Economic Analysis (BEA)

**Fig. 4 - ... ma lo stock di extra-risparmi post-pandemici è esaurito, ed è in calo in territorio ancor più negativo**



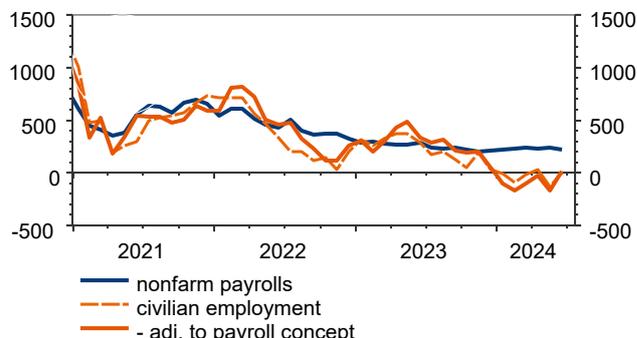
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, Fed S.F. Abdelrahman e Oliveira (2023a, b, c)

**Fig. 5 - Il rapporto tra posti vacanti e disoccupati è vicino ai livelli pre-pandemici**



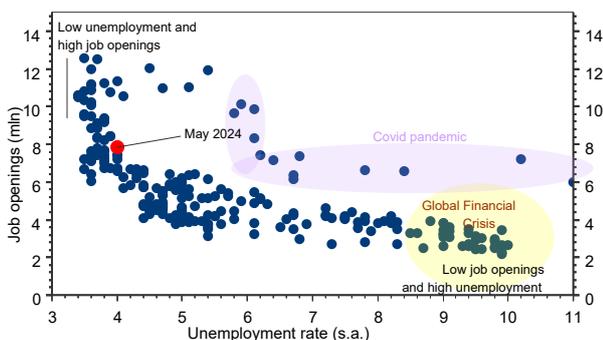
Fonte: Fed di Atlanta, BLS

**Fig. 6 - Il divario tra l'indagine sulle famiglie e quella sulle imprese si sta riducendo**



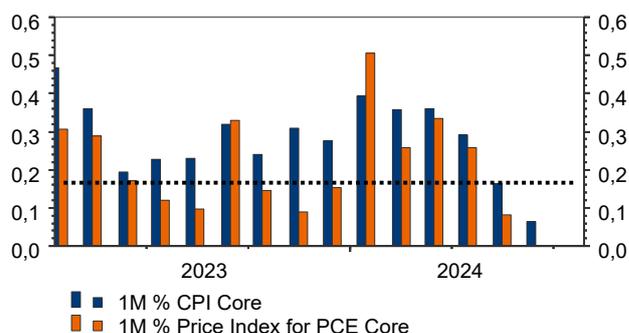
Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA), Censimento USA

**Fig. 7 - Una possibile revisione al ribasso dei dati sugli occupati nella seconda metà dell'anno potrebbe accelerare il processo di normalizzazione lungo la curva di Beveridge**



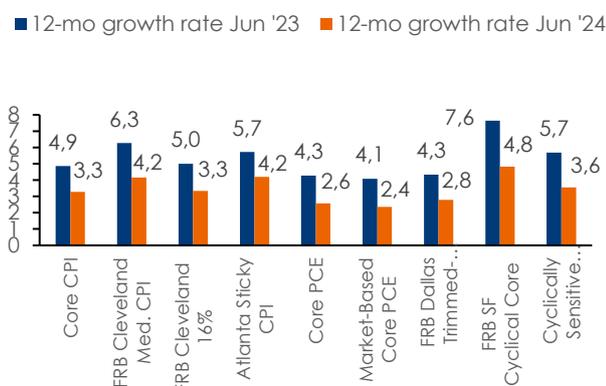
Fonte: BLS

**Fig. 8 - I tassi di crescita mensili di CPI e PCE core sono ora inferiori a quelli coerenti con l'obiettivo di inflazione del 2%**



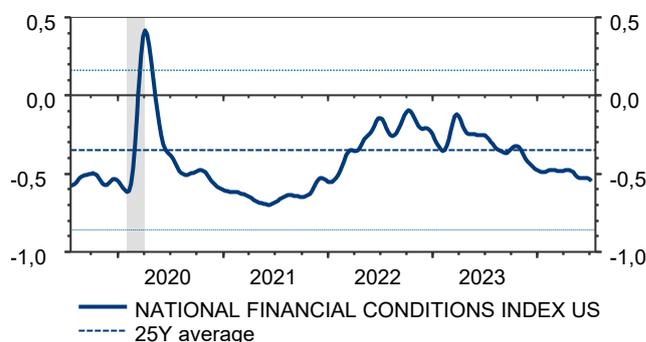
Fonte: BLS

**Fig. 9 - Tutte le misure di inflazione core mostrano che gli sviluppi degli ultimi mesi non sono ancora coerenti con l'obiettivo del 2%, ma il PCE core si sta avvicinando**



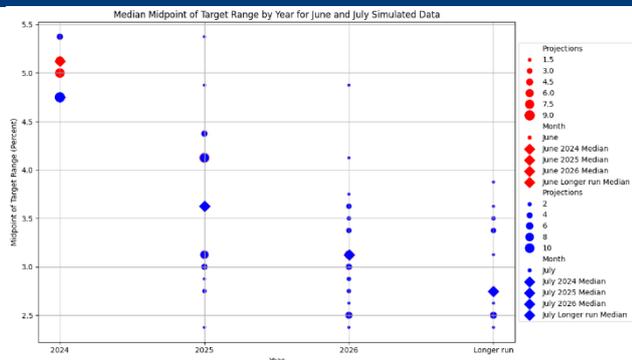
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Atlanta Fed (Inflation dashboard)

**Fig. 10 - Dall'ultimo FOMC, le condizioni finanziarie si sono mosse in territorio ulteriormente accomodante**



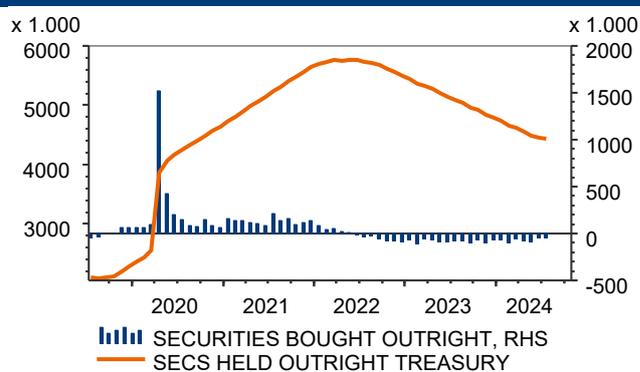
Fonte: Fed di Chicago

**Fig. 11 - La mediana delle proiezioni simulate sui tassi dovrebbe spostarsi verso il basso a settembre rispetto al SEP di giugno**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo sulla base del SEP di giugno della Federal Reserve e della sentiment analysis dei discorsi dei membri della Fed

**Fig. 12 - Il bilancio della Fed è in riduzione**



Fonte: Federal Reserve

## 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 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)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com