

Focus Stati Uniti

FOMC: una svolta difficile, ma improrogabile

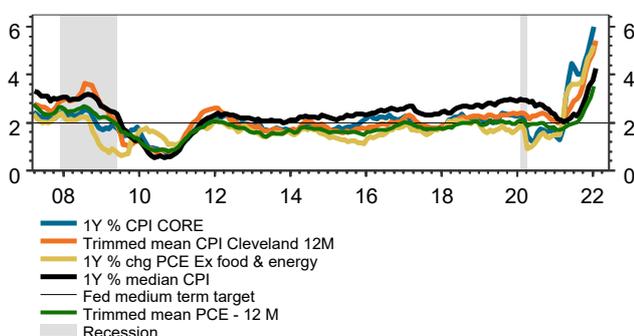
La riunione del FOMC del 15-16 marzo dovrebbe aprire un nuovo ciclo restrittivo della politica monetaria. Lo scenario economico, già da mesi coerente con una svolta rapida sul fronte dei tassi, è ora ulteriormente complicato dal conflitto in Ucraina. A meno di effetti significativi sulla liquidità internazionale, il FOMC dovrebbe procedere con un rialzo del tasso dei fed funds e con la preparazione per la svolta sul bilancio da iniziare entro giugno. L'entità dell'aumento dei tassi è stata "fissata" a 25pb durante l'audizione di Powell, ma il dato del CPI di febbraio e soprattutto gli effetti della guerra in Ucraina sull'inflazione saranno cruciali per il sentiero dei tassi nei prossimi trimestri.

La riunione del FOMC di metà marzo dovrebbe segnare l'inizio del ciclo restrittivo della politica monetaria, con un rialzo dei tassi e maggiori informazioni riguardo a un imminente inizio della riduzione del bilancio. Il consenso per la svolta a marzo appare invariato anche dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. A nostro avviso, le principali **conseguenze della guerra sull'economia americana** si sentiranno sull'inflazione e, sommate al probabile peggioramento dei problemi dell'offerta, **potrebbero determinare addirittura un'accelerazione del sentiero dei tassi**. Tuttavia, andranno monitorate anche le condizioni finanziarie internazionali e le ripercussioni sulle istituzioni bancarie USA, che potrebbero influenzare i piani della Fed. Il FOMC sottolineerà che lo scenario è diventato ancora più incerto e soggetto a eventi geopolitici difficilmente prevedibili, impegnandosi ad agire "come necessario" per raggiungere gli obiettivi del suo mandato duale.

Nelle proiezioni macro, il FOMC dovrebbe rivedere nettamente verso l'alto l'inflazione a fine 2022, e verso il basso il tasso di disoccupazione. Per il 2023, si dovrebbe segnalare un'inflazione core ancora sopra il 2% e un tasso di disoccupazione sempre sotto il livello di più lungo termine, con un probabile ritorno al 2% del deflatore core nel 2024. Con questo scenario, la mediana dei tassi dovrebbe incorporare rialzi vicini a 1,5pp nel 2022. Un elemento cruciale sarà il punto di arrivo atteso per il 2023, che potrebbe essere vicino alla neutralità (2,5%). I toni della conferenza stampa potrebbero essere *hawkish*, soprattutto se le previsioni dei tassi si fermeranno al livello neutrale.

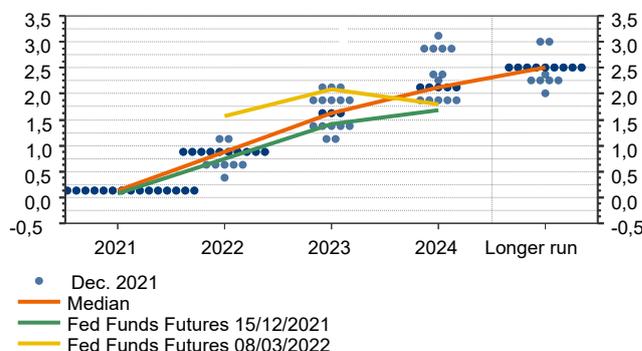
Come è stato già detto, i rialzi non saranno "graduali", con più di una mossa a trimestre. Le nostre previsioni vedono un rialzo di **25pb a marzo, con interventi consecutivi a tutte le riunioni fino a luglio**, e un rialzo atteso nel 2022, pari a 150pb e un punto di arrivo fra 2,5 e 2,75% nel 2023. L'incertezza sulle previsioni è enormemente amplificata dalla guerra, ma a nostro avviso i rischi per i tassi sono ancora verso l'alto, alla luce delle pressioni inflazionistiche crescenti.

Fig. 1 – L'inflazione non può più attendere



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – In arrivo una rivoluzione del grafico a punti



Fonte: Refinitiv-Datastream

9 marzo 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

Il rialzo dei tassi è urgente per fermare la spirale prezzi/salari

Il FOMC ha preparato da mesi la svolta attesa per la riunione di marzo. I dati macroeconomici e gli effetti della guerra in Ucraina hanno reso progressivamente sempre più urgente l'inizio della rimozione dello stimolo monetario, alla luce delle crescenti pressioni inflazionistiche e della diffusione dei rialzi dei prezzi e dei salari. I discorsi recenti e le audizioni di Powell hanno segnalato che il conflitto non modifica la previsione di inizio di un ciclo di rialzi alla prossima riunione. Tuttavia, l'aggravarsi della crisi ucraina rende estremamente incerto il sentiero della politica monetaria.

Gli Stati Uniti dovrebbero risentire in misura limitata delle ripercussioni dirette della guerra in Ucraina in termini di crescita, grazie alla scarsa esposizione commerciale e finanziaria verso la Russia e ai flussi internazionali netti di materie prime energetiche e agricole. Lo shock dovrebbe essere assorbito senza far deragliare la ripresa e probabilmente anche senza modificare in misura sostanziale lo scenario di rimozione dello stimolo monetario atteso prima dell'invasione russa dell'Ucraina.

Il principale impatto della guerra sull'economia USA dovrebbe riguardare l'inflazione, attraverso l'aumento dei prezzi delle materie prime energetiche e agricole e il peggioramento delle strozzature all'offerta. Le conseguenze del rialzo dei prezzi si dovrebbero tradurre in una redistribuzione di reddito a livello domestico, con una perdita di potere d'acquisto delle famiglie, a fronte di maggiore reddito nei comparti dell'energia e dell'agricoltura.

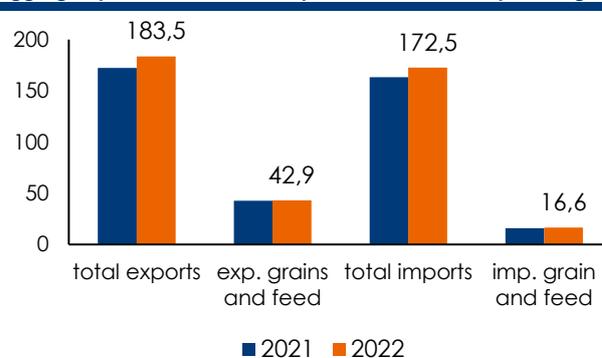
Gli Stati Uniti sono **esportatori netti di petrolio** e la bilancia energetica complessiva nel 2022 dovrebbe essere in modesto deficit per via di prodotti petroliferi diversi dal greggio. Inoltre, le esportazioni di **gas naturale** sono raddoppiate nel 2021, salendo al 10% della produzione domestica, e sono previste dall'Energy Information Agency in ulteriore espansione, per via del crescente divario di prezzo fra USA e Europa, in forte aumento. Il blocco delle importazioni di prodotti energetici dalla Russia (pari al 7,9% del totale) dovrebbe avere effetti contenuti. Per quanto riguarda il **comparto agricolo**, gli USA sono esportatori netti. Il Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA) prevede per il 2022 un ulteriore aumento dell'ampio saldo positivo nel comparto "cereali e mangimi", stimato a 26,3 mld di dollari. Ipotizzando due scenari avversi sul prezzo del petrolio, a 120 dollari e 150 dollari fino a giugno, con una riduzione successiva verso 75 dollari nel 2023, l'impatto stimato con il modello di Oxford Economic Forecasting è modesto per la crescita (-0,2% e -0,4% nel 2022), mentre quello sull'inflazione è significativo, con un picco intorno al 9% nel 2° trimestre nello scenario 150 dollari e oltre l'8% a/a nel caso 120 dollari (v. Tab. 2).

Tab. 1 – L'esposizione degli Stati Uniti agli scambi commerciali e finanziari con la Russia e l'Ucraina è limitata

	Russia	Ukraine
Exports	6.4	2.5
% total	0.30%	0.10%
Imports	29.7	1.9
% total	0.10%	0.10%
bank exposure	14.7	1.7
% bank exposure	0.30%	0%

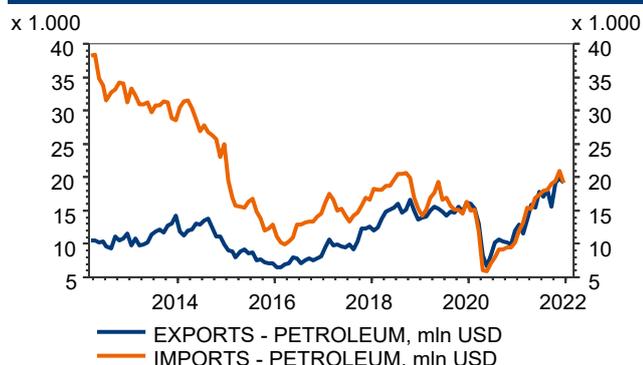
Nota: dati in mld di dollari. Fonte: Census Bureau, BRI

Fig. 3 – Gli USA sono esportatori netti di cereali, con effetti aggregati positivi dal rialzo dei prezzi delle materie prime agricole



Note: per il 2022, previsioni USDA; dati in mld di dollari. Fonte: USDA

Fig. 4 – Il saldo delle esportazioni nette di petrolio è circa nullo, l'import dalla Russia di gas e petrolio è circa il 3% del totale



Fonte: Refinitiv-Datastream

Tab. 2 – Possibile picco dell'inflazione oltre il 9% a/a con uno shock petrolifero, in parte già in atto

	Delta				Livelli		
	GDP 120	GDP 150	CPI 120	CPI 150	CPI base	CPI 120 % y/y	CPI 150 % y/y
Mar-22	-0.3	-0.3	0.4	0.4	7.5	7.9	7.9
Jun-22	-0.7	-1.4	1.1	2.0	6.4	7.5	8.4
Sep-22	-0.2	-0.3	0.9	1.3	5.5	6.4	6.8
Dec-22	0.4	0.1	-0.1	0.5	4.3	4.2	4.8
Mar-23	0.4	0.4	-0.9	-0.2	3.2	2.3	3.0
Jun-23	0.4	0.2	-1.8	-1.9	3.0	1.2	1.1
Sep-23	0.0	-0.2	-1.4	-1.1	2.8	1.4	1.7
Dec-23	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	2.7	2.5	2.3
2022	-0.2	-0.4	0.6	1.0	5.8	6.4	6.8
2023	0.2	0.0	-1.1	-0.9	2.8	1.7	1.9

Nota: Scenari 120 e 150 definiti con prezzo del petrolio a 120 USD o 150 USD nel 2° trimestre, in calo a 100 nel 3° trimestre, a 80 nel 4° e a 75 nel 2023. CPI base: prev. ISP a inizio marzo, probabili revisioni verso l'alto. GDP 120 e GDP 150= differenze fra crescita t/t ann. negli scenari 120 e 150 rispetto a scenario base. CPI 120 e CPI 150= differenze CPI a/a 120 e 150 rispetto a CPI a/a base. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo e simulazioni con il modello Oxford Economic Forecasting

Il **comunicato e la conferenza stampa** di Powell dovrebbero rilevare il raggiungimento delle condizioni per la svolta dei tassi, sia sul fronte dell'inflazione sia su quello della massima occupazione, e registrare l'andamento positivo della crescita e del mercato del lavoro, pur sottolineando l'enorme incertezza causata dalla guerra. Il focus della comunicazione sarà su due fronti: le proiezioni macro e dei tassi da un lato, ed eventuali nuove informazioni su tempi e modi della futura riduzione del bilancio.

Anche **la Fed prevede un significativo incremento dell'inflazione** in seguito al rialzo dei prezzi delle materie prime e ai nuovi colli di bottiglia dal lato dell'offerta. Powell ha dichiarato che "vedremo pressioni verso l'alto sull'inflazione almeno per un po'", con possibili rischi per la stabilità delle aspettative. Pur notando che tipicamente una Banca centrale non risponderebbe a shock di questo tipo, secondo Powell, con l'inflazione attuale già molto elevata, la Fed potrebbe avere difficoltà a ignorarne gli effetti, per il timore che le aspettative di inflazione si disancorino. L'escalation del conflitto e la correzione dei mercati azionari, se estese, potrebbero però agire come fattore autonomo di riduzione della domanda e modificare il percorso della politica monetaria, che è quindi soggetto a un'incertezza crescente.

Per quanto riguarda le **proiezioni macro**, la revisione più macroscopica dovrebbe essere quella dell'inflazione a fine 2022. Alla luce dell'andamento dei prezzi delle materie prime, sotto ipotesi conservative, l'inflazione potrebbe essere rivista di quasi 1pp a fine 2022, verso 4,5% a/a per l'indice headline e almeno 3,5% a/a per il core, con rialzi di qualche decimo per il 2023. Anche il **tasso di disoccupazione** alla fine del 2022 potrebbe subire revisioni, questa volta verso il basso, verso il 3%, ipotizzando un persistente eccesso di domanda sul mercato del lavoro. Per la crescita, l'impulso fiscale negativo, l'inflazione elevata e la correzione dei mercati potrebbero determinare una limatura verso il basso di circa 0,5pp, senza però modificare l'aspettativa di espansione ancora sopra il potenziale.

La nuova valutazione dello scenario macro sarà la base per un **grafico a punti** radicalmente modificato rispetto a dicembre. Quanti rialzi saranno previsti per il 2022? Powell ha dichiarato che proporrà **un rialzo di 25pb a marzo, ma ha ribadito che il ritmo dei rialzi si adatterà all'evoluzione dei dati**. La Fed prevedeva il picco dell'inflazione nei prossimi mesi e un successivo rallentamento sulla scia della svolta della politica monetaria e della riduzione del deficit federale e del miglioramento dei vincoli all'offerta. Tuttavia, se queste previsioni non si realizzeranno, secondo Powell la Fed non esiterebbe ad adeguare il sentiero dei tassi verso l'alto. Powell ha

Nuove proiezioni macro, crescente incertezza

Il grafico a punti rileverà che il mondo è cambiato rispetto a dicembre

detto, come molti altri nel Comitato, che rivaluterà lo scenario dei tassi dopo aver visto **se entro metà anno l'inflazione mensile effettivamente si porterà su un sentiero coerente con il raggiungimento dell'obiettivo sui prezzi**. Nei discorsi recenti era emerso un consenso diffuso per **rialzi a riunioni consecutive** in primavera, che potrebbero determinare aumenti dei tassi per circa 100pb entro l'estate, quando dovrebbe iniziare la riduzione del bilancio, e per una concentrazione degli interventi nella prima parte del ciclo. Ipotizzando un ritmo più lento in autunno, il grafico a punti potrebbe incorporare l'equivalente di 5 o 6 rialzi entro fine 2022, con tassi fra 1,4% e 1,6%, vicini ai livelli che a dicembre erano previsti per fine 2023 (1,6%, v. Tab. 3). Le nuove previsioni potrebbero portare i tassi verso il 2,5% (tasso neutrale nelle stime del FOMC) nel 2023, segnando la conclusione del ciclo l'anno prossimo.

Un elemento cruciale delle nuove previsioni sarà il **punto di arrivo**, che a dicembre era atteso a 2,25%, poco sotto la neutralità. La conferenza stampa dovrebbe sottolineare la **condizionalità delle previsioni all'andamento dell'inflazione nella seconda metà dell'anno**, e ribadire i rischi di trasmissione dell'inflazione più elevata ai salari. Per la Fed sarà difficile alzare i tassi e portarli potenzialmente in territorio restrittivo, ma le condizioni di partenza in questo ciclo sono particolarmente rischiose per un eventuale disancoraggio delle aspettative. L'inflazione è non solo elevata e in ulteriore aumento, ma anche diffusa alla maggior parte dei settori (v. Figg. 1 e 5). L'eccesso di domanda di manodopera, difficilmente risolvibile nel corso del 2022, amplifica i rischi attraverso la spirale salari/prezzi già in atto.

Pertanto, nonostante l'incertezza e le possibili conseguenze della guerra, **Powell dovrebbe usare toni relativamente hawkish**, soprattutto se la previsione mediana dei tassi si manterrà intorno alla neutralità, per segnalare l'impegno a riportare l'inflazione sotto controllo a ogni costo.

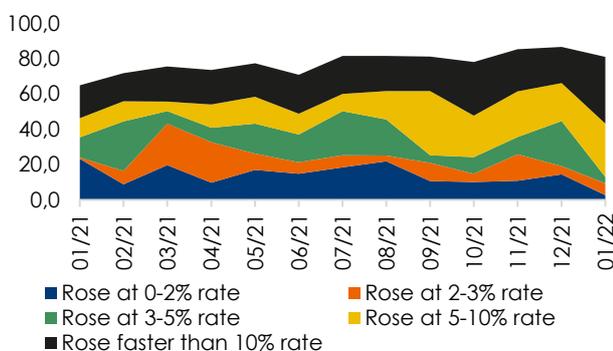
Per quanto riguarda la **riduzione del bilancio**, lo staff potrebbe avere predisposto uno schema di azione, che potrebbe prevedere scadenze non reinvestite intorno a 100 mld al mese a partire da giugno. Il lavoro della Fed su questo fronte potrebbe essere complicato da un aumento delle operazioni di swap con le altre banche centrali in questa fase di crisi. La relativa stabilità delle condizioni di liquidità per ora non segnala ostacoli all'avvio del processo di rientro del livello del bilancio della Fed.

In conclusione, dopo le dichiarazioni di Powell sull'entità del primo rialzo, abbiamo modificato le nostre previsioni, che ora vedono un rialzo di **25pb a marzo, con interventi consecutivi nelle riunioni successive**, mantenendo invariato il rialzo atteso nel 2022, pari a 150pb. Consideriamo possibili **due alternative**: o rialzi di 25pb fino a luglio o un aumento di 50pb in primavera, alla luce dell'ulteriore probabile accelerazione dell'inflazione, esacerbata dalle conseguenze della guerra Russia-Ucraina.

**Riduzione del bilancio:
probabile inizio a giugno**

**Prevediamo rialzi per 150pb
nel 2022, con l'intervallo dei
tassi a 1,50-1,75% a
dicembre, e a 2,25-2,5% nel
2023**

Fig. 5 – A gennaio il 68,1% della spesa in consumi ha registrato aumenti dei prezzi superiori a 5% ann.



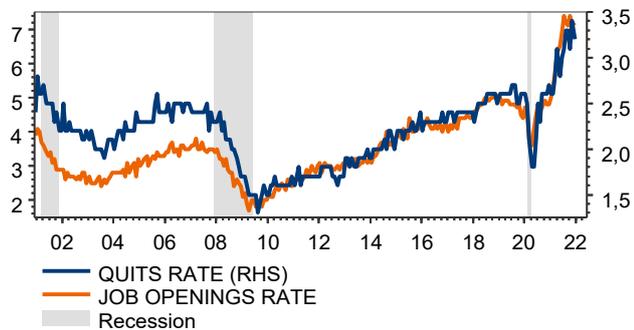
Fonte: Dallas Fed

Tab. 3 – Proiezioni macroeconomiche dei membri del Board of Governors e dei presidenti delle Fed regionali – dicembre 2021

Variable	Median				
	2021	2022	2023	2024	Longer run
Real GDP	5.5	4.0	2.2	2.0	1.8
Sept. projection	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8
Unemployment rate	4.3	3.5	3.5	3.5	4.0
Sept. projection	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
PCE inflation	5.3	2.6	2.3	2.1	2.0
Sept. projection	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
Core PCE inflation	4.4	2.7	2.3	2.1	
Sept. projection	3.7	2.3	2.2	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	0.1	0.9	1.6	2.1	2.5
Sept. projection	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5

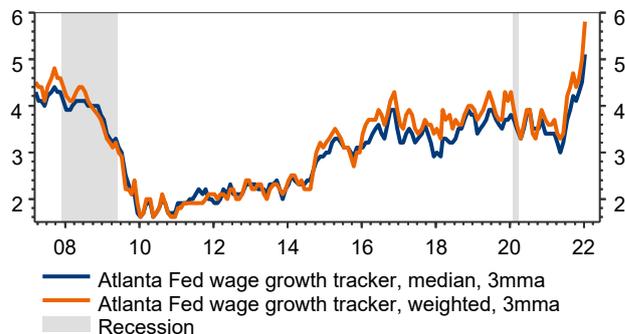
Fonte: Federal Reserve Board

Fig. 6 – L'eccesso di domanda di lavoro non accenna a ridursi



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 7 – L'impennata dei salari sta accelerando e si è ormai diffusa a tutte le tipologie di occupati e a tutti i settori



Fonte: Refinitiv-Datastream

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-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 Spa 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

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasnpaolo.com

International Economics

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com
---------------	-------	---------------------------------