

Focus Area euro
BCE: tempo di passaggio di consegne, non di nuove misure
22 ottobre 2019

Fra ottobre e dicembre la BCE sarà concentrata sulla massiccia rotazione all'interno del comitato esecutivo e sull'implementazione del pacchetto di settembre. Non sono da attendersi nuove misure, malgrado l'economia continui a deludere.

Direzione Studi e Ricerche

Dopo l'annuncio di un ampio e controverso pacchetto di misure di stimolo il 12 settembre, il Consiglio Direttivo della BCE dovrebbe ora concentrarsi sui passaggi di consegne che avverranno nel comitato esecutivo nei prossimi due mesi. Ben tre membri, incluso il Presidente, stanno per cambiare.

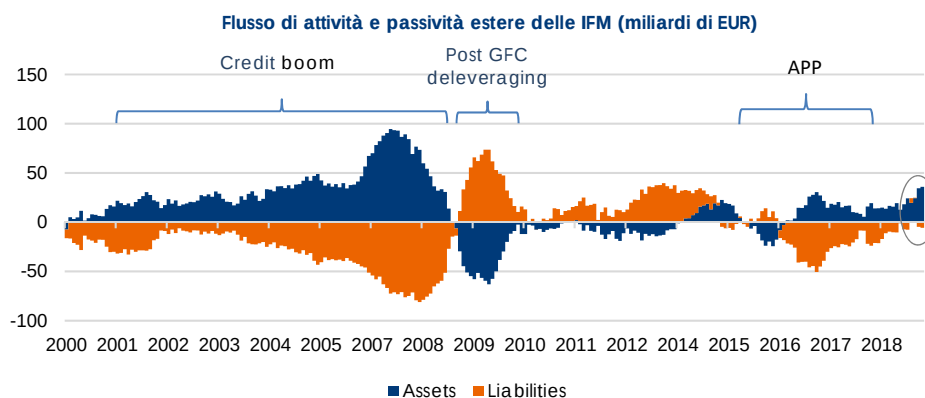
Macroeconomic and Fixed Income Research

L'andamento dei dati dal 12 settembre è stato di nuovo deludente. Non ci sono ancora segnali di riaccelerazione dell'economia reale. Anzi, il calo del manifatturiero sta contagiando i servizi.

Luca Mezzomo
Responsabile

Una lunga pausa sarebbe giustificata anche dalla considerazione che serviranno molti mesi prima che si possa valutare l'effetto delle misure di politica monetaria annunciate il 12 settembre. L'APP riparte soltanto a novembre, e il programma TLTRO III decollerà fra dicembre e marzo, dopo la falsa partenza di settembre.

Comunque, è probabile che l'asticella per nuove misure di stimolo si sia alzata significativamente.

La crescita di M3 si sta riflettendo in un aumento delle attività estere delle banche europee non bilanciato da un aumento delle passività


Fonte: nostre elaborazioni su dati BCE

Tempo di passaggio di consegne, non di nuove misure

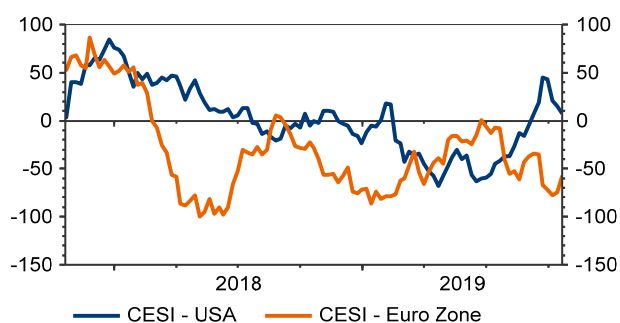
Dopo l'annuncio di un ampio e controverso pacchetto di misure di stimolo il 12 settembre, il Consiglio direttivo della BCE dovrebbe ora concentrarsi sui passaggi di consegne che avverranno nel comitato esecutivo nei prossimi due mesi: ben tre membri, infatti, saranno sostituiti fra il 31 ottobre e il 31 dicembre, e il comitato sarà probabilmente a ranghi ridotti per qualche tempo. Le decisioni di settembre necessiteranno di mesi per esercitare i loro effetti, se vi saranno, e perciò il Consiglio ha ottime ragioni per non discutere di nuovi correttivi alle prossime due riunioni. L'economia europea, intanto, continua a essere invischiata in una fase di pronunciata debolezza, con rischi di recessione non ancora predominanti, ma sicuramente in rialzo.

L'evoluzione della situazione economica dal 12 settembre

Il **flusso di dati economici** dell'ultimo mese ha continuato a essere molto deludente. L'indice CESI di sorpresa economica resta su livelli molto bassi e negativi. L'indice di fiducia economica della Commissione Europea è calato soltanto nel commercio al dettaglio e nell'industria, in settembre, ma il trend di medio periodo è in flessione in tutti i comparti.

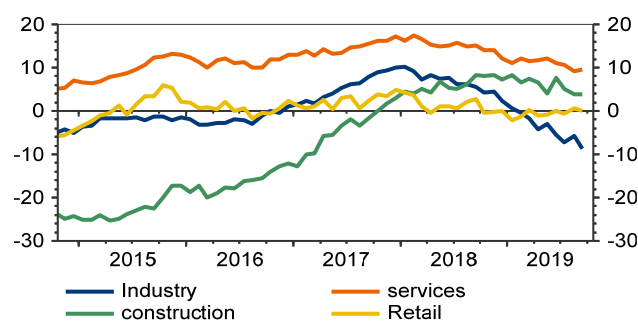
Dati economici di settembre ancora deludenti

Fig. 1 - Indici di sorpresa economica



Fonte: Eurostat, ISP

Fig. 2 - Indici di fiducia economica



Fonte: European Commission

Per quanto concerne i rischi di breve e medio termine, le **notizie sul fronte commerciale** sono state moderatamente positive, ma non decisive. A fronte dell'imposizione di dazi di rappresaglia su 7,5 miliardi di importazioni americane dall'UE, si registrano la sospensione dell'aumento dei dazi americani annunciati per la metà di ottobre sulle importazioni dalla Cina e un netto calo della probabilità di *no-deal Brexit*. Tuttavia, incombono le decisioni americane di metà novembre sulle importazioni di auto (che potrebbero colpire direttamente l'UE) e sul negoziato con la Cina (da cui dipendono anche gli aumenti dei dazi ancora previsti a fine anno).

Il rischio delle guerre commerciali si è un po' ridotto, ma resta all'orizzonte

Queste sono state settimane importanti anche per le **politiche fiscali**, che la BCE vorrebbe vedere più attivamente a sostegno dell'economia. Le proposte di budget per il 2020 mostrano una tendenza all'allentamento delle politiche fiscali in diversi paesi. Il saldo primario corretto per il ciclo peggiorerà di 0,7% del PIL in Germania, di 0,8% nei Paesi Bassi e di 0,5% in Belgio. Anche in Italia e Finlandia è previsto un allentamento di 0,3% rispetto al 2019, mentre la situazione della Francia è complicata dalle misure *a tantum* che hanno inciso sul 2019 (il saldo primario peggiora quest'anno di 0,8%, ma migliora di 0,7% nel 2020). Perciò, le politiche fiscali dovrebbero sostenere la domanda interna nel 2020 con uno stimolo attivo di 0,3% a livello di Eurozona, per due terzi dovuto alla Germania.

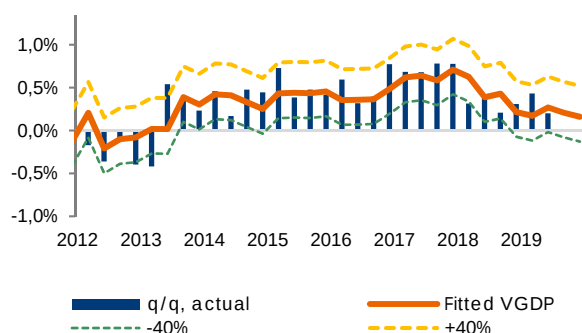
I budget 2020 prospettano un moderato contributo positivo delle politiche fiscali nel 2020

L'economia reale: continua la contrazione del manifatturiero, cominciano a cedere i servizi

I dati disaggregati sui servizi hanno evidenziato negli ultimi mesi segnali di trasmissione delle pressioni recessive dal comparto manifatturiero a quello dei servizi alle imprese, uno sviluppo che metterà ancora più alla prova la resilienza dell'economia europea. L'andamento delle indagini congiunturali è ora coerente con tassi di variazione trimestrali fra -0,1% e +0,2%, e con una discesa della variazione tendenziale verso 0,9% nel quarto trimestre 2019. La probabilità di variazioni congiunturali negative del PIL inizia a essere elevata: nell'ordine del 30% per i modelli più favorevoli, intorno al 50% per quelli più pessimistici. Anche le stime di consenso sulla crescita 2020 sono calate nettamente nel sondaggio di ottobre, convergendo verso la nostra previsione di 0,9%.

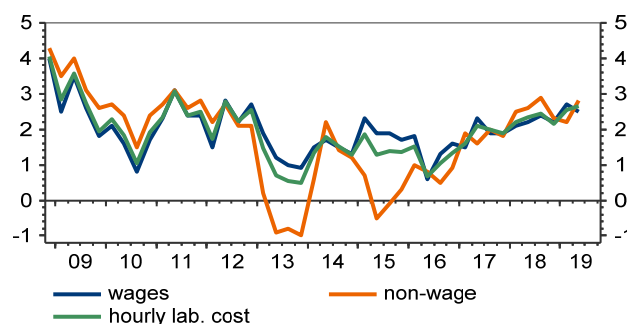
La crescita reale sta rallentando ancora, portando a nuovi tagli delle previsioni per il 2020

Fig. 3 - Crescita ancora positiva nel 3° e 4° trimestre. Forse.



Fonte: stime Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e IHS Markit. La stima qui rappresentata è basata sul livello e la variazione degli indici PMI

Fig. 4 - Crescita salariale ai massimi dal 2012



Fonte: Eurostat

Comunque, i PMI dei servizi a livello di Eurozona restano coerenti con un contributo positivo del settore alla crescita del PIL. Nelle costruzioni, la tendenza dei permessi a costruire è stabile; dopo il boom di fine 2018/inizio 2019, il tasso di crescita tendenziale della produzione è tornato sui livelli del secondo semestre 2018, coerenti con un contributo alla crescita anno su anno del PIL di 0,1%.

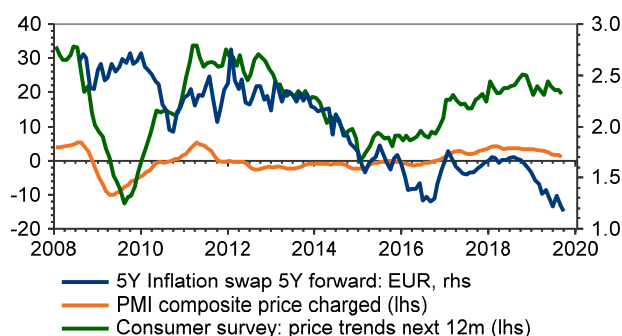
Il rallentamento dell'attività economica ha prodotto una riduzione della crescita occupazionale, che però nel secondo trimestre era ancora sostenuta (1,2% a/a). L'indagine PMI, normalmente ben correlata con la crescita totale dell'occupazione, anticipa un rallentamento verso lo 0,5-0,8% a/a nel quarto trimestre 2019. Tuttavia, il reddito disponibile delle famiglie sarà sostenuto dalla crescita salariale e dalle misure di stimolo fiscale 2019-20, in particolare in Germania e Olanda.

Salari e prezzi: inflazione sottostante sempre stabile

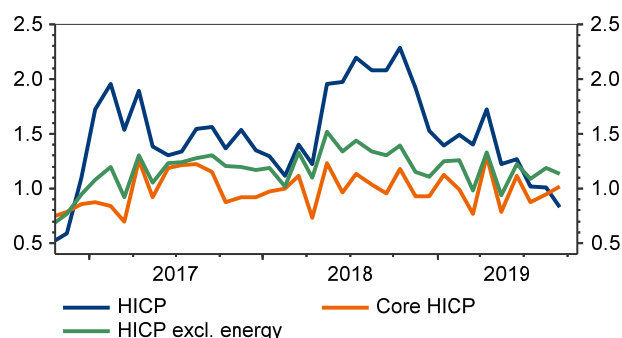
I dati dell'ultimo mese continuano a segnalare l'assenza di trasmissione dei rincari salariali, che sono i maggiori dal 2012, ai prezzi di vendita. In settembre, l'inflazione complessiva è rallentata al livello minimo dal 2016, ma tale andamento riflette la volatilità della componente energetica. In effetti, le misure sottostanti di inflazione restano straordinariamente stabili fra 0,8 e 1,2%, comunque ben lontane dall'obiettivo della BCE.

La divergenza fra le misure di mercato dell'inflazione attesa e quelle basate sui sondaggi si è ulteriormente allargata. La stima di consenso di inflazione è scesa al livello della nostra previsione di settembre (1,2%), con una riduzione di due decimi in tre mesi.

La BCE non ha particolari motivi per aspettarsi una ripresa dell'inflazione nei prossimi mesi. La debolezza della domanda e la concorrenza internazionale impediscono alle imprese manifatturiere di trasferire i rincari salariali sui prezzi di vendita. La risalita dell'inflazione complessiva che si osserverà a novembre e dicembre sarà legata esclusivamente a effetti base.

Fig. 5 - Crescita ancora positiva nel 3° trimestre

Fonte: Eurostat, Refinitiv Datastream Charting e IHS Markit

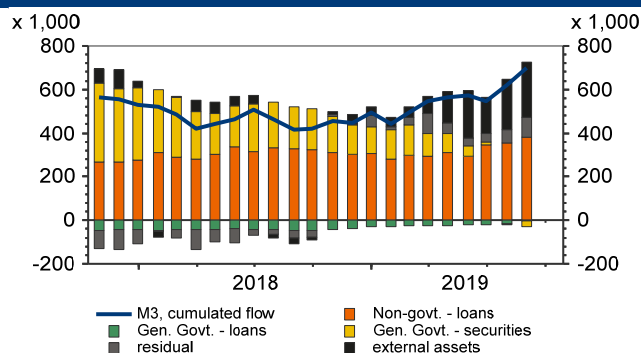
Fig. 6 – Inflazione sottostante ferma

Fonte: Eurostat

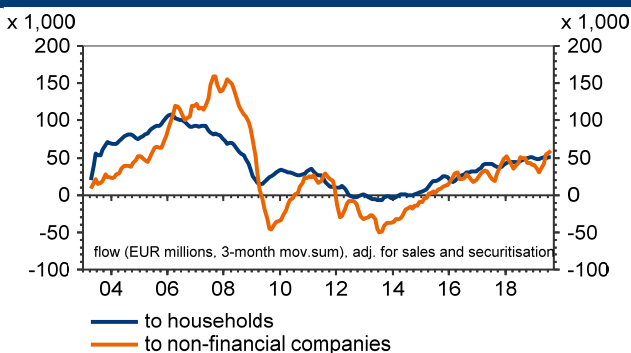
Le condizioni finanziarie: serviranno diversi mesi per valutare gli effetti delle misure di settembre

I dati sull'andamento di M3 hanno mostrato una sorprendente accelerazione in agosto al 5,7% a/a, la crescita più forte dal 2009 (fig. 7). L'analisi delle controparti (cioè i fattori sottostanti la domanda di moneta) mostra però che l'accelerazione riflette soltanto in parte un rafforzamento dell'erogazione di credito al settore privato: l'aumento della massa monetaria trova ormai contropartita soprattutto in un accumulo di attività estere da parte del sistema bancario. Diversamente dal periodo 2004-08, quando i flussi erano ben maggiori, l'aumento delle attività estere non è bilanciato da un accumulo di passività. Tale aspetto segnala che lo stimolo monetario rischia sempre più di scaricarsi fuori dall'economia europea.

Il flusso di prestiti alle imprese non finanziarie è comunque riaccelerato, nonostante la debolezza crescente dell'attività economica (v. fig 8).

Fig. 7 - Accelera la crescita di M3, alimentata da attivi esteri

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

Fig. 8 – Eurozona: flusso netto di prestiti positivo e stabile

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

Nei prossimi mesi, le misure di politica monetaria annunciate a settembre si tradurranno in un aumento dell'eccesso di riserve e degli aggregati monetari più ristretti. Gli acquisti netti nell'ambito dell'APP saranno avviati il 1° novembre a un ritmo di 20 miliardi mensili. Stimiamo un contributo del programma CSPP nell'ordine dei 4 miliardi mensili. La reazione dei tassi è stata finora perversa: i tassi swap sono saliti di 4pb sulla scadenza biennale, di 8pb su quella quinquennale e di 7bp a più lungo termine. In parte, però, ciò riflette una revisione al rialzo delle aspettative sui tassi ufficiali, con una maggiore consapevolezza che le resistenze ad imporre tassi molto più negativi stanno crescendo esponenzialmente. La ripresa dell'APP aiuterà comunque a comprimere i premi per il rischio di credito e il livello dei tassi a medio e lungo termine. Il suo effetto è cumulativo, e non deve essere giudicato soltanto sulla base della reazione di impatto.

Il programma TLTRO III, da parte sua, dovrebbe sostenere la dinamica del credito. La prima operazione è stata sì deludente, ma per motivi connessi alla sua eccessiva prossimità a una riunione di politica monetaria dalla quale gli operatori si attendevano annunci potenzialmente rilevanti per la convenienza del programma. Ora che lo spread rispetto ai tassi di riferimento è stato azzerato e che la durata dell'operazione è salita a 3 anni, prevediamo che dalla prossima asta, che regola il 18 dicembre, la domanda diventi sostenuta: fra dicembre 2019 e marzo 2020 stimiamo un assorbimento di fondi per oltre 300 miliardi di euro. Servirà del tempo, e ben più di qualche mese, per valutarne l'efficacia.

Passaggio di consegne, nessuna nuova decisione di politica monetaria

La riunione del Consiglio Direttivo del 24 ottobre sarà l'ultima della presidenza di Mario Draghi. Dal 1° novembre, la carica sarà assunta da Christine Lagarde. Sempre il 31 ottobre cesserà dall'incarico di membro del Comitato Esecutivo anche Sabine Lautenschläger, dimissionaria. La sua posizione resterà vacante fino alla nomina di un nuovo candidato da parte della Germania, che sarà poi ratificata dal Consiglio dell'Unione Europea a dicembre. Il Consiglio ha già indicato il sostituto di Benoit Coeuré, il cui mandato giungerà a conclusione il 31 dicembre: si tratta dell'italiano Fabio Panetta, la cui nomina deve però ancora passare il vaglio del Parlamento Europeo.

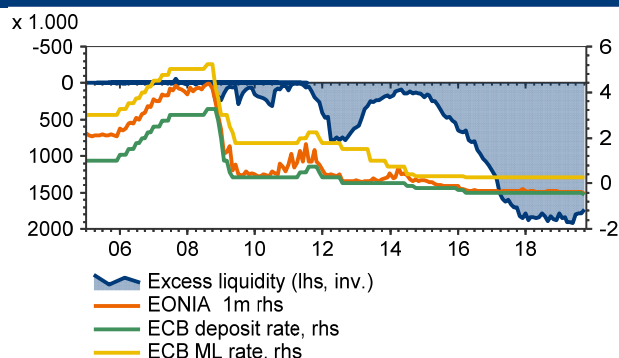
Anche per la sovrapposizione con il cambio di presidenza, non dobbiamo attenderci nessuna nuova decisione di politica monetaria né a questa riunione, né a quella di dicembre – la prima della gestione Lagarde. Soprattutto, però, il pacchetto deliberato a settembre è stato ampio e articolato proprio per sgombrare il campo da attese di continui aggiustamenti. Inoltre, come detto poc' anzi, serviranno molti mesi per valutare l'efficacia delle misure adottate. Non stupisce che anche discorsi e interviste si siano alquanto rarefatti nell'ultimo mese.

Riteniamo che il Consiglio tornerà seriamente a considerare l'adeguatezza del quadro di politica monetaria soltanto fra marzo e giugno.

Il Comitato Esecutivo sarà rinnovato profondamente entro fine anno

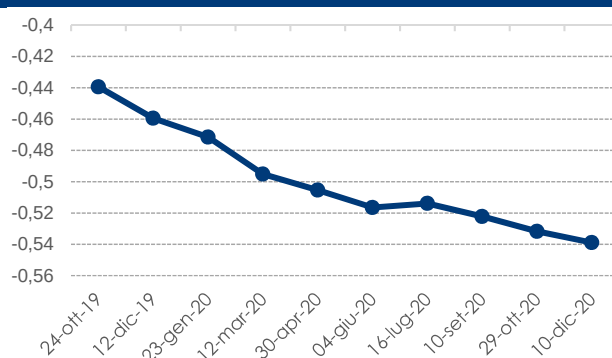
Le prossime riunioni saranno meramente di passaggio. Il dibattito si riaccenderà a giugno 2020

Fig. 9 – Eccesso di liquidità in calo recentemente, ma è destinato a salire di nuovo nei prossimi mesi



Fonte: Refinitiv Datastream Charting, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – La curva OIS sconta ancora un ritocco di 10pb del depo rate

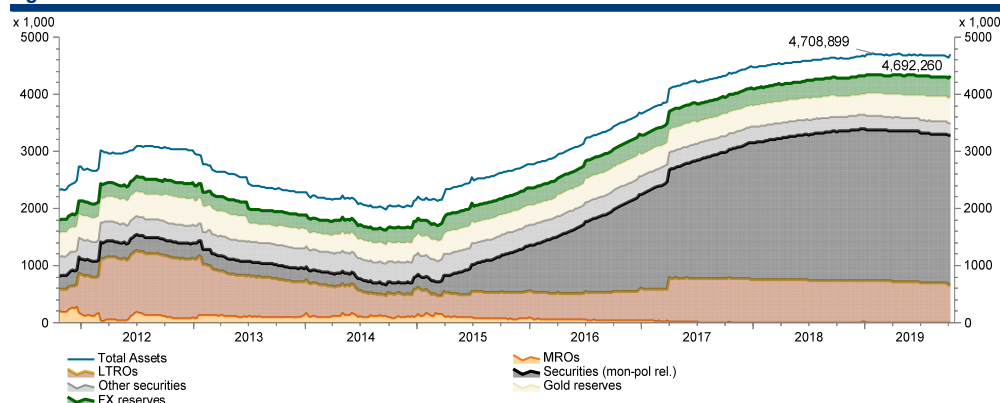


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

L'asticella da superare perché siano decise nuove misure di stimolo si è probabilmente alzata molto. La decisione di settembre è stata lacerante per il Consiglio: le maggioranze sono state larghe soltanto per alcuni elementi del pacchetto (taglio dei tassi e modifica ai termini delle TLTRO III), mentre il sostegno agli acquisti netti è stato "chiaro". Inoltre, ci sono dubbi sempre più diffusi riguardo al bilancio costi-benefici delle misure stesse: con le imprese riluttanti a investire a causa dell'incertezza sui livelli futuri di domanda, le condizioni finanziarie accomodanti hanno un'efficacia limitata nel rilanciare la domanda interna. Nel nostro scenario di riferimento resta per ora la previsione di un nuovo ritocco del tasso sui depositi a -0,60%, in quanto ci aspettiamo che i dati europei restino deboli nei prossimi mesi. Tuttavia, la possibilità di un taglio è probabilmente di poco superiore al 50%, e un miglioramento dei dati reali potrebbe essere tutto

quello che servirà per indurre il Consiglio Direttivo ad accantonarlo il prossimo anno. Anche il mercato sembra ora più scettico riguardo alla possibilità di nuovi ritocchi del tasso sulla deposit facility: la riduzione implicita è di -7,7pb, il che significa che una riduzione di 10pb viene ancora considerata probabile, ma non più certa.

Fig. 11 - Eurosistema: attività di bilancio



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tabella A – Calendario delle prossime riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo

2019			24/10	12/12
2020	23/01	12/03	30/04	04/06
	16/07	10/09	29/10	10/12

Fonte: Banca Centrale Europea, <https://www.ecb.europa.eu/press/calendars/mqcgq/html/index.en.html>

Tabella B – Previsioni macroeconomiche dello staff e stime di consenso

	BCE			Consensus Forecasts		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
PIL reale	1.1	1.2	1.4	1.1	0.9	-
IPCA	1.2	1.0	1.5	1.2	1.2	-
IPCA escl. alimentari freschi, energia	1.1	1.2	1.5	1.0	1.2	-

Fonte: Banca Centrale Europea e Consensus Economics

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 Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca 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. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate 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.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. 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. e Banca IMI S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento Consob no. 20307 del 15.02.2018, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

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 Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi il dettaglio dei contatti sopra).

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e 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 Banca IMI e/o 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 Banca IMI e/o 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 Thomson Reuters-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://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_dlgs_231_2001.jsp 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://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_doc_governance.jsp, ed in versione sintetica sul sito di Banca IMI S.p.A. all'indirizzo <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/normative.html>. 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://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_wp_studi.jsp 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 and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, 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

Macro & Fixed Income Research

Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
--------------	-------	--------------------------------

Fixed Income

Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
----------------	-------	----------------------------------

Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
----------------	-------	----------------------------------

Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
--------------------	-------	--------------------------------------

Macroeconomia

Andrej Arady	62513	andrej.arady@intesasnpaolo.com
--------------	-------	--------------------------------

Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
-----------------------	-------	---------------------------------

Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
--------------	-------	--------------------------------

Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
-------------------	-------	-------------------------------------

Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
----------------	-------	----------------------------------

Mercati Valutari

Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
----------------	-------	----------------------------------

Materie Prime

Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com
-----------------	-------	-----------------------------------