

Focus Stati Uniti

Salari e inflazione: la spirale è già in atto

La dinamica dell'inflazione nel 2022 determinerà il ritmo di rimozione dello stimolo monetario. Le pressioni sui prezzi derivano da due eccessi di domanda, uno per i beni, uno per il lavoro. Quest'ultimo sarà, a nostro avviso, l'elemento cruciale per il sentiero dei tassi quest'anno, e non farà sconti, mantenendo l'inflazione core sopra il 3,5% a/a a fine 2022.

L'inflazione, al 7,5% a/a per il CPI e al 6% a/a per l'indice core, è sui massimi da 40 anni e non ha ancora raggiunto il picco di questo ciclo, probabilmente. Da aprile il trend dovrebbe, Russia-Ucraina permettendo, calare per via dell'effetto confronto con il 2021. Il focus dovrà però essere concentrato sulle variazioni mensili, che saranno determinate dall'evoluzione dell'eccesso di domanda di beni e, soprattutto, di lavoro. Lo scenario è tutt'altro che rassicurante.

Nel 2022, la domanda dovrebbe spostarsi dai beni ai servizi, in seguito all'evoluzione della pandemia verso una fase endemica. Ciononostante, per gran parte del 2022 gli aumenti mensili dei **prezzi dei beni core, se pure in via di ridimensionamento**, dovrebbero mantenersi intorno a 0,4-0,5% m/m, al di sopra della media storica, vicina a zero. Dal lato dei **servizi-ex energia**, i rischi sono in aumento e dipendono dall'andamento del mercato del lavoro e della componente abitazione. Finora, in questo ciclo l'inflazione nei servizi ex-energia si è mantenuta nella parte alta dell'intervallo di fluttuazione visto negli ultimi 20 anni, ma il sentiero nel prossimo biennio è in probabile ulteriore rialzo. La componente **abitazione di residenza** riflette il trend dei prezzi delle case, che si trasferisce con ritardo su affitti e affitti figurativi. L'accelerazione di fine 2021 dovrebbe persistere per gran parte del 2022 e determinare variazioni mensili intorno a 0,4% m/m nel comparto. Per gli **altri servizi**, domineranno le pressioni derivanti dagli aumenti salariali. Questo è evidente dall'andamento parallelo di salari e prezzi nella ristorazione, nell'ospitalità, nella sanità, spinto dall'eccesso di domanda di manodopera e dal trasferimento dell'aumento dei costi. Quindi, anche nella seconda metà del 2022 i prezzi core dovrebbero registrare aumenti vicini in media a 0,4% m/m e **compatibili con un'inflazione core oltre il 3,5%** annualizzato.

In conclusione, gli aumenti dei prezzi sia dei beni sia dei servizi difficilmente rallenteranno nei prossimi mesi. Nel frattempo, le condizioni del mercato del lavoro segnalano una probabile **ulteriore accelerazione dei salari e una sua trasmissione alla dinamica dei prezzi nel 2022-23, che dovrebbero richiedere, a nostro avviso, tassi di interesse in territorio restrittivo**.

17 febbraio 2022

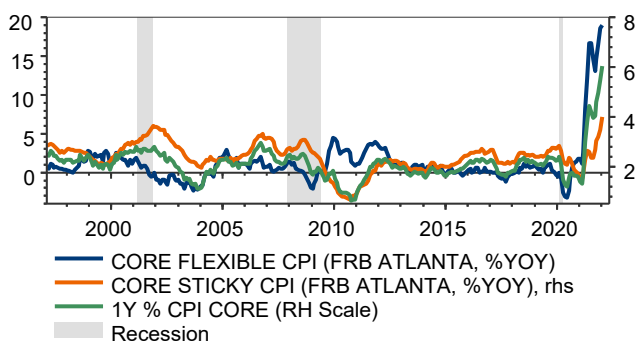
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

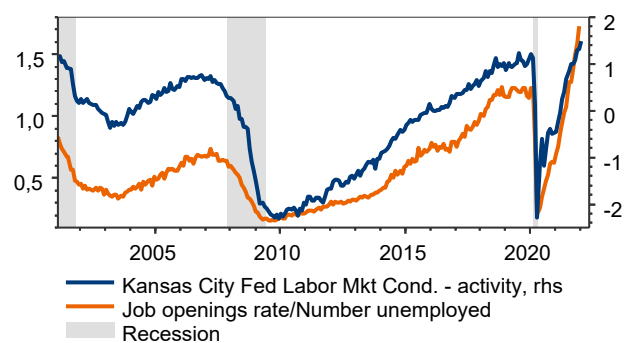
Economista - USA e Giappone

Fig. 1 - Inflazione: la dinamica dei prezzi si sta disancorando



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 2 - Il mercato del lavoro è sotto pressione: ci sono 1,7 posizioni aperte per ogni disoccupato



Fonte: Refinitiv-Datastream

Il rientro dell'inflazione non sarà indolore

L'inflazione USA è sui massimi da quasi 40 anni. Il CPI a gennaio è cresciuto di 7,5% a/a, con l'indice core in rialzo di 6% a/a. Negli ultimi dieci mesi, ben sette volte il CPI core è aumentato di almeno 0,5% m/m. Fino a metà 2021, la causa principale del nuovo trend dei prezzi è stato **l'eccesso di domanda di beni**, in particolare quelli durevoli, iniziato con la pandemia e generato da una combinazione di boom di domanda e di crescenti strozzature all'offerta. Da metà 2021, la mancata ripresa della partecipazione e la domanda record hanno aggiunto una nuova dimensione alla dinamica inflattiva: l'inizio di **una spirale salari/prezzi**. Per ora i salari non tengono il passo dell'inflazione, nonostante aumenti sui massimi da 40 anni, ma i rischi per lo scenario delle variabili nominali stanno aumentando, con ricadute sul sentiero atteso della politica monetaria.

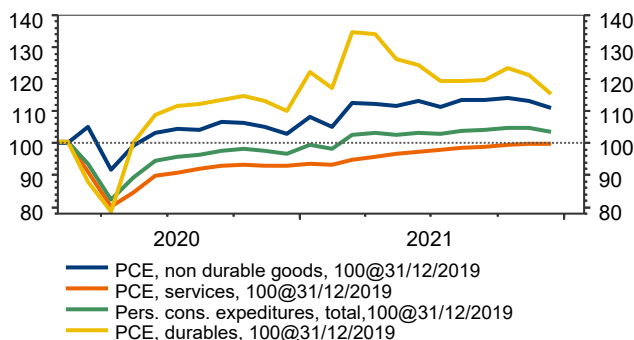
Lo scenario dell'inflazione per il 2022-23 si può dividere in **due stadi**. Il primo riguarda il comparto dei beni, il secondo riguarda i servizi, influenzati maggiormente dai salari. Dall'inizio della pandemia, i consumi reali sono aumentati del 3,6%, con una distribuzione non lineare fra le diverse componenti. I servizi sono tornati sui livelli pre-pandemici a dicembre, mentre per i beni durevoli la spesa reale a fine 2021 era superiore del 15,3% (fig. 3) rispetto a fine 2019. Lo straordinario aumento di domanda, avvenuto in una fase di crescenti strozzature all'offerta (v. L. Mezzomo, Focus Economia Globale - I "colli di bottiglia" nel sistema produttivo globale: a che punto siamo? 03.02.2022) si è tradotto nella seconda metà del 2021 in una spinta sui prezzi dei beni core (fig. 9) che non si vedeva dal 1980.

Due elementi dovrebbero contribuire a mitigare le pressioni sui **prezzi dei beni core** da fine 2022: da un lato, il previsto **miglioramento dello scenario pandemico** dovrebbe deviare verso i servizi una quota crescente della spesa e, dall'altro, la **riduzione dei colli di bottiglia** collegati ai problemi della logistica e della produzione globale dovrebbe sostenere una ripresa dell'offerta. Un'indagine di FocusEconomics riporta che il 51% e il 46,8% degli intervistati prevede un significativo miglioramento della carenza di container nella seconda metà del 2022 e della scarsità di semiconduttori nel 2023, rispettivamente. Prevediamo che il 2022 resti caratterizzato da **variazioni mensili dei prezzi dei beni core in media vicine a 0,4% e significativamente superiori alla media storica**, vicina a zero, anche in uno scenario di colli di bottiglia relativamente favorevole e ignorando i rischi in atto sui prezzi dell'energia e delle materie prime legati alle tensioni Russia-Ucraina.

Prezzi dei beni core alle stelle, spinti da un boom di domanda e da strozzature all'offerta

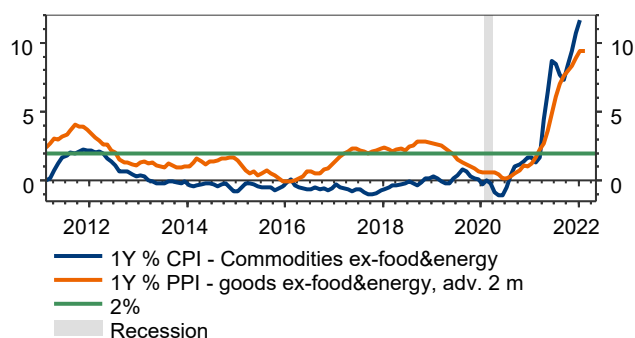
Da fine 2022 l'eccesso di domanda di beni core potrebbe ridimensionarsi, ma le variazioni mensili dei prezzi dovrebbero rimanere al di sopra della media storica e vicine a 0,4% m/m

Fig. 3 – La fase di eccesso di domanda di beni potrebbe essere in via di ridimensionamento con un ritorno della spesa per servizi ...



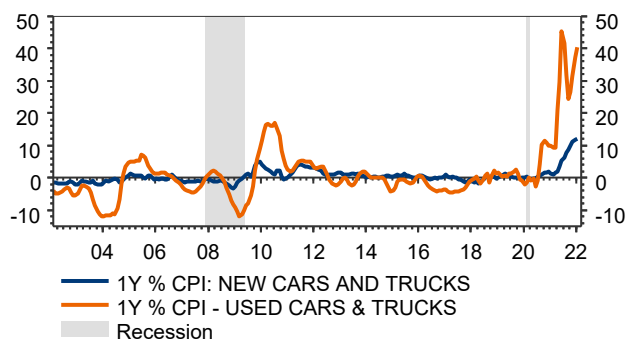
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 4 – ... ma l'onda lunga degli aumenti dei prezzi dei beni dovrebbe durare per gran parte del 2022



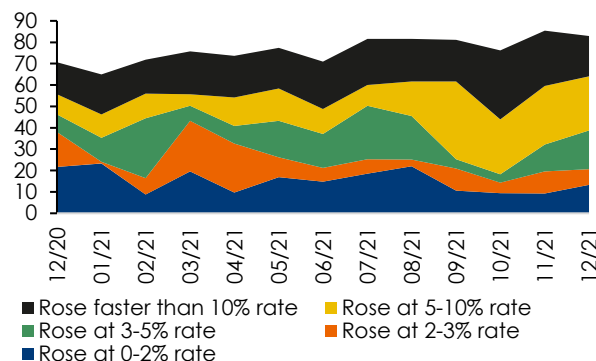
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 5 – Le auto usate guidano la classifica dei rincari, ma non sono le sole voci con aumenti a due cifre



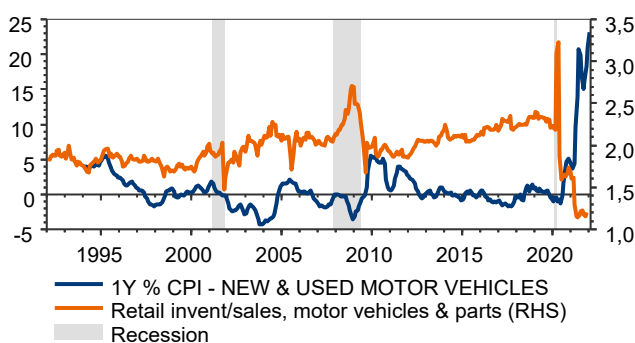
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 6 - A dicembre 2021, circa il 60% delle voci del deflatore ha registrato rialzi superiori al 3% e il 18,9% aveva variazioni superiori al 10%



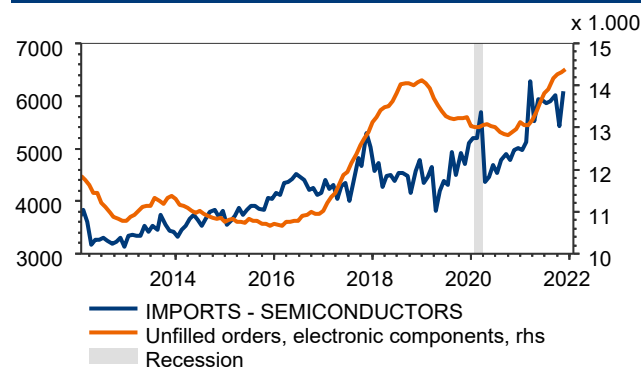
Nota: sull'asse verticale, percentuale della spesa reale. Fonte: Dallas Fed

Fig. 7 – Le pressioni sul mercato dell'auto non sono ancora finite



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 8 – La normalizzazione richiederà tempo per via della carenza di semiconduttori



Fonte: Refinitiv-Datastream

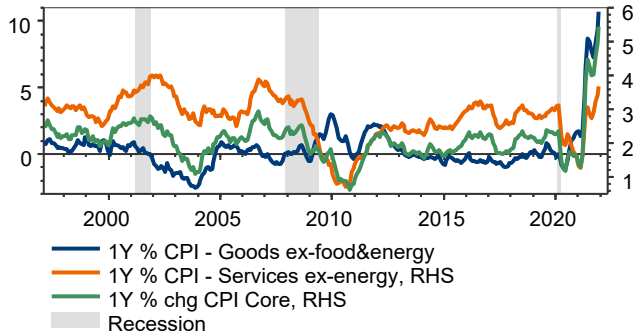
Pertanto, il rientro dell'inflazione nel prossimo biennio dipenderà in modo significativo dalla dinamica nel comparto dei **servizi**, mentre si prevede una ripresa della domanda collegata allo spostamento verso una fase endemica della pandemia. L'atteso aumento di domanda di servizi si scontrerà con la carenza di manodopera in questa fase di mercato del lavoro sotto pressione. Finora, le variazioni dei prezzi dei servizi ex-energia sono rimaste all'interno degli intervalli di fluttuazione visti nei cicli passati (fig. 9), ma ci sono rischi verso l'alto su due fronti: il primo è quello dell'abitazione di residenza, il secondo, più rilevante, riguarda gli effetti del costo del lavoro.

La componente **abitazione di residenza**, con un peso del 32,125% nel CPI e del 16,4% nel deflatore, riflette il trend dei prezzi delle case, che si trasferisce con ritardo su affitti e affitti figurativi. Gli affitti rilevati da Redfin sono in netta accelerazione da metà 2021 (14% a/a a dicembre), e su un trend che dovrebbe persistere per gran parte del 2022. Anche il carico degli interessi sui mutui, spinto da valori immobiliari in crescita, è in forte rialzo (22% a/a a dicembre). A fine 2021, i prezzi delle case sembrano avere raggiunto un possibile *plateau*, ma le componenti abitazione di CPI e deflatore (fig. 10) registreranno probabilmente variazioni mensili in media intorno a 0,4% nel 2022, con un contributo significativo all'inflazione complessiva (0,14pp per il CPI e 0,07 per il deflatore).

Prezzi dei servizi in mano a casa e lavoro

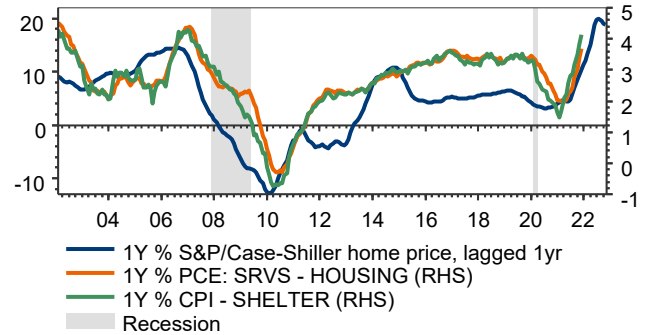
L'aumento dei prezzi delle case spingerà ancora l'inflazione nel 2022

Fig. 9 – L’inflazione nei servizi non è lontana dalla media storica, ma nel 2022 salirà ancora



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 10 – Abitazione: cronaca di un rialzo annunciato



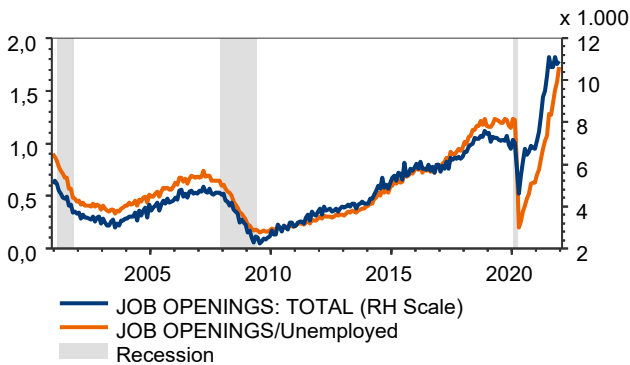
Fonte: Refinitiv-Datastream

Per i servizi ex-abitazione, gli **squilibri del mercato del lavoro** diventano centrali. La domanda è su massimi storici, mentre l'**offerta insufficiente e apparentemente inelastica**. Le **posizioni aperte** sono su livelli record, particolarmente elevati nei servizi, e da mesi superiori al numero di disoccupati (figg. 2, 11 e 12). La pandemia sembra avere messo in moto un **cambiamento strutturale nelle scelte di lavoro degli individui**, frenando la partecipazione. L'employment report di gennaio ha modificato parzialmente il quadro, con revisioni verso l'alto degli occupati e della forza lavoro. Il risultato è un'offerta maggiore di quanto originariamente stimato, ma anche livelli effettivi di occupazione più elevati, senza riduzioni dell'eccesso di domanda. Il tasso di partecipazione a gennaio, a 62,2%, è comunque ancora 1,2pp al di sotto del livello pre-pandemico, e corrisponde a circa **4,9 mln di individui in meno nella forza lavoro rispetto a febbraio 2020**.

Servizi ex-abitazione: prezzi spinti dagli aumenti salariali...

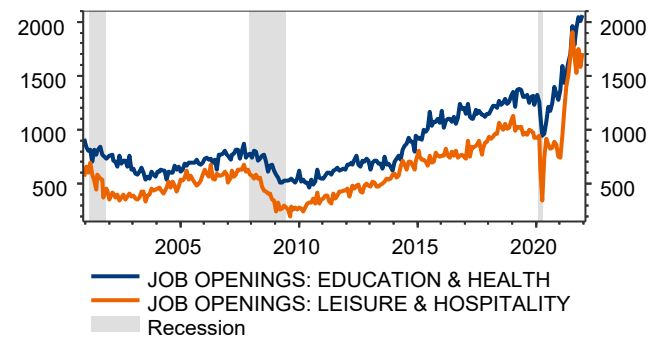
...causati dall'eccesso di domanda di lavoro

Fig. 11 – Posizioni aperte su livelli record...



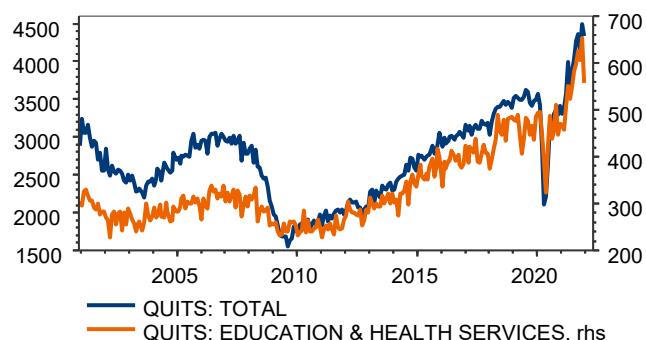
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 12 - ...specialmente nei servizi



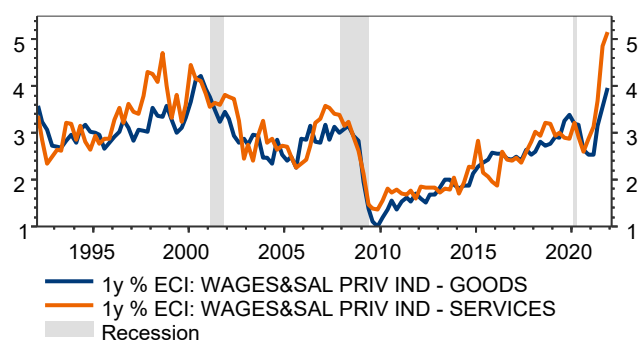
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 13 – Offerta frenata dalle dimissioni, soprattutto nei servizi...



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 14 – ...con effetti sui salari



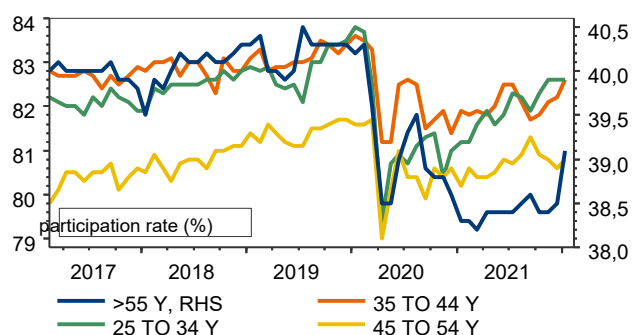
Fonte: Refinitiv-Datastream

Solo il 5,7% dei non partecipanti vorrebbe un lavoro. Fra chi non vorrebbe un'occupazione, il 38% circa si dichiara in pensione, il 24% non partecipa per malattia, cura di familiari o bambini non a scuola e timore di ammalarsi; la parte rimanente è impegnata per la scuola o per altre ragioni. **Più dell'80% della minor partecipazione post-pandemica è dovuta a maggiori pensionamenti.** Depurando l'incremento di pensionamenti con una stima dell'effetto dell'invecchiamento della popolazione, **circa metà del calo della forza lavoro si può attribuire a "pensionamenti in eccesso"**, ascrivibili a cambiamenti di comportamento associati alla pandemia. Le coorti dai 45 anni in su hanno tassi di partecipazione ancora lontani dai livelli pre-pandemica (fig. 15), e la coorte oltre i 65 anni ha una partecipazione circa invariata dall'autunno 2020.

Chi sono i non partecipanti e perché non partecipano?

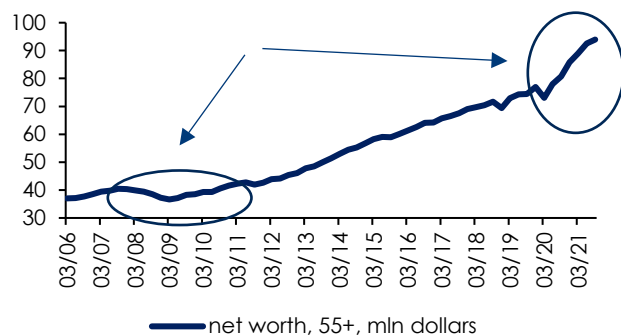
I "pensionamenti in eccesso" rappresentano un rischio di uscita definitiva dalla forza lavoro anche in caso di risoluzione dell'emergenza sanitaria. Infatti, la **situazione finanziaria delle coorti più anziane** è molto più favorevole rispetto alle fasi post-recessive del passato (fig. 16). Secondo la St Louis Fed, aggiustando per l'inflazione e la crescita della popolazione, la ricchezza netta media è salita del 12% e del 14,8% tra le famiglie con un capofamiglia di età compresa tra i 55 e i 69 anni e i 70 anni e oltre, rispettivamente. In conclusione, è probabile che una quota significativa dei nuovi pensionati resti fuori dalla forza lavoro almeno per qualche anno.

Fig. 15 – La partecipazione nelle coorti più anziane stenta a recuperare



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 16 – Ricchezza netta delle famiglie con capofamiglia di età superiore a 55 anni in netto aumento dopo la recessione



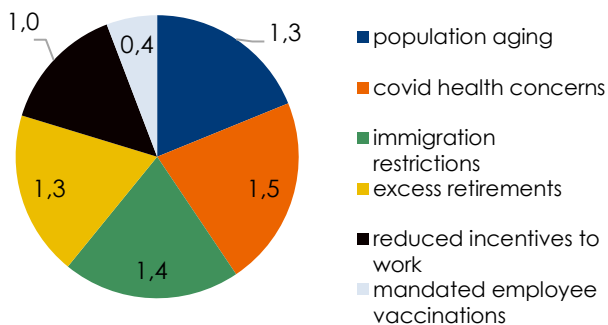
Fonte: Distributional Financial Accounts, Federal Reserve Board

Un recente lavoro di Damesh-Summers (D-S)¹ stima la carenza di occupati in circa 7 mln (fig. 17) in base al trend di occupati pre-pandemico e prevede che questo deficit sia poco variato nel

¹ A. Domash, L. Summers, How tight are labor markets, NBER Working Paper 29739, febbraio 2022.

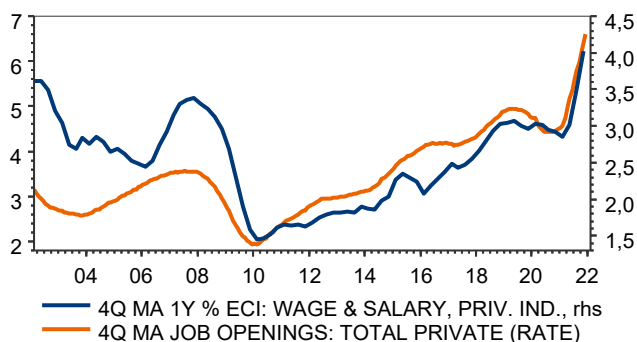
2022. D-S mostrano che le posizioni aperte, dimissioni volontarie) sono i migliori previsori per l'andamento dei salari e fanno prevedere un'ulteriore accelerazione della **dinamica salariale nel prossimo biennio, fra il 5 e il 6% a/a nel 2023**, a seconda della misura utilizzata. Con questa previsione, le pressioni verso l'alto sull'inflazione saranno persistenti, a meno di interventi di politica monetaria che frenino la domanda di lavoro.

Fig. 17 - Nel 2022, il deficit di occupazione è stimabile in circa 7 mln



Nota: contributi alla carenza di occupati per motivazione, in milioni.
Fonte: Damesh-Summers

Fig. 18 – Posizioni aperte e salari: una relazione pericolosa



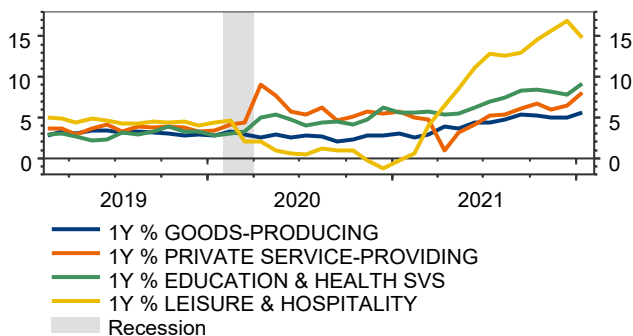
Fonte: Refinitiv-Datastream

Già ora, gli aumenti retributivi nei servizi sono associati a incrementi dei prezzi non più definibili come variazioni di prezzi relativi, e diffusi a molti settori (figg. 19, 20). La trasmissione del rialzo dei costi ai prezzi di vendita in una fase di domanda in forte crescita fa prevedere **aumenti dei prezzi in media compresi almeno fra 0,3 e 0,4% m/m per i servizi ex-abitazione.**

In conclusione, le prospettive per il sentiero dei prezzi vedono uno scenario centrale di **rialzi mensili in media fra 0,3 e 0,4% m/m per tutti i comparti dell'indice core, compatibili con un'inflazione vicina al 4% annualizzato.** A nostro avviso, questo quadro richiede una riduzione dello stimolo monetario che porti i tassi reali in territorio positivo, e **i tassi nominali in area probabilmente superiore alla neutralità.**

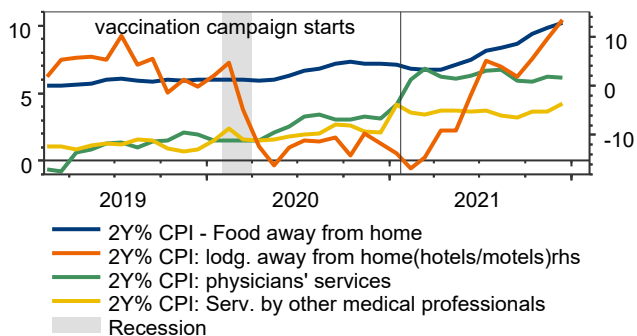
Le variazioni mensili dei prezzi core saranno probabilmente vicine a 0,4% m/m in tutto il 2022, mantenendo l'inflazione vicina al 4% a/a

Fig. 19 – Salari orari nei servizi in aumento molto più rapido che nell'industria



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 20 – Gli aumenti dei prezzi nei servizi hanno più che recuperato il periodo pre-pandemico, pure in una fase di domanda ancora incerta per via della pandemia



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
---------------	-------	---------------------------------