

Focus Stati Uniti

FOMC: tempi duri per la Fed, stretta fra inflazione troppo alta e rischi di recessione

21 luglio 2022

La riunione del FOMC del 26-27 luglio dovrebbe concludersi con un altro rialzo di 75pb e il proseguimento del quantitative tightening iniziato a giugno. Il Comitato dovrebbe ribadire l'impegno a continuare ad alzare i tassi fino a quando non ci sarà evidenza convincente di un rallentamento della dinamica inflazionistica mensile. La nostra previsione è di tassi a 3,75% a fine 2022 e a 4,25% a marzo 2023, con rischi verso l'alto.

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

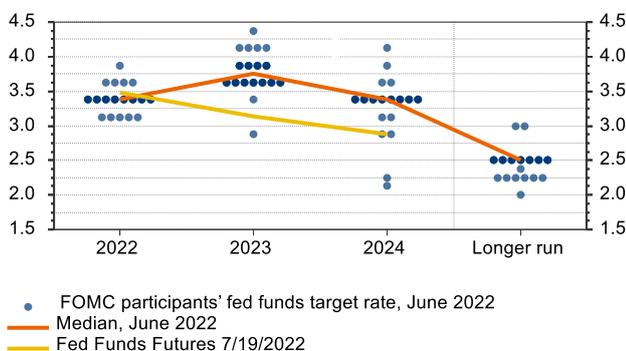
Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

Nonostante la sorpresa verso l'alto del CPI di giugno, il FOMC dovrebbe attuare **un altro rialzo di 75pb alla riunione di luglio**, segnalando ancora l'aspettativa che "continui aumenti dell'intervallo obiettivo saranno appropriati". In questa occasione, al contrario di quanto avvenuto a maggio, dopo il balzo del CPI il mercato si è adeguato ai commenti dell'ampio coro di partecipanti al FOMC favorevoli a un intervento di 75pb, indicando un aumento di credibilità della Fed e di fiducia nell'impegno della banca centrale a proseguire sul sentiero dei rialzi fino a quando l'inflazione non darà segni di essere sotto controllo. Anzi, al momento le preoccupazioni del mercato si stanno spostando dall'inflazione a una possibile recessione. La probabilità di tassi a 2,25-2,5% a luglio è stimata dal CME a 66,8%.

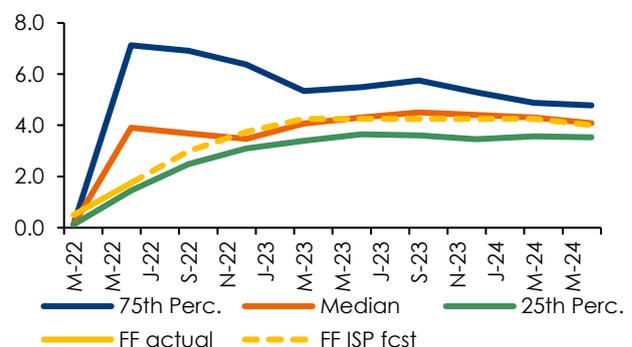
Sia nel comunicato che nella conferenza stampa di Powell, si dovrebbe ripetere che "l'inflazione rimane elevata (...) con pressioni più diffuse sui prezzi", pur notando che i prezzi delle materie prime sono ora in fase di correzione per via di un rallentamento, effettivo e previsto, della domanda globale. Nella discussione sullo scenario, Powell dovrebbe ribadire che i tassi dovranno entrare in territorio restrittivo, per frenare la domanda e ridurre gli squilibri sui mercati dei beni e del lavoro, anche a rischio di causare una recessione. Powell dovrebbe giustificare **il sentiero ripido atteso per i fed funds con le pressioni sui prezzi core** e sottolineare che la svolta attuale dei prezzi delle Commodity non sarà sufficiente a contenere da sola i rialzi dei prezzi dei servizi, strettamente collegati agli squilibri ancora elevati sul mercato del lavoro. Powell cercherà anche di ridimensionare i timori per una possibile recessione, ricordando che interventi incisivi sui tassi nel medio termine non solo sono efficaci nel controllo dell'inflazione, ma limitano anche i costi sulla crescita.

Fig. 1 - Il mercato scommette che la Fed capitolerà di fronte ai rischi di recessione e taglierà i tassi anche prima di aver riportato l'inflazione sotto controllo



Fonte: Fed, Refinitiv Datastream

Fig. 2 - Tassi verso il 4% a inizio 2023, rischi verso l'alto per il 2022



Nota: le linee arancione, blu e verde rappresentano la mediana, il 75mo e il 25mo percentile delle proiezioni dei tassi dei fed funds stimate utilizzando 7 diverse regole di politica monetaria e le previsioni per le variabili macro di 3 diversi previsori (CBO, Survey of Professional Forecasters e Cleveland Fed). Stime aggiornate al 1° giugno. La linea gialla tratteggiata rappresenta le previsioni Intesa Sanpaolo. Fonte: Cleveland Fed e Intesa Sanpaolo

Le cattive notizie sulla crescita sono buone notizie per l'inflazione, ma il sentiero dei prezzi è ancora troppo elevato

La riunione del FOMC di luglio dovrebbe concludersi con un **rialzo di 75pb**, probabilmente votato all'unanimità, e un comunicato poco variato rispetto a quello di giugno, centrato sull'impegno a riportare l'inflazione sotto controllo a qualsiasi costo. Nonostante la sorpresa del CPI di giugno e le indicazioni di ulteriore accelerazione dell'inflazione, il FOMC, a nostro avviso, non dovrebbe ripetere il comportamento della scorsa riunione, che aveva reagito a sorprese dai dati con una sorpresa sul ritmo dei rialzi.

+75pb a luglio

Diversi motivi fanno propendere per la previsione di un rialzo di 75pb e non di 100pb, anche dopo una variazione di 0,7% m/m del CPI core a giugno. Dal punto di vista metodologico, diversi partecipanti al Comitato hanno segnalato che rialzi di 75pb sono già di dimensione ampia, e alcuni ritengono che un sentiero troppo rapido possa comportare rischi di instabilità. In termini sostanziali, il FOMC citerà due elementi rilevanti per il mantenimento della rotta a 75pb. Da un lato, insieme alla sorpresa verso l'alto del CPI, si è visto un ridimensionamento delle aspettative di inflazione rilevate dall'indagine dell'University of Michigan, scese a 2,8% da 3,1% (v. Fig. 6) a luglio sull'orizzonte a 5 anni (in parte attribuibile alla recente riduzione del prezzo della benzina). Dall'altro, il forte calo dei prezzi delle materie prime e i segnali di indebolimento della crescita danno indicazioni di potenziale riduzione delle pressioni, sia endogene sia esogene, verso l'alto sui prezzi.

Pertanto, a nostro avviso, la conferenza stampa di Powell dovrebbe rilevare che l'andamento dell'inflazione non permette di abbassare la guardia in questa fase, ma anche sottolineare il cambiamento del contesto generale che segnala uno spostamento della domanda di beni, sia domestica sia globale, con una riduzione dei rischi di ulteriore overshooting. Nonostante l'indubbio contributo favorevole della svolta verso il basso dei prezzi delle materie prime, che permette di evitare un'accelerazione dei rialzi, non ci sono comunque le condizioni per rallentarli e l'obiettivo di entrare in tempi rapidi in fase di politica monetaria restrittiva rimarrà centrale per l'azione della Fed. **L'inflazione sottostante e il mercato del lavoro restano problemi da domare con tassi restrittivi e un effettivo, e potenzialmente doloroso, rallentamento della domanda.**

Nonostante il rallentamento della domanda e la svolta dei prezzi delle materie prime, il controllo dell'inflazione e del mercato del lavoro richiederanno tassi in territorio restrittivo

I dati del **CPI di giugno** restano una doccia fredda, nonostante la previsione di ripiegamento dell'inflazione headline a luglio e il ridimensionamento delle aspettative di inflazione, sulla scia del calo del prezzo della benzina. Al momento, il CPI di luglio è previsto dalla stima nowcasting della Cleveland Fed in rialzo di 0,4% m/m (9% a/a) per l'indice headline e di 0,5% m/m (6% a/a) per quello core. Anche ipotizzando che il ritorno dei prezzi energetici sui livelli precedenti l'invasione dell'Ucraina sia duraturo, il quadro dell'inflazione sottostante rimane preoccupante e richiederà tassi in territorio restrittivo.

Non basterà il calo dei prezzi delle materie prime per piegare la corsa dell'inflazione sottostante

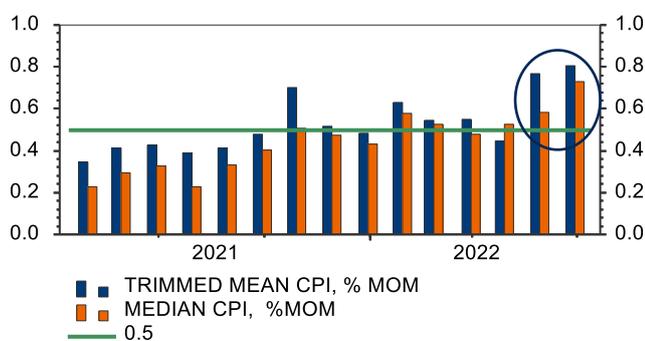
La **diffusione di rialzi di dimensione ampia** è una caratteristica dei periodi di inflazione in rialzo ed è riassunta efficacemente dall'**inflazione mediana e dalla media troncata** (v. Figg. 3 e 4), in aumento di 0,7% m/m (6% a/a) e 0,8% m/m (6,9% a/a) a giugno, rispettivamente. L'aspettativa che il rallentamento della domanda e il rafforzamento del dollaro generassero un conseguente ripiegamento della dinamica mensile dei prezzi dei beni per ora non ha avuto riscontro nei dati, come emerge dal fatto che i prezzi dei beni core a giugno sono in rialzo di 0,8% m/m (7,2% a/a), ancora al di sopra della variazione dei servizi ex-energia (0,7% m/m, 5,5% a/a). La disaggregazione dei dati del deflatore dei consumi di maggio mostra che il 57% della spesa aveva aumenti di prezzo superiori al 5% ann. Ormai da un anno, non più del 25% della spesa ha variazioni di prezzo inferiori al 3% ann., senza indicazioni di svolta verso una possibile moderazione.

L'inflazione elevata è radicata e diffusa

Per quanto riguarda **l'inflazione core**, come notato sopra, le variazioni extra-large dei prezzi caratterizzano sia i beni sia i servizi. Questi ultimi però sono il principale fattore di preoccupazione per due motivi. Infatti, per quanto riguarda i beni, alcune pressioni sui costi degli input iniziano a rallentare sulla scia dell'indebolimento della crescita globale e del ridimensionamento delle

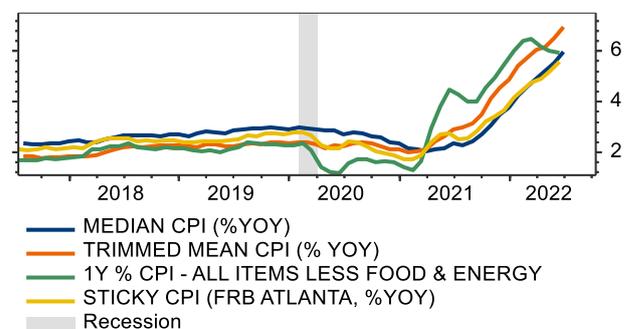
strozzature all'offerta, con possibili ricadute sui prezzi finali dei beni. Al contrario, per i **servizi, i costi sono in prevalenza dipendenti dalla componente salariale**, che rimane su un trend in rialzo, dettato dall'eccesso di domanda di lavoro. In secondo luogo, nei servizi il ruolo dell'abitazione è dominante. La variazione complessiva di questa componente a giugno è stata di 0,6% m/m, spinta da affitti (0,8% m/m) e affitti figurativi (0,7% m/m). Gli indici "sticky price" per il CPI core sono in rialzo di 5,4% a/a e di 7,4% 3m/3m ann., e in accelerazione, con variazioni analoghe anche al netto dell'abitazione. L'**abitazione**, che rappresenta il 32,437% del CPI, ha però un trend di rialzi sostenuti attesi per gran parte del 2023, a seguito degli aumenti dei prezzi delle case dell'ultimo anno (v. Fig. 5). Paradossalmente, il rialzo dei tassi sui mutui potrebbe addirittura esacerbare la dinamica degli affitti, rendendo sempre meno accessibile il primo acquisto di una casa e riducendo l'attività di nuove costruzioni. Quindi su questo fronte ci sarà uno "zoccolo duro" di inflazione fuori dalla portata dell'azione della Fed che limiterà la possibile riduzione nei prossimi trimestri. La nostra previsione per ora è che la dinamica mensile core si porti, nella migliore delle ipotesi, verso una media di 0,5% m/m nel prossimo semestre.

Fig. 3 - Media troncata e mediana segnalano che la diffusione di rialzi ampi sta aumentando



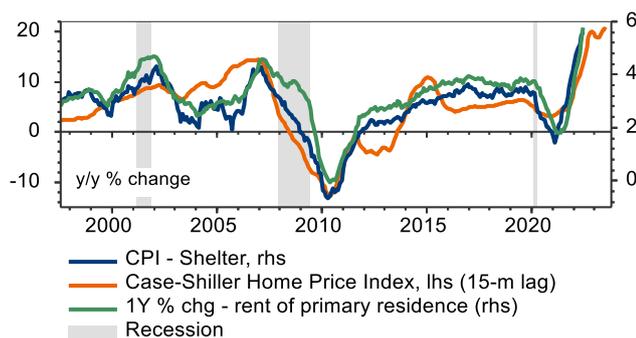
Fonte: Cleveland Fed

Fig. 4 - Tutte le misure di inflazione sottostante restano su un trend verso l'alto



Fonte: BLS, Atlanta Fed, Cleveland Fed

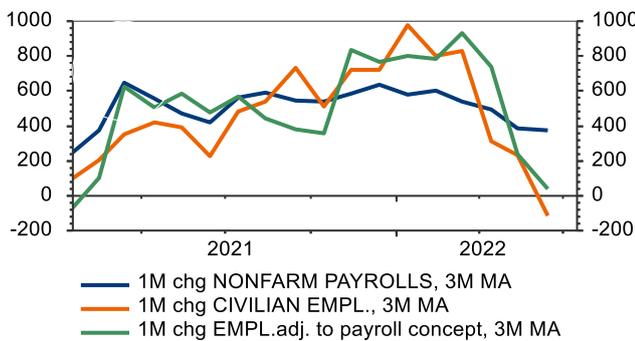
Fig. 5 - La componente abitazione continuerà a crescere a ritmi elevati



resta su livelli record, con posizioni aperte ancora oltre 11 mln a maggio, pari a 1,9 volte i disoccupati (v. Fig. 11).

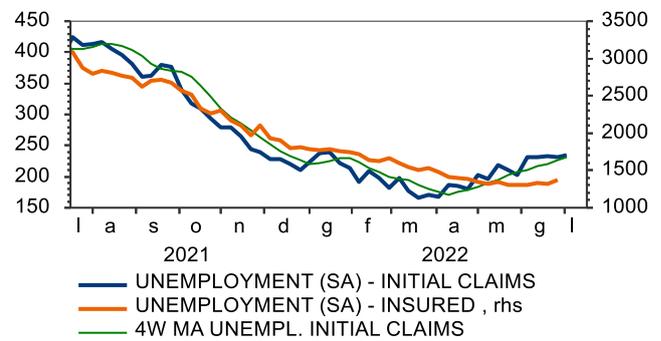
Tuttavia, nei servizi permane scarsità di manodopera e **l'eccesso di domanda rimane ampio**. Dal lato dell'offerta, la **partecipazione** (v. Figg. 9 e 10) rimane frenata dai timori e dagli effetti del Covid, come registrato dalle indagini e dai dati di assenza per malattia. Senza una ripresa della partecipazione dalla stagnazione del 1° semestre, il riequilibrio del mercato richiederà un ulteriore rallentamento della domanda. La dinamica salariale rimane elevata, anche se ci sono indicazioni di stabilizzazione. Sia i prezzi sia il mercato del lavoro rispondono con ritardo alla politica monetaria e lasciano un compito difficile alla Fed che dovrà determinare di quanto frenare la domanda.

Fig. 7 - Occupati misurati con l'indagine delle imprese in rialzo ancora solido, qualche scricchiolio dall'indagine presso le famiglie



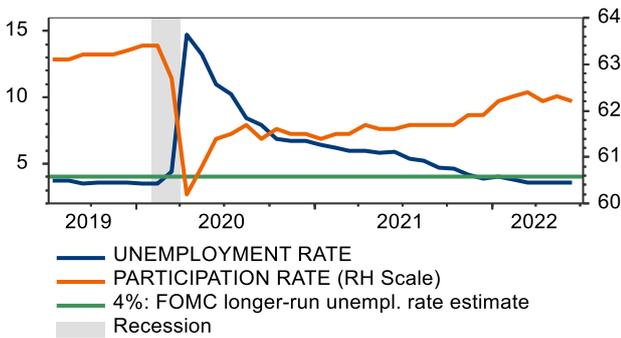
Fonte: BLS

Fig. 8 – Il minimo dei sussidi di disoccupazione è alle spalle e prepara a una possibile recessione



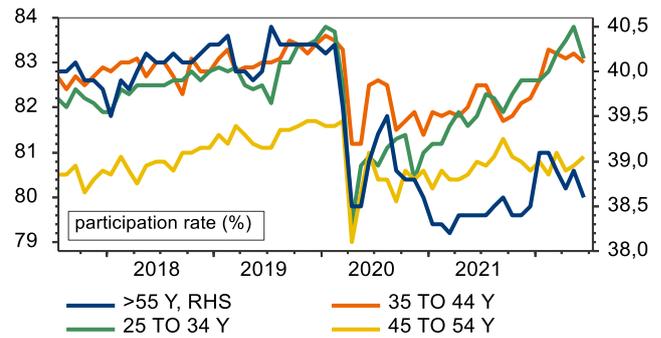
Fonte: BLS

Fig. 9 - Il tasso di disoccupazione è sui livelli pre-Covid, ma la partecipazione non riesce a decollare



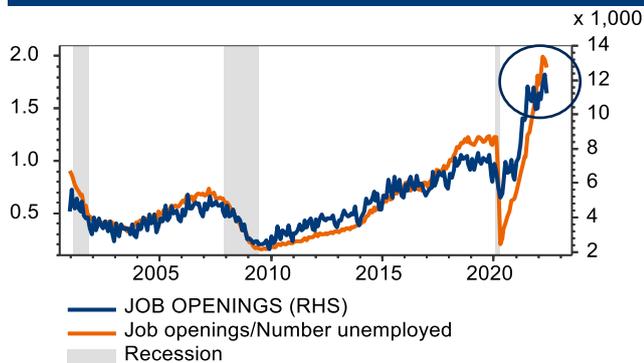
Fonte: BLS

Fig. 10 – Gli individui oltre i 45 anni stentano a tornare sul mercato del lavoro



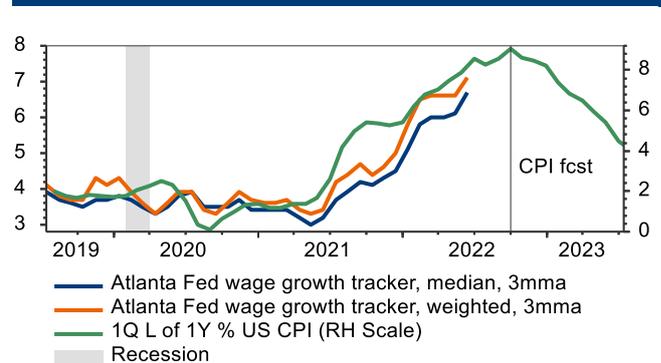
Fonte: BLS

Fig. 11 - La domanda di lavoro continua a superare l'offerta, anche se gli eccessi sembrano almeno in via di stabilizzazione



Fonte: BLS

Fig. 12 - I salari stanno ancora rincorrendo l'inflazione



Fonte: Atlanta Fed, BLS

Con l'intervallo obiettivo dei tassi a 2,25-2,5%, dopo il rialzo di 75pb atteso a luglio, **la politica monetaria sarà sulla soglia della neutralità**. I rischi di recessione sono in aumento, anche se una svolta ciclica non è imminente. Infatti, la definizione di recessione per gli Stati Uniti "comporta un calo significativo dell'attività economica diffuso in tutta l'economia e di durata superiore a qualche mese" e, secondo l'NBER negli ultimi decenni le due misure che hanno avuto il maggior peso sono stati il reddito personale reale al netto dei trasferimenti e l'occupazione non agricola. Per ora le principali variabili macroeconomiche sono ancora in espansione, e una recessione potrebbe avvenire su un orizzonte a 6-9 mesi.

L'ingresso della **politica monetaria in territorio restrittivo** costringerà la Fed a navigare a vista da settembre in poi. Le **regole di politica monetaria**, stimate con pesi diversi per gli obiettivi della Fed e diverse previsioni per disoccupazione e inflazione (v. Fig. 2), segnalano che i tassi dovrebbero arrivare in un intorno del 4% nel 2023. L'esperienza storica insegna che una banca centrale non sufficientemente determinata a controllare l'inflazione e preoccupata delle conseguenze di breve termine sulla crescita può seguire un sentiero dei tassi sub-ottimale. L'inflazione di oggi è paragonabile a quella del 1974 e del 1983. Il FOMC nel 1974 mantenne il tasso di policy relativamente basso a fronte dell'aumento dell'inflazione, con la conseguenza di frenare i rialzi dei tassi di interesse reali. Il risultato è stato un periodo prolungato di inflazione elevata (deflatore >5,2% per quasi 10 anni) e un'economia reale soggetta ad ampie fluttuazioni e a molteplici recessioni. Al contrario, il FOMC del 1983 ebbe un approccio diverso alla politica monetaria e mantenne il tasso di policy relativamente alto a fronte di un'inflazione in calo, spingendo verso l'alto i tassi di interesse reali. L'inflazione core PCE rimase al di sotto del 5,2% per i 10 anni successivi e anche l'economia reale si stabilizzò senza recessioni fino al 1990-91.

Al momento, la maggioranza dei partecipanti al FOMC appare cosciente dei costi e dei trade-off di queste due strategie alternative e incline ad agire come la Fed del 1974. Per questo motivo riteniamo che, con i ritardi nella risposta di inflazione e mercato del lavoro alla politica monetaria, **i tassi saranno portati su livelli marginalmente oltre il 4% a inizio 2023**. Nel nostro scenario, dopo il rialzo di 75pb previsto per luglio, dovrebbero esserci due rialzi da 50pb a settembre e novembre e tre rialzi da 25pb a dicembre, gennaio e marzo. I rischi per l'autunno sono verso l'alto, con la possibilità di un altro intervento da 75pb anche a settembre, proprio alla luce dell'inerzia dell'inflazione core. Inoltre, al contrario di quanto scontato dal mercato, non riteniamo che i tassi verranno ridotti in misura marcata già nel 2023.

I rischi di recessione stanno aumentando, su un orizzonte a 6-9 mesi

La parte facile del compito della Fed è finita, ora vengono i veri problemi causati dal conflitto fra gli obiettivi di inflazione e di occupazione

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.-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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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 Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

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

Macroeconomic Research

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

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

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