

Focus Area Euro

BCE: niente contagio, i tassi possono salire

Il recedere delle turbolenze finanziarie consente alla BCE di concentrarsi sul controllo dell'inflazione, svolta porterà a un nuovo rialzo dei tassi alla riunione del 4 maggio. Tuttavia, gli eventi di marzo rendono più probabile che la restrizione diventi ora più cauta (+25pb invece di +50). Invece, la riduzione del bilancio potrebbe accelerare.

- **Ci attendiamo che il 4 maggio il consiglio direttivo della BCE alzi i tassi ufficiali di 25pb**, portando il tasso sui depositi al 3,25% e il tasso refi al 3,75%. Le misure di stress finanziario sono tornate ai livelli precedenti le crisi bancarie americane, mentre i dati mostrano riaccelerazione dell'attività economica e vischiosità dell'inflazione sottostante. Di contro, l'andamento del credito bancario è nettamente rallentato negli ultimi mesi – un'evoluzione che giustificerebbe un passo più cauto da parte della BCE.
- **Continuerà a non essere fornito un indirizzo preventivo sui tassi ufficiali**, confermando che le decisioni saranno prese riunione per riunione sulla base dell'evoluzione dei dati. Tale impostazione è ancor più giustificata in quanto (i) a giugno saranno aggiornate le proiezioni dello staff e (ii) i tassi sono già restrittivi.
- La BCE dovrebbe comunicare un obiettivo per la **riduzione del portafoglio APP** nel terzo trimestre. Ci aspettiamo che la riduzione sia **accelerata a 20-25 miliardi mensili medi**, che equivale a un sostanziale fermo dei reinvestimenti.
- **Le nostre previsioni sull'andamento dei tassi restano immutate**: il tasso sui depositi dovrebbe raggiungere un picco di 3,75-4,00% entro settembre, dopo aver raggiunto il 3,50% a giugno. Tali valutazioni sono vicine a quelle del mercato OIS. Differiamo però in merito ai tempi della riduzione dei tassi: riteniamo improbabile che possano essere tagliati prima del 2024.

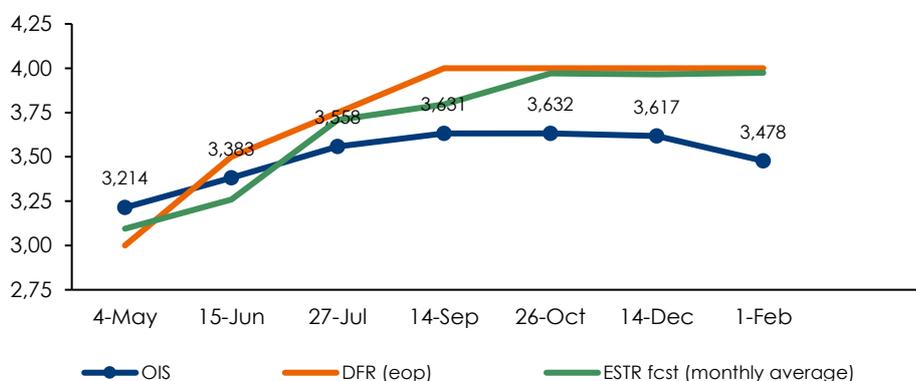
27 aprile 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

I mercati vedono a maggio una BCE propensa ad alzare di 25pb

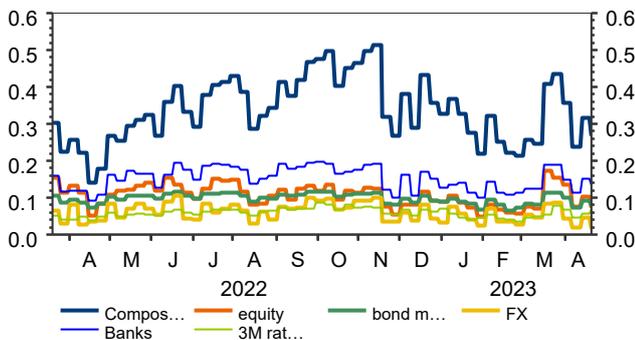


Nota: la riga blu indica il tasso implicito dopo ogni riunione di politica monetaria; la nostra previsione per il tasso o/n si riferisce invece alla media del mese. Fonte: Refinitiv e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

La riunione di politica monetaria del 4 maggio si svolgerà in un contesto di netto raffreddamento delle tensioni finanziarie legate alle crisi bancarie americane e di Credit Suisse. Gli indici BCE di stress finanziario hanno toccato il massimo il 27 marzo, per poi tornare velocemente ai livelli di febbraio – inizio marzo. In assenza di segnali di contagio, dunque, il consiglio direttivo potrà tornare a concentrarsi sul controllo delle pressioni inflattive. I nuovi dati usciti nel frattempo non evidenziano alcun miglioramento dell'inflazione sottostante; invece, mostrano un rafforzamento dell'attività economica reale e accelerazione della dinamica salariale: un nuovo rialzo dei tassi ufficiali appare giustificato. Di contro, l'andamento del credito e del mercato immobiliare sta iniziando a riflettere la restrizione della politica monetaria; inoltre, è probabile che i passati rialzi dei tassi debbano ancora trasmettersi all'economia reale. Perciò, riteniamo che nel consiglio prevarrà l'idea che la restrizione della politica monetaria debba ora diventare più lenta e prudente, in particolare, i rialzi dei tassi dovranno essere più piccoli. Di contro, la riduzione del portafoglio APP (riguardo alla quale ci si attendono annunci da parte del consiglio direttivo) potrebbe essere accelerata nel terzo trimestre.

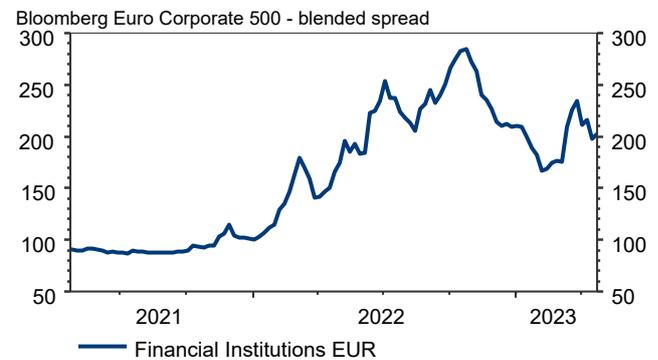
L'assenza di contagio finanziario riporta in auge il flusso di dati economici

Gli indici di stress finanziario sistemico della BCE sono velocemente tornati sui livelli di fine febbraio...



Fonte: BCE

...e anche i premi per il rischio sulle obbligazioni bancarie hanno riassorbito gran parte dell'aumento



Fonte: Refinitiv Datastream, Bloomberg

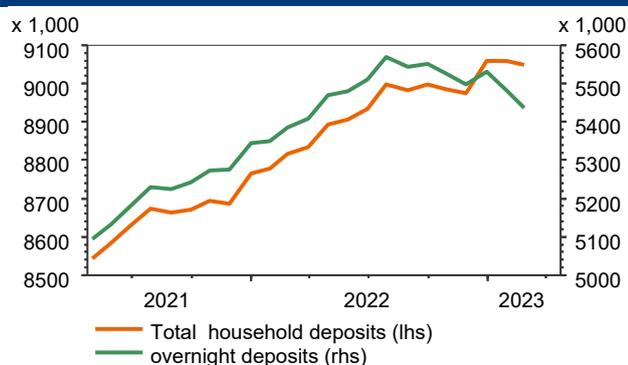
Anche nell'Eurozona i depositi bancari calano, ma l'aggiustamento è ordinato

Anche nell'Eurozona, si sta verificando una significativa ricomposizione della raccolta bancaria, ma senza che la fiducia nel sistema bancario sia stata minimamente intaccata. Come in altri episodi analoghi, il rialzo dei tassi ufficiali si trasmette poco o nulla ai tassi sui conti correnti delle famiglie, creando un incentivo a spostare la liquidità non transazionale dai depositi a vista ad altre forme di deposito più remunerative, alle obbligazioni bancarie e ad altre attività finanziarie. In questo modo, da una parte aumenta la pressione a trasferire sui tassi attivi bancari il rialzo dei tassi ufficiali; dall'altra, la maggiore competizione per la raccolta può anche indurre le banche a essere più selettive nell'erogazione del credito. Nell'area dell'euro, la riduzione dei depositi a vista si sta accompagnando alla riduzione del credito fornito da BCE al sistema bancario attraverso il canale TLTRO (un altro fattore che fa salire il costo complessivo dei fondi sostenuto dalle banche); ciò nonostante, il processo si è svolto in modo ordinato, senza le tensioni che hanno interessato il sistema bancario americano.

Se l'evoluzione favorevole delle tensioni finanziarie rimuove un ostacolo a eventuali rialzi dei tassi, non si può escludere che il caso delle banche americane abbia fatto suonare qualche campanello di allarme in BCE, favorendo un atteggiamento più cauto nella gestione della politica monetaria per ridurre la probabilità di eventi destabilizzanti. Nel resoconto della riunione del 16 marzo, però, si fa cenno a un principio di separazione fra la determinazione della politica monetaria e la preservazione della stabilità finanziaria, da perseguire con strumenti diversi. Negli

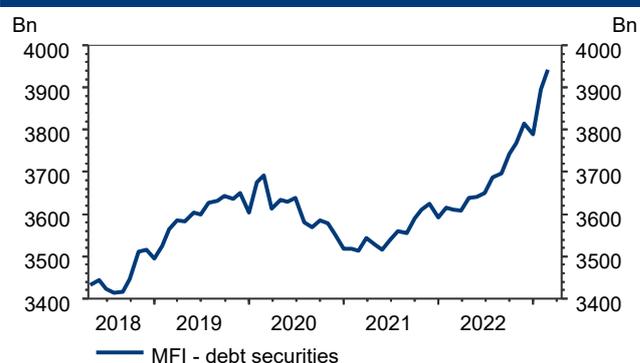
ultimi giorni, le dichiarazioni dei governatori delle banche centrali nazionali (BCN) e dei consiglieri esecutivi hanno mostrato una sorta di ritorno alla norma, con una minoranza che preme per una pausa nella fase di restrizione anche per considerazioni legate al rischio di instabilità finanziaria, e una ampia maggioranza orientata ad alzare ancora i tassi ufficiali, per motivi legati al controllo dell'inflazione. A prima vista, dunque, non pare che la crisi di marzo bloccherà la mano della BCE, mentre ha sicuramente aumentato il livello di attenzione sul fronte della vigilanza bancaria, il che potrebbe consentire di cogliere più rapidamente l'emergere di eventuali segnali di stress derivanti dalla somma di rialzo dei tassi e riduzione dell'eccesso di riserve¹. Un effetto collaterale degli eventi di marzo potrebbe essere quello di rendere più probabile l'annuncio di operazioni di rifinanziamento a lungo termine oltre i tre mesi per ridurre i rischi connessi al rimborso delle TLTRO III.

Anche nell'Eurozona, il rialzo dei tassi spinge liquidità fuori dai conti correnti



Fonte: BCE

La raccolta delle banche europee si sposta verso depositi di risparmio e titoli



Fonte: BCE. Nota: area euro nel suo complesso

Segnali di riaccelerazione dell'attività economica reale, ma anche di effetti del rialzo dei tassi sulla domanda interna

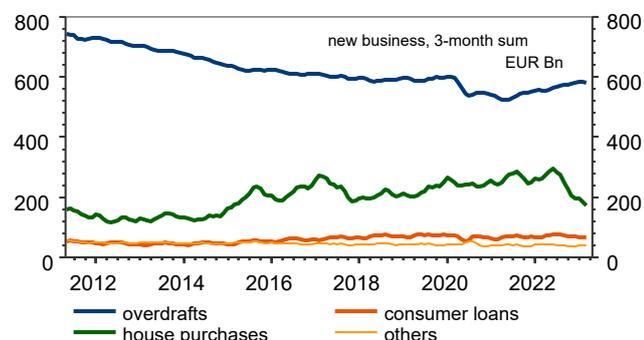
Per quanto riguarda i fattori macroeconomici determinanti per le prospettive di inflazione, le indagini congiunturali (PMI e Commissione Europea) sono compatibili con una crescita del PIL nell'intervallo 0,1-0,2% t/t nel 1° trimestre, in linea con le stime BCE, e le componenti più prospettive offrono indicazioni incoraggianti sui mesi primaverili.

Anche i dati reali relativi ai primi mesi dell'anno sembrano convalidare il quadro espansivo emerso dalle indagini: la produzione industriale è cresciuta per due mesi consecutivi e i dati sull'output nell'edilizia sono coerenti con un contributo positivo delle costruzioni al valore aggiunto a inizio anno. Solo le vendite al dettaglio hanno confermato la debolezza in corso da oltre un anno. Le componenti relative alle aspettative delle indagini di fiducia puntano verso ulteriori progressi nel 2° trimestre. L'attività industriale dovrebbe continuare a beneficiare del calo dei prezzi energetici e delle minori problematiche negli approvvigionamenti. Inoltre, il progressivo recupero di potere d'acquisto delle famiglie dovrebbe favorire una graduale ripresa della domanda per consumi interni. Per ora, dunque, i dati reali confermano la validità delle previsioni pubblicate dallo staff BCE a marzo; la prosecuzione della fase di crescita dice che l'economia reale non sta ancora frenando granché le pressioni inflazionistiche.

L'economia reale è più resiliente del previsto, elemento a favore di nuovi rialzi

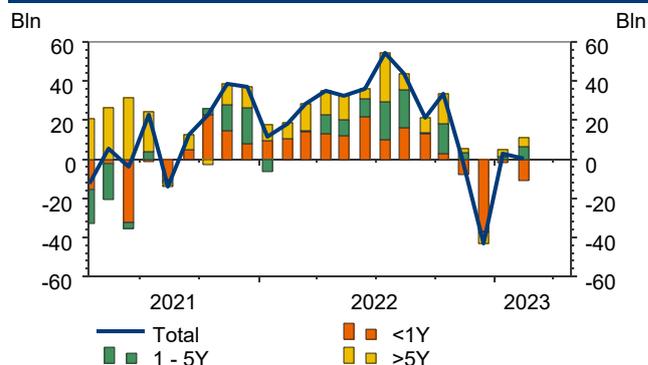
¹ Il 25 aprile, EBA, EIOPA and ESMA hanno emesso un [comunicato congiunto](#) nel quale si invitano i supervisor nazionali e le istituzioni finanziarie, fra l'altro, a considerare nella gestione del rischio di liquidità l'impatto dell'aumento dei tassi ufficiali e di improvvisi aumenti dei premi per il rischio, e a monitorare attentamente i rischi di liquidità connessi a investimenti in *leveraged fund* e all'uso di derivati sui tassi.

Netto calo delle erogazioni nette di mutui per l'acquisto della casa



Fonte: BCE

Frenano anche le erogazioni alle imprese non finanziarie, anche quelle legate agli investimenti



Fonte: BCE

Un altro fattore che dovrà essere considerato per la decisione sui tassi sono gli indicatori di trasmissione della politica monetaria, che sappiamo agire con ritardi variabili sulle componenti della domanda. Su questo fronte, cominciano ad emergere prove di un impatto crescente su alcune componenti della domanda sensibili ai tassi di interesse, come edilizia residenziale e investimenti fissi delle imprese. Le erogazioni di credito per l'acquisto della casa sono in netto calo (il flusso netto medio è tornato ai livelli del 2014) e, da alcuni mesi, anche il flusso netto di credito alle imprese si è fermato. Nel secondo caso, i flussi sono negativi soltanto per il credito a breve termine, cresciuto molto fra 2021 e 2022, ma si sono fermate le erogazioni nette più collegate agli investimenti. Il consiglio direttivo avrà ulteriori informazioni da considerare con la pubblicazione della Bank Lending Survey, prevista il 2 maggio. Al momento, la BCE non ritiene che il rallentamento della domanda sensibile ai tassi sovrasterà la ripresa del reddito disponibile reale delle famiglie.

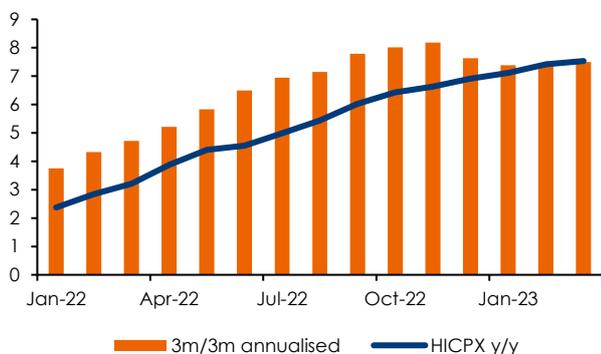
La frenata degli impieghi bancari sta diventando molto netta. La BLS diventa sempre più importante

...e l'inflazione core resta molto sostenuta

Il terzo elemento che influirà sull'esito della riunione di maggio è costituito dall'andamento di prezzi e salari. Questo è il fattore che più di altri spinge per nuovi rialzi dei tassi: il netto calo del prezzo del gas ha fatto sì scendere l'inflazione generale più rapidamente del previsto, ma il momento dell'inflazione core si è stabilizzato sopra il 7%, decisamente troppo per tranquillizzare la Banca centrale.

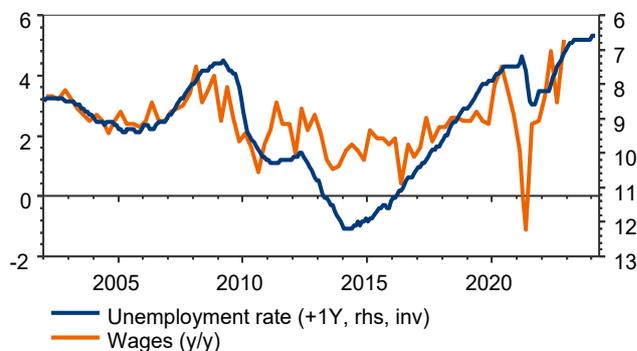
Il livello molto elevato dell'inflazione core è un problema per la BCE

Nessun segnale di rallentamento dell'inflazione core, fino a marzo



Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati BCE

Il tasso di disoccupazione è molto basso, e la crescita salariale sta accelerando



Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Ci attendiamo una svolta al ribasso soltanto dalla fine del 2° trimestre, ma riteniamo che a fine anno potrebbe ancora essere ben sopra il 2%: la riduzione dei costi energetici inizierà gradualmente a trasferirsi sui prezzi di beni e servizi, ma l'effetto sarà parzialmente compensato dall'aumento del costo del lavoro. Sul fronte salariale, infatti, i dati mostrano un'ulteriore accelerazione, che probabilmente guadagnerà ancora più terreno nel secondo semestre, ed è improbabile che l'effetto sul costo unitario del lavoro sia del tutto compensato da incrementi di produttività. Nelle dichiarazioni di alcuni membri del consiglio, governatori di BCN in particolare, si è sentito collegare l'interruzione dei rialzi al rallentamento di inflazione core e salari: ciò significa che un paio di rialzi come minimo restano molto probabili. I dati preliminari di aprile sull'IPCA, pubblicati il 2 maggio, potrebbero forse influenzare la decisione – se fossero molto forti o molto deboli.

Nel complesso, è probabile un nuovo rialzo dei tassi, ma di 25 punti base

In conclusione, l'andamento dell'inflazione, gli indicatori di trasmissione della politica monetaria, lo stato del ciclo reale e l'andamento dei mercati finanziari dovrebbero portare a un nuovo rialzo dei tassi il 4 maggio. Le dichiarazioni dei membri del consiglio direttivo BCE confermano tale conclusione: Lane, che non è noto per essere un "falco", il 18 aprile ha dichiarato che un rialzo dei tassi è probabile, e che i dati ne determineranno la dimensione; analoga posizione è stata tenuta da Isabel Schnabel in un'intervista pubblicata il 24 aprile da *Politico*. Pochissimi hanno contestato l'opportunità di alzare i tassi (per es., Centeno); Visco ha chiesto cautela nelle prossime mosse. Alcuni (Holzmann) hanno sostenuto l'opportunità di una mossa di 50pb, altri si sono dichiarati incerti tra 50 e 25pb (Knot, Wunsch, Vasle, Kazāks). Per Šimkus, sarebbe necessario un balzo dell'inflazione core per vedere una mossa di 50pb. Villeroy de Galhau, in passato affidabile indicatore di dove si colloca il baricentro del consiglio, ha parlato di passaggio dallo "sprint" alla "corsa di fondo", cioè a un rallentamento dei rialzi. Makhlouf ha evitato di parlare di entità dei rialzi, spostando l'attenzione sulla necessità di mantenere la politica monetaria restrittiva abbastanza a lungo (punto, questo, condiviso da altri governatori).

Riguardo alla dimensione del rialzo, riteniamo che l'evidenza di un rallentamento del credito e il rischio che anche nell'Eurozona possano manifestarsi tensioni finanziarie catalizzate dal rialzo dei tassi, dovrebbe spostare il consenso su una mossa di 25 punti base, invece che di 50. In tal caso, i mercati dovrebbero muoversi molto poco (attualmente scontano 30pb di rialzo, e il rialzo cumulato nelle prossime riunioni è pari a 49pb). In seguito, riteniamo probabili ancora 1 o 2 mosse da 25pb, per un punto di arrivo a 3,75-4,0%.

Per quanto riguarda la *forward guidance*, è difficile che il consiglio possa essere in grado di fornire un indirizzo sulla direzione futura dei tassi ufficiali, essendo la politica monetaria già restrittiva, i suoi effetti sull'economia ancora in sviluppo e le opinioni dei consiglieri ormai divergenti. Tale opzione potrebbe essere adottata in una circostanza particolare, quella in cui un considerevole numero di consiglieri propenda per un rialzo di 50pb e gli altri per un rialzo inferiore o nessun rialzo. In tal caso, il compromesso potrebbe essere quello di una mossa di 25pb accompagnata dall'indicazione che i tassi saliranno ancora a giugno, a meno di sviluppi molto favorevoli.

Il consiglio dovrebbe annunciare anche l'obiettivo per la riduzione del portafoglio APP, attualmente fissato in 15 miliardi di euro medi al mese. Sono circolate voci di un crescente sostegno all'opzione di interrompere del tutto i reinvestimenti delle scadenze in conto capitale. Ciò significherebbe ridurre i reinvestimenti in media di 24,7 miliardi al mese, cioè quasi 10 miliardi più di oggi. Tuttavia, mantenendosi un piccolo margine, la BCE potrebbe accelerare il processo di *greening* del suo portafoglio di obbligazioni corporate. Inoltre, a giugno si verificherà un forte calo dell'eccesso di riserve per il rimborso dei fondi TLTRO III e potrebbe essere ragionevole non essere troppo aggressivi con la riduzione del portafoglio di titoli. Perciò, riteniamo che la riduzione potrebbe passare da 15 a 20 miliardi mensili nel periodo luglio-settembre, come da previsione mediana del sondaggio ECB-SMA di febbraio.

Dati e dichiarazioni ci fanno ritenere probabile una mossa di 25pb

La BCE non fornirà un orientamento netto per la riunione di giugno

La riduzione del portafoglio APP diventerà più veloce, e potrebbe arrivare a 25mld mensili entro fine anno

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.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)
Aniello Dell'Anno
Giovanna Mossetti
Andrea Volpi
Simone Zava

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com
simone.zava@intesasnpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com