

Focus Stati Uniti

Fed: ancora un rialzo, poi una pausa di “attesa vigile”

27 aprile 2023

La riunione del FOMC del 2-3 maggio dovrebbe concludersi con un altro rialzo di 25pb e tassi dei fed funds a 5,25%. Il Comitato potrebbe aprire la strada a una pausa di “attesa vigile”, mirata a valutare gli effetti su ciclo e inflazione della restrizione monetaria già attuata e delle ricadute della crisi bancaria sulla disponibilità di credito e, quindi, sulla domanda finale. Il FOMC dovrebbe mantenere l'impegno ad agire come necessario per riportare l'inflazione al 2%, da un lato, e per garantire la stabilità finanziaria in caso di nuove pressioni sulle banche, dall'altro.

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

La riunione del FOMC di maggio dovrebbe concludersi con un altro **rialzo di 25pb** che porti il tasso dei fed funds a 5,25%. La guidance dovrebbe essere modificata, per segnalare la possibilità di una **pausa prolungata di “attesa vigile”**, necessaria per valutare gli effetti della restrizione monetaria già attuata e di quella del credito in arrivo nei prossimi trimestri, amplificata dalla crisi bancaria di marzo.

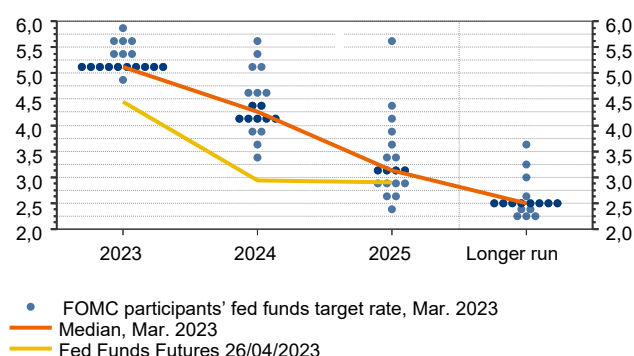
Il comunicato dovrebbe rilevare **il rallentamento di crescita e occupazione e la persistenza di un'inflazione sempre elevata**. La crisi bancaria di marzo, come abbiamo appreso in occasione dell'ultima riunione della Fed, ha modificato lo scenario congiunturale dei partecipanti e dello staff, che ora prevede una recessione mite nella seconda metà dell'anno, e un sentiero dei tassi invariato rispetto a dicembre 2022. Nella conferenza stampa, Powell dovrebbe sottolineare, da un lato, **rischi verso l'alto sull'inflazione**, e dall'altro, rischi verso il basso sulla crescita, collegati alle **ricadute della crisi bancaria sul credito**. Powell dovrebbe anche segnalare la presenza di un consenso diffuso nel Comitato a favore del **mantenimento di tassi fermi “per un certo tempo”**, per evitare di ripetere gli errori degli anni Settanta-Ottanta. Le svolte dei tassi premature nei cicli del 1980 e del 1981 avevano interrotto il calo dell'inflazione e generato recessioni costose, e la Fed porta regolarmente questi esempi per dare credibilità all'indicazione di tassi fermi nel 2023.

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

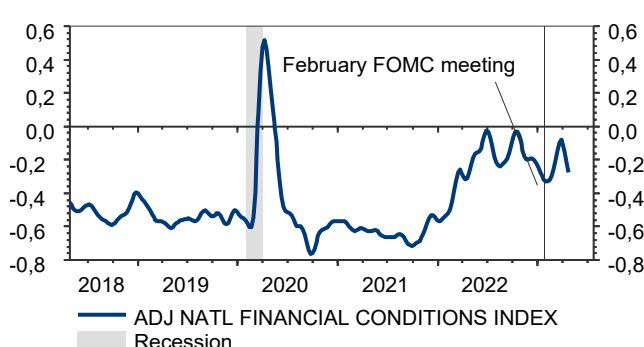
Tuttavia, ci sembra **improbabile che la Fed riesca ad allineare le previsioni del mercato su un sentiero di tassi stabili per un certo tempo**, per diversi motivi. Prima di tutto, **la recessione si sta avvicinando** e metterà pressione, nella seconda metà dell'anno, per una svolta. In secondo luogo, la **crisi bancaria è finita solo in superficie**: i problemi dei bilanci bancari resteranno all'orizzonte e saranno amplificati da un peggioramento congiunturale. Infine, e più rilevante in assoluto, **lo scontro sul limite del debito prospetta un rischio reale di default**, che genererebbe, come ha detto Yellen, una “catastrofe economica e finanziaria”. Pur essendo impossibile prevedere i contorni di una vera crisi del debito, una certezza sono tassi sui fed funds più bassi.

Fig. 1 – Ultimo rialzo, prima di una pausa prolungata nel 2023



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – Condizioni finanziarie volatili dopo la crisi bancaria



Fonte: Chicago Fed

Molti rischi, ma l'inflazione elevata domina ancora

La riunione del FOMC di inizio maggio si svolgerà in un contesto più stabile rispetto a quella di marzo, avvenuta nel pieno della crisi bancaria. L'esito dovrebbe essere, a nostro avviso, un **rialzo dei tassi di 25pb, a 5,25%**, giustificato dalla persistenza dell'inflazione e dal rallentamento solo moderato del mercato del lavoro, a fronte di segnali di stabilizzazione dell'emergenza bancaria. Anche questa volta la decisione sui tassi sarà dibattuta ampiamente, con alcuni partecipanti favorevoli a un rialzo e altri inclini a fare una pausa per valutare l'entità e la durata del probabile aumento della restrizione del credito conseguente alla crisi di marzo. Tuttavia, riteniamo che a maggio questo secondo gruppo sarà meno numeroso, in considerazione del ritrovato equilibrio del sistema bancario e della persistenza dell'inflazione.

Il **comunicato** dovrebbe rilevare l'indebolimento della crescita della spesa e della produzione, con il mercato del lavoro in rallentamento moderato e l'inflazione sempre elevata. Il focus nel testo e nella conferenza stampa di Powell sarà sulla **forward guidance**. A marzo, si affermava che "un po' di restrizione di policy addizionale potrebbe essere appropriata" per riportare l'inflazione al 2% "nel tempo". La Fed si era lasciata quindi la porta aperta per ulteriori interventi, senza però vincolarsi a indicazioni che potessero segnalare il numero dei possibili rialzi. La formulazione alle riunioni precedenti invece segnalava l'aspettativa di "continui aumenti", al plurale.

La nostra previsione è che il Comitato segnali il **possibile inizio di una pausa prolungata**, durante la quale si valuterà la reazione della domanda e dell'inflazione alle condizioni del credito e alla politica monetaria attuata finora, tenendo conto della restrizione cumulata e dei ritardi con cui si trasmette. Il comunicato potrebbe indicare che il Comitato monitorerà l'evoluzione dei dati per valutare il livello dei tassi appropriato, sottolineando che i rischi sull'inflazione restano elevati, senza impegnarsi in termini di rialzi. In passato in queste fasi la Fed aveva introdotto l'indicazione di "pazienza" nella valutazione delle variabili chiave, ma nel caso attuale si dovrebbe ripetere il "forte impegno" a riportare l'inflazione al 2% e a mantenere la politica monetaria in territorio restrittivo per un certo tempo. In questa fase, i temi rilevanti per lo scenario dei tassi sono tre: **mercato del lavoro, inflazione e stabilità del sistema bancario**.

Per quanto riguarda le **banche**, i dati mostrano un rientro della crisi relativamente rapido, con una flessione dei prestiti di emergenza richiesti alla Fed (Fig. 3) e un'interruzione del crollo dei depositi avvenuto a metà marzo (Fig. 4). La gestione efficace dell'emergenza da parte delle autorità ha evitato una crisi finanziaria, ma non interrompe i **trend già in atto di calo dei depositi e restrizione delle condizioni del credito** (Fig. 5). La rilevanza delle banche "piccole" (definite dalla Fed come le istituzioni che non appartengono alle top 25 banche in termini di attivo), con oltre il 30% dei depositi e dei prestiti totali e il 70% dei prestiti per l'edilizia commerciale, evidenzia fattori di **fragilità del sistema bancario**, che saranno poi amplificati se effettivamente l'economia entrerà in recessione.

Il 1° maggio la Fed e l'FDIC pubblicheranno due rapporti separati sulla crisi e sulle condizioni del sistema bancario che daranno **informazioni sui rischi di instabilità e su possibili interventi da parte delle autorità** per evitare il ripetersi di eventi analoghi a quelli di inizio marzo. Non è chiaro ex ante quante e quali informazioni aggiuntive saranno comunicate al pubblico. Il caso SVB mostra un fallimento in termini di vigilanza e supervisione della Fed, che non ha reagito di fronte ai segnali d'allarme. Una richiesta di correttivi sarebbe stata più che giustificata dalla percentuale di depositi non assicurati, dalla crescita rapidissima dell'attivo, dal rischio di interesse non coperto, dalla richiesta di prestiti alla Federal Home Loan Bank, e dalla dimensione di SVB (la più grande banca sotto la supervisione della San Francisco Fed). Moody's il 21 aprile ha abbassato il rating di 11 banche regionali, citando le difficoltà "sempre più evidenti" della gestione di attivo e passivo, con ricadute negative sulla redditività, anche per via dell'esposizione al settore immobiliare commerciale, da un lato, e delle perdite non realizzate nell'attivo, dall'altro. In

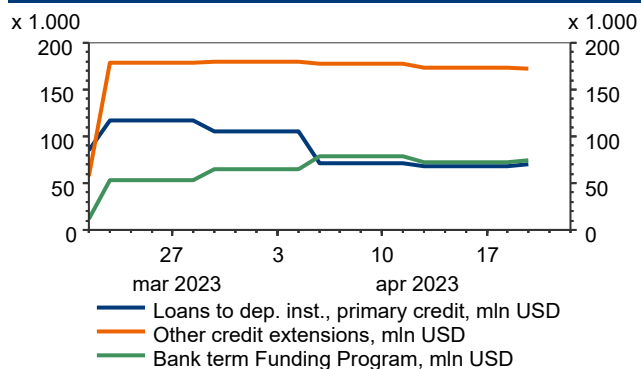
In arrivo un altro rialzo da 25pb, giustificato dalla persistenza dell'inflazione e dalla stabilizzazione del sistema bancario

Nuova fase per la politica monetaria: verso una pausa

Sistema bancario fragile: fase di tregua, sotto osservazione

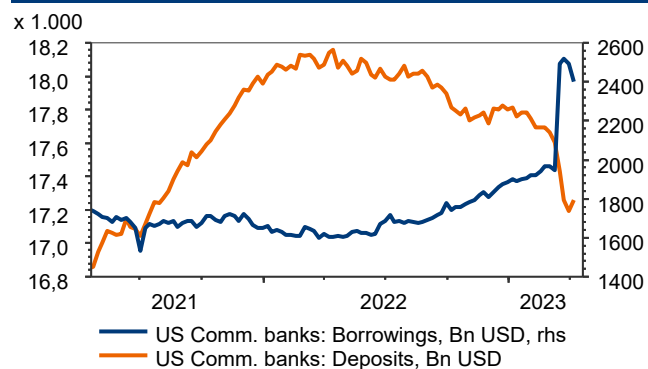
conclusione, i trend in calo dei depositi e in aumento del costo della raccolta, insieme alle indicazioni di restrizione delle condizioni dei prestiti già in essere, rendono molto probabili **un'accelerazione del sentiero verso il basso del credito** (Fig. 5) nei prossimi trimestri, evidente non solo dall'indagine presso le banche ma anche da quella presso le piccole imprese (Fig. 6), e la **persistenza di fragilità del sistema bancario nel suo complesso**.

Fig. 3 – Crisi evitata grazie agli interventi rapidi della Fed per fornire liquidità e disinnescare la corsa ai depositi



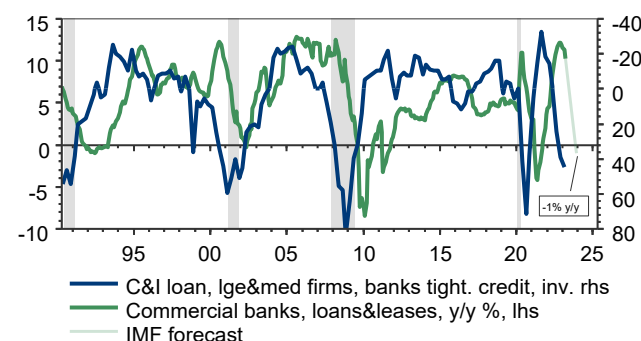
Fonte: Federal Reserve Board

Fig. 4 – Il crollo dei depositi di marzo si è interrotto, ma il trend resta verso il basso



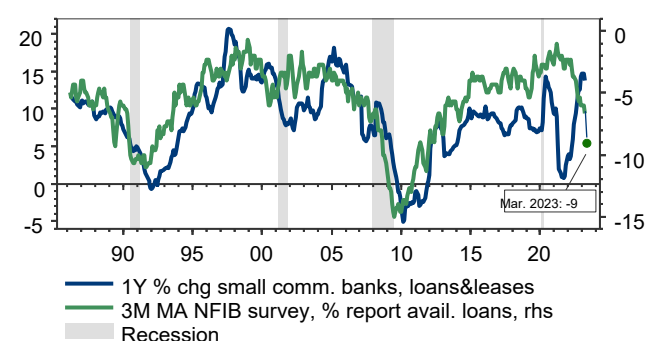
Fonte: Federal Reserve Board

Fig. 5 – La restrizione del credito era già in atto e si trasmetterà sui prestiti con ritardo, amplificata dalla crisi



Nota: la linea blu rappresenta la % di banche che restringono le condizioni del credito alle imprese grandi/medie. Fonte: Federal Reserve Board, previsioni FMI

Fig. 6 – Le piccole imprese stanno già segnalando un netto deterioramento della disponibilità del credito



Nota: il valore indicato per Mar. 2023 è il livello, la curva è la media mobile a 3 mesi. Fonte: Federal Reserve Board, NFIB

Per quanto riguarda il **mercato del lavoro e l'inflazione**, la chiave di lettura è il **settore dei servizi**, che guida l'espansione dei consumi e dell'occupazione da un lato, e le pressioni sui prezzi dall'altro. Per la ripresa del trend verso il basso dell'inflazione, occorrerà una capitolazione della domanda per servizi ricreativi, ospitalità e istruzione, il cui aggiustamento è stato ritardato e frenato dopo la pandemia e sta ancora determinando eccessi di domanda, soprattutto in termini di occupazione.

Il **mercato del lavoro** è tornato su un trend di rallentamento dopo l'interruzione di gennaio (Fig. 7), ma rimane caratterizzato da un andamento differente a seconda dei settori. L'occupazione, come evidente dalla Fig. 8, continua a crescere su base annua in alcuni segmenti, dove persistono eccesso di domanda e aumenti salariali sostenuti, ma è in calo nei settori che più tradizionalmente sostengono il mercato del lavoro. A livello aggregato, le informazioni di posizioni aperte, dimissioni e licenziamenti sono univocamente in linea con un costante indebolimento

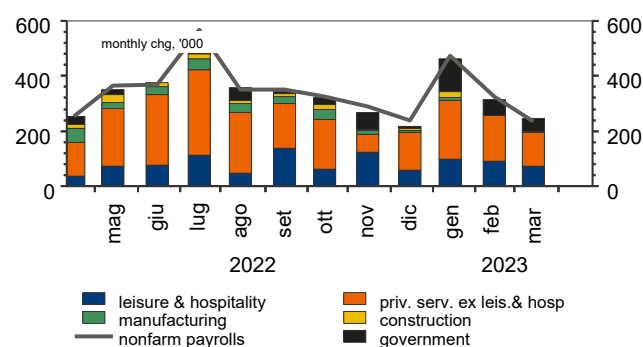
La domanda nei servizi continua a mettere pressione su prezzi e salari

Mercato del lavoro: la domanda rallenta, ma la scarsità di offerta frena l'aggiustamento dei salari

(Fig. 9), rafforzato dal rialzo dei sussidi nuovi ed esistenti (Fig. 10). Le posizioni aperte sono ancora in rialzo nel tempo libero, ma hanno svoltato nei segmenti più grandi di ospitalità e ricreazione.

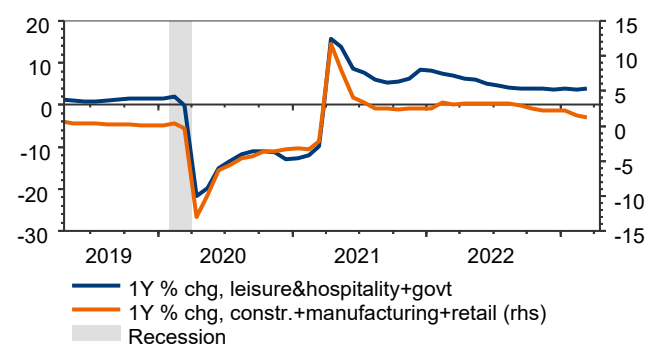
Gli effetti della riduzione della domanda stentano a trasferirsi sui salari per via della persistente **scarsità dell'offerta**, ancora relativamente rigida (Figg. 11 e 12). Infatti, il differenziale del tasso di partecipazione rispetto al livello pre-pandemico, pari a 0,7pp a marzo e corrispondente a circa 900 mila "partecipanti mancati", secondo stime di Brookings, è per circa metà dovuto ai trend demografici e per il resto collegato direttamente o indirettamente al Covid e alla disponibilità di risparmio accumulato durante la pandemia. Difficilmente nei prossimi trimestri ci sarà una chiusura del differenziale, dato che i tassi di partecipazione delle coorti centrali sono già sui livelli pre-pandemici. Inoltre, l'aumento dell'immigrazione visto nel 2022, pari a quasi 1 mln di individui, seguito alla stagnazione durante la pandemia, rallenterà nel futuro prevedibile in assenza di una riforma. In conclusione, **la domanda di lavoro dovrà rallentare più di quanto fosse necessario nei cicli passati** per riportare la dinamica salariale su ritmi coerenti con un'inflazione al 2%.

Fig. 7 – L'occupazione è tornata a rallentare



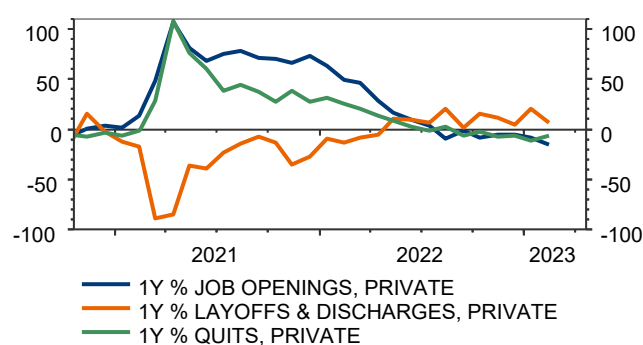
Fonte: BLS

Fig. 8 – Due mercati del lavoro diversi: ricreazione, ospitalità e istruzione pubblica in crescita solida, altri settori già in calo



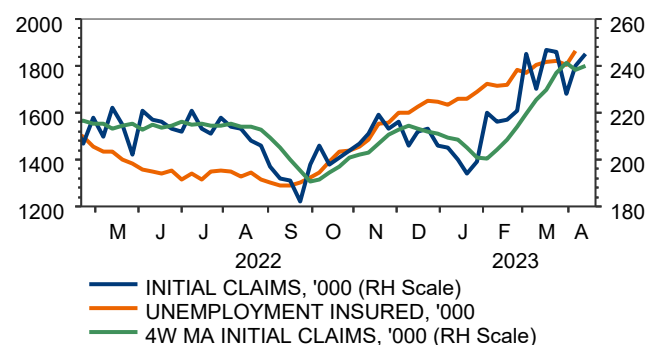
Fonte: BLS

Fig. 9 – I segnali di indebolimento si stanno diffondendo: posizioni aperte in calo...



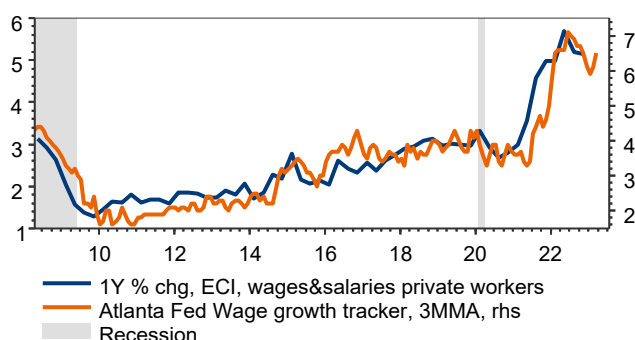
Fonte: BLS

Fig. 10 – ...sussidi di disoccupazione in aumento



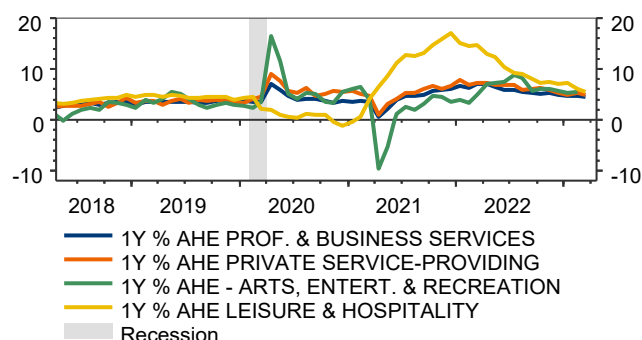
Fonte: BLS

Fig. 11 – Il costo del lavoro ha interrotto il calo



Fonte: BLS, Atlanta Fed

Fig. 12 – I salari nei servizi non rallentano



Fonte: BLS

Anche **l'inflazione rimane persistentemente elevata** e rappresenterà la **principale giustificazione per il prossimo rialzo dei fed funds e per il mantenimento di un bias restrittivo**. Il CPI di marzo ha mostrato un rallentamento nel comparto abitazione, ma nei servizi core ex-abitazione i prezzi non hanno dato segni convincenti di rientro, confermando le preoccupazioni del Comitato. Le misure di inflazione mediana sono in rialzo di 0,4% m/m e a febbraio il 44% della spesa delle famiglie aveva prezzi in crescita superiore al 5% ann. Le aspettative di inflazione a medio termine restano stabili da diversi mesi, ma la volatilità delle aspettative a 1 anno, se duratura, potrebbe influenzare anche quelle su orizzonti più lunghi.

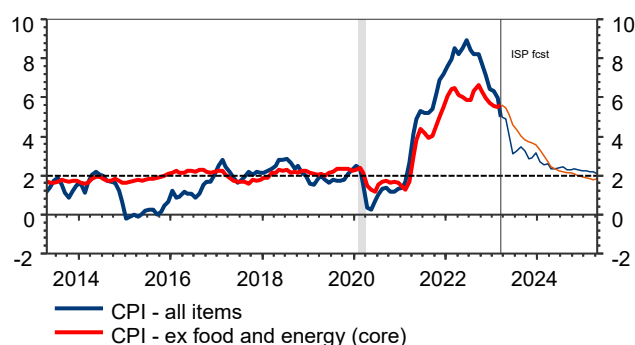
In attesa di segnali di svolta dell'inflazione dei servizi core ex-abitazione

La **persistenza dell'inflazione core resterà il focus** del FOMC nei prossimi trimestri e sosterrà la Fed nel mantenimento di tassi poco oltre il 5% per "un certo tempo", con il sostegno dell'esperienza storica degli anni Settanta. Le previsioni puntano a una recessione mite e breve, grazie anche al supporto fiscale collegato ai programmi di spesa federale per infrastrutture e per la transizione energetica.

In conclusione, i dati e i trend in atto sono in linea, a nostro avviso, con **un ultimo rialzo a maggio e con un periodo di "attesa vigile"** sui due temi caldi dell'anno, la fragilità del sistema bancario, da un lato, e l'entità del rallentamento del mercato del lavoro, dall'altro. I ritardi con cui la riduzione del credito si trasmette sul ciclo dovrebbero permettere di mantenere i tassi in pausa per il resto del 2023. Il conflitto sul **limite del debito** rappresenta un rischio a sé: un deterioramento dello scenario per un accordo metterà pressioni verso il basso sulle aspettative dei tassi.

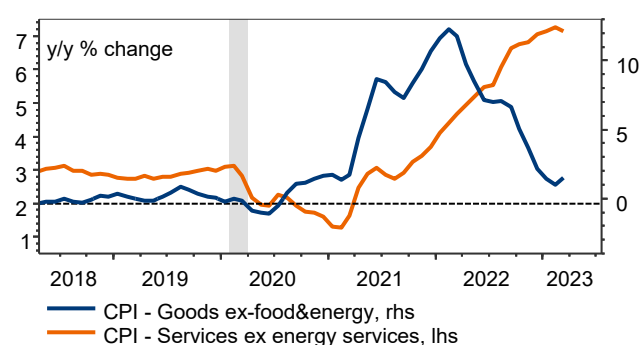
Dopo maggio, un periodo di attesa vigile, per valutare sistema bancario e mercato del lavoro

Fig. 13 – L'inflazione core dovrebbe essere vicina a 3,5% a/a a fine 2023 e tornare al 2% solo nel 2025



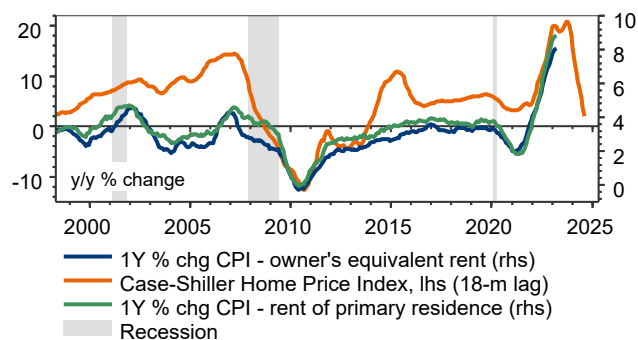
Fonte: BLS, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – I prezzi dei beni core si sono stabilizzati e quelli dei servizi core non hanno ancora iniziato a scendere



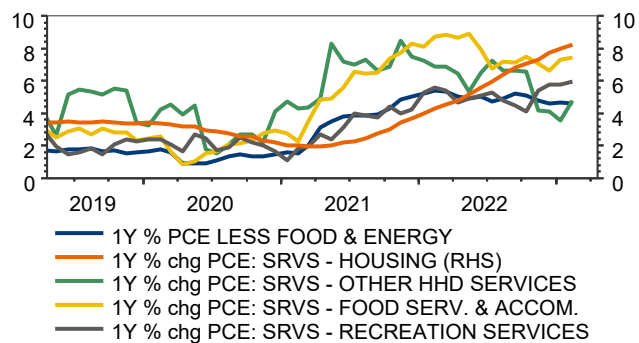
Fonte: BLS

Fig. 15 – La correzione dei prezzi delle case si trasferirà sulla componente abitazione degli indici core



Fonte: BLS, Refinitiv-Datastream

Fig. 16 – I prezzi dei servizi core ex-abitazione si mantengono su trend sostenuti



Fonte: BEA

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 15a-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