

Focus Stati Uniti

**Mercato del lavoro: un nuovo problema per il FOMC**

Il mercato del lavoro americano è sotto pressione, con un eccesso di domanda che sta iniziando a imprimere spinte diffuse sui salari. A fronte di una domanda in costante aumento, l'offerta è pressoché stabile da un anno. L'andamento della forza sarà determinante per i rischi di una spirale salari-prezzi e per i tempi della svolta dei tassi.

Il mercato del lavoro americano è in una fase critica: mentre l'attività produttiva in tutti i settori è tornata sui livelli pre-COVID, **l'occupazione è in ritardo**, per via della mancata ripresa dell'offerta a fronte di una domanda solida, e crea crescenti **pressioni verso l'alto sui salari**. La domanda di lavoro è stata scandita dalle restrizioni per la pandemia e collegata all'andamento dell'attività, ma l'offerta non ha tenuto il passo. L'evoluzione del **disallineamento di domanda e offerta** sarà cruciale per lo scenario dell'economia e della politica monetaria.

In un ciclo "medio", la partecipazione, la disoccupazione e l'occupazione tornano sui livelli pre-recessivi dopo circa 3-4 anni, con sentieri simili e gradualisti. In questo ciclo anomalo, la domanda è rimbalzata in tempi molto più rapidi rispetto alla norma, mentre l'offerta di lavoro è rallentata dai rischi sanitari, da un livello elevato di risparmio, dalla riallocazione settoriale, oltre che dai fattori tipici delle recessioni, cioè pensionamenti e nuovi impegni scolastici, che richiedono tempo per normalizzarsi. Nel frattempo, lo squilibrio fra domanda e offerta, in un contesto di inflazione in rialzo, sta determinando una diffusione degli aumenti salariali anche al di fuori dei settori direttamente colpiti da COVID e creando rischi di una possibile spirale salari-prezzi nel 2022.

Qual è il **grado di tolleranza della Fed di fronte a segnali di pressioni salariali** in via di estensione? Il mandato della Fed riguardo al mercato del lavoro è definito in termini di "massima occupazione", da raggiungere basandosi sulle "valutazioni dei deficit di occupazione dal suo livello massimo". Al momento, l'occupazione appare ancora lontana dal livello pre-COVID, ma il suo livello "massimo" dipende dall'offerta. Nei prossimi mesi la Fed dovrà valutare se il "deficit di occupazione" prevalente nel 2022 sarà dovuto a fattori temporanei o strutturali di freno all'offerta per decidere i tempi della svolta sui tassi. I rischi verso l'alto sui salari si sommeranno a quelli già prevalenti sui prezzi rafforzando, a nostro avviso, le preoccupazioni della Fed, aumentando la **probabilità di un rialzo dei tassi durante l'estate 2022 e di un'accelerazione del tapering a inizio 2022**.

17 novembre 2021

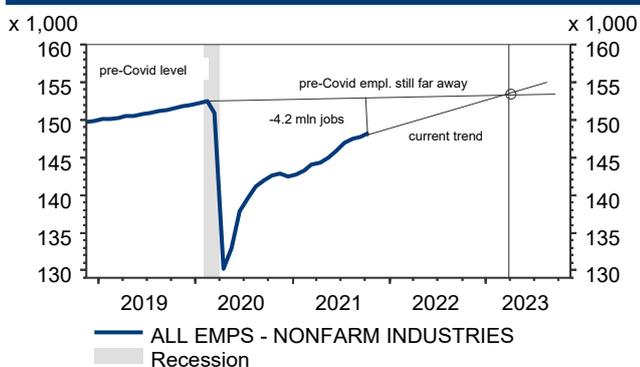
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

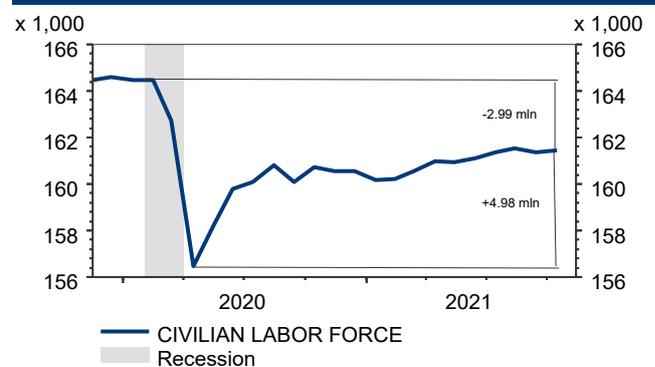
Economista - USA e Giappone

**Dov'è la massima occupazione?**



Fonte: Refinitiv Datastream

**La forza lavoro è in stallo**



Fonte: Refinitiv Datastream

## FOMC alla ricerca della “massima occupazione”

Il ritorno del mercato del lavoro alla “massima occupazione” è una delle condizioni necessarie per la svolta dei tassi. In passato, il mandato della Fed era definito più semplicemente con la “piena occupazione” e con l'avvicinamento a un “tasso di disoccupazione di più lungo termine”, il cui livello è regolarmente stimato dalla Fed (oggi a 4%). Con la nuova strategia di politica monetaria delineata nel 2020, per il FOMC la “massima occupazione” è “un obiettivo ampio e inclusivo, non direttamente misurabile e variabile nel tempo”, definita su un “ampio insieme di indicatori”, per molti dei quali non ci sono livelli di riferimento ufficialmente condivisi, ma che devono contribuire a valutare i “deficit di occupazione dal suo livello massimo”. Quindi, nella valutazione della Fed entrano variabili sia dal lato della domanda sia dal lato dell'offerta. Nei paragrafi che seguono riassumiamo i segnali dai due lati del mercato e le loro implicazioni per la dinamica salariale e l'aggiustamento complessivo del mercato del lavoro.

**Massima occupazione: un obiettivo difficile da definire**

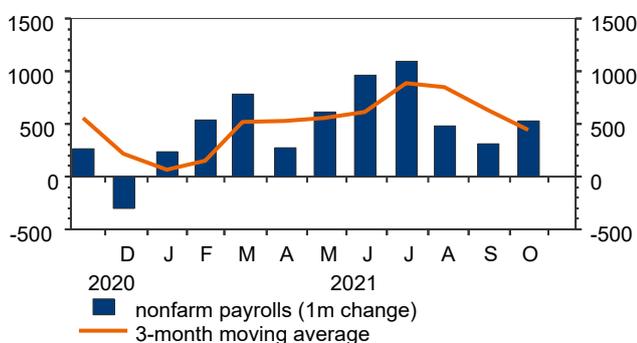
I **nonfarm payroll** sono normalmente considerati la miglior misura delle condizioni del mercato del lavoro, ma la loro efficienza informativa è limitata in caso di eccesso di domanda. La media mensile dei nuovi occupati è di 582 mila da inizio anno e di 442 mila negli ultimi 3 mesi: mancano ancora 4,2 mln di posti rispetto a febbraio 2020. La volatilità della dinamica occupazionale nel 2021, evidente dalle figg. 1-2, nasconde forze diverse. A inizio 2021, la relativa debolezza era dovuta alla chiusura delle attività nei servizi per via del COVID, a metà anno la ripresa è stata guidata dal miglioramento del quadro pandemico e dalla riapertura dei servizi, ma dall'estate è entrata in gioco anche la scarsità di manodopera. Le figg. 3 e 4 danno una misura della forza della domanda, con **posizioni aperte** su livelli record (totale: 10,4 mln a settembre) in tutti i settori e circa il 50% delle imprese con 1 o più posizioni difficili da coprire. Le indagini delle imprese riportano che la scarsità di manodopera in molti settori frena la crescita dell'attività.

**Domanda di lavoro su livelli record**

Dal lato dell'**offerta**, invece, dopo una prima ripresa collegata alla riapertura delle attività nell'estate 2020, **la partecipazione e la forza lavoro sono pressoché stagnanti da più di un anno** (fig. 5). Tipicamente l'offerta di lavoro non è nel radar della Banca centrale e del mercato ma ora il focus è proprio qui, alla luce del deficit rispetto alla domanda record e delle conseguenze, attuali e future, sulla dinamica salariale. Infatti, la chiave di volta per scongiurare l'instaurarsi di una spirale salari-prezzi sta proprio nella dinamica della forza lavoro. La previsione fino all'estate era di ripresa della partecipazione sulla scia di due fattori: il miglioramento del quadro pandemico e la fine dei programmi federali di sussidio alla disoccupazione. I dati non hanno dato supporto a tale previsione: a ottobre il tasso di partecipazione è ancora a 61,6%, sui livelli prevalenti da fine 2020.

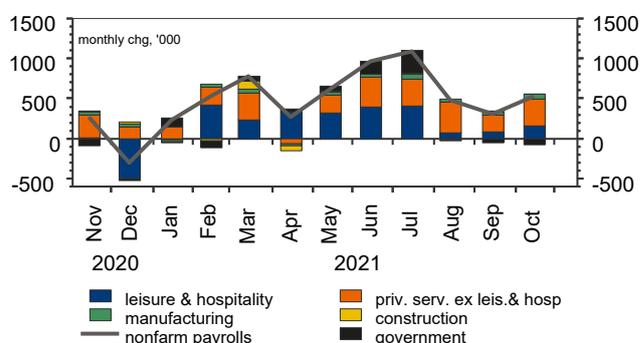
**L'offerta è ferma: perché?**

Fig. 1 – Dinamica occupazionale volatile nel 2021...



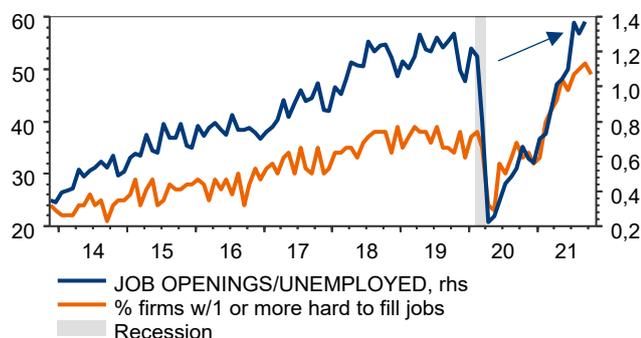
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 2 - ...anche a livello settoriale



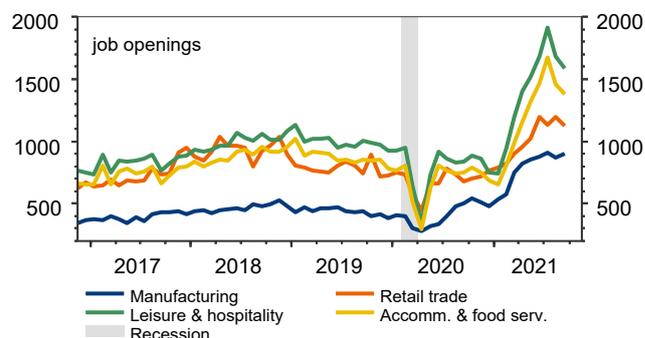
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 3 – Più posizioni aperte che disoccupati, mentre il 50% delle imprese ha più di 1 posizione da coprire**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 4 – Posizioni aperte su livelli record in tutti i settori, ma in particolare nella ricreazione e nell'ospitalità**



Fonte: Refinitiv-Datastream

La fig. 6 riassume i contributi all'andamento della partecipazione nell'ultimo anno e identifica nei **pensionamenti** il principale fattore di freno alla crescita della forza lavoro. Fra il 2° trimestre 2019 e il 2° trimestre 2021 la percentuale di individui oltre i 55 anni che dichiaravano di non volere un lavoro perché in pensione è salita a 49,9% da 47,8%, e rappresentava circa **2 mln di persone**. Il tasso di pensionamento della coorte >55 anni è aumentato in media di circa l'1% a/a nel 2020 e nel 2021. Di questo aumento, circa metà è dovuto all'invecchiamento sottostante della popolazione e l'altra metà a cambiamenti di comportamento che possono essere spiegati da un insieme di fattori, fra cui i timori collegati alla pandemia, da un lato, e l'aumento della ricchezza netta delle coorti più anziane, dall'altro. Non è chiaro quanto duraturi saranno questi elementi di freno alla partecipazione, ma nel quadro di scarsità di offerta l'uscita semi-permanente di 2 mln di lavoratori è un elemento rilevante. Il secondo freno alla crescita della partecipazione viene dalla **"forza lavoro ombra"**, cioè da coloro che vorrebbero un lavoro ma non lo stanno cercando attivamente. Questa categoria di persone ha un tasso elevato di rientro in tempi rapidi nella forza lavoro, come evidente dal ridimensionamento avvenuto nel 2021.

Oltre all'aumento dei pensionamenti, la ripresa attuale ha un altro elemento anomalo, la crescente percentuale di **dimissioni volontarie** (fig. 8), a fronte di un costante calo dei licenziamenti e a un aumento contenuto delle assunzioni. I dati della Jobs and Labor Turnover Survey (JOLTS) danno un quadro in linea con un crescente eccesso di domanda sul mercato del lavoro. Anche l'occupazione part-time segnala che gli individui scelgono volontariamente eventuali riduzioni di orario (fig. 10). Il quadro che emerge dagli indicatori di domanda e offerta rende **difficile la valutazione da parte della Fed riguardo alla distanza dalla "massima occupazione"**, definita come lo stato in cui tutti coloro che vogliono e sono in grado di lavorare, lo fanno (Atlanta Fed). Con una partecipazione sui livelli attuali, la platea ancora molto ampia di individui in grado di lavorare che non hanno un'occupazione appare in contrasto con la definizione di massima occupazione. Rispetto a febbraio 2020, mancano 4,2 mln di posti, ci sono 1,7 mln di disoccupati in più, quasi 1 mln di persone che non partecipano alla forza lavoro vorrebbero un'occupazione, la partecipazione è inferiore di 1,7pp.

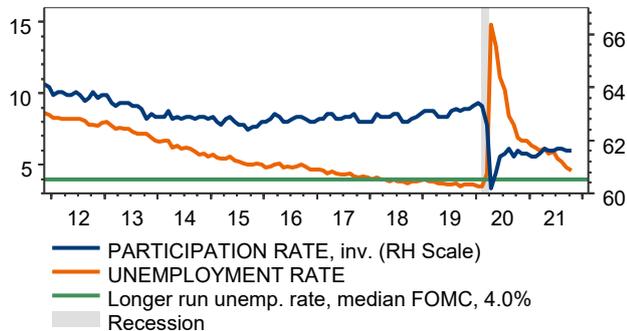
In caso di stabilizzazione della forza lavoro sui livelli attuali, una dinamica occupazionale in linea con quella di ottobre porterebbe il tasso di disoccupazione al 4% (mediana del tasso di disoccupazione di più lungo termine stimata dal FOMC) già a dicembre e lo spingerebbe al 2,2% a metà 2021. Per arrivare al 4% di disoccupazione a giugno 2021 con la crescita di posti vista a ottobre, la partecipazione dovrebbe salire a 62,8%. **Questi scenari alternativi danno una misura dell'importanza della partecipazione per lo scenario macro e per la politica monetaria.**

**La causa principale è l'aumento dei pensionamenti, spiegato solo per metà dall'invecchiamento della popolazione**

**La forza lavoro-ombra non preoccupa perché è un fattore transitorio**

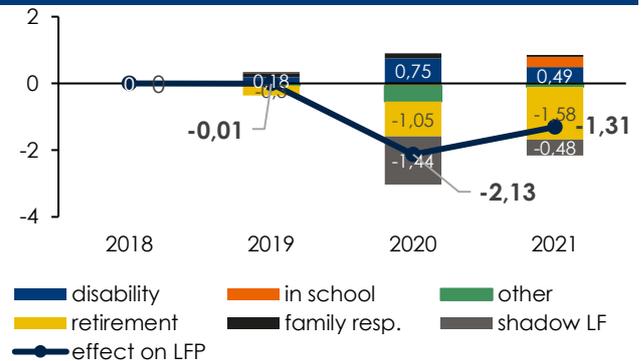
**Dimissioni volontarie record e part-time per motivi non economici**

**Fig. 5 – Il tasso di disoccupazione continua a scendere, la partecipazione invece ristagna**



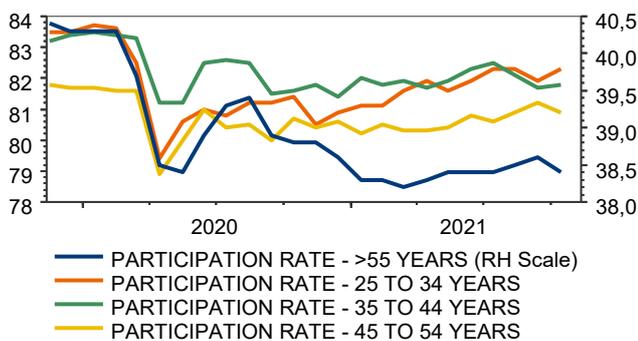
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 6 – Il contributo maggiore al calo della partecipazione rispetto al 2020 viene dall'aumento dei pensionamenti**



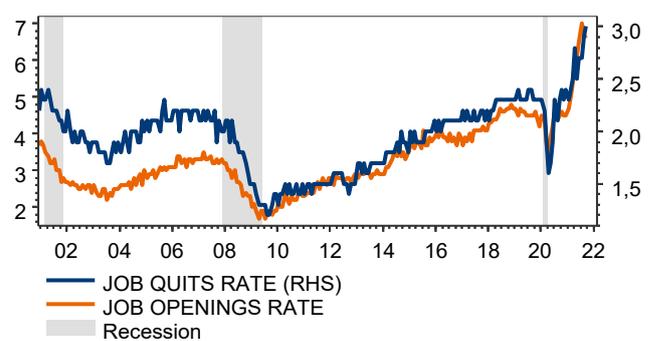
Fonte: Atlanta Fed

**Fig. 7 – Moderata ripresa della partecipazione solo per la coorte 25-34 anni, ancora in calo quella degli ultra 55enni**



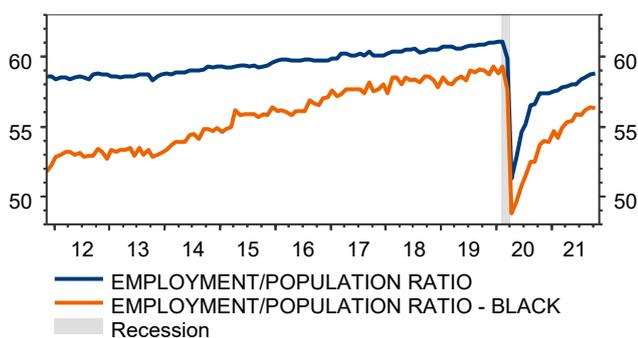
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 8 – Dimissioni volontarie su livelli mai visti, posizioni aperte record**



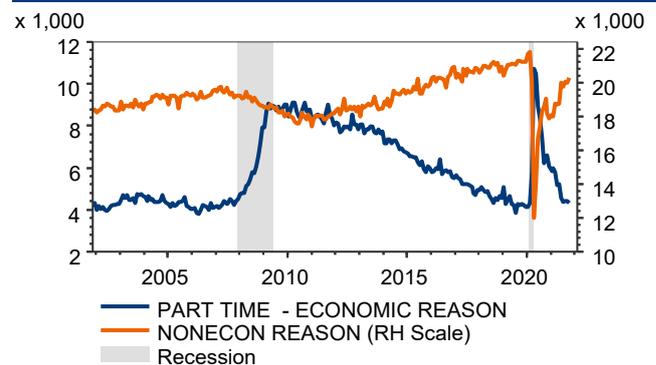
Fonte: Refinitiv-Datastream. Nota: Quits rate= 100\*(dimissioni volontarie/occupati). Openings rate= 100\*(posizioni aperte+occupati)/occupati.

**Fig. 9 – Il tasso di occupazione rimane ampiamente inferiore al livello pre-pandemico**



Fonte: Refinitiv-Datastream.

**Fig. 10 – Gli occupati part-time per la maggior parte scelgono volontariamente un orario ridotto**



Fonte: Refinitiv-Datastream

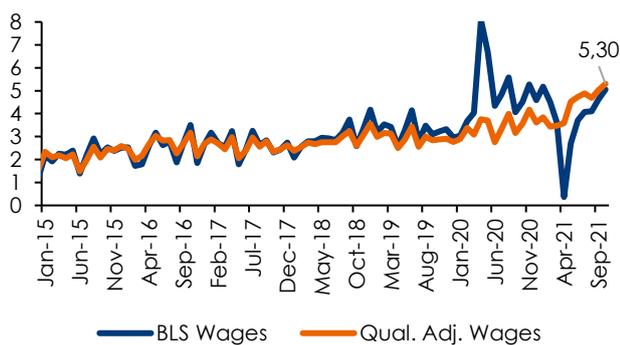
Come il FOMC ha più volte riconosciuto, il mercato del lavoro ora presenta contemporaneamente indici che segnalano eccesso di offerta, ma allo stesso tempo è in fase di eccesso di domanda. Cosa dovrebbe fare la Banca centrale? Un elemento determinante

sono i **salari**, che danno una misura degli eccessi sul mercato del lavoro e dei rischi per i prezzi. I dati dei salari orari medi sono distorti dalla volatilità della composizione dell'occupazione (fig. 11). Diverse misure pesate per la variazione settoriale degli occupati danno informazioni più attendibili. La stima dei salari "quality adjusted" dell'Atlanta Fed, l'Atlanta Wage Tracker e l'Employment Cost Index mostrano una netta accelerazione salariale a partire dalla primavera, inizialmente confinata alle categorie di lavoratori non qualificati dei servizi, ma gradualmente in via di estensione anche agli altri settori. Un nuovo database di Cornell University riporta che da inizio anno sono stati indetti 295 scioperi, più di 10 volte il numero medio degli anni pre-COVID, come ulteriore indicazione dell'aumento del potere contrattuale dal lato dell'offerta.

In conclusione, **molti indicatori** (dimissioni, pensionamenti, persistenza di contagi elevati in molti Stati, risparmio solido) **puntano a un aggiustamento potenzialmente lento dell'offerta di lavoro, a fronte di una domanda sempre su livelli record**. Le variabili da monitorare nei prossimi mesi sono quindi sia la dinamica occupazionale, sia la crescita della forza lavoro. Se i salari continueranno a salire nei prossimi trimestri, e la produttività non darà segni di netto rimbalzo, le imprese accelereranno il trasferimento dei costi sui prezzi di vendita, dando luogo all'inizio di una pericolosa spirale salari-prezzi.

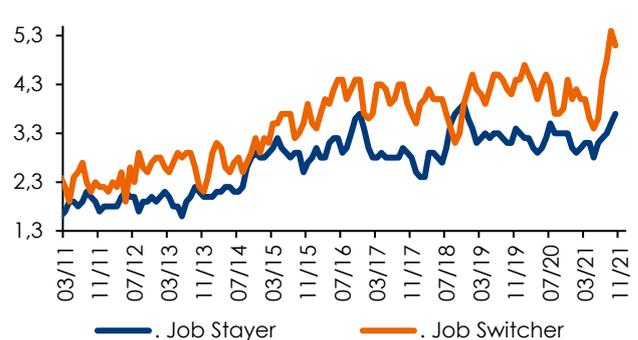
In questo contesto, prevediamo un **aumento di preoccupazioni del FOMC anche per il mercato del lavoro e non solo per l'inflazione**. In assenza di un nuovo trend verso l'alto della forza lavoro e/o di un ridimensionamento della dinamica salariale nei prossimi mesi, il FOMC potrebbe reagire fra fine 2021 e inizio 2022 con **un'accelerazione del ritmo del tapering**, che permetta di concludere gli acquisti nella prima parte della primavera. Con i ritmi attuali, gli acquisti terminerebbero a giugno 2022. Nel 2013, la svolta sugli acquisti, iniziata a fine anno e conclusa a ottobre 2014, fu seguita da più di un anno di pausa prima del rialzo dei tassi di dicembre 2015. Come ha rilevato Powell, il caso attuale è molto diverso rispetto al 2013-14, grazie a una situazione congiunturale molto più positiva. Se alla riunione di dicembre verrà incorporato un secondo aumento dei tassi nella mediana del 2022, ci sembra probabile che il FOMC voglia avere un margine non troppo stretto fra la fine degli acquisti e la svolta attesa dei tassi, annunciando un'accelerazione della riduzione degli acquisti che permetta di concludere il programma entro inizio maggio, con riduzioni potenzialmente aumentate a 20 o 25 mld mese.

**Fig. 11 – La dinamica salariale pesata per i settori è in netta accelerazione dalla primavera**



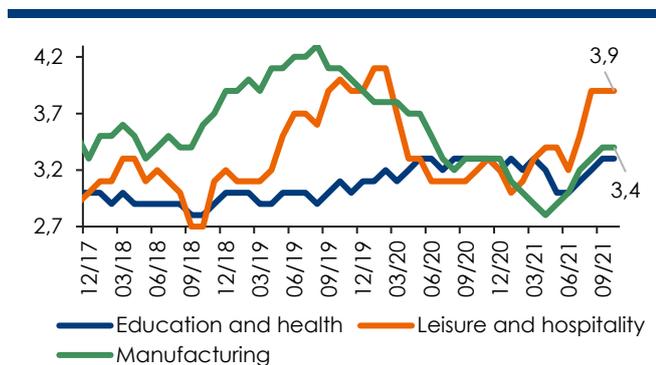
Fonte: P. Higgins, Atlanta Fed e BLS

**Fig. 12 – Cambiare occupazione paga: la crescita del salario di chi cambia lavoro è ora del 5,1%, rispetto a 3,7% per chi resta**



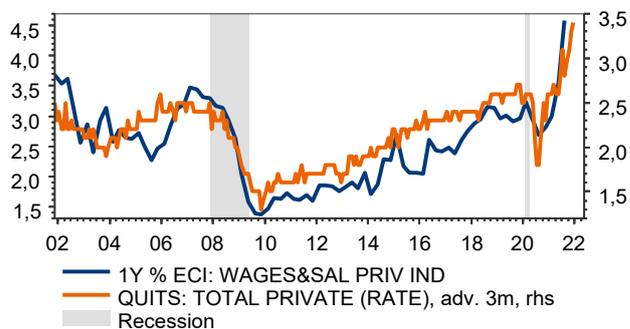
Fonte: Atlanta Fed

**Fig. 13 – Svolta estiva per la crescita salariale**



Nota: Variazioni a/a dei salari nei settori indicati. Fonte: Atlanta Fed

**Fig. 14 – Il trend delle dimissioni volontarie non promette bene per il costo del lavoro!**



Nota: ECI= employment cost index, variazione a/a dei salari del settore privato pesati per la composizione dell'occupazione. 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
---------------	-------	---------------------------------