NADEF: alla ricerca della flessibilità

Il governo nella Nota di Aggiornamento al DEF ha comunicato di essere riuscito a disattivare interamente l'aumento delle imposte indirette almeno per il 2020, ma fa affidamento su un'ampia flessibilità da parte della UE (0,7% del PIL). A nostro avviso, la manovra è espansiva ma solo per l'effetto della disattivazione delle clausole, al netto della quale sarebbe moderatamente restrittiva.

2 ottobre 2019

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

Paolo Mameli
Economista - Italia

Il Consiglio dei Ministri ha approvato lunedì sera la Nota di Aggiornamento al DEF. Il deficit tendenziale 2020 è ora stimato all'1,4% del PIL, che è più favorevole non solo rispetto al 2,1% del precedente quadro programmatico, ma anche rispetto all'1,6% atteso alla vigilia. I risparmi rispetto al precedente scenario programmatico erano stati già in parte incorporati nel cosiddetto "assestamento di bilancio" dello scorso luglio, e sono dovuti alle maggiori entrate fiscali (anche grazie a un aumento della *tax compliance* dovuto all'introduzione della fatturazione elettronica), ai risparmi su reddito di cittadinanza e quota 100 rispetto agli importi inizialmente previsti, e alla minore spesa per interessi. Piuttosto sorprendente invece che il deficit 2019 sia ora stimato a 2,2%, in parte per effetto della recente revisione Istat sul 2018 (ma alla vigilia si pensava a un 2,0-2,1%). In ogni caso, **lo scenario tendenziale 2020 implicherebbe nelle stime del governo un miglioramento del saldo strutturale di 0,7%**, ovvero superiore a quello richiesto per l'Italia dalla Commissione (0,6%).

Il nuovo quadro tendenziale e programmatico di finanza pubblica (in % del PIL)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
NUOVO QUADRO TENDENZIALE						
Indebitamento netto	-2.4	-2.2	-2.2	-1.4	-1.1	-0.9
Saldo primario	1.3	1.5	1.3	1.9	1.9	2.0
Interessi	3.8	3.7	3.4	3.2	3.1	2.9
Indebitamento netto strutturale	-1.4	-1.5	-1.2	-0.5	-0.4	-0.4
Variazione strutturale	-0.6	-0.1	0.3	0.7	0.1	0.0
Debito pubblico	134.1	134.8	135.7	134.1	132.5	130.4
NUOVO QUADRO PROGRAMMATICO						
Indebitamento netto	-2.4	-2.2	-2.2	-2.2	-1.8	-1.4
Saldo primario	1.3	1.5	1.3	1.1	1.3	1.5
Interessi	3.8	3.7	3.4	3.3	3.1	2.9
Indebitamento netto strutturale	-1.4	-1.5	-1.2	-1.4	-1.2	-1.0
Variazione strutturale	-0.6	-0.1	0.3	-0.1	0.2	0.2
Debito pubblico	134.1	134.8	135.7	135.2	133.4	131.4
Proventi da privatizzazioni		0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
PRECEDENTE QUADRO PROGRAMMATICO						
Indebitamento netto	-2.4	-2.1	-2.4	-2.1	-1.8	-1.5
Saldo primario	1.4	1.6	1.2	1.5	1.9	2.3
Interessi	3.8	3.7	3.6	3.6	3.7	3.8
Indebitamento netto strutturale	-1.4	-1.4	-1.5	-1.4	-1.1	-0.8
Variazione strutturale	-0.4	0.0	-0.1	0.2	0.3	0.3
Debito pubblico	131.4	132.2	132.6	131.3	130.2	128.9

Fonte: Nota di Aggiornamento al DEF 2019.

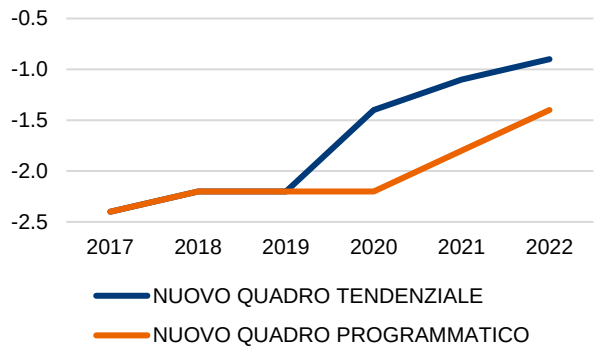
La manovra è espansiva, ma solo per l'effetto della disattivazione delle clausole

Rispetto allo scenario tendenziale, che incorpora il significativo aumento delle imposte indirette incluso nelle cosiddette "clausole di salvaguardia", il governo intende intervenire con una **manovra espansiva pari allo 0,8% del PIL (14,5 miliardi), alzando a 2,2% il deficit programmatico**. La manovra netta è però **restrittiva per lo 0,5% del PIL (circa 8,5 mld) al netto delle clausole** di salvaguardia da 23 miliardi, la cui disattivazione, a nostro avviso, non ha impatto in quanto già incorporata nelle attese degli operatori economici.

Dai documenti ufficiali, non è chiaro a quanto ammonti la manovra lorda, cioè il totale di risorse che l'esecutivo intende movimentare. Il ministro dell'economia ha parlato di un **pacchetto intorno ai 30 miliardi**. Dal lato degli interventi, il grosso è dovuto proprio alla **disattivazione dell'aumento dell'IVA**, che dovrebbe essere sterilizzato interamente per l'anno prossimo ma solo ridotto per il 2021-22 (non è ad oggi noto per quale ammontare). Gli altri interventi includono il **taglio al cuneo fiscale**, che dovrebbe essere avviato in maniera graduale in corso d'anno e costare perciò 2,7 mld nel 2020 e 5,6 mld dal 2021. Il ministro ha parlato anche di **maggiori investimenti** per 1 mld nel 2020. C'è poi da tenere conto che le cosiddette "spese indifferibili" da rifinanziare per il 2020 ammontano a circa 3 mld, cui va aggiunto il rinnovo degli incentivi compresi nel pacchetto Industria 4.0.

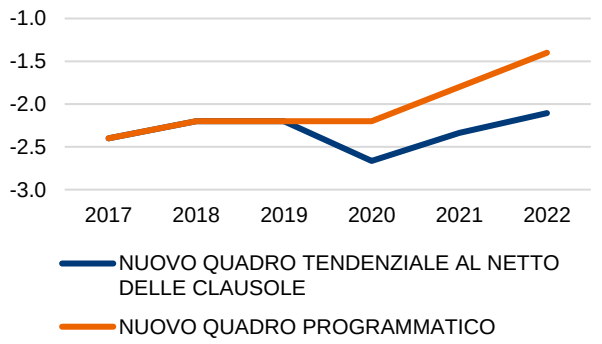
Il governo stima dalla manovra un **impatto positivo sulla crescita del PIL di circa 0,2%**, che alzerebbe il PIL programmatico a 0,6% da uno 0,4% tendenziale. Tuttavia, il grosso dell'impatto viene dalla disattivazione delle clausole di salvaguardia (0,3%); la riduzione del cuneo fiscale avrebbe un impatto di +0,1%, così come il rifinanziamento delle politiche in scadenza (tra cui gli incentivi di Industria 4.0); le misure di copertura avrebbero un effetto negativo di circa due decimi.

La manovra (risultante dalla differenza tra quadro programmatico e tendenziale) è espansiva…



Nota: indebitamento netto in % del PIL. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

…ma moderatamente restrittiva al netto delle clausole di salvaguardia



Nota: indebitamento netto in % del PIL; ipotesi di disattivazione delle clausole per il 2021-22 per lo stesso ammontare del 2020 (23 miliardi).
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Il grosso delle coperture viene dal contrasto all'evasione

Da lato delle coperture, al netto della flessibilità che il governo intende chiedere in sede europea (lo 0,7% del PIL ovvero quasi 13 miliardi, vedi *infra*), esse ammontano a 14,5 miliardi (lo 0,8% del PIL). **La parte del leone la fanno i proventi da lotta all'evasione** fiscale (ben 7 miliardi), mentre dai **tagli alla spesa e alle *tax expenditures*** dannose per l'ambiente verrebbero 3,6 mld (lo 0,2% del PIL) e da altre misure di carattere fiscale 1,8 mld.

Rivisto al rialzo il profilo del rapporto debito/PIL, e al ribasso il target sulle privatizzazioni

Sul fronte del debito, la recente revisione da parte di Banca d'Italia ha spostato verso l'alto il profilo del rapporto debito/PIL, che è salito significativamente nel 2018-19 (a 135,7% quest'anno). Dopo che l'ambizioso pacchetto di privatizzazioni annunciato lo scorso anno (per un punto di PIL) è stato completamente disatteso, il governo ha rivisto al ribasso l'obiettivo sulle vendite di *asset*, da cui si attende di ricavare un più realistico 0,2% del PIL all'anno a partire dal 2020. Il debito è visto ora in calo solo modesto nel 2020 (a 135,2%) e più accentuato negli anni successivi (fino al 131,4% nel 2022).

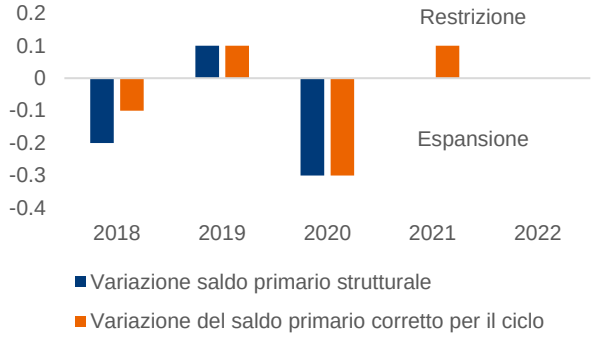
La manovra: punti di forza…

A nostro avviso la manovra è moderatamente restrittiva, perché riteniamo che il suo impatto sul ciclo sia da valutare al netto degli aumenti delle imposte indirette, che non erano incorporati nelle aspettative degli operatori economici in quanto tutte le forze politiche annunciavano di

volerli disattivare. Perciò, non sussistono a nostro avviso motivi per rivedere al rialzo la nostra stima di crescita per il 2020 (0,3%). D'altro canto, i **punti di forza** sono i seguenti:

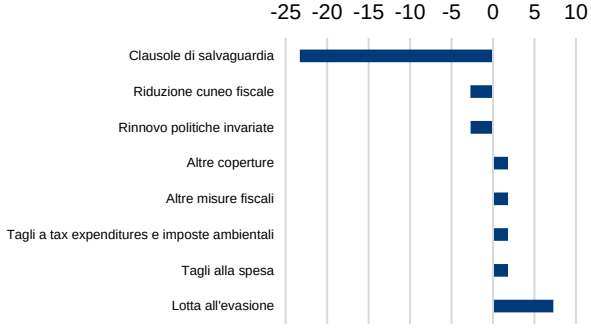
- **La restrizione è moderata, sia per l'entità** (di molto inferiore a quella che si sarebbe potuta immaginare solo qualche settimana fa: dai 23 miliardi iniziali, si è scesi a circa 8,5, sempre se il quadro programmatico verrà confermato dal confronto con la UE), **sia per il dettaglio delle misure** (le coperture proposte, almeno per quanto sin qui noto, sembrano avere un moltiplicatore piuttosto contenuto); pertanto, a nostro avviso l'impatto negativo sulla crescita 2020 sarà limitato (attorno a 0,1%; la maggior parte dei commentatori solo qualche settimana fa si attendeva effetti più negativi, derivanti o dalla necessità di una stretta fiscale più consistente, dell'ordine appunto di oltre 20 miliardi di euro, o dalle ripercussioni avverse sui mercati finanziari di una mancata restrizione);
- Nel **merito degli interventi**:
  - Ci sembra condivisibile che si sia intrapreso un percorso di graduale **riduzione del cuneo fiscale** sul lavoro (che è auspicabile in futuro possa riguardare non solo i lavoratori ma anche le imprese);
  - Positivo che si sia stato rimesso al centro dell'attenzione il tema della **lotta all'evasione fiscale**, in assenza della quale il sentiero di finanza pubblica in Italia rimarrà a dir poco angusto;
  - Riguardo all'intenzione di **aumentare gli investimenti pubblici** nei settori "green" e della digitalizzazione, ad oggi non abbiamo elementi per dire che tali interventi possano incidere in misura significativa. Il Ministro dell'Economia ha parlato di due nuovi fondi di investimento, assegnati a Stato e Enti territoriali, per un ammontare complessivo di almeno 50 miliardi su un orizzonte pluriennale, per attivare progetti di rigenerazione urbana, di riconversione energetica e di incentivo all'utilizzo di fonti rinnovabili, in parte finanziati reindirizzando stanziamenti pregressi;
- D'altra parte, anche se la manovra al netto delle clausole interviene in senso moderatamente restrittivo sul tendenziale, **l'orientamento di politica fiscale nel biennio 2019-20 è neutrale o lievemente espansivo**, come visibile dalla variazione non tanto del disavanzo nominale (stabile tra il 2018 e il 2020), quanto soprattutto del saldo primario strutturale (stabile nel 2019 e in peggioramento di 3 decimi nel 2020: un deterioramento del saldo primario strutturale indica che la politica fiscale è più espansiva, almeno in termini relativi rispetto all'anno precedente). **L'espansività riguarda in particolare il settore delle famiglie**, che ha beneficiato della maggior parte degli interventi nel biennio (ciò, assieme alla tenuta dell'occupazione, aiuta a spiegare la crescita del reddito disponibile reale delle famiglie su ritmi ben superiore a quelli del PIL negli ultimi anni, il che fornisce supporto all'idea di una resilienza della fiducia e della spesa dei consumatori nell'orizzonte prevedibile);
- Sempre in ottica di controllo anticiclico, è positivo che il governo sia riuscito a **evitare l'aumento dell'IVA** (resta da vedere se in misura significativa anche per gli anni dal 2021 in poi, il che consentirebbe di alleggerire non di poco la "spada di Damocle" gravante sullo scenario prospettico); peraltro, una rimodulazione delle aliquote IVA, con alcuni aumenti selettivi, non sarebbe completamente da escludere se finalizzata a una riduzione più pronunciata del cuneo fiscale sul lavoro.

L'orientamento di politica fiscale nel 2020 sarà espansivo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Tra gli interventi spicca la disattivazione delle clausole, tra le coperture il contrasto all'evasione fiscale



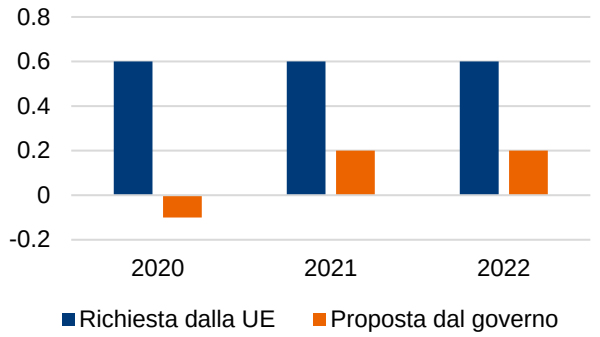
Nota: effetto sull'indebitamento netto in miliardi. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

D'altro canto, i **punti più critici** della NADEF sono i seguenti:

…e criticità, che potrebbero sollevare rilievi da parte della UE

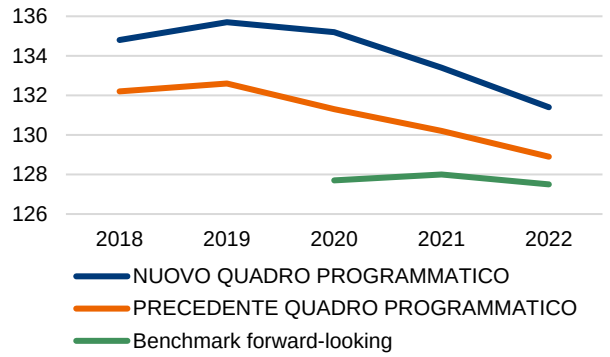
- **Il disavanzo strutturale nel 2020, anziché migliorare di 0,6% come richiesto dalla UE, è visto peggiorare** di un decimo, riproponendo una divergenza rispetto alle indicazioni di Bruxelles già vista l'anno scorso (sia pure su livelli ben più ampi, visto che il peggioramento strutturale incluso nella NADEF 2018 era pari a -0,8%). Per il 2020, ciò implicherebbe una "**flessibilità" pari allo 0,7% del PIL**, motivata secondo il ministro Gualtieri da spese contro il dissesto idrogeologico e clausola degli investimenti. Ad oggi la prima motivazione, che implicherebbe una conferma della flessibilità per lo 0,2% del PIL già concessa lo scorso anno, appare più che giustificata, mentre in base alle regole oggi in vigore l'utilizzo della clausola per gli investimenti (così come di quella sulle riforme) è consentito una solta volta nel percorso di avvicinamento all'obiettivo di medio termine (l'Italia ha utilizzato le due clausole nel 2016). Ma naturalmente su questo tema la negoziazione sarà di natura anche "politica".
- Il debito è visto in ulteriore salita nel 2019, al 135,7% del PIL, e in calo solo modesto nel 2020 (a 135,2%); in altri termini, **una significativa riduzione del debito non appare una priorità** del governo. Poiché più volte negli ultimi anni l'Italia ha scongiurato per poco una procedura di infrazione europea per debito eccessivo, la UE potrebbe chiedere una applicazione integrale della regola sul saldo strutturale a fronte di una ennesima evidente inadempienza sulla regola del debito.
- La Commissione potrebbe sollevare dei rilievi anche sul dettaglio degli interventi, visto che in particolare **la stima sui ricavi da lotta all'evasione fiscale è molto ambiziosa**; qui molto dipenderà dalla definizione di un piano credibile per migliorare la capacità di incasso dei tributi.
- Infine, **le stime di crescita del PIL appaiono anch'esse un poco ottimistiche**: la nostra attuale previsione per il 2020 è 0,3%, appena sotto il consenso (che si posizionava a settembre a 0,4%). Il motivo principale dello scostamento rispetto alla previsione programmatica della NADEF (0,6%) sta appunto nel fatto che non condividiamo l'impatto espansivo della disattivazione delle clausole stimato dal governo. Peraltro, i numeri del governo non sono lontani dalle più recenti previsioni degli organismi internazionali per il 2020. Ma anche le stime per il 2021 e il 2022 (all'1%) appaiono eccessivamente ottimistiche (le nostre previsioni sono più basse di circa mezzo punto).

Il governo, almeno per il 2020, propone una evoluzione del saldo strutturale divergente rispetto a quella richiesta dalla Ue



Nota: variazione % annua del saldo strutturale. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Il profilo del rapporto debito/PIL è stato rivisto al rialzo rispetto al precedente quadro programmatico (e non rispetta la regola UE sul debito)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

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 Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca 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. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate 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.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. 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. e Banca IMI S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento Consob no. 20307 del 15.02.2018, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

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 Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi il dettaglio dei contatti sopra).

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e 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 Banca IMI e/o 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 Banca IMI e/o 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 Thomson Reuters-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://www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/si09/governance/ita_dlgs_231_2001.jsp 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 separatezza 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://www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/si09/studi/ita_doc_governance.jsp, ed in versione sintetica sul sito di Banca IMI S.p.A. all'indirizzo https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/normative.html. 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://www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/si09/studi/ita_wp_studi.jsp 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 and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, 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		
Macro & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com
Macroeconomia		
Andrej Arady	62513	andrej.arady@intesasanpaolo.com
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com