INTESA SANPAOLO

Macro

Focus Stati Uniti

Una ripresa trainata dai consumi, pur in presenza di 20 mln di nuovi disoccupati, grazie alla politica fiscale

1 luglio 2020

La nascente ripresa del PIL USA dovrebbe essere sostenuta dalla svolta dei consumi, già in atto, mentre i disoccupati dovrebbero calare solo gradualmente. Queste previsioni sembrano in contraddizione fra loro, ma l'esperienza storica indica che i consumi possono risalire anche con un recupero molto lento dell'occupazione. In assenza di un drastico peggioramento della situazione sanitaria, lo stimolo fiscale dovrebbe prevalere sul calo dell'occupazione.

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

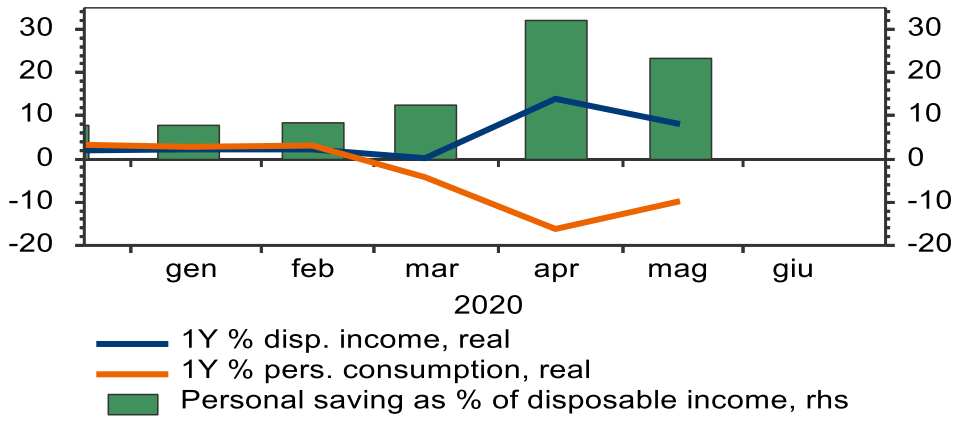
Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Se non ci sarà una crescita incontrollata dei nuovi contagi, l'economia USA dovrebbe essere su un sentiero di crescita rapida nel 3° trimestre e più graduale nei trimestri successivi, trainata dalla svolta dei consumi. I **consumi** in termini reali sono calati a marzo e aprile di -4,3% m/m e -16,3% m/m, rispettivamente, sulla scia degli effetti del distanziamento sociale e del lockdown. A maggio, si è già registrata una svolta, con un rimbalzo di 8,2% m/m (fig. 1). La previsione è che su base trimestrale, i consumi calino di circa -30% t/t ann. nel 2° trimestre e crescano di +28% t/t ann. nel 3° trimestre, con l'aspettativa che il livello della spesa personale sia circa in linea con quello di fine 2019 intorno a metà 2021. Il **tasso di disoccupazione**, attualmente al 13,3% (maggio 2020), dovrebbe calare verso il 9% a fine 2020 e restare al di sopra del livello di più lungo termine (stima FOMC: 4,1%) oltre il 2023. Come si riconciliano queste due previsioni? La variabile che permette di risolvere l'equazione è la **politica fiscale**, che sosterrà la ripresa nei prossimi trimestri.

1. Consumi sostenuti dal "risparmio forzato" e dal reddito disponibile

La ripresa dei consumi rilevata a maggio riflette la riapertura della maggior parte delle attività in tutto il Paese. Una parte dei servizi ricreativi e dell'ospitalità restano frenati dal distanziamento sociale, volontario e non, ancora diffuso e soggetto al rischio degli effetti del recente peggioramento del quadro epidemiologico, che registra un chiaro trend verso l'alto dei nuovi contagi (fig. 2). I dati della mobilità sono stati finora su un trend di recupero (fig. 3). Ipotizzando che la reintroduzione di moderati vincoli alle attività aggregative negli Stati occidentali e meridionali colpiti dal rialzo dei nuovi contagi, la previsione vede **un sentiero positivo per i consumi nei prossimi trimestri**, che dovrebbe portare la spesa reale delle famiglie su livelli vicini a quelli pre-COVID-19 entro metà 2021.

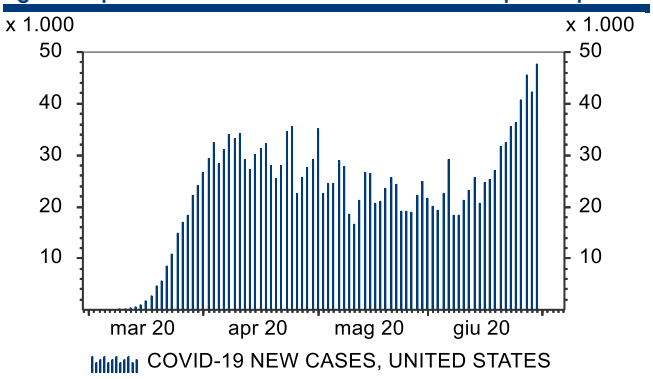
Fig. 1 – La rimonta dei consumi è iniziata a maggio



Fonte: Refinitiv Datastream

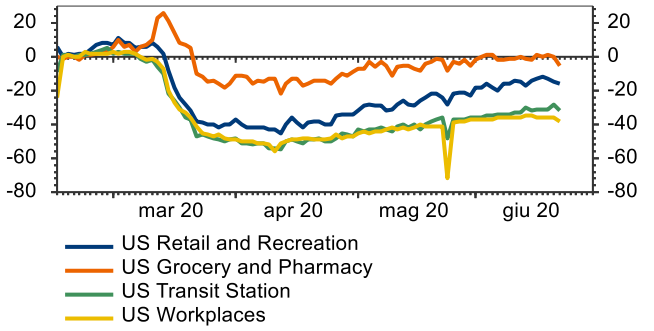
Questo studio, realizzato da Intesa Sanpaolo, è distribuito da
BANCA IMI

Fig. 2 – La prima ondata non è sotto controllo: rischi per la ripresa



Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 3 – La mobilità dei consumatori è in aumento

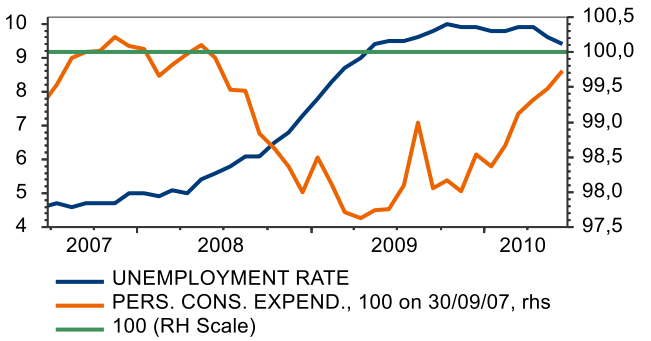


Fonte: Google mobility data

La fig. 1 mostra l'aumento del risparmio e del reddito disponibile rispetto a febbraio 2020, che dovrebbe alimentare la crescita dei consumi da metà 2020. Nella fig. 5, la disaggregazione delle componenti del reddito conferma il ruolo centrale giocato dai **trasferimenti**. Ad aprile, il reddito è stato sostenuto dal pagamento *una tantum* dei *recovery check* (1200 dollari per individuo più 500 dollari per figlio dipendente, con soglie di reddito minimo molto elevate, indicati nel grafico come "other transfers"), il cui contributo è diventato negativo a maggio. Tra aprile e maggio si è registrato un forte incremento dei sussidi di disoccupazione (nel grafico: "unemployment insurance"), erogati a più di 30 mln di individui attraverso i programmi statali (integrati da un contributo federale di 600 dollari alla settimana) (fig. 6) e dai sussidi erogati con i programmi di emergenza per la pandemia (fig. 7).

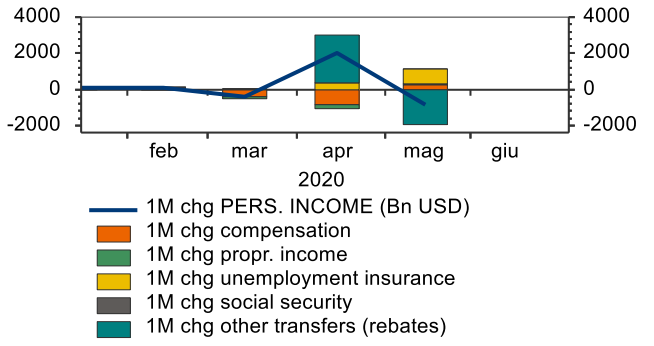
Come evidente dalla fig. 4, la previsione di ripresa dei consumi in presenza di un tasso di disoccupazione persistentemente elevato è in linea con l'esperienza della Grande Recessione, che ha visto il sostegno fiscale compensare la lentezza della risalita del reddito da lavoro nel primo biennio dall'inizio della contrazione ciclica.

Fig. 4 – Nella Grande Recessione, i consumi reali sono tornati sui livelli pre-crisi mentre il tasso di disoccupazione è calato poco



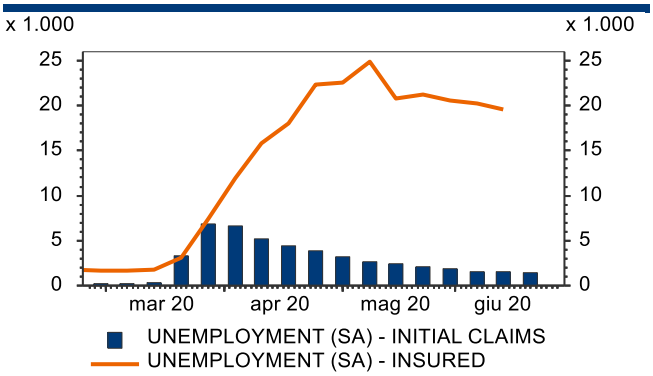
Fonte: Refinitiv Datastream. Consumi reali: base 100 a settembre 2007

Fig. 5 – Ad aprile il reddito è stato sostenuto dall'accredito dei *recovery check*, a maggio è cresciuto il contributo dei sussidi



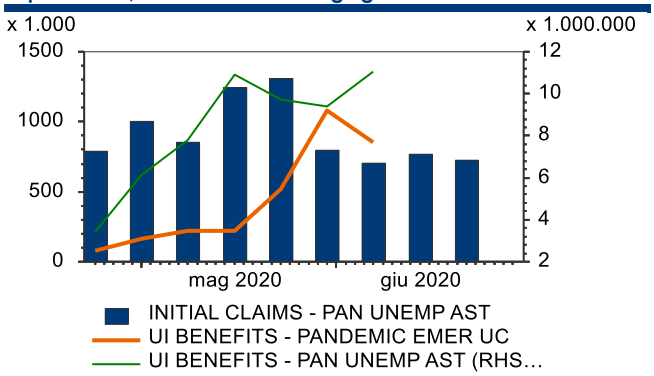
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 6 – Nuove richieste di sussidio sempre intorno a 1,5 mln e sussidi esistenti vicini a 20 mln



Fonte: Refinitiv Datastream. Insured: sussidi esistenti

Fig. 7 – Sussidi erogati con i programmi federali di emergenza per la pandemia, oltre 11 mln a inizio giugno



Fonte: Refinitiv Datastream

Il Congressional Budget Office stima che circa l'83% di coloro che percepiscono i sussidi di disoccupazione ricevano un reddito superiore a quello della loro precedente occupazione. La perdita di occupazione dovuta a COVID-19 ha colpito in misura preponderante il settore dei servizi e, al suo interno, le occupazioni retribuite con salari nella fascia bassa della distribuzione. **La sostituzione di salari bassi con sussidi elevati ha un effetto particolarmente marcato sui consumi delle fasce basse di reddito.** I dati di Opportunity Insights riportano che, al 17 giugno, i consumi erano inferiori rispetto a gennaio 2020 di -8,9% per tutti gli individui, di -7,8% per la fascia media e di -13,3% per quella elevata, ma di solo **-2,8% per la fascia bassa di reddito** (con un quasi totale azzeramento della contrazione iniziata a marzo)[1].

Fino a quando ci sarà la sostituzione di reddito da lavoro con sussidi e trasferimenti? L'**integrazione federale di 600 dollari/settimana scadrà a fine luglio**, e difficilmente verrà rinnovata, quanto meno nella stessa entità, portando a un probabile rallentamento del sostegno alla dinamica dei consumi. Tuttavia, oltre all'integrazione dei 600 **dollari**, c'è una seconda importante modifica alla struttura del *welfare state* in questa recessione, inglobata nei **programmi di emergenza per la pandemia,** che permettono l'erogazione di sussidi, finanziati dal governo federale, **a lavoratori autonomi e a lavoratori part-time**, in passato esclusi dai sussidi. Al momento si tratta di oltre 11 mln di individui (fig. 7). Questi programmi sono attivi in base al CARES Act fino a fine dicembre 2020 e probabilmente saranno rinnovati se il numero di persone che ne usufruiscono resterà elevato. Come avvenuto durante la Grande Recessione, i sussidi di disoccupazione sono generalmente estesi per lunghi periodi in situazioni di emergenza, prevedibile per il mercato del lavoro fino al 2021.

Nelle discussioni in Congresso su un **nuovo pacchetto fiscale**, i democratici hanno incluso un nuovo round di *recovery check*, mentre i repubblicani hanno parlato di un "bonus per il rientro al lavoro" che potrebbe essere intorno a 1000 dollari, con una nuova spinta al reddito disponibile fra settembre e ottobre (in tempo per sostenere l'esito elettorale). **Il sostegno al reddito disponibile dovrebbe quindi traghettare i consumi fino al 2021**, quando potrebbe esserci una dinamica modestamente positiva degli investimenti o un ulteriore sostegno fiscale.

Alla luce di queste informazioni, si conclude che **la dinamica dei consumi e quindi del PIL** per i prossimi trimestri, dovrebbe essere **positiva in termini di tassi di crescita, anche se debole in termini di livelli, e sempre dipendente dalla politica fiscale**. Il 73% dei disoccupati a maggio si definiva "licenziato temporaneamente", con l'aspettativa di rientrare al lavoro entro 6 mesi.

[1] Opportunity Insights, Track the recovery.org.

Nelle recessioni del passato, solo circa il 40% dei "disoccupati temporanei" tornava alla propria occupazione [2]. Nel caso attuale, vista la velocità della caduta e il sostegno fiscale alle imprese per superare il lockdown, è probabile che la percentuale di individui che rientreranno al lavoro sia più elevata, anche se inferiore a quello che stimano gli individui licenziati e/o in aspettativa. Ipotizzando che circa il 30% di coloro che hanno perso il lavoro resti senza occupazione, circa 12 mln di individui sarebbero o fuori dalla forza lavoro o senza lavoro, con implicazioni di notevole freno alla crescita futura. Nelle nostre previsioni, i consumi dovrebbero tornare sui livelli di fine 2019 a metà 2021, mente il PIL non dovrebbe recuperare il livello pre-COVID-19 fino a inizio 2022, e il tasso di disoccupazione dovrebbe essere al di sopra del 6% fino al 2023.

2. Quanto vale lo stimolo fiscale per il sentiero della ripresa?

La politica fiscale è la rete di sicurezza per la ripresa in questo ciclo, più ancora che in passato. Gli interventi per le fasi 1, 2 e 3 più l'integrazione per la "fase 3,5" ammontano a un totale di circa 3,6 tln (tab. 1), con un impatto stimato sul deficit di 2,4 tln di dollari (stima CBO), pari a circa l'11,2% del PIL di fine 2019, concentrato in gran parte sul 2020-21. Il deficit nel 2019 era pari a 4,6% del PIL e a questo si aggiungeranno le risposte degli ammortizzatori automatici. Il deficit/PIL dovrebbe essere poco sotto il 20% nel 2020, a legislazione invariata.

Un lavoro della San Francisco Fed[3] suddivide l**e misure per COVID-19 in componenti e nelle loro quote sul totale**: 1) trasferimenti alle famiglie, per 23%; 2) spesa pubblica, 24%; 3) trasferimenti a Stati ed enti locali, 12%; 4) trasferimenti e prestiti alle imprese, 29%; 5) riduzioni di imposte, 11%. Un paragone con **gli interventi di contrasto alla Grande Recessione** (GR) permette di applicare al caso odierno i moltiplicatori stimati per le varie parti dello stimolo fiscale del 2008-09. Le misure attuate per la GR, pari a circa il 7,4% del PIL, erano suddivise fra l'American Recovery and Reinvestment Act (ARRA) per circa 840 mld e il 2008 Economic Security Act, con circa 170 mld di riduzioni di imposte. La composizione degli interventi per COVID-19, al netto del Paycheck Protection Program (CARES Act e successiva integrazione per un totale di circa 660 mld), è simile a quella delle misure della GR. Anche altre condizioni sono simili, come i tassi al limite dello zero e un crollo imponente dell'attività e dell'occupazione.

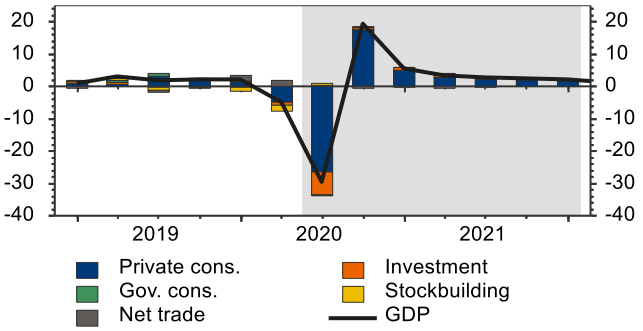
Integrando le stime del CBO[4] con quelle di altri lavori più recenti, i moltiplicatori per le varie componenti degli interventi in atto puntano a un effetto espansivo significativo per il PIL nel 2020-21. Per **i trasferimenti alle famiglie**, lo stimolo sarebbe compreso fra 0,25 e 0,67 per dollaro, più elevato se concentrato su famiglie con vincoli di liquidità stringenti (come nel caso attuale per le famiglie nella fascia bassa di reddito che ricevono i sussidi). Per **la spesa pubblica**, l'impatto stimato è compreso fra 1,5 e 2 per dollaro, con un impatto nella parte alta dell'intervallo in caso di tassi a zero. Per **i trasferimenti a Stati ed enti locali**, il moltiplicatore è circa 1 nel caso (come quello attuale) in cui i fondi non vengano utilizzati per rimborsare debito ma per sostenere la spesa. Per quanto riguarda **le riduzioni di imposte**, la stima del CBO per le misure del 2008 era di un effetto fra 0,1 e 1,5 per dollaro, a seconda della classe di reddito a cui veniva applicata.

Nell'insieme, anche attribuendo un peso modesto all'effetto del PPP, la conclusione dell'analisi della San Francisco Fed è che **il moltiplicatore complessivo delle misure attuate finora sia intorno a 1, con l'implicazione che possano sostenere un aumento del PIL di circa l'11%** nel prossimo biennio e contribuire a riavvicinare i livelli a quelli pre-COVID-19 entro la prima parte del 2022.

---

[2] J. Barrero et al., COVID-19 Is Also a Reallocation Shock, Becker Friedman Institute, Working Paper n. 2020-59.
[3] D. Wilson, The COVID-19 Fiscal Multiplier: Lessons from the Great Recession, FRBSF Economic Letter, maggio 2020.
[4] C. Whalen, F. Reichling, The Fiscal Multiplier and Economic Policy Analysis in the United States, CBO Working Paper 2015-02, febbraio 2005.

Fig. 8 – La ripresa in questo ciclo dipenderà dai consumi e dal supporto della politica fiscale



Fonte: Refinitiv Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Tab. 1 – Misure fiscali attuate finora pari a 3,6 tln di dollari, con un impatto stimato sul deficit di circa 2,4 tln di dollari

Response	Allowed	Disbursed/ Committed	Deficit Impact
Legislative Actions	**$3.6 tln**	**$1.7 tn**	**$2.4 tln**
Coronavirus Preparedness & Response Supplemental Appropriations Act	$8 bn	~$3 bn	$8 billion
Families First Coronavirus Response Act	$192 bn	~$52 bn	$192 bn
CARES Act	$2.7 tln	$1.4 tln	$1.7 tln
Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act	$733 bn	$203 bn	$483 bn

Fonte: Committee for a Responsible Budget, CBO

Appendice

3. 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..

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 Banca 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 Banca IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

4. 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 il sito web di Banca IMI - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

5. Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve 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.

6. 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.

7. Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001 che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di 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://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures, 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://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic 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
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@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