

Focus Giappone

Giappone - Curva della pandemia di nuovo in rialzo, curva della crescita sostenuta dalla politica fiscale

2 dicembre 2020

Direzione Studi e Ricerche

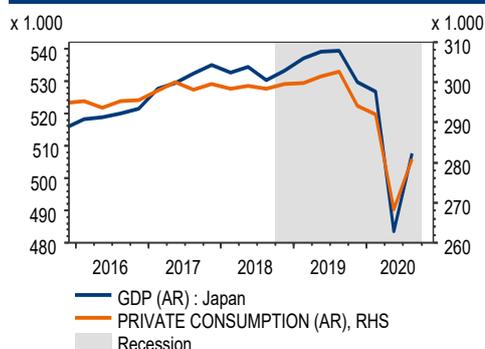
Macroeconomic and Fixed Income Research

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

La ripresa giapponese in atto dal 3° trimestre subirà gli effetti della nuova ondata di contagi, con un probabile rallentamento della dinamica del PIL fra fine 2020 e inizio 2021. L'anno prossimo, grazie all'atteso ulteriore supporto fiscale e alla diffusione dei vaccini, la crescita è prevista a 3,2%, dopo -5,2% previsto per il 2020. L'inflazione, ora ampiamente negativa, dovrebbe mantenersi al di sotto dello zero nella prima metà del 2021 e restare al di sotto dell'obiettivo della BoJ per il futuro prevedibile.

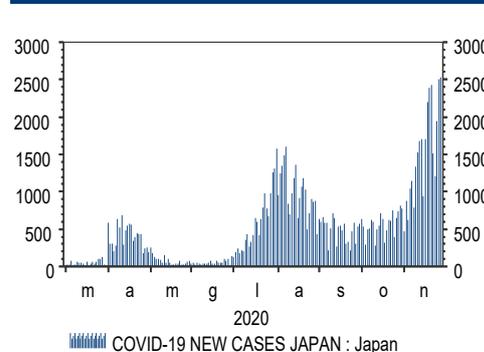
- Il quadro economico-sanitario del Giappone nel 2020 ha avuto caratteristiche diverse rispetto agli altri paesi avanzati.
 - Sul **fronte economico**, in Giappone la recessione era già iniziata a fine 2019, con il rialzo dell'imposta sui consumi, ed è stata aggravata nella prima metà del 2020 dalla pandemia, che ha determinato tre trimestri consecutivi di contrazione del PIL. I massicci interventi fiscali attuati in primavera hanno permesso di contenere gli effetti dello stato di emergenza. In particolare, da aprile le misure fiscali si sono concentrate sul mantenimento dell'occupazione, con sovvenzioni al monte salari delle imprese, e sul sostegno al reddito disponibile delle famiglie, determinando un rimbalzo della crescita di 5% t/t in estate. Il tasso di disoccupazione è aumentato di soli 7 decimi fra febbraio e ottobre, salendo a 3,1%. Da luglio in poi, sono state introdotte misure speciali per la ripresa del settore dei servizi, in particolare per turismo, viaggi e ristorazione. Il Governo dovrebbe annunciare un nuovo pacchetto di stimolo entro dicembre.
 - Sul **fronte sanitario**, la pandemia è stata meno violenta rispetto a quanto registrato nei paesi occidentali, con picchi di contagi e di decessi più contenuti e misure di contenimento meno prolungate e non obbligatorie, ma osservate comunque in modo rigido da imprese e consumatori.
- L'arrivo di nuove misure di stimolo e la diffusione dei vaccini nella seconda metà del 2021 fanno prevedere una ripresa nel prossimo biennio, spinta in prevalenza dai consumi e dalle esportazioni. L'elevato sostegno pubblico al reddito disponibile dovrebbe spingere i consumi sia nel comparto dei beni sia nel comparto dei servizi (grazie ai programmi di supporto a turismo e ristorazione) mentre gli investimenti dovrebbero essere sostenuti dai flussi commerciali verso il resto dell'Asia e gli USA.

Fig. 1 – PIL in ripresa, ma il livello è ancora molto al di sotto di quello pre-pandemia



Nota: mld di yen, dati in termini reali. Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 2 – La curva della pandemia è di nuovo in rialzo



Fonte: Refinitiv Datastream

La terza ondata rallenterà la crescita a fine anno

La pandemia in Giappone ha avuto effetti relativamente contenuti in termini di contagi e decessi, ma ha esteso la recessione iniziata a fine 2019 fino a metà 2020. L'attuale ripresa è sostenuta dallo stimolo fiscale, ma ora è frenata da una terza ondata di contagi. Dopo un rallentamento a inizio anno, la crescita nel 2021 dovrebbe essere spinta ancora dalla politica fiscale e radicata grazie all'arrivo dei vaccini.

Il Giappone è ora colpito da una **terza ondata di contagi**, con picchi giornalieri di oltre 2500 casi (16/mln), più contenuti rispetto a quelli registrati negli altri paesi avanzati, ma al di sopra dei massimi della prima (540 nuovi casi/giorno, 4,3/mln) e della seconda (1528 nuovi casi, 12,5/mln) ondata. Il Governo ha adottato misure di contenimento e successivi allentamenti da aprile in poi. È ora in corso un nuovo round di limitazioni all'attività, con probabili effetti negativi sulla crescita. L'andamento altalenante delle restrizioni e della crescita dovrebbe proseguire almeno fino a metà 2021, in attesa di una diffusione generalizzata dei vaccini.

La performance dell'economia è stata ampiamente supportata dalla politica fiscale, con due **manovre supplementari** per un ammontare complessivo pari a circa 57 tln di yen (11% del PIL), più circa 50 tln di misure sotto la linea. Il Governo si appresta a introdurre un terzo pacchetto di sostegno, che verrà presentato intorno a metà dicembre. La recessione iniziata nell'autunno 2019, in seguito al rialzo dell'imposta sui consumi, ha svoltato in estate: nel 3° trimestre, il PIL era in calo di -5,9% a/a e il **2020** dovrebbe chiudersi con una **contrazione annua di -5,2%**. Il 4° trimestre dovrebbe registrare una variazione positiva, che dovrebbe lasciare il PIL a fine 2020 circa -1% al di sotto del livello pre-COVID. Nel **2021, la crescita è prevista a 3,2%**, con l'aspettativa di un inizio anno debole per via della nuova ondata di contagi e una successiva riaccelerazione, grazie al contributo della politica fiscale e alla graduale diffusione dei vaccini. L'**inflazione**, tornata in territorio negativo da ottobre, dovrebbe restare lontana dall'obiettivo della BoJ nel futuro prevedibile, senza modifiche significative alla politica monetaria. La Banca centrale incrementerà ancora la sua quota di JGB in circolazione, nonostante l'incremento significativo del deficit pubblico.

Ripresa al traino della politica fiscale, fino all'arrivo dei vaccini

La contrazione del PIL giapponese, iniziata nell'autunno 2019 e amplificata dall'arrivo della pandemia, si è interrotta nell'estate 2020, con un rimbalzo del 5% t/t, sostenuto dalle misure fiscali anti-COVID a supporto delle famiglie e dell'occupazione. La fine dell'emergenza nazionale a maggio e gli interventi fiscali hanno spinto verso l'alto i consumi, in rialzo del 4,7% t/t (ma ancora negativi su base tendenziale, -7,2% a/a) in estate, con una ripresa diffusa a tutte le categorie di spesa, particolarmente marcata nei beni durevoli (+4% t/t, -13,5% a/a) e nei servizi (+6,6% t/t, -9,8% a/a).

La crescita dei **consumi** è in netto rialzo da giugno. Per i servizi, il Giappone è un "outlier" rispetto agli altri paesi. Infatti, fra le misure fiscali a favore dei consumatori, spicca una serie di **iniziative, denominate "GoTo"**, adottate gradualmente a partire da luglio e declinate in 4 aree. La principale, "Go To Travel", in vigore da luglio, sovvenziona la spesa dei residenti per viaggi e turismo in Giappone per il 50% del totale, fra sussidi e bonus. A questa iniziativa, se ne aggiungono altre a favore di eventi culturali, shopping e, da ottobre, "Go To Eat" offre un sussidio del 25% al consumo presso bar e ristoranti anche per i non residenti. Il risultato è una **spinta alla spesa in servizi ricreativi e aggregativi**, con un impatto significativo almeno fino a metà novembre. Recentemente, con la ripresa dei contagi, sono stati imposti vincoli all'utilizzo dei programmi "Go To" nelle aree più colpite (che sono anche le più popolose e con una quota prevalente di spesa sul totale). L'evoluzione della pandemia fa prevedere, a nostro avviso, un dato ancora positivo e solido per i consumi nel 4° trimestre, intorno all'1,5% t/t, seguito da un netto rallentamento a inizio 2021, sulla scia della nuova frenata dei consumi, in particolare nel comparto dei servizi. **La previsione per i consumi è di correzione (-6%) nel 2020 e di ripresa (+2,6%), nel 2021.**

Terza ondata di contagi in atto, probabile rallentamento della crescita fra fine 2020 e inizio 2021

Il sostegno della politica fiscale ha contenuto i costi e la durata della recessione

Ripresa in atto da metà 2020, ancora dipendente dallo stimolo fiscale

Consumi sostenuti dai trasferimenti pubblici, mirati anche a spingere i servizi

Un fattore anomalo rispetto agli altri paesi avanzati è la relativa stabilità del **tasso di disoccupazione**, aumentato da 2,4% di febbraio a 3,1% di ottobre (fig. 4), con un probabile **picco intorno al 3,5% a inizio 2021**, grazie a sovvenzioni del 100% dei salari delle piccole/medie imprese e del 75% per quelle grandi, a parità di occupazione, insieme alla tradizione di forti legami fra impresa e dipendenti. Il risultato è un calo modesto e transitorio del reddito da lavoro a maggio, rapidamente recuperato, e un aumento significativo del reddito disponibile (fig. 6).

Per gli **investimenti non residenziali**, la svolta positiva dovrebbe arrivare nel 4° trimestre, dopo due trimestri di contrazioni, sulla scia della domanda dall'estero. Tuttavia, nonostante la ripresa della produzione industriale e degli ordini in autunno, la debolezza nel comparto non manifatturiero (evidente anche dal Tankan) dovrebbe frenare la crescita della spesa in conto capitale ancora per alcuni trimestri, con una previsione di **-6,5% nel 2020 e +1% nel 2021**.

Il **canale estero** ha segnato una svolta in estate, con un contributo di 2,9pp alla crescita del PIL nel 3° trimestre, dopo -2,9pp nel 2°. Anche il 4° trimestre e il 2021 dovrebbero registrare esportazioni nette positive (contributo: 1,3pp), grazie alla ripresa cinese e americana.

Politica fiscale: massimo supporto anche nel 2021

Il Governo si appresta a presentare una **terza manovra supplementare**, dopo le prime due per 57 tln di yen, di almeno 20 tln di yen, con estensione almeno fino a marzo 2021 dei programmi "GoTo" e dei sussidi alle imprese per i dipendenti, nuovi finanziamenti per sanità e vaccini, incentivi alla digitalizzazione e sostegno finanziario. La previsione è che il pacchetto venga definito nella seconda metà di dicembre e approvato a inizio 2021. Verrà poi elaborato il budget per l'a.f. 2021, con possibili ulteriori misure. L'anno prossimo dovranno tenersi le elezioni per la Camera Bassa ed è stata ventilata l'opzione di un voto anticipato a inizio 2021. Tuttavia, negli ultimi giorni, esponenti politici hanno sottolineato che il peggioramento della pandemia, probabilmente in corso nel mese di dicembre, rende non proponibile un'elezione ravvicinata, che a questo punto potrebbe essere rinviata all'autunno, quando scade il mandato di Suga come segretario dell'LDP.

Politica monetaria: BoJ senza opzioni

L'inflazione è di nuovo negativa (CPI ex-alimentari freschi -0,7% a/a a ottobre) e la BoJ prevede solo una modesta ripresa nei prossimi anni fiscali (0,4% nel 2021 e 0,7% nel 2022). Lo scenario per i prezzi è di ulteriore flessione in territorio negativo, con una stabilizzazione intorno a -1% a/a per l'inflazione al netto degli alimentari freschi nella prima parte del 2021, seguita da un modesto rialzo nei trimestri successivi. A ottobre, la Banca centrale ha introdotto nuove misure per ridurre il costo dei tassi negativi sulle banche, con il pagamento di tassi di interesse marginalmente positivi sulle riserve. Al momento sembra improbabile che questa misura sia stata adottata in preparazione per ulteriori riduzioni del tasso overnight, che imporrebbero nuovi costi sulle banche con limitati effetti macroeconomici. Il forte aumento del valore dei titoli azionari detenuti dalla BoJ potrebbe invece indurre una riduzione degli interventi su questa classe di asset, senza modificare l'impegno a mantenere la politica monetaria il più possibile espansiva. Il ruolo della BoJ rimane quello di **assorbire JGB** e incrementare la propria quota di titoli, per liberare spazio fiscale, e **contenere al massimo il costo del debito**.

Il mercato del lavoro ha reagito in misura limitata alla pandemia, grazie alle sovvenzioni statali alla spesa salariale

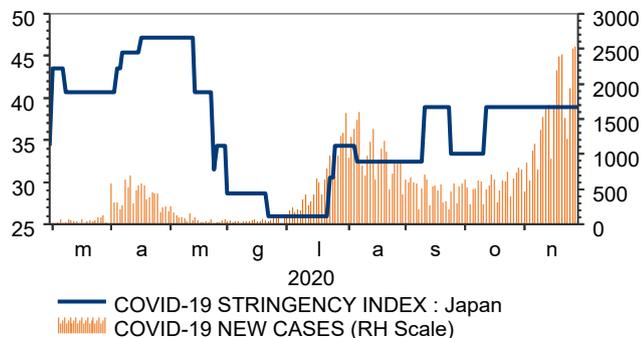
Investimenti non residenziali in crescita contenuta fino all'arrivo dei vaccini...

...ma sostenuti dalla dinamica delle esportazioni

In arrivo un terzo pacchetto fiscale a inizio 2021

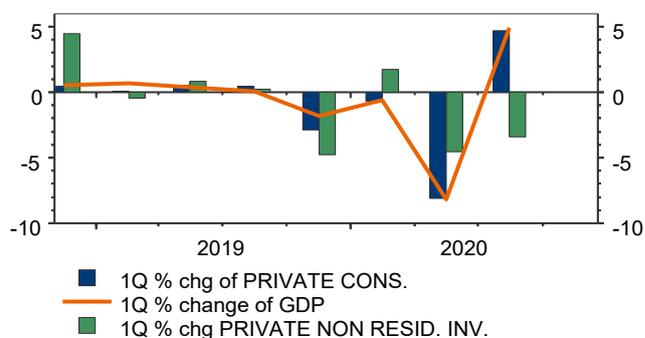
La politica monetaria non ha più spazio di manovra, nonostante il ritorno in deflazione

Fig. 3 – La curva dei contagi risale, probabili nuove misure di contenimento della pandemia



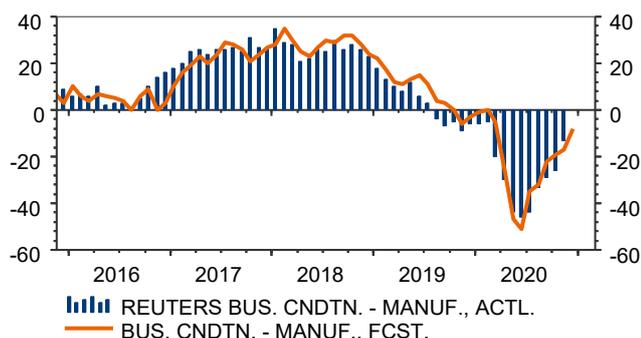
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 4 – Il crollo del PIL nel 2° trimestre è stato guidato sia dagli investimenti sia dai consumi, la ripresa del 3° solo dai consumi



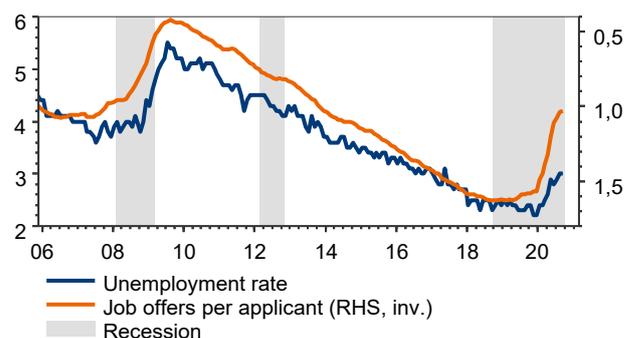
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 5 – Ripresa nel 3° trimestre, ma i livelli di attività non hanno ancora recuperato quelli pre-pandemia



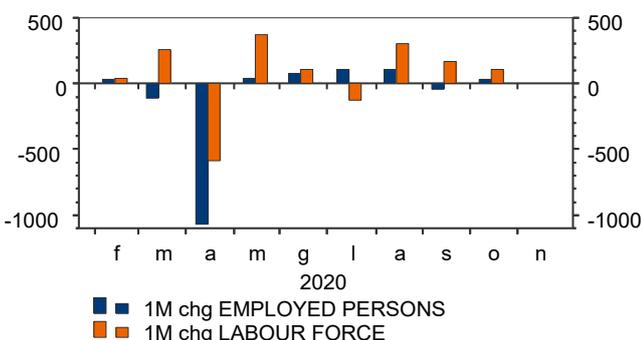
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 6 – Il tasso di disoccupazione aumenta di pochi decimi



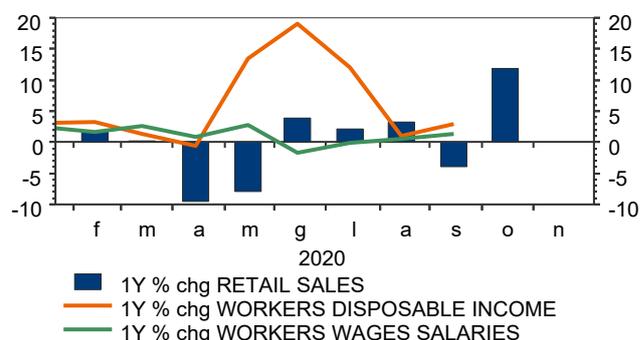
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 7 – La perdita di posti di lavoro è stata concentrata ad aprile, e ha riguardato i lavoratori non regolari



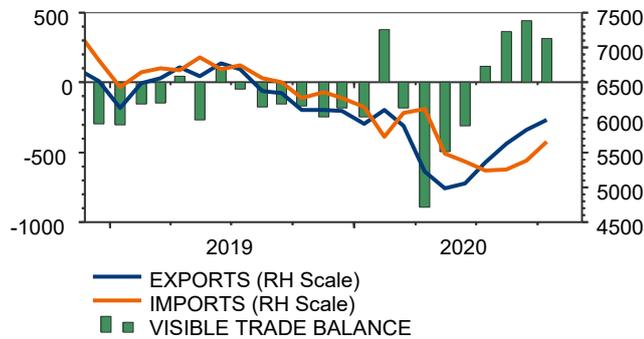
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 8 – Il forte aumento del reddito disponibile ha sostenuto una moderata ripresa della spesa delle famiglie



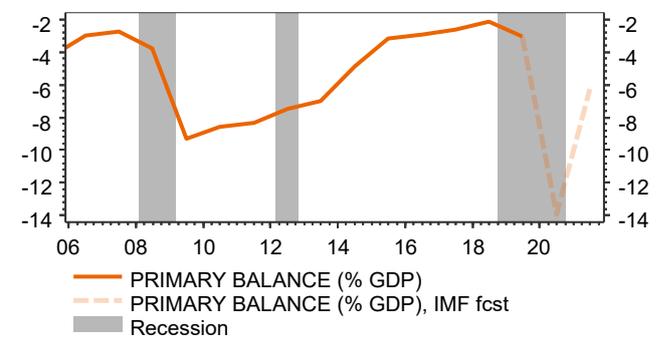
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 9 – I flussi commerciali riprendono e riportano il Giappone in avanzo



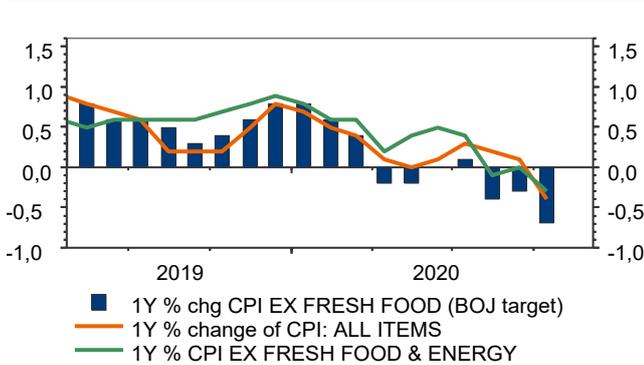
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 10 – Il FMI prevede un peggioramento dei conti pubblici solo temporaneo



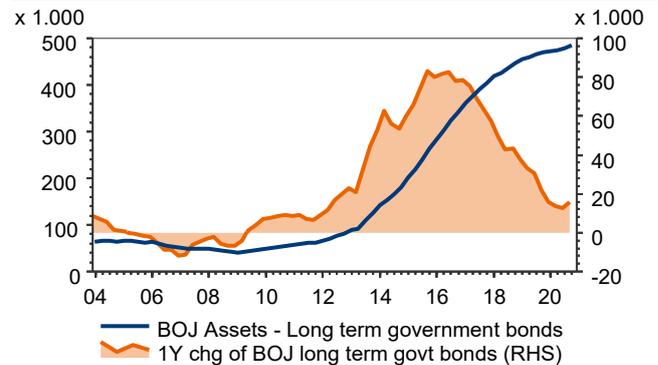
Fonte: FMI "Fiscal Monitor", aprile 2020

Fig. 11 – Inflazione core di nuovo sottozero



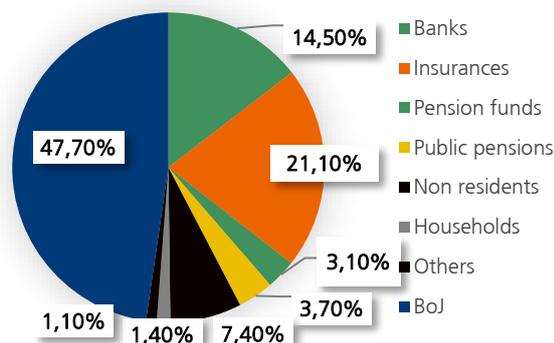
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 12 – Gli acquisti di JGB restano sul trend in calo iniziato con l'introduzione del controllo della curva



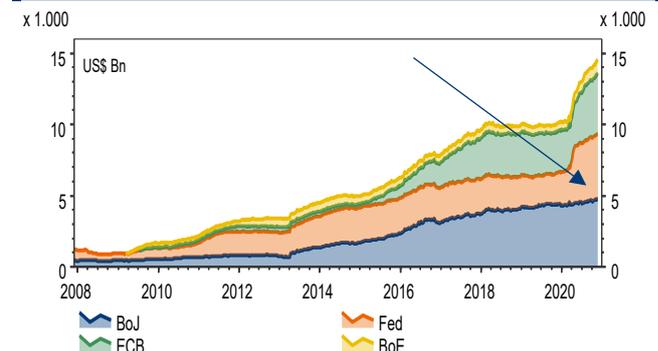
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 13 – La BoJ detiene quasi il 50% dei JGB in circolazione



Fonte: Ministry of Finance, dati a giugno 2020. Per memoria: totale JGB= 1,027 tln di yen. Totale debito JGB+T-bill= 1,170 tln di yen.

Fig. 14 –La BoJ non ha seguito Fed, BCE e BoE nello straordinario aumento degli acquisti di titoli



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 and Fixed Income Research, 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

Macro & Fixed Income Research

Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com