

Focus Giappone

La ripresa c'è, la campagna vaccinale no

Lo scenario per l'economia giapponese è di moderata espansione nel 2021-22, con contributi positivi sia della domanda domestica sia di quella estera. Tuttavia, la lentezza della campagna vaccinale, dovuta a motivi "culturali", mantiene elevati i rischi di nuove ondate pandemiche nei prossimi trimestri.

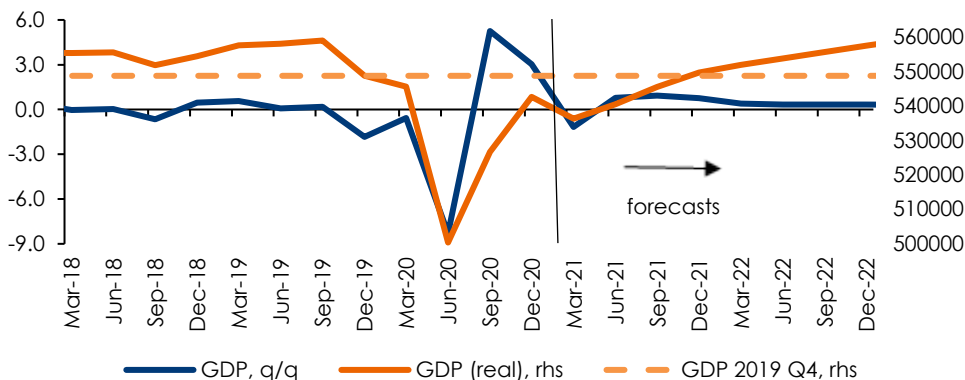
Il PIL giapponese si è contratto di -4,9% nel 2020. Le prospettive per il biennio in corso sono moderatamente positive, nonostante l'aspettativa di una nuova flessione del PIL nel 1° trimestre 2021 dovuta alla seconda ondata pandemica e allo stato di emergenza in vigore fra gennaio e marzo. **La crescita è prevista a 2,7% nel 2021 e a 2,1% nel 2022, con l'inflazione al netto degli alimentari freschi in graduale rialzo, verso 0,4% nel 2022.**

Lo scenario economico rimane soggetto a **significativi rischi verso il basso legati alla pandemia**, alla luce della lentezza con cui procedono l'approvazione e la distribuzione dei vaccini. Finora sono state somministrate dosi pari a solo lo 0,06% della popolazione e non ci sono indicazioni di significativo aumento del ritmo della campagna vaccinale, con una previsione di raggiungimento dell'immunità di gregge non prima del 2022. Il Giappone si colloca in fondo a una classifica della fiducia nei vaccini stilata da Lancet nel 2020 su 149 paesi, con meno del 10% della popolazione che ritiene i vaccini sicuri, anche se circa il 50% li ritiene importanti.

Nel **2021** prevediamo che la crescita sia spinta da due fattori esogeni, la **politica fiscale** e le **esportazioni nette**. Sul **fronte fiscale**, lo stimolo sarà sia **diretto**, attraverso aumenti dei consumi e degli investimenti pubblici (con un contributo complessivo di 0,6pp), sia **indiretto**, attraverso il sostegno al reddito disponibile e all'occupazione. Questo supporto "indiretto" dovrebbe spingere verso l'alto i consumi, con un probabile contributo di circa 1pp della spesa delle famiglie alla crescita complessiva. Per quanto riguarda il **canale estero**, la variazione solida prevista per l'export dovrebbe dare un contributo delle esportazioni nette di 1,3pp, il più ampio dal 2010.

La **politica monetaria** rimarrà un elemento secondario nel quadro economico giapponese. La BoJ dovrebbe mantenere in vigore le politiche espansive attuali: l'inflazione è in ripresa, ma resta lontana dall'obiettivo del 2%. La review della politica monetaria in pubblicazione a metà marzo non dovrebbe introdurre gli attesi elementi di flessibilità, alla luce dei recenti commenti del governatore Kuroda che ha definito un eventuale ampliamento della banda di oscillazione dei rendimenti a 10 anni intorno all'obiettivo né necessario né opportuno.

Il PIL dovrebbe tornare sui livelli pre-pandemici nel 4° trimestre 2021



Nota: dati in mld di yen; Fonte: Refinitiv Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

9 marzo 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Crescita 2021-22 ancora in balia di COVID-19

L'economia giapponese dovrebbe tornare a crescere nel 2021, ma resterà soggetta a rischi di nuove ondate pandemiche, vista la lentezza della campagna vaccinale.

L'andamento della **pandemia** e la diffusione dei **vaccini** saranno centrali per l'evoluzione congiunturale giapponese. Il peggioramento dei contagi a fine 2020 ha portato alla reintroduzione dello stato di emergenza a gennaio, con effetti negativi sull'attività, soprattutto nei servizi. A marzo, alcune prefetture hanno revocato le misure restrittive sulla scia del calo della seconda ondata, ma i contagi restano elevati in diverse aree. Sul fronte dei vaccini il Giappone è quasi fermo, con solo 0,06% della popolazione parzialmente vaccinata (71 mila persone) e un sentiero verso l'immunità di gregge lentissimo: i rischi sanitari rimangono centrali per lo scenario.

Le previsioni per il biennio in corso sono positive: nonostante un probabile calo nel 1° trimestre, dovuto all'ondata pandemica, la previsione è di crescita del **PIL di 2,7% nel 2021 e 2,2% nel 2022**, dopo la contrazione di -4,9% nel 2020. I rischi restano verso il basso, per via del ritardo della campagna vaccinale e della possibilità di nuove misure di contenimento nei prossimi trimestri. Nello scenario centrale, **il PIL dovrebbe tornare sul livello pre-pandemia a fine 2021. Il recupero di attività è più rapido per due voci: la spesa pubblica** (a fine 2020 superiore del 4,7% rispetto a fine 2019) **e le esportazioni**, che nel 4° trimestre 2021 dovrebbero superare del 15% i livelli di fine 2019. Per la **domanda domestica privata**, il ritorno ai livelli pre-COVID richiederà più tempo.

L'**inflazione** è influenzata da effetti base e dall'impatto dei sussidi per il sostegno alla spesa in servizi turistici e aggregativi (con riduzione dei prezzi). La previsione è di ritorno della dinamica dei prezzi in territorio positivo nel 2021, con una variazione nulla su base annua per via dell'entrata debole dal 2020, e di stabilizzazione dell'inflazione core (al netto di alimentari freschi) intorno a 0,4% nel 2022, in linea con il mantenimento a oltranza delle politiche espansive della BoJ.

Crescita in ripresa nel 2021, ma soggetta a rischi di nuove ondate

Il calo annuo del PIL di -4,9% nel 2020 è stato mitigato dalla ripresa del 2° semestre a cui ha contribuito in misura significativa il sostegno pubblico. Lo stimolo fiscale, come in altri paesi, è stato concentrato sulla **tutela dell'occupazione** e sul **supporto al reddito disponibile** delle famiglie, con effetti visibili sulla relativa stabilità della disoccupazione e sulla tenuta dei consumi.

Le previsioni per il 2021 sono soggette a rischi verso il basso per via della **lentezza della campagna vaccinale**, dovuta non a mancanza di vaccini, ma a processi lunghi per l'approvazione e a scetticismo generalizzato da parte della popolazione verso le vaccinazioni. Il Governo si è garantito la disponibilità di dosi sufficienti a vaccinare 160 mln di persone entro fine 2021, con circa 132 mln di dosi da Pfizer (120 mln entro giugno), 50 mln da Moderna (40 mln nel 1° sem. e 10 mln nel 3° trim.) e 120 mln da AstraZeneca (30 mln entro marzo). Per ora, l'unico vaccino approvato è quello di Pfizer, mentre per Moderna e AstraZeneca si prevedono approvazioni ad aprile e marzo, rispettivamente. La carenza domestica di aghi speciali impedisce inoltre di utilizzare le 6 dosi contenute in ogni fiala Pfizer e le riduce a 5. La popolazione giapponese è di 126,5 mln di persone, con circa 111 mln al di sopra dei 16 anni. Le vaccinazioni sono iniziate a metà febbraio. Attualmente la campagna vaccinale interessa gli operatori sanitari (3,7 mln), la popolazione oltre i 65 anni (36 mln) dovrebbe iniziare a essere vaccinata da metà aprile, con l'aspettativa di vaccinazioni per la popolazione generale solo da luglio. Dopo la somministrazione di 3 mln di dosi, il ministero della Sanità condurrà una valutazione di eventuali effetti collaterali.

La legislazione vigente non prevede l'obbligo di vaccinazione, ma richiede che la popolazione "faccia sforzi" per essere vaccinata. Tuttavia, in Giappone, c'è diffuso e ampio scetticismo

Ondate pandemiche e diffusione dei vaccini centrali per lo scenario 2021

Previsione di ripresa della crescita a 2,7% nel 2021 e 2,1% nel 2022, dopo -4,9% del 2020

Inflazione di nuovo modestamente positiva, ma sempre lontana dal 2%

Rischi verso il basso dovuti alla lentezza della diffusione dei vaccini: l'immunità di gregge è molto lontana

riguardo alla sicurezza dei vaccini¹, in parte sulla scia di eventi avversi del 2013 collegati alle vaccinazioni contro l'HPV. In conclusione, l'economia giapponese **potrebbe essere soggetta a nuove ondate pandemiche e frenata da comportamenti cauti da parte della popolazione anziana**, con effetti restrittivi sulla spesa. COVID-19 avrà anche un impatto negativo sulle entrate collegate alle Olimpiadi, con il blocco degli spettatori esteri e un effetto di -0,2pp sul PIL nel 3° trimestre.

Domanda domestica in crescita moderata, canale estero solido

La **ripresa dei consumi** nel 2° semestre 2020 è stata sostenuta dal blocco dei licenziamenti, dai trasferimenti e dalle misure a sostegno della spesa turistica e ricreativa (campagne "Go To"). Il tasso di disoccupazione, a 2,9% a gennaio, è superiore di solo 0,5pp rispetto a febbraio 2020, anche se va notato il calo della partecipazione (concentrato nella popolazione femminile). I consumi hanno recuperato gran parte del crollo primaverile, e sono ora inferiori del 7% rispetto a febbraio (servizi, -15%, beni durevoli, +13,5%). Il peggioramento dei contagi in autunno e l'introduzione dello stato di emergenza da gennaio a marzo hanno determinato la sospensione delle campagne "Go to" e una probabile contrazione dei consumi nel 1° trimestre, che dovrebbe invertirsi dalla primavera. I dati dei consumi segnalano un adattamento delle famiglie alla nuova normalità, con minor contrazione della spesa a fronte di rialzi dei contagi rispetto a quanto visto nella primavera 2020. I **consumi** sono previsti in rialzo di 1,8% nel 2021 e di 2,4% nel 2022, sostenuti ancora dal supporto della politica fiscale.

L'attività delle imprese è in crescita solida nel manifatturiero, indipendentemente dall'evoluzione della pandemia, mentre nei servizi l'andamento dei contagi rimane cruciale, anche perché determina la sospensione delle campagne di sostegno pubblico "Go To". Gli **investimenti fissi non residenziali** sono comunque in moderata ripresa, sulla spinta della crescita dei consumi di beni e della domanda estera, e sono previsti in aumento di 1,1% nel 2021 e di 3,1% nel 2022. La crescita complessiva sarà sostenuta dal **canale estero** che, grazie al boom di esportazioni (11,2% nel 2021), dovrebbe contribuire per 1,3pp nel 2021 e 0,3pp nel 2022.

Politiche economiche ancora essenziali per la sostenibilità della ripresa

Politica fiscale ultra-espansiva. Nel 2020 sono state attuate **tre manovre**: due da 117 tln ciascuna nel 2° e nel 3° trimestre, e una da 73,6 tln a dicembre, pari in totale a 54% del PIL. Le misure con effetto diretto su entrate e spese sono intorno al 15% del PIL, mentre prestiti, garanzie e altre misure sotto la linea del deficit sono oltre il 30%. L'ultimo pacchetto prevede investimenti in energie rinnovabili. Il Governo prevede il **deficit/PIL nell'a.f. 2021 a 7,7%, dopo 20,5% nell'a.f. 2020**. Il **debito/PIL** dovrebbe correggere a 216% nell'a.f. 2021 da 224% dell'a.f. 2020, grazie alla risalita del PIL unita alla riduzione del deficit. Il FMI prevede una flessione del deficit/PIL al 4% nel 2022.

Politica monetaria alla ricerca di flessibilità. La BoJ pubblicherà alla prossima riunione di marzo la **review della politica monetaria**, mirata a renderla "più efficace e agile" in una fase di persistenti rischi verso il basso. Inizialmente l'aspettativa era che la **banda di oscillazione dei rendimenti a lungo termine** avrebbe potuto essere ampliata da +/- 0,2pp a +/- 0,4pp. Tuttavia, in una recente audizione, Kuroda ha modificato le attese, affermando che un ampliamento della banda non sarebbe né necessario né appropriato. Evidentemente la BoJ non vuole correre il rischio di rialzi dei rendimenti in una fase ancora fragile per lo scenario giapponese. La **review** potrebbe eliminare il tetto agli acquisti annui di ETF (da 12 tln di yen). Il **framework** del "QQE con controllo della curva" dovrebbe restare invariato, anche alla luce del continuo mancato raggiungimento dell'obiettivo di inflazione.

Domanda domestica in ripresa dal 2° trimestre, sostenuta da consumi e investimenti...

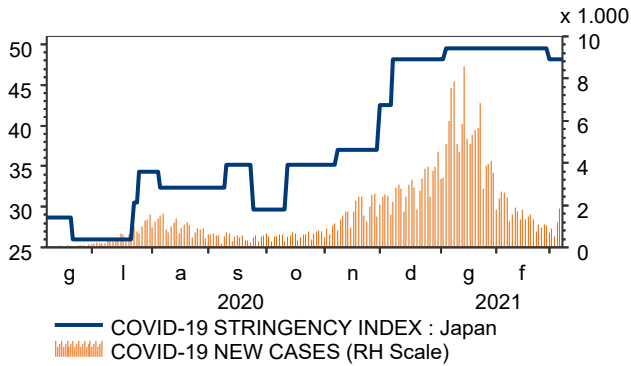
...con una forte spinta del canale estero nel 2021

Politica fiscale ancora necessaria per la crescita

La review della politica monetaria dovrebbe concentrarsi sull'aumento della flessibilità del "QQE con controllo della curva"

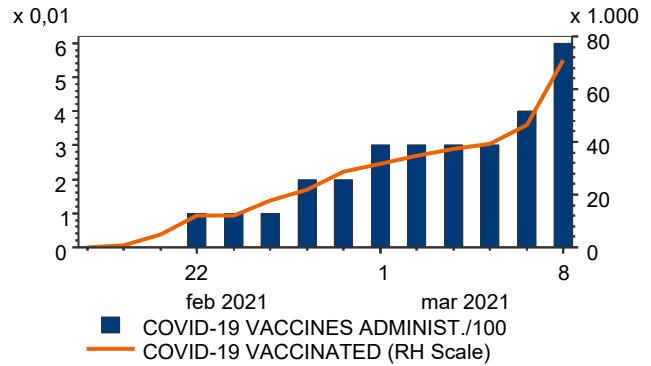
¹ A. de Figueiredo et al., Mapping global trends in vaccine confidence and investigating barriers to vaccine uptake: a large-scale retrospective temporal modelling study, The Lancet, settembre 2020.

Fig. 1 – Lo stato di emergenza nazionale ha contribuito a riportare sotto controllo la seconda ondata di contagi...



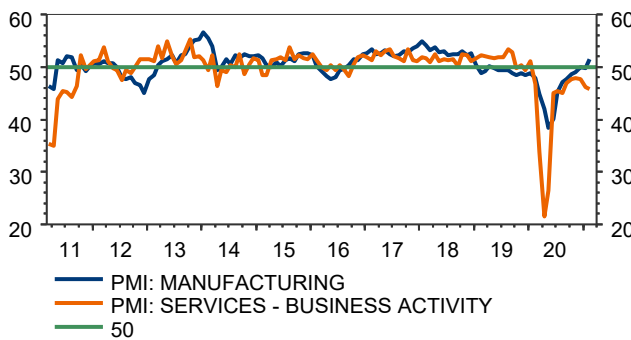
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – ...ma sul fronte dei vaccini il Giappone è molto indietro rispetto agli altri paesi avanzati: finora somministrate dosi solo pari a 0,06% della popolazione



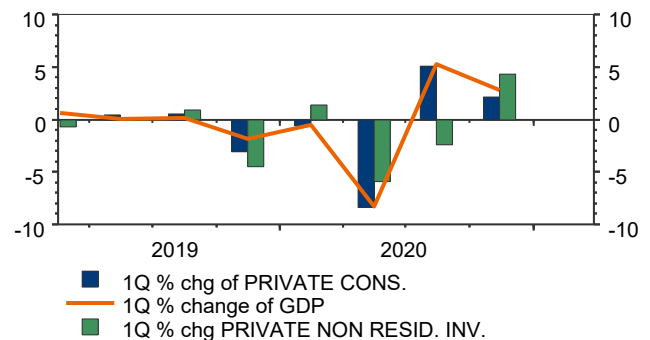
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 3 – La seconda ondata di contagi ha frenato i servizi, non il manifatturiero ...



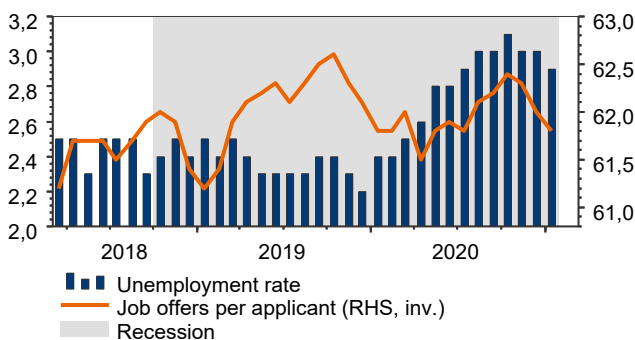
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 4 – ...ma determinerà una svolta negativa (transitoria) del PIL nel 1° trimestre 2021



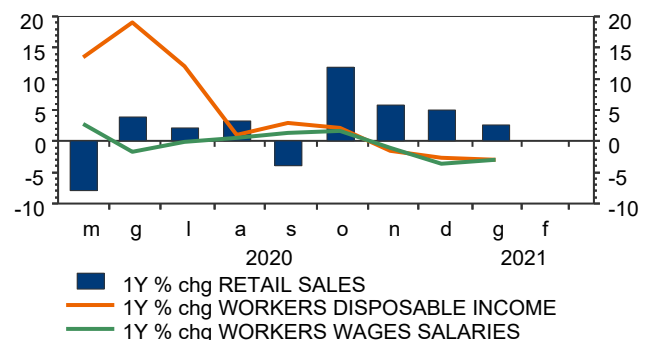
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 5 – Il tasso di disoccupazione torna a calare, insieme alla partecipazione



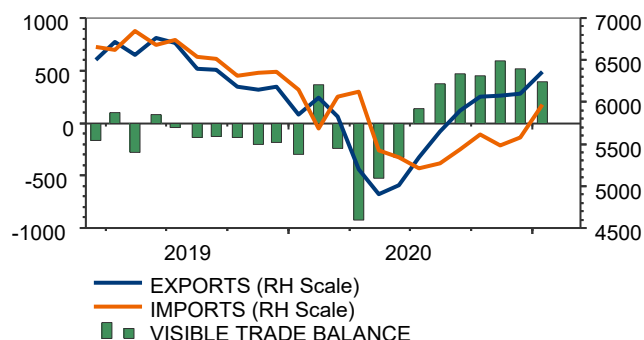
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 6 – La spesa delle famiglie è diventata più resiliente anche di fronte all'aumento dei contagi



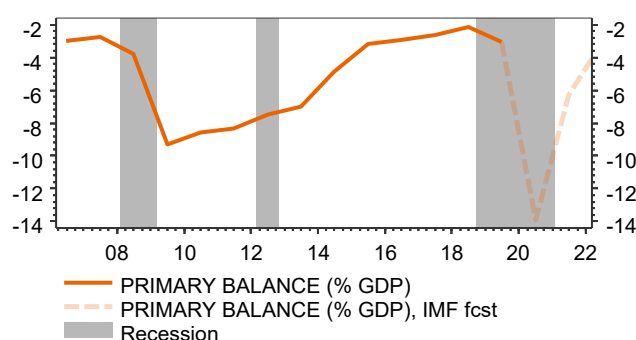
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 7 – Flussi in ripresa, saldo commerciale positivo



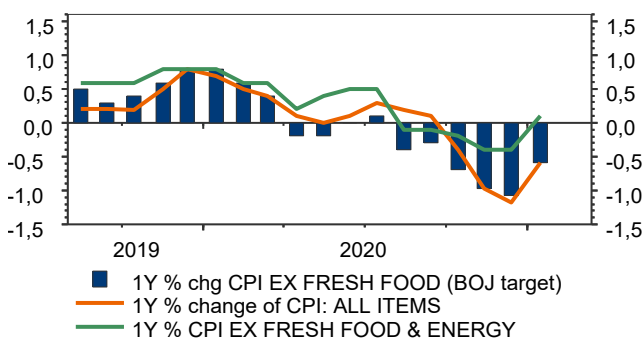
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 8 – Il FMI prevede un miglioramento dei conti pubblici



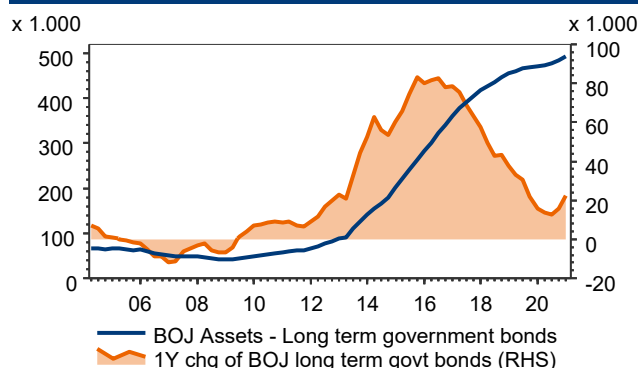
Fonte: FMI "Fiscal Monitor"

Fig. 9 – Inflazione core in risalita



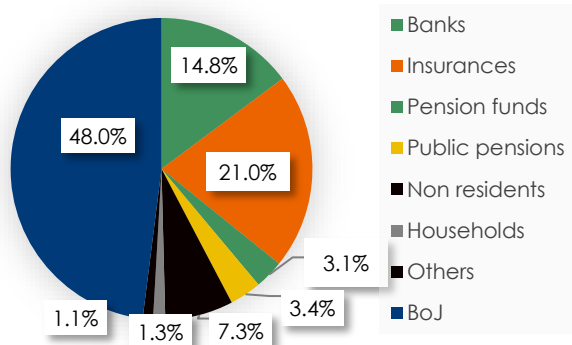
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 10 – Gli acquisti di JGB riaccelerano



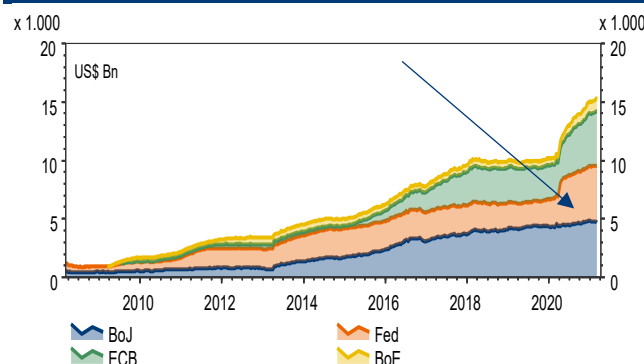
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 11 – La BoJ detiene quasi il 50% dei JGB in circolazione



Fonte: Ministry of Finance, dati a settembre 2020. Per memoria: totale JGB= 1,0352 tln di yen. Totale debito JGB+T-bill= 1,201 tln di yen

Fig. 12 – 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		
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