

Focus Area Euro

**L'impatto economico della pandemia: le condizioni di partenza contano più delle politiche**

Nel determinare la perdita complessiva di valore aggiunto durante la crisi pandemica, le condizioni di partenza (in particolare, la composizione settoriale dell'economia) sono state più rilevanti di qualsiasi altro fattore. Anche la politica fiscale ha giocato un certo ruolo, mitigando l'impatto iniziale: il contributo alla crescita è stato abbastanza simile, ma ciò significa che nei paesi mediterranei e in Austria, più dipendenti dal turismo, ha compensato una quota minore dello shock pandemico iniziale.

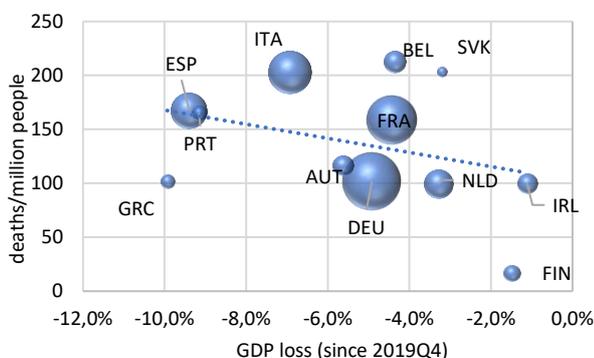
L'impatto della crisi pandemica sul PIL degli Stati facenti parte dell'Eurozona è stato molto variabile. Per tutti i Paesi dell'Eurozona il 2° trimestre 2020 ha rappresentato il minimo assoluto del ciclo, ma sia l'intensità della caduta, sia la ripresa successiva sono state molto diverse. La variazione fra il 4° trimestre 2019 e il 1° trimestre 2020, che include anche il rimbalzo successivo alla prima ondata di contagi e poi l'effetto delle restrizioni della stagione fredda, va da un minimo di -1,1% dell'Irlanda a un massimo di -9,8% per la Spagna. Per il totale dell'Eurozona, la contrazione cumulata è pari al 5,5%. Tale dispersione è molto più ampia rispetto a quella normalmente osservabile fra i tassi di crescita medi annui dei paesi membri. La perdita cumulata di valore aggiunto fra il 1° trimestre 2020 e il 1° trimestre 2021, calcolata come somma delle deviazioni in rapporto al livello del 4° trimestre 2019, va da un minimo del 6% (Irlanda) fino a un massimo del 55% (Spagna).

In quale misura tale differenza è attribuibile alle politiche sanitarie ed economiche dei governi? E quanto, invece, è imputabile alle condizioni di partenza dei Paesi? In questa nota, presentiamo alcune considerazioni relative all'esperienza delle 12 maggiori economie dell'area.

**Trade-off fra controllo della mortalità e crescita? Sembra di no**

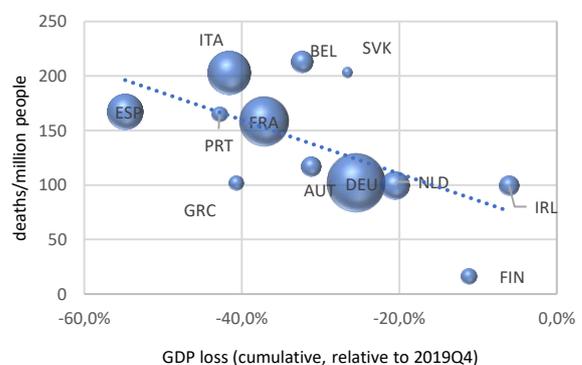
Il primo aspetto da indagare è se esiste una relazione fra l'andamento del PIL durante la crisi pandemica e l'intensità della pandemia, misurata sulla base della mortalità complessiva connessa a COVID-19. In teoria, dovremmo osservare una correlazione positiva fra variazione del PIL e mortalità, se le differenze di performance economica fossero imputabili alla scelta politica di evitare o ritardare l'adozione di misure restrittive (accettando una maggiore mortalità) per non penalizzare l'attività economica.

Fig. 1A - Variazione del PIL e mortalità: 1° trim. 2021 vs 1° trim. 2019



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e OMS

Fig. 1B - Variazione del PIL e mortalità: cumulato 1° trim. 2020 vs 1° trim. 2021



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e OMS

17 maggio 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

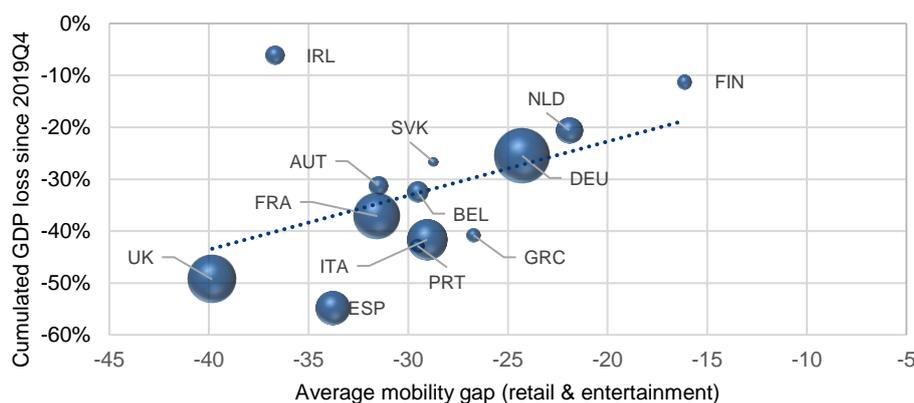
Luca Mezzomo  
Economista

Come mostra la figura 1A, tuttavia, paesi come Finlandia, Irlanda, Olanda e Germania hanno registrato allo stesso tempo bassa mortalità e minore contrazione del PIL, mentre in Spagna, Portogallo e Italia livelli elevati di mortalità da COVID-19 sono associati ad elevati livelli di contrazione del PIL. Ciò appare sufficiente a negare l'ipotesi che le differenze di performance economica siano attribuibili a diverse preferenze politiche riguardo alla combinazione di eccesso di mortalità e riduzione dei redditi.

Al contrario, il grafico sembra suggerire piuttosto una **debole relazione negativa fra mortalità e perdita di attività economica** (in altre parole: ondate pandemiche più intense potrebbero essere associate a costi economici maggiori). Allo stesso tempo, il legame appare molto debole: in effetti, Slovenia, Italia e Belgio hanno avuto mortalità complessiva analoga, ma associata a costi economici molto diversi. Belgio, Francia e Germania hanno sperimentato un'analoga contrazione del PIL rispetto al 4° trimestre 2019, ma con livelli di mortalità che spaziano da 100 a 200 casi per milione di abitanti. Utilizzando come misura della perdita lo scarto *cumulato* fra il 1° trimestre 2020 e il 1° trimestre 2021 rispetto al 4° trimestre 2019 la relazione appare più forte, ma questo solo fattore riesce ugualmente a spiegare soltanto una minima frazione della varianza complessiva della perdita economica.

Un'altra possibilità è che la varianza degli impatti economici sia spiegata dalla **diversa intensità delle misure di contenimento** adottate dai governi. Utilizziamo come proxy dell'intensità di restrizione il valore medio fra il febbraio 2020 e il marzo 2021 dell'indice Google di mobilità verso strutture di commercio al dettaglio e di intrattenimento. La Fig. 2 evidenzia una **correlazione positiva fra riduzione della mobilità e contrazione del PIL**: Paesi Bassi e Finlandia, che sono state in grado di imporre meno restrizioni all'attività economica durante la crisi pandemica, hanno subito una contrazione del PIL inferiore rispetto a Regno Unito, Spagna, Portogallo, Austria e Italia, che mostrano una restrizione media largamente superiore. Tuttavia, la Fig. 2 evidenzia allo stesso tempo anche una **forte dispersione a parità di restrizione media** (si confrontino Portogallo e Grecia con Belgio e Slovacchia, o la Spagna con l'Austria). Perciò, l'intensità della restrizione non è l'unico fattore in gioco, anche se può offrire una parziale risposta.

**Fig. 2 – La perdita economica appare correlata con l'intensità delle misure restrittive**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e Google (Community mobility report)

Come si riconcilia questa evidenza con la precedente sul debole legame fra mortalità da COVID-19 e impatto economico della pandemia? L'implicazione è che l'imposizione di lunghi periodi di restrizione sia soltanto una delle possibilità a disposizione dei governi per limitare la mortalità da COVID-19. Restrizioni attuate molto tempestivamente e associate a un maggiore sforzo di tracciamento dei contatti possono portare allo stesso tempo a minore mortalità complessiva e a un *livello medio* di restrizione più basso, come suggerisce l'esperienza di diversi

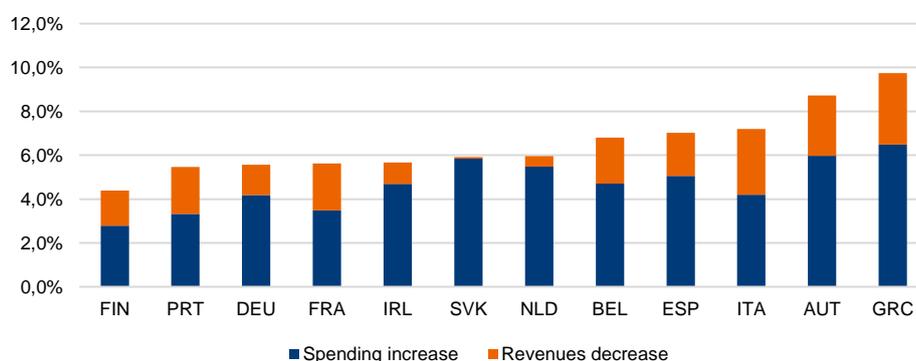
paesi dell'Estremo Oriente. Tuttavia, tale aspetto non è oggetto di questa analisi, e non possiamo escludere che abbiano giocato un ruolo anche differenze relative a struttura demografica, densità della popolazione, abitudini sociali, qualità del sistema sanitario e struttura dell'economia locale (v. Irlanda).

### La politica fiscale ha ammortizzato la crisi, ma non spiega le differenze

In teoria, potremmo attenderci che i paesi con più fragili condizioni di accesso al mercato abbiano fatto meno ricorso alla leva fiscale per contrastare le crisi pandemica e che ciò possa aver condotto a un maggior impatto della crisi pandemica sull'attività economica.

Nelle prime settimane della crisi, i paesi più colpiti hanno riscontrato effettivamente un rapido deterioramento delle condizioni di accesso al mercato, in particolare se, come l'Italia, partivano da livelli di rating bassi e presentavano livelli di debito pubblico già elevati. Lo spread BTP-Bund, che a febbraio 2020 si collocava in media a 142pb, in marzo (cioè quando l'Italia era il Paese europeo più colpito dalla COVID-19) era balzato a 205pb. Dopo che la BCE ha lanciato il PEPP, però, il vincolo del reperimento di coperture finanziarie alle misure di sostegno fiscale è sostanzialmente venuto meno e anche i paesi ad alto debito sono stati in grado di dispiegare attivamente la leva fiscale nel contrasto agli effetti economici della pandemia. Dal mese di maggio 2020, i premi per il rischio sono gradualmente calati, nonostante la drastica revisione degli obiettivi di deficit e di emissioni dei governi europei. Come illustra la fig. 3, fra i paesi membri dell'Eurozona con il maggiore incremento del deficit, figurano due paesi ad alto debito (Italia e Grecia).

**Fig. 3 - Impatto della crisi pandemica sul saldo del settore pubblico nel 2020 (+=maggior deficit), in % del PIL**



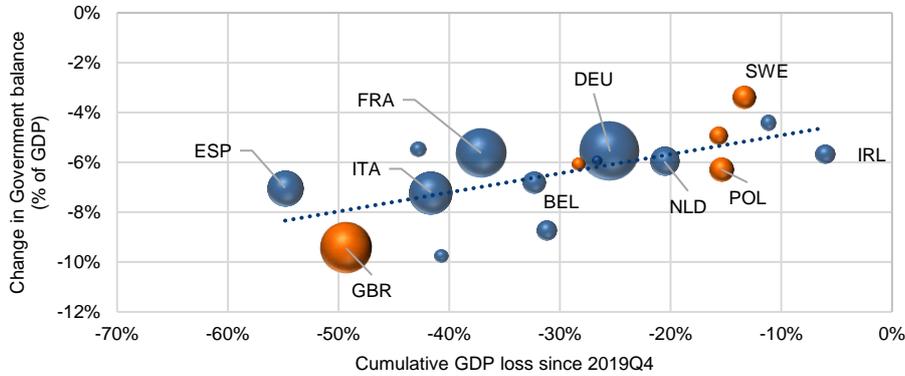
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Se il limite dell'accesso al mercato fosse stato determinante nell'impedire un'adeguata risposta fiscale, e se quest'ultima fosse il fattore cruciale dietro la dispersione della performance economica nell'area euro, la variazione del deficit pubblico nel 2020 dovrebbe essere superiore nei paesi che hanno registrato una minore contrazione del PIL. Se Austria e Portogallo sembrano rispettare tale relazione, al contrario l'Italia ha mostrato un deterioramento del saldo largamente superiore a Francia e Germania, che però hanno evidenziato una minore contrazione del PIL.

Al contrario, **la variazione del saldo del settore pubblico è positivamente correlata con la dimensione della perdita di PIL registrata durante la crisi pandemica**, come ci si aspetterebbe se la variazione di spese ed entrate fosse adattativa rispetto alla crisi (v. fig. 4). Il deterioramento della posizione fiscale è legato all'attivazione degli stabilizzatori automatici (circa metà del peggioramento del deficit nell'area euro è spiegato dalla componente ciclica) e all'introduzione di misure compensative per mitigare l'impatto della perdita di fatturato nei settori colpiti (quindi misure discrezionali non automatiche, ma transitorie perché connesse alla crisi

pandemica). Ciò non significa che la politica fiscale sia stata inefficace, ma soltanto che l'uso della leva fiscale non è stato così diversificato da alterare la 'graduatoria' dell'impatto dovuta allo shock iniziale.

**Fig. 4 – Il peggioramento del saldo del settore pubblico riflette l'intensità della crisi economica**

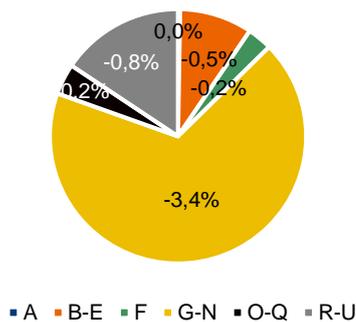


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat. Il grafico include per confronto anche alcuni Stati non appartenenti all'Eurozona

**La composizione settoriale dell'economia è il fattore determinante**

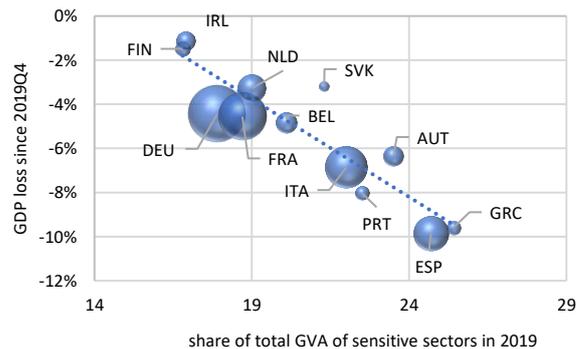
Ci sono ottimi motivi per ritenere che la diversa intensità della contrazione del PIL durante la crisi potrebbe essere legata a divergenze nella struttura produttiva, e in particolare alla **composizione settoriale dell'economia**. In effetti, la contrazione del valore aggiunto fra il 4° trimestre 2019 e il 4° trimestre 2020 non è distribuita omogeneamente tra i settori. Nell'Eurozona, ben 3,4 punti percentuali su 5,1 complessivi si sono verificati nel commercio e nei servizi privati (G-N), mentre un ulteriore 0,8% è dovuto al fermo di arti, intrattenimento e attività sportive/ricreative (R-U). In tutti i paesi, questi sono stati i settori maggiormente interessati da provvedimenti limitativi o di chiusura, anche se per periodi diversi e con modalità in parte diverse.

**Fig. 5 – Eurozona: contributi settoriali alla contrazione del valore aggiunto fra 4° trimestre 2019 e 4° trimestre 2020**



Nota: A=primario, B-E=industria escl. costruzioni, F=costruzioni, G-N=commercio, trasporti, ristorazione e accoglienza, servizi privati, O-Q=servizi pubblici, sanitari, educativi, sociali, R-U=arte, intrattenimento, sport

**Fig. 6 - Relazione fra la rilevanza dei settori sensibili e la contrazione complessiva del PIL durante la crisi pandemica**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat. I settori sensibili sono G-N e R-U

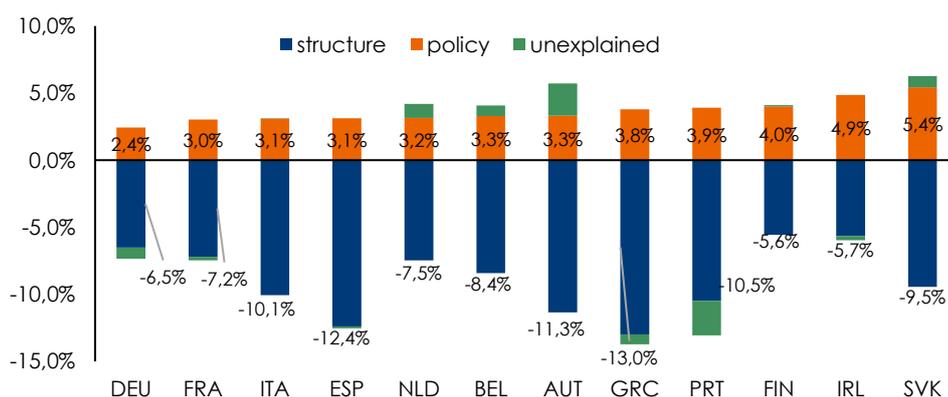
La contrazione dell'attività economica durante la pandemia è stata tendenzialmente più intensa nei paesi ove, prima della crisi, tali settori erano più rilevanti nella formazione del valore aggiunto. La relazione è molto stretta, anche senza correggere per la diversa intensità delle misure di contenimento o altri fattori (fig. 6).

### In conclusione, le condizioni iniziali sono state determinanti

A una prima analisi dell'evidenza disponibile, dunque, **il diverso impatto della crisi pandemica sugli Stati membri dell'Eurozona sembra dovuto principalmente alla divergenza nella composizione settoriale iniziale delle rispettive economie**. Una grossolana sintesi quantitativa del contributo relativo dei diversi fattori può essere ricavata da una regressione della perdita di PIL sui fattori innanzi citati, ma con l'avviso che i risultati non possono essere estrapolati a paesi non inclusi nell'analisi, a maggior ragione se non fanno parte dell'area dell'euro. Due soli fattori (composizione settoriale iniziale e variazione del deficit pubblico) spiegano molto bene la varianza dell'impatto della crisi. In particolare, il fattore determinante appare essere la quota di valore aggiunto che prima della crisi era generato da commercio al dettaglio, ristorazione, accoglienza (G-I), nonché intrattenimento, attività artistiche e sportive (R-U). **Ogni 1% di quota del valore aggiunto prodotto dai settori sensibili si traduce in una maggiore contrazione del PIL durante la pandemia di 0,86%**. La preminenza della struttura economica appare robusta anche di fronte all'inclusione di altri paesi non appartenenti all'Eurozona, come Regno Unito, Danimarca e Svezia.

Il divario di mobilità, che pure è stato molto utile durante la crisi pandemica per valutare l'impatto congiunturale delle misure restrittive, non fornisce un contributo significativo alla spiegazione dell'impatto complessivo, una volta che si sia considerata la condizione iniziale in termini di quota del valore aggiunto generato dai settori sensibili in ogni paese. Di contro, ogni punto percentuale in più di reazione fiscale riduce la perdita di PIL di 0,55 punti percentuali, anche se quest'ultima stima appare molto più incerta. Tale incertezza potrebbe essere dovuta all'importanza che riveste la *composizione* dell'intervento fiscale, a parità di impulso, e quindi a una minore efficienza degli stimoli fiscali a sostenere la domanda interna in alcuni paesi rispetto ad altri. Come mostra la fig. 7, **la politica fiscale ha consentito di ridurre l'entità della contrazione da un minimo di 2,4 punti percentuali in Germania a un massimo di 5,4 punti in Slovacchia**; in 9 paesi, il contributo si colloca nell'intervallo 3-4%, indipendentemente dall'intensità dello shock. Rispetto all'impulso negativo determinato dalla composizione settoriale, **la politica fiscale ha svolto un ruolo compensativo più intenso in Finlandia (71%), Irlanda (85%) e Slovacchia (57%), meno in Spagna (25%), Austria (29%), Grecia (29%) e Italia (31%); negli altri 5 paesi, il bilancio pubblico ha ridotto del 40% circa lo shock iniziale**.

**Fig. 7 - Contributi di struttura economica e politica fiscale alla riduzione del PIL durante la crisi pandemica**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

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

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

62170

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

62985

alessio.fiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

62128

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Lorenzo Biagioli

lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com

Aniello Dell'Anno

63071

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

Giovanna Mossetti

62110

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

62339

andrea.volpi@intesasnpaolo.com