

Focus Italia

La NADEF conferma il netto miglioramento del quadro di finanza pubblica

Il Governo ha approvato mercoledì 29 la **Nota di Aggiornamento al DEF 2021**, che delinea le nuove proiezioni e i nuovi obiettivi di finanza pubblica sull'orizzonte 2021-24. Le **principali novità rispetto al precedente quadro di finanza pubblica** (contenuto nel DEF dello scorso aprile) sono:

- La stima di **crescita del PIL** nel 2021 è rivista sensibilmente al rialzo, al 6% da un precedente programmatico di 4,5%, mentre le previsioni per gli anni successivi risultano poco variate (nel quadro programmatico, la crescita è vista al 4,7% nel 2022, al 2,8% nel 2023 e all'1,9% nel 2024); in virtù del rimbalzo più pronunciato quest'anno, il PIL è atteso recuperare i livelli precedenti la crisi COVID già nel 2° trimestre 2022 (un trimestre prima di quanto stimato lo scorso aprile), tuttavia il ritorno al di sopra del trend pre-crisi si avrà secondo il Governo solo nel 2024;
- Di conseguenza, vengono riviste in senso decisamente più favorevole rispetto a sei mesi fa le proiezioni per l'anno in corso per i **principali aggregati di finanza pubblica**: il deficit 2021 è visto ora al 9,4% del PIL, contro l'11,8% stimato nel DEF (anche sulla scia di un tiraggio inferiore alle attese delle misure straordinarie di sostegno a lavoratori, famiglie e imprese); il debito, che in precedenza era atteso salire al 159,8%, è ora visto in calo a 153,5% dal 155,6% dello scorso anno; la discesa del debito è dovuta non solo al minor indebitamento ma anche a livelli del PIL nominale più elevati in virtù di una crescita non solo del PIL reale ma anche del deflatore;
- Il Governo, anche grazie all'andamento favorevole dei tendenziali di finanza pubblica, sceglie di rendere **più espansiva la politica fiscale** per l'anno prossimo: gli interventi netti sul 2022 dovrebbero valere ben l'1,2% del PIL (differenza tra deficit programmatico e tendenziale per l'anno prossimo), ossia circa 22 miliardi, e generare una crescita aggiuntiva del PIL, rispetto ai tendenziali, di mezzo punto (da 4,2% a 4,7%); deficit e debito sono più alti nel quadro programmatico rispetto allo scenario tendenziale per tutto il triennio 2022-2024: il Governo nel documento enuncia l'intenzione di mantenere una politica fiscale espansiva fino al 2024 ovverosia fintantoché il PIL e l'occupazione non abbiano recuperato i trend precedenti alla crisi causata dal COVID; l'obiettivo del Governo è ricondurre i livelli del rapporto debito/PIL al di sotto dei livelli pre-crisi (134,3%) entro il 2030.

Il nuovo quadro di finanza pubblica del Governo

Quadro programmatico NADEF 2021	2021	2022	2023	2024
Tasso di crescita del PIL	6.0	4.7	2.8	1.9
Deficit (% PIL)	-9.4	-5.6	-3.9	-3.3
Avanzo primario (% PIL)	-6.0	-2.7	-1.2	-0.8
Interessi passivi (% PIL)	3.4	2.9	2.7	2.5
Debito (% PIL)	153.5	149.4	147.6	146.1

Quadro tendenziale NADEF 2021	2021	2022	2023	2024
Tasso di crescita del PIL	6.0	4.2	2.6	1.9
Deficit (% PIL)	-9.4	-4.4	-2.4	-2.1
Avanzo primario (% PIL)	-6.0	-1.5	0.3	0.4
Interessi passivi (% PIL)	3.4	2.9	2.7	2.5
Debito (% PIL)	153.5	148.8	145.9	143.3

Quadro programmatico DEF 2021	2021	2022	2023	2024
Tasso di crescita del PIL	4.5	4.8	2.6	1.8
Deficit (% PIL)	-11.8	-5.9	-4.3	-3.4
Avanzo primario (% PIL)	-8.5	-3.0	-1.5	-0.8
Interessi passivi (% PIL)	3.3	3.0	2.8	2.6
Debito (% PIL)	159.8	156.3	155.0	152.7

Fonte: NADEF 2021

30 settembre 2021

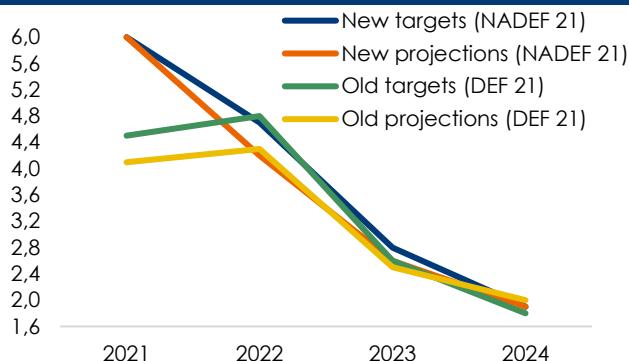
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Paolo Mameli

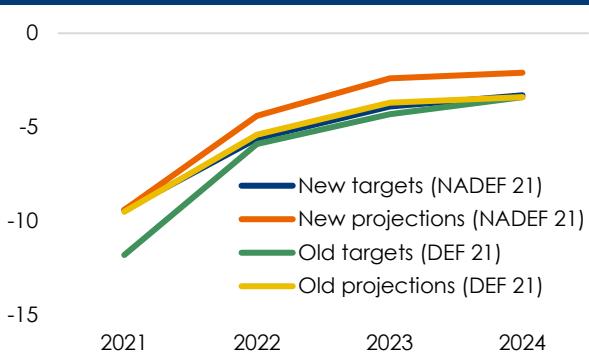
Economista - Italia

Tasso di crescita % del PIL: scenario programmatico e tendenziale (NADEF vs. DEF)



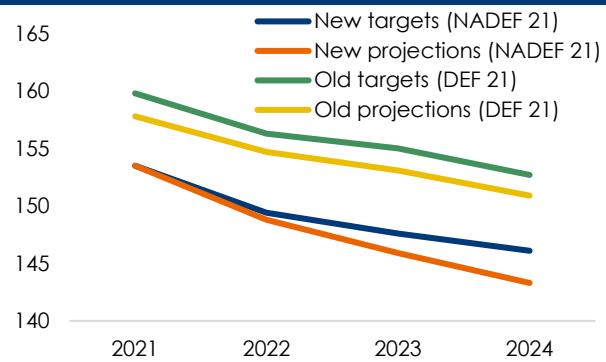
Fonte: NADEF 2021

Rapporto deficit/PIL: scenario programmatico e tendenziale (NADEF vs. DEF)



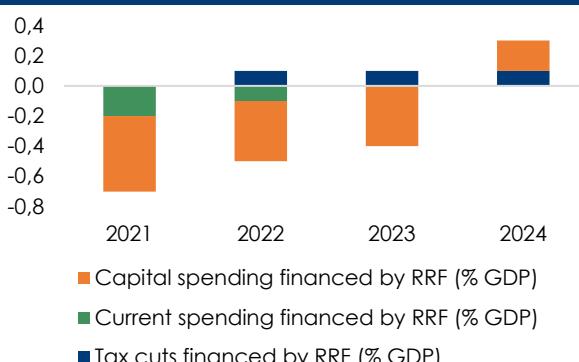
Fonte: NADEF 2021

Rapporto debito/PIL: scenario programmatico e tendenziale (NADEF vs. DEF)



Fonte: NADEF 2021

Scostamento tra le proiezioni di spesa finanziata dal RRF previste dalla NADEF a confronto con le previsioni del DEF (in % del PIL)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati NADEF e DEF 2021

I dettagli della manovra per il 2022 verranno naturalmente esplicitati nel Documento Programmatico di Bilancio e nella Legge di Bilancio (e decreti fiscali collegati) attesi tra il 15 e il 20 ottobre. Nella NADEF il Governo si limita a indicare che **il sentiero programmatico per il triennio 2022-2024 consentirà:**

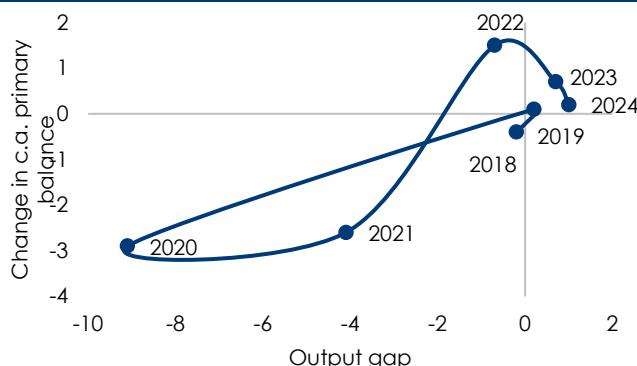
- il rinnovo dei contratti pubblici e delle esigenze per le "politiche invariate" non coperte dalla legislazione vigente, tra cui le missioni di pace;
- il rifinanziamento di diverse misure in scadenza fra cui il Fondo di Garanzia per le PMI e gli incentivi per l'efficientamento energetico degli edifici e gli investimenti innovativi;
- un primo stadio della riforma fiscale, con l'entrata a regime dell'assegno unico universale per i figli e un alleggerimento del carico fiscale indirizzando le entrate derivanti dalla revisione delle imposte ambientali e dei sussidi ambientalmente dannosi per ridurre altri oneri a carico dei settori produttivi;
- una riforma degli ammortizzatori sociali;
- nell'ambito della spesa sociale, un potenziamento dei servizi di asili nido e di assistenza sociale, nonché un potenziamento del trasporto scolastico di studenti disabili;
- un ulteriore rafforzamento del sistema sanitario nazionale, "al fine di migliorare l'accesso alle cure e incoraggiare la prevenzione";
- un significativo aumento degli investimenti pubblici, finanziati principalmente attraverso i fondi del PNRR.

I principali interventi espansivi attesi nella Legge di Bilancio 2022

In proposito, c'è da osservare che la NADEF incorpora un **più aggiornato profilo della pianificazione temporale degli interventi disposti dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza**, che sposta nella seconda parte del periodo di programmazione alcuni interventi originariamente calendarizzati nel triennio 2021-2023. I minori interventi rispetto a quanto programmato nel DEF valgono sette decimi di PIL per il 2021, quattro decimi per il 2022 e tre decimi per il 2023, e riguardano principalmente la componente della spesa in conto capitale (in particolare quella finanziata con sovvenzioni: -0,4% di PIL in meno in media nel triennio 2021-23). Peraltro, **cioè non si è riflesso in una revisione al ribasso delle stime sul PIL nel triennio**, che, se appare giustificata per l'anno in corso (per il quale la crescita è in buona parte già acquisita), desta maggiori dubbi riguardo al biennio 2022-23 (viceversa, il 2024 è impattato positivamente, così come i restanti due anni dell'orizzonte del PNRR, non inclusi nello scenario previsionale della NADEF). In ogni caso, la rimodulazione temporale conferma le attese difficoltà nel mobilitare in tempi rapidi flussi ingenti di investimenti pubblici, e segnala che parte degli effetti del PNRR si potrebbe vedere negli anni successivi a quelli ricompresi nei sei anni dell'orizzonte temporale del programma.

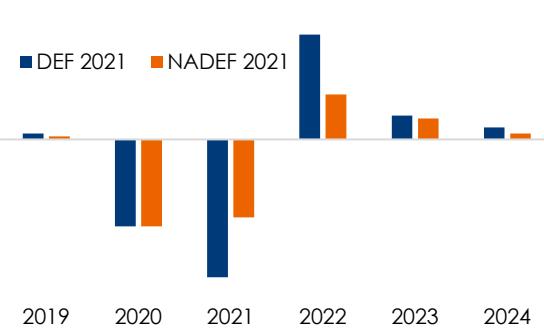
Nel complesso, l'esame dei principali aggregati di finanza pubblica corretta per il ciclo mostra che, rispetto alle proiezioni contenute nel DEF, **nel 2021 la politica fiscale è stata significativamente meno espansiva rispetto alle intenzioni iniziali** del Governo: il disavanzo primario corretto per il ciclo è stato di ben due punti inferiore rispetto alle previsioni di sei mesi fa; ciò peraltro non implica una revisione al rialzo del saldo aggiustato per il ciclo negli anni successivi, a testimonianza del fatto che il Governo non intende accelerare nel percorso di correzione fiscale. In ogni caso, se nel 2021 l'allentamento della politica fiscale è stato inferiore al previsto, **nel 2022 è prevista (almeno in termini differenziali rispetto al 2021) una correzione**, in ragione del progressivo venir meno delle misure temporanee di sostegno che accompagna il graduale chiudersi dell'output gap, **ma essa sarà meno accentuata rispetto alle previsioni iniziali** (anche in forza dei nuovi interventi espansivi annunciati dal Governo).

Dopo l'ampia espansione anticiclica del 2020-21, la politica fiscale è attesa normalizzarsi nei prossimi anni...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati NADEF 2021

...ma la "stretta" implicita l'anno prossimo sarà decisamente meno marcata rispetto a quanto previsto sei mesi fa



Nota: variazione del saldo primario corretto per il ciclo. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati NADEF 2021

A nostro avviso, **le previsioni di crescita del PIL assunte dal Governo nel nuovo quadro programmatico appaiono soggette a rischi al ribasso non tanto per l'anno in corso** (la nostra attuale stima sul PIL 2021, al 5,7% è più cauta di quella governativa, ma riconosciamo l'esistenza di significativi rischi al rialzo, che dipenderanno soprattutto da quanto ampia è stata l'ulteriore crescita del PIL nel trimestre estivo dopo il balzo già visto in primavera), **quanto per gli anni successivi**. Ciò per diverse ragioni:

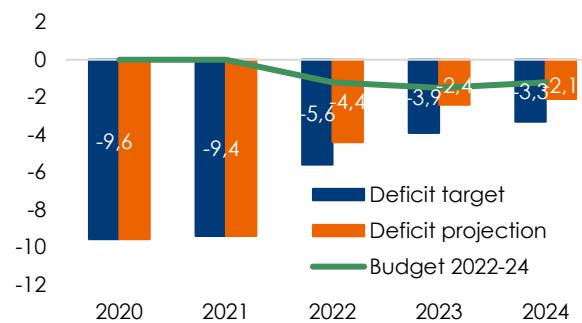
- la previsione governativa sul PIL 2022 implica una riaccelerazione piuttosto forte della crescita all'inizio del prossimo anno, dell'ordine di un punto percentuale a trimestre (ipotesi che ad oggi giudichiamo ottimistica), dopo una crescita che nello scenario governativo è pari a 2,2% t/t nel 3° trimestre ed è non superiore al mezzo punto percentuale nel 4° trimestre;

Il profilo temporale della spesa finanziata da NGEU è rimodulato verso gli anni dal 2024 in poi

Minore espansione fiscale quest'anno, minore "stretta" attesa l'anno prossimo

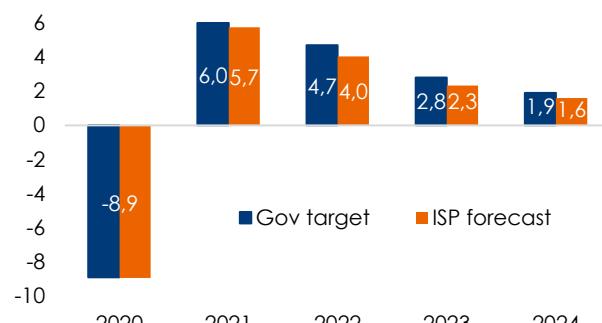
- una eventuale recrudescenza pandemica potrebbe impattare significativamente sulla crescita 2022: in base a uno degli scenari di rischio illustrati dal Governo, una minore efficacia dei vaccini di fronte a nuove varianti di COVID-19, che induca le autorità a ripristinare restrizioni per alcune attività economiche nell'ultimo trimestre del 2021 ed estendersi alla prima metà del prossimo anno, avrebbe un effetto di -1,4% sul PIL 2022, cui si aggiungerebbe un ulteriore -0,4% come effetto della minore domanda mondiale rivolta verso l'Italia;
- le "ipotesi tecniche" adottate dal Governo in merito ad alcune variabili esogene (che si basano sulle informazioni dei prezzi dei contratti future alla data di chiusura del rapporto) appaiono soggette a rischi verso l'alto: in particolare, la NADEF incorpora un prezzo del petrolio a poco meno di 68 dollari nel 2021 e 66 dollari nel 2022, valori decisamente più bassi rispetto ai prezzi spot (il documento stima che un prezzo più elevato di 20 dollari per tutto l'orizzonte previsione implichi una crescita più bassa di mezzo punto nel 2022, e di circa altrettanto nel 2023);
- come detto sopra, il rinvio agli anni dal 2024 in poi di una parte della spesa programmata in investimenti pubblici finanziati attraverso i fondi NGEU non sembra aver avuto un impatto negativo sulle previsioni di crescita tendenziale del PIL assunte dal Governo per il 2022-23 (le nostre stime sono più caute: 4% contro 4,7% nel 2022 e 2,3% vs. 2,8% nel 2023) – viceversa, il moltiplicatore assunto dal Governo per la manovra espansiva sul 2022 ci appare adeguato (non eccessivamente ottimistico).

La differenza tra indebitamento programmatico e tendenziale delinea l'entità della manovra espansiva attesa per il 2022-24, che vale l'1,2% del PIL per l'anno prossimo (e 1,5% sul 2023)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati NADEF 2021

Le nostre previsioni sulla crescita del PIL sono più caute di quelle del Governo, soprattutto sul 2022-23



Fonte: NADEF 2021, previsioni Intesa Sanpaolo

In ogni caso, la NADEF conferma il quadro di **netto miglioramento per lo scenario di finanza pubblica, che non è dovuto interamente alla ripresa più veloce del previsto** del PIL, come visibile dal fatto che la stima per l'anno in corso sia del saldo strutturale sia del saldo primario corretto per il ciclo è stata rivista in senso più favorevole rispetto al DEF di aprile di circa due punti (rispettivamente, da -9,3% a -7,6%, e da -5,8% a -3,8%). **La "frazione" del miglioramento dei saldi che non è strettamente legata al ciclo è in parte non voluta** (il "tiraggio" inferiore alle attese di alcune misure di sostegno come CIG e rimborsi a fondo perduto alle attività economiche), **in parte deriva da dinamiche sottostanti "virtuose"** come la maggiore compliance fiscale (probabilmente legata all'allargamento dell'uso della fatturazione elettronica), che anche durante la fase recessiva aveva determinato una resilienza delle entrate (ovverosia un'elasticità degli introiti fiscali al PIL nominale più bassa rispetto al passato durante la fase recessiva e viceversa più alta durante la fase di recupero dell'attività economica). **Almeno in parte queste dinamiche sono attese risultare persistenti.** Peraltro, per l'anno in corso, ci sono anzi a nostro avviso spazi di ulteriore miglioramento dei saldi rispetto ai numeri inseriti nella NADEF, visto che il fabbisogno del settore statale nei primi 8 mesi dell'anno è risultato inferiore di oltre 36 miliardi (oltre il 3% del PIL) rispetto al 2020. Tale dinamica non è interamente informativa, in quanto successivamente il Governo è intervenuto con il decreto "calmierante" sulle bollette (che costa

Tuttavia, sembrano esserci spazi per un ulteriore miglioramento dei saldi per l'anno in corso, e alcune dinamiche "virtuose" dal lato delle entrate potrebbero essere persistenti

2,4 miliardi ovvero poco più di un decimo di PIL), ed è possibile che vengano anticipate al 2021 spese originariamente previste per l'anno prossimo, per incrementare i margini di manovra per la Legge di Bilancio. Tuttavia, **non escludiamo che il consuntivo sul deficit 2021 possa risultare anche inferiore al 9% del PIL.**

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 15a-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-Datstream. 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.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>. 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 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@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasanpaolo.com

International Economics

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com
---------------	-------	----------------------------------