

Forex G10

21 giugno 2024

Valute G4 – Aggiornamento trimestrale

Dollaro in calo quando la Fed svolterà

A di là del breve il dollaro dovrebbe indebolirsi in vista della svolta Fed, ma con *downside* limitato. Un'eventuale vittoria di Trump però lo favorirebbe, almeno in un primo tempo. In vista della svolta Fed, ma anche su attese di miglioramento della crescita dell'area, l'euro dovrebbe tornare a rafforzarsi, ma con *upside* limitato. Oltre il breve il ridursi dei differenziali di tasso USA-Giappone per la divergenza di *policy* Fed-BoJ dovrebbe favorire un recupero dello yen. La sterlina dovrebbe beneficiare della svolta Fed, ma meno dell'euro, perché più vicina alla svolta BoE.

Research Department

Rates, FX & Commodities
Research

Asmara Jamaleh
Economista

Dollaro USA: in calo sulla svolta Fed, discontinuità in caso di vittoria Trump

Dopo un'apertura di 2024 lungo un trend di fondo rialzista fino ad aprile, dove è arrivato a riavvicinare i massimi di ottobre, **il dollaro** (cambio effettivo, indice DXY) **ha leggermente ritracciato** assumendo una dinamica più laterale. La **dinamica** si è rivelata **in linea con quella dei rendimenti** (Figg. 1-2), **in fase rialzista al ridursi delle attese di avvio dei tagli dei tassi Fed** che sono state rinviate, **in fase di ritracciamento all'emergere di dati che suggeriscono invece l'opportunità di una svolta di policy prima di fine anno. Al FOMC del 12 giugno, infatti, la Fed ha lasciato i tassi fermi a 5,25-5,50% rivedendo al ribasso il numero di tagli attesi quest'anno da tre a uno** (di 25 pb), complice la revisione verso l'alto delle previsioni di inflazione da 2,4-2,2% per fine 2024-25 a 2,6-2,3% (deflatore dei consumi, PCE), inclusa la "core", ferme restando a 2,0% le previsioni per il 2026 e rimanendo invariato il profilo atteso di crescita. Per l'anno prossimo ha invece rivisto leggermente al rialzo da tre a quattro il numero di tagli dei tassi attesi. La nostra previsione dello scenario centrale è per due tagli quest'anno e tre il prossimo, che lascerebbe il totale complessivo atteso del biennio analogo a quello della Fed.

A parte il brevissimo termine, dove potrebbe prevalere l'eco dell'ultimo FOMC, ovvero l'indicazione di un solo taglio dei tassi quest'anno, **che lascerebbe i tassi USA più elevati più a lungo favorendo il dollaro, successivamente questo dovrebbe andare indebolendosi, all'avvicinarsi della svolta Fed e al consolidarsi di uno scenario di rallentamento** dell'economia USA (nostre previsioni: 2,2-1,8% nel 2024-25 dopo il 2,5% del 2023). **Dovrebbe trattarsi tuttavia di un indebolimento contenuto**, sia perché anche al di fuori degli Stati Uniti le principali banche centrali saranno in fase di svolta ribassista (la BoC e la BCE hanno già iniziato a tagliare a giugno, la Riksbank lo aveva fatto già a maggio e la SNB a marzo) sia perché i tassi USA dovrebbero restare comunque tendenzialmente più elevati.

Un fattore di discontinuità potrebbe aversi in caso di vittoria di Trump alle Presidenziali di novembre. Questo, infatti, almeno in una prima fase, dovrebbe rivelarsi favorevole al dollaro, in prospettiva dell'adozione di misure protezionistiche, dell'attuazione di politiche fiscali pro-crescita e di una politica monetaria meno accomodante per via di una maggiore inflazione attesa. Anche una generale incertezza geopolitica collegata a una presidenza Trump potrebbe avvantaggiare il biglietto verde nel suo ruolo di *safe haven* attraverso un aumento della *risk aversion*. Successivamente però l'effetto favorevole al dollaro dovrebbe andare esaurendosi, complici (i) sia un probabile rallentamento dell'economia USA per effetto del protezionismo e di una politica monetaria meno espansiva (ii) sia il rischio di indesiderata salita dei rendimenti a lunga USA quale espressione di dubbio circa la sostenibilità dei programmi fiscali di un'amministrazione Trump.



Euro (EUR/USD): in risalita all'avvicinarsi della svolta Fed, ma l'upside è ridotto

L'euro ha aperto l'anno in tendenziale calo da 1,10 a un minimo di 1,0599 EUR/USD in aprile, salvo riprendersi successivamente fino a 1,09 EUR/USD per indebolirsi parzialmente di recente. Il cambio è stato guidato perlopiù dai differenziali di rendimento a breve tra area euro e USA (Fig. 3), penalizzato in fase discendente dalla prospettiva che la BCE avrebbe iniziato a tagliare i tassi prima della Fed e favorito in fase di recupero dall'idea che stia iniziando il conto alla rovescia anche per la svolta Fed.

L'arretramento di giugno si spiega sia con la maggior forza generalizzata del dollaro (i driver USA mantengono un ruolo chiave sul cambio EUR/USD, come suggerisce l'elevata correlazione con i rendimenti a lunga USA: Fig. 4) sia con il primo taglio dei tassi BCE alla riunione del 6 giugno (refi ridotto da 4,50% a 4,25%) a fronte di un non-taglio Fed lo stesso mese e all'esito delle elezioni europee che hanno contribuito a riportare in primo piano i problemi di fragilità fiscale di alcuni importanti Paesi dell'area nonché all'indizione di elezioni anticipate in Francia (30 giugno).

Nel breve tale combinazione potrebbe mantenere sulla difensiva l'euro, con downside che dovrebbe restare limitato (supporti chiave in area 1,05 EUR/USD), principalmente perché la BCE, pur tagliando i tassi, ha rivisto al rialzo le previsioni di inflazione da 2,3-2,0% nel 2024-25 a 2,5-2,2%, ovvero al di sopra del target del 2,0% (ferma restando però a 1,9% la proiezione per il 2026), il che non permette al mercato di scontare appieno altri due tagli dei tassi quest'anno, come da nostro scenario centrale, ma solo uno (anche se il secondo viene dato con probabilità elevata). Al di là del breve però l'euro dovrebbe tornare a salire approssimativamente verso 1,10-1,12 EUR/USD a 6m-12m circa, sulla dinamica favorevole dei differenziali di rendimento all'avvicinarsi della svolta Fed e in una prospettiva di rallentamento dell'economia USA a fronte invece di una ri-accelerazione nell'area (da 0,7% atteso quest'anno nel nostro scenario centrale a 1,3% previsto per il prossimo partendo da 0,6% nel 2023). L'upside dell'euro dovrebbe essere limitato, in quanto sia la crescita sia i tassi resterebbero inferiori a quelli USA e i rischi sono verso il basso, soprattutto in caso di vittoria di Trump (v. sopra), che penalizzerebbe la moneta unica almeno in una prima fase (downside nella parte medio/bassa del range 1,05-1,00 EUR/USD).

Yen: rafforzamento oltre il breve sulla svolta ribassista Fed e rialzista della BoJ

Nonostante la svolta storica della BoJ, che a marzo ha abbandonato i tassi negativi portando la fascia obiettivo a 0-0,10%, lo yen ha mantenuto un trend di fondo in deprezzamento da inizio anno ad oggi, da un massimo di 140 a un minimo di 160 USD/JPY raggiunto a fine aprile, dove sono scattati gli interventi valutari (per oltre 9mila miliardi di yen) per contrastarne l'indebolimento che, a parte un temporaneo recupero, è poi ripreso.

La debolezza dello yen è giustificata dalla distanza tra livello dei tassi giapponesi e USA (ma non solo) e nel brevissimo termine, finché dalla BoJ non giungono novità sul sentiero di normalizzazione e dalla Fed non arriva l'indicazione che quest'anno potrà tagliare due volte i tassi anziché una, la valuta nipponica rischia nuova debolezza, che comunque, al raggiungimento dei minimi recenti, potrebbe essere arginata da nuovi interventi.

Successivamente però lo yen dovrebbe invertire rotta al rialzo, innanzitutto al ridursi dei differenziali di tasso/rendimento con gli USA in vista della svolta Fed, ma anche in prospettiva della riduzione del grado di espansione monetaria da parte della BoJ (Fig. 5), che alla riunione del 14 giugno ha indicato l'intenzione di annunciare i dettagli di un piano di riduzione degli acquisti di JGB già al prossimo incontro del 31 luglio, mentre in alcune occasioni il governatore Ueda ha ripetuto che resta aperta l'opzione di alzare ancora i tassi qualora il deprezzamento del cambio dovesse compromettere il perseguimento dell'obiettivo di inflazione. Contro dollaro il cambio dovrebbe quindi portarsi approssimativamente verso 145-140 USD/JPY sull'orizzonte a 6m-12m circa, con rischi verso il basso, ovvero di uno yen meno forte del previsto, soprattutto qualora il processo di normalizzazione della BoJ fosse particolarmente cauto e graduale. Il recupero contro euro, rispetto al quale ha inaugurato nuovi minimi storici a fine aprile a 171 EUR/JPY, dovrebbe essere invece più modesto (Fig. 6), verso 160-157 a 6m-12m per via del contestuale rafforzamento atteso dell'EUR/USD.

Sterlina: in rafforzamento oltre il breve contro dollaro, ma meno dell'euro

La sterlina ha aperto l'anno in range contro dollaro tra 1,25 e 1,28 GB/USD, per poi scendere molto fino a 1,22 GBP/USD tra marzo e aprile e infine risalire verso i massimi di marzo, in linea con i differenziali di rendimento rispetto agli USA (Fig. 7). Alla riunione BoE del 20 giugno i tassi sono rimasti fermi come da attese a 5,25%, ma la discesa dell'inflazione e l'allentamento delle condizioni del mercato del lavoro suggeriscono l'avvicinarsi del *timing* della svolta ribassista, che dovrebbe aversi ad agosto se la tornata di dati di luglio non porterà sorprese verso l'alto soprattutto su inflazione e salari. Nel MPR di maggio, infatti, la BoE ha rivisto al ribasso le proiezioni di inflazione (a 2,5-2,25-1,5% nel 2024-25-26 venendo da un 4,25% del 2023). Per quanto abbia contestualmente rivisto al rialzo quelle di crescita (a 0,5-1,0-1,25% nel 2024-25-26 venendo da uno 0% del 2023), queste restano talmente basse da non ostare a una svolta ribassista sui tassi.

Oltre il breve termine, dove la sterlina potrebbe subire ancora parziale debolezza dopo che l'ultima riunione BoE ha fatto aumentare le probabilità di mercato di un primo taglio dei tassi ad agosto, indebolendo la sterlina, successivamente questa dovrebbe andare rafforzandosi contro dollaro, all'avvicinarsi della svolta Fed e in uno scenario di rallentamento negli USA e ripresa dell'economia britannica. Tuttavia, la vicinanza tra il livello dei tassi domestici e statunitensi e le attese sul *timing* della svolta di *policy*, simili per BoE e Fed, dovrebbero rendere lo spazio di salita della sterlina rispetto al dollaro inferiore a quello dell'euro (Fig. 8), verso 1,29-1,30 GBP/USD a 6m-12m, portando invece la sterlina ad un seppur lieve indebolimento contro euro al di là del breve verso quota 0,86 sull'orizzonte a 6m-12m. Le elezioni generali del 4 luglio, in vista delle quali i laburisti hanno 20 punti di vantaggio sui conservatori uscenti, non dovrebbero avere implicazioni economiche di rilievo, non avendo il Labour un programma di riforme strutturali per la crescita e preferendo un approccio prudente alla politica fiscale.

Tassi di Cambio

	Val. Storici					21-06-24	Proiezioni				
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m		+1m	+3m	+6m	+12m	+24m
EUR/USD	1.05	1.10	1.10	1.09	1.09	1.0689	1.05	1.08	1.10	1.12	1.14
USD/JPY	137	142	142	152	156	158.82	158	152	145	140	130
GBP/USD	1.23	1.28	1.27	1.27	1.27	1.2653	1.25	1.27	1.29	1.30	1.32
EUR/CHF	1.02	0.98	0.94	0.97	0.99	0.9534	0.97	0.98	0.99	1.00	1.02
EUR/SEK	10.64	11.70	11.11	11.37	11.60	11.2178	11.30	11.10	11.00	10.90	10.80
EUR/NOK	10.36	11.70	11.29	11.58	11.58	11.2781	11.50	11.30	11.20	11.00	10.70
EUR/DKK	7.44	7.45	7.46	7.46	7.46	7.4576	7.44	7.44	7.44	7.44	7.45
USD/CAD	1.29	1.32	1.33	1.35	1.37	1.3687	1.36	1.34	1.32	1.30	1.28
AUD/USD	0.70	0.68	0.68	0.66	0.67	0.6650	0.64	0.66	0.68	0.70	0.72
NZD/USD	0.63	0.62	0.63	0.60	0.61	0.6126	0.60	0.62	0.64	0.65	0.67
EUR/JPY	144	156	156	165	169	169.79	166	164	160	157	148
EUR/GBP	0.86	0.86	0.87	0.86	0.85	0.8446	0.84	0.85	0.86	0.86	0.86
EUR/CAD	1.36	1.45	1.46	1.47	1.49	1.4632	1.43	1.45	1.46	1.46	1.46
EUR/AUD	1.51	1.62	1.62	1.65	1.63	1.6067	1.64	1.64	1.62	1.60	1.58
EUR/NZD	1.66	1.77	1.75	1.80	1.78	1.7445	1.75	1.74	1.73	1.72	1.70

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Fig. 1 – Dollaro: dinamica coerente con le aspettative sui tagli Fed

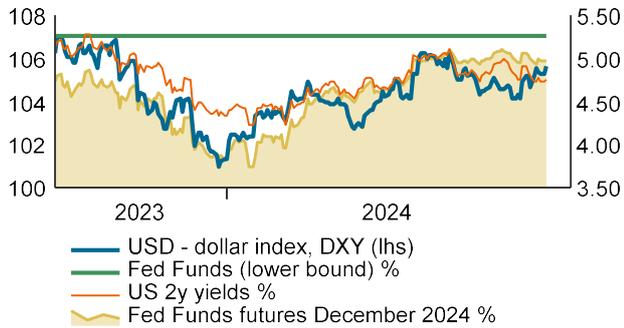


Fig. 2 – ... e su crescita/inflazione (sintetizzate dai rendim. a lunga)

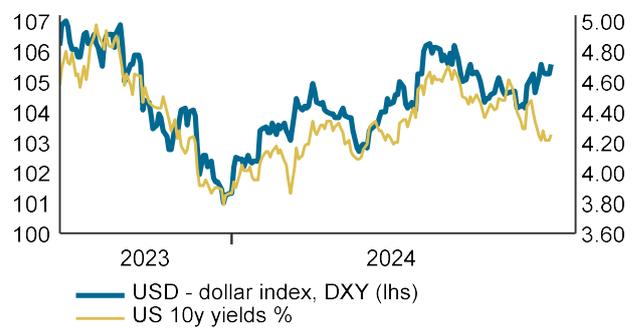


Fig. 3 – EUR/USD: differenziali di rendim. a breve tornati cruciali

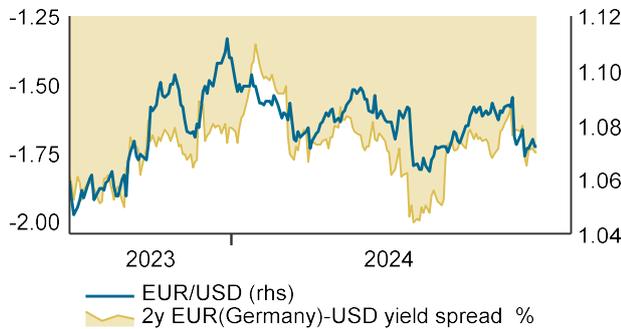


Fig. 4 – ... ma la correlaz. con i rendim. a lunga USA resta elevata

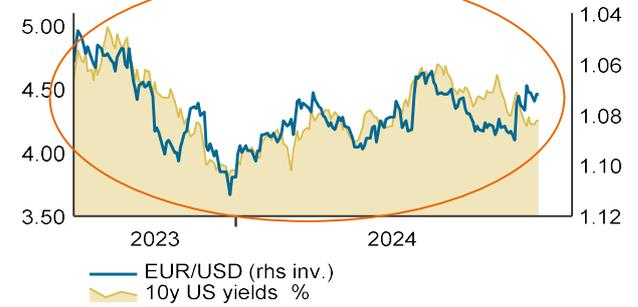


Fig. 5 – USD/JPY: differenz. di rendim. driver ma rischi verso il basso

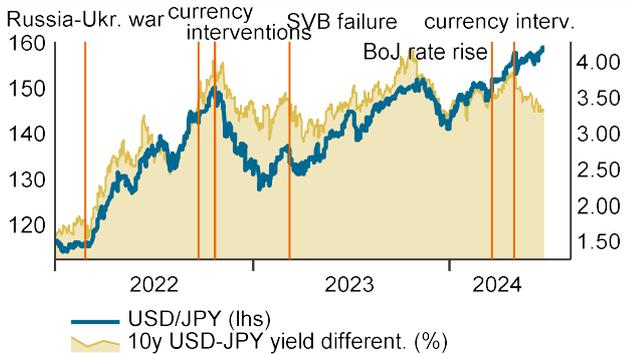


Fig. 6 – EUR/JPY: correlazione positiva con l'USD/JPY

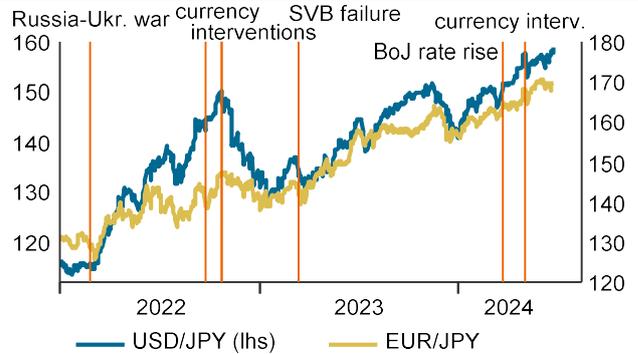


Fig. 7 – GBP/USD: dinamica coerente con i differenziali di rendim.

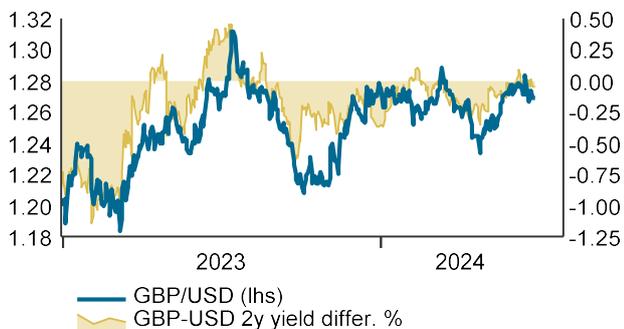
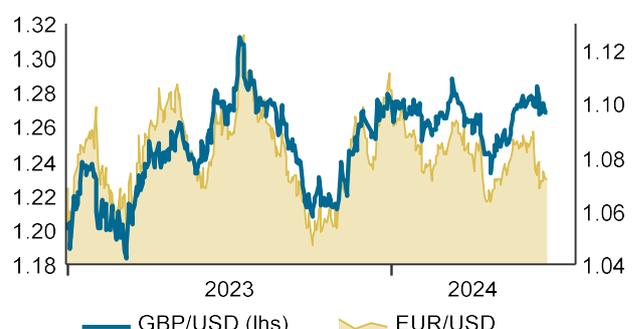


Fig. 8 – GBP/USD: correlazione positiva con l'EUR/USD



Fonte: Refinitiv-Datastream (salvo diversa indicazione)

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 S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-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-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate da Research Department 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 S.p.A. 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 Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Chiara Manenti (Responsabile)

Sergio Capaldi (Rates)

Federica Migliardi (Rates)

Asmara Jamaleh (FX)

Daniela Corsini (Commodities)

chiara.manenti@intesasnpaolo.com

sergio.capaldi@intesasnpaolo.com

federica.migliardi@intesasnpaolo.com

asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com

daniela.corsini@intesasnpaolo.com