

Focus Area Euro

Probabile un nuovo taglio dei tassi BCE a settembre

5 settembre 2024

I dati estivi dovrebbero essere sufficienti a convincere il consiglio direttivo BCE che è possibile ridurre ancora i tassi ufficiali di 25pb già alla prossima riunione. Riteniamo che l'approccio all'allentamento dei tassi resterà graduale, con mosse di 25pb a trimestre, e che la comunicazione di settembre sottolineerà la necessità di procedere con cautela, per smorzare le attese dei mercati sulla riunione di ottobre.

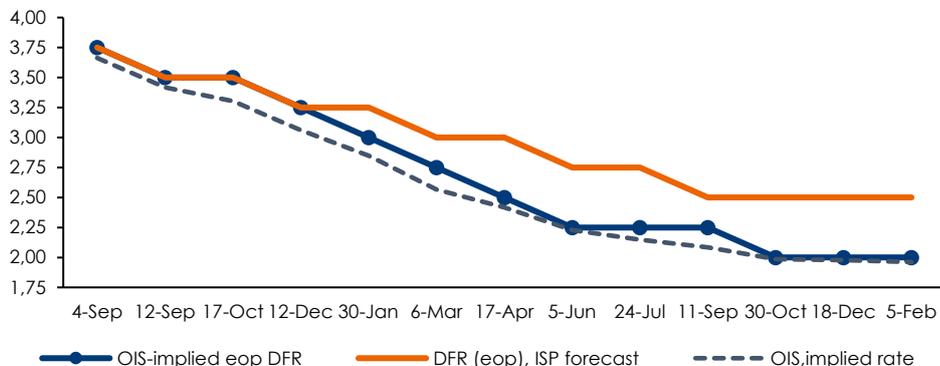
Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo  
Economista

- I dati estivi hanno mostrato un netto rallentamento della crescita retributiva nel secondo trimestre, un calo dell'inflazione circa in linea con le attese dello staff e un andamento dell'economia reale un po' più debole.
- Nel complesso, ciò dovrebbe bastare a garantire un nuovo taglio dei tassi ufficiali di 25pb alla riunione del 12 settembre. Il tasso sui depositi calerà perciò al 3,50%.
- La BCE confermerà l'approccio dipendente dai dati, con decisioni riunione per riunione. Poiché i mercati sono tentati dall'ipotesi di tagli dei tassi a ogni meeting, è possibile che la BCE decida di raffreddare un po' gli entusiasmi per alleggerire la pressione sull'appuntamento di ottobre. Come in precedenza, ciò avverrà al di fuori della comunicazione formale, ovvero nelle risposte alle domande dei giornalisti e nelle dichiarazioni post-meeting.
- Ricordiamo che il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento (MRO) sarà portato 15pb sopra il tasso sui depositi. Il restringimento del corridoio non ha implicazioni per il posizionamento della politica monetaria (il tasso guida ormai è il DFR). Tuttavia, ridurrà il rischio di tensioni sui tassi quando il drenaggio delle riserve in eccesso sarà più avanzato.

I mercati sono certi che la BCE taglierà i tassi questo mese. Poi scommettono su una moderata accelerazione e su un punto di arrivo al 2%



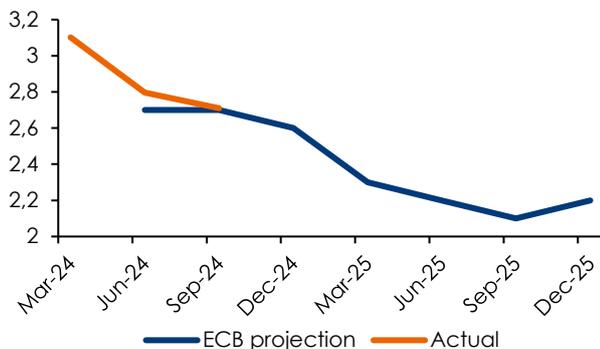
Fonte: elaborazioni su dati LSEG del 5 settembre

## I dati estivi hanno confermato la validità delle previsioni BCE di giugno

I dati economici pubblicati in luglio e agosto hanno nel complesso confermato la validità delle proiezioni pubblicate dallo staff BCE in giugno.

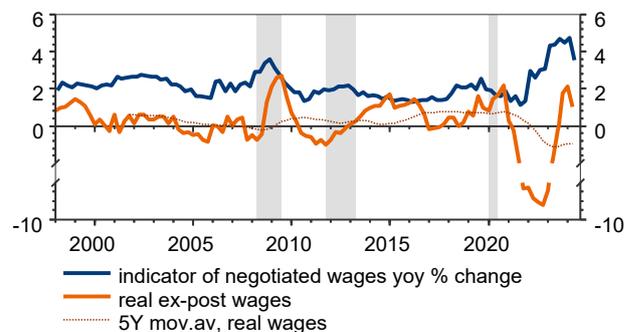
Per quanto riguarda l'inflazione, l'indice generale è rallentato al 2,2% in agosto, minimo da oltre tre anni. Il calo dell'inflazione è trainato da energia e beni industriali non energetici, mentre l'andamento degli alimentari (2,4% a/a) è stato in linea con l'indice generale. Le note dolenti continuano a riguardare i servizi: la variazione tendenziale resta molto sostenuta (4,2% in agosto), alimentata in questi mesi soprattutto dai rincari di alloggio e ristorazione in Francia. L'inflazione domestica è al 4,4%. Le indagini di fiducia suggeriscono che i rincari dovrebbero rallentare nei prossimi mesi, anche se la dinamica resterà nel breve termine superiore alla media storica. Nel complesso, **l'andamento dei prezzi core è stato finora in linea con le proiezioni dello staff (2,7% a/a nel 3° trimestre).**

### Nel 3° trimestre, l'inflazione core si sta muovendo in linea con le previsioni della BCE



Fonte: ECB Staff Macroeconomic Projections – June 2024, Eurostat e stime Intesa Sanpaolo – Macroeconomic Analysis

### La crescita dei salari contrattuali è rallentata nel 2° trimestre 2024, ma dovrà restare superiore all'inflazione a lungo per recuperare il potere d'acquisto perduto



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo – Macroeconomic Analysis su dati BCE

Un ulteriore elemento di conforto è arrivato dai dati sui salari contrattuali. L'indice BCE è rallentato dal 4,7 al 3,6% a/a nel secondo trimestre. A nostro giudizio, il picco della crescita delle retribuzioni è ormai superato: la tendenza dovrebbe continuare a rallentare nei prossimi trimestri, anche se è ragionevole che la dinamica dei salari continui a superare per qualche tempo quella dell'inflazione (come prevede anche la BCE, peraltro). Le proiezioni dello staff BCE di settembre potrebbero mostrare un **piccolo miglioramento delle stime di medio termine di inflazione** legato allo spostamento verso il basso che è avvenuto sui prezzi energetici a termine e all'apprezzamento del cambio euro/dollaro.

Lo scenario di raffreddamento dell'inflazione appare ancora più plausibile in quanto i dati reali e le indagini di fiducia sollevano **dubbi sull'ipotesi di accelerazione della domanda interna**. Attività e fiducia sono fiacche soprattutto nell'industria e nelle costruzioni, mentre i servizi sembrano ancora in grado di garantire una crescita positiva del PIL. Non è detto che questo si rifletta sulle proiezioni di inflazione dello staff: in teoria, la drastica revisione al ribasso dei tassi di interesse a termine sul biennio 2025-26 (rispetto a giugno, i mercati scontano un punto di arrivo più basso di 25pb per i tassi ufficiali, e raggiunto prima) potrebbe avere effetti positivi sulle proiezioni di crescita. Peraltro, anche i tassi a lungo termine rilevati per le ipotesi tecniche dovrebbero essere più bassi che a giugno.

Possiamo tirare le somme con una citazione da una fonte autorevole:

“Nel complesso, i dati recenti rimangono coerenti con lo scenario di base che prevede un calo sostenibile dell'inflazione fino al nostro obiettivo del 2% entro la fine del 2025.

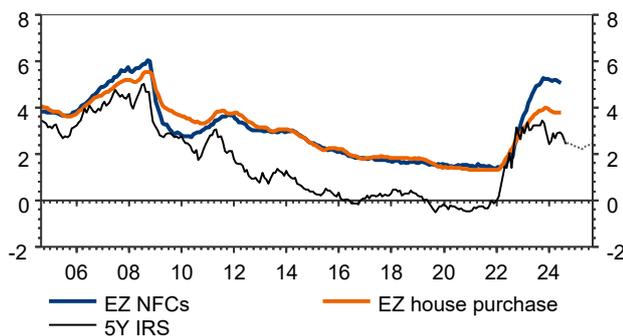
Insieme ai segnali di un potenziale calo dello slancio economico in altre parti del mondo, si riduce il rischio che un ulteriore moderato e graduale ridimensionamento delle politiche restrittive possa far deragliare il percorso di ritorno alla stabilità dei prezzi." [I. Schnabel, "[The euro area inflation outlook: a scenario analysis](#)", Ragnar Nurske Lecture Series, 30 agosto 2024]

## Riteniamo che lo scenario di allentamento monetario goda di ampio supporto nel consiglio direttivo

I membri del consiglio direttivo si sono adeguati abbastanza disciplinatamente alla linea ufficiale di non fornire un indirizzo preciso sui tassi, a parte l'indicazione, già chiara e ampiamente condivisa, che sono destinati a scendere ancora. Tuttavia, è chiaro fin da luglio che alla riunione di settembre si sarebbe discusso seriamente dell'opportunità di allentare di nuovo il freno. In fondo, la trasmissione della restrizione monetaria passata è ancora in corso e un allentamento graduale riduce il rischio che la restrizione sia eccessiva.

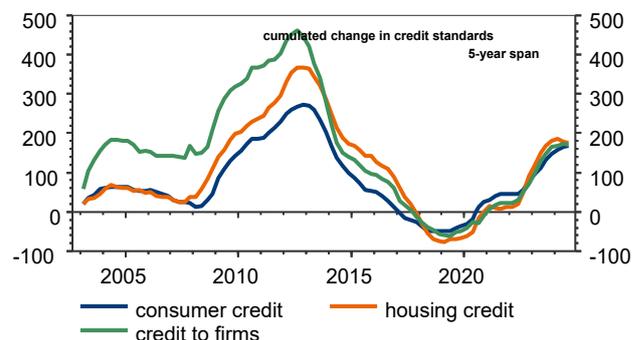
La prima dichiarazione esplicita a favore di un taglio dei tassi è arrivata dal finlandese Rehn il 20 agosto, seguito da Kazāks. Altri hanno sostenuto che lo scenario di due tagli tra settembre e dicembre è plausibile - una posizione più probabilmente associata a un taglio di settembre che a uno di ottobre. Più recentemente, il membro del comitato esecutivo Cipollone ha sostenuto che "i dati finora confermano la nostra direzione di marcia e spero che ci consentano di continuare a essere meno restrittivi". La citazione di Schnabel sopra riportata dice più o meno lo stesso. Inoltre, sia Cipollone che Lane hanno avvertito che esiste il rischio che la posizione della BCE possa diventare troppo restrittiva (cioè che la politica monetaria dovrebbe essere allentata), sebbene Lane abbia anche affermato che il raggiungimento dell'obiettivo di inflazione non è ancora sicuro, il che significa che una politica monetaria restrittiva è ancora giustificata. Un recente articolo di Reuters basato su anonime fonti interne sostiene che l'opzione di un taglio di 25pb gode di ampio consenso nel consiglio direttivo. Semmai, sostenevano le fonti sentite da Reuters, il problema è evitare che si formino attese eccessive sui tempi dell'allentamento monetario. Per citare ancora Schnabel: "La storia non giudicherà le nostre intenzioni, ma il nostro successo nel rispettare il mandato. **Poiché la strada verso il ritorno alla stabilità dei prezzi poggia su una serie di ipotesi critiche, la politica monetaria deve procedere gradualmente e con precauzione**".

Gli indici di costo del finanziamento restano vicini ai massimi...



Fonte: BCE e LSEG Charting

...e l'allentamento delle condizioni creditizie è iniziato soltanto sui mutui casa



Fonte: ECB Bank Lending Survey

## Le aspettative dei mercati tendono a essere troppo aggressive

I mercati scontano un taglio di 25pb il 12 settembre al 100%: anche in questa occasione, dunque, riteniamo che abbiano letto correttamente la funzione di reazione della BCE. Invece, sta

emergendo un problema di **eccesso di attese sulla riunione di ottobre**. Per il solito problema di correlazione con l'andamento dei mercati americani, nel momento in cui le aspettative dei mercati sui tassi Fed hanno iniziato a scontare 100pb di tagli, quelle sui tassi BCE sono salite a oltre 60pb, con la probabilità implicita di una mossa il 17 ottobre salita temporaneamente sopra il 50% (mentre scriviamo, però, è già calata al 45%). A nostro giudizio, **né i dati sull'inflazione nei servizi né l'andamento dell'economia reale giustificano un'accelerazione dell'allentamento monetario**: è probabile che il consiglio si attenga al ritmo corrente, vincolando le sue mosse all'aggiornamento dello scenario previsionale. Peraltro, tale impostazione è coerente con l'idea che l'incertezza dello scenario renda opportuno un approccio graduale, e con cautela crescente a mano a mano che ci si avvicina alla ipotetica fascia di neutralità dei tassi.

**Riteniamo che la BCE raffrederà le attese intorno alla riunione di ottobre attraverso la comunicazione informale. La comunicazione formale** (dichiarazione di politica monetaria, discorso introduttivo del presidente) **si limiterà a ribadire l'approccio basato sui dati, con decisioni riunione per riunione**. Quella informale, però, potrebbe rimarcare la necessità di accumulare un capitale sufficiente di dati aggiuntivi prima di decidere un nuovo taglio, suggerendo (implicitamente o esplicitamente) che tale condizione sarà più facilmente realizzata a metà dicembre che a metà ottobre. Ricordiamo che in marzo Lagarde rispose a una domanda sui tempi dell'allentamento monetario in questi termini:

"Sappiamo che questi dati arriveranno nei prossimi mesi. Ne sapremo un po' di più ad aprile, ma ne sapremo molto di più a giugno." [[Press Conference: transcript of the questions and answers](#), 7 marzo 2024]

A giugno, dopo aver comunicato il primo taglio dei tassi di questa fase, Lagarde disse:

"L'unica cosa che vi dico è che abbiamo bisogno di dati sufficienti, e i dati arrivano gradualmente nel corso del tempo. Abbiamo bisogno di dati sufficienti per corroborare l'opinione che abbiamo che il percorso disinflazionistico si stia confermando e che giustifichi ulteriori decisioni." [[Press Conference: transcript of the questions and answers](#), 6 giugno 2024]

La scelta di dicembre potrebbe rivelarsi opportuna anche per la maggiore visibilità che allora sarà disponibile sui budget 2025 degli Stati UE. Le prime indicazioni sul depotenziamento della riunione di ottobre potrebbero arrivare con le risposte di Lagarde alle domande dei giornalisti, ma il messaggio potrebbe successivamente essere rinforzato dalle dichiarazioni dei governatori nazionali. Per quanto riguarda il sentiero successivo, gli unici segnali potrebbero arrivare dalle previsioni dello staff: tassi a termine troppo bassi si tradurrebbero in proiezioni di inflazione troppo alte, segnalando che la Banca centrale dovrà probabilmente muoversi meno di quanto scontato dai mercati.

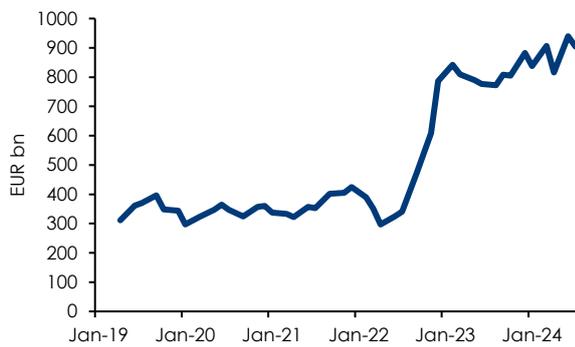
### **Il corridoio MRO-DFR si restringerà: quali sono le implicazioni?**

In occasione della revisione del quadro operativo della politica monetaria, la BCE aveva preannunciato che il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento (MRO) sarebbe stato fissato a 15pb sopra il DFR con decorrenza 18 settembre (cioè la data in cui diventano effettivi i tassi annunciati giovedì 12).

Per ora, la modifica dovrebbe essere irrilevante per il livello dei tassi di mercato: nelle attuali condizioni di forte eccesso di liquidità, la struttura dei tassi a brevissimo termine risulta ancorata al DFR. Perciò, in condizioni normali non dovrebbero risultarne impatti sul livello di ESTR. Tuttavia, la riduzione della penalità associata al ricorso alle MRO potrebbe forse portare a una ripresa dei volumi richiesti alle aste settimanali, che ad oggi restano modesti. La disomogenea distribuzione delle riserve implica che una parte del sistema bancario europeo deve prendere a prestito riserve anche se il sistema nel suo complesso si trova in situazione di eccesso. Tale fabbisogno può essere soddisfatto sul mercato unsecured, sul mercato secured oppure richiedendo i fondi

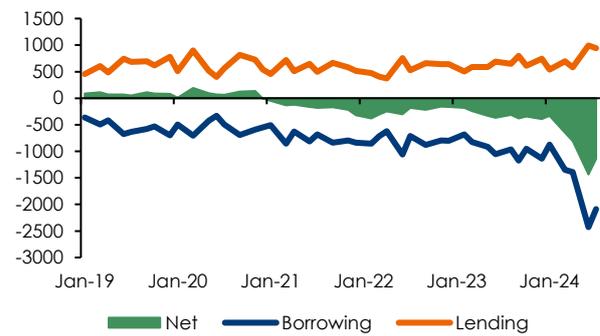
all'Eurosistema. Fino ad oggi, la riduzione delle TLTRO è stata compensata soprattutto da un maggiore ricorso all'indebitamento sul mercato: i volumi sulla MRO sono stati irrilevanti nei primi sette mesi del 2024 (da un minimo di 4 a un massimo di 11 miliardi di euro). Con la riduzione del corridoio che entrerà in vigore il 18 settembre, potrebbe aumentare il numero di banche le cui condizioni di accesso al mercato rendono conveniente ricorrere almeno in parte alle MRO. In condizioni di stress, che potrebbero diventare più probabili nei prossimi anni con il ridursi dell'eccesso di riserve, il restringimento del corridoio MRO-Depo dovrebbe garantire una minore volatilità dei tassi monetari, contenendo la dispersione geografica dei tassi a breve termine all'interno dell'Eurozona.

#### Indebitamento interbancario (unsecured), volume in miliardi di euro



Fonte: BCE, Money Market Statistical Reporting Dataset

#### Saldo netto di impieghi/raccolta all'ingrosso: Italia e Spagna, scadenza overnight (miliardi di euro)



Fonte: BCE, Money Market Statistical Reporting Dataset

## 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.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

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 – in accordo con 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 società del loro 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>.

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 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

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com