

ANDAF

Associazione Nazionale
Direttori Amministrativi e Finanziari

XLIII Congresso Nazionale ANDAF

16-18 Settembre 2021



UN PONTE TRA PASSATO E FUTURO

CF0: next generation “sostenibile”

CON IL PATROCINIO DI



Comune di Genova

IN COLLABORAZIONE CON



GRUPPO24ORE

Quadro macroeconomico nazionale e internazionale

Gregorio De Felice

Chief Economist – Intesa Sanpaolo

La nostra view globale

- La **diffusione delle vaccinazioni** dovrebbe limitare l'impatto economico delle nuove ondate di contagio.
- L'esclusione dei **paesi emergenti** dalle vaccinazioni impedirà però una piena normalizzazione, imponendo la proroga di restrizioni sui viaggi internazionali e creando il rischio di nuovi ostacoli ai trasporti di merci.
- **Crescita globale del PIL** al **6,0%** nel 2021 e **4,9%** nel 2022. Il rimbalzo è ampio con il maggior contributo proveniente da Asia e Stati Uniti. Ribilanciamento della domanda da beni a servizi in pieno sviluppo.
- Il contributo di **commodities** e trasporti alla crescita dei prezzi si ridurrà nei prossimi mesi. **L'ampio livello della disoccupazione** rende poco probabile una spirale prezzi-salari in Europa.
- Le **politiche fiscali** rimarranno **espansive** e le **politiche monetarie accomodanti nei paesi avanzati**.
 - I dati spingeranno la **Fed** a ridurre gli acquisti di titoli da inizio 2022; il rialzo dei tassi potrebbe iniziare nel 2023.
 - La **BCE** concluderà il PEPP il 31 marzo 2022. **Niente rialzi dei tassi fino al 2024.**

La ripresa post-pandemia è più rapida del previsto...

Variazione media annua del PIL

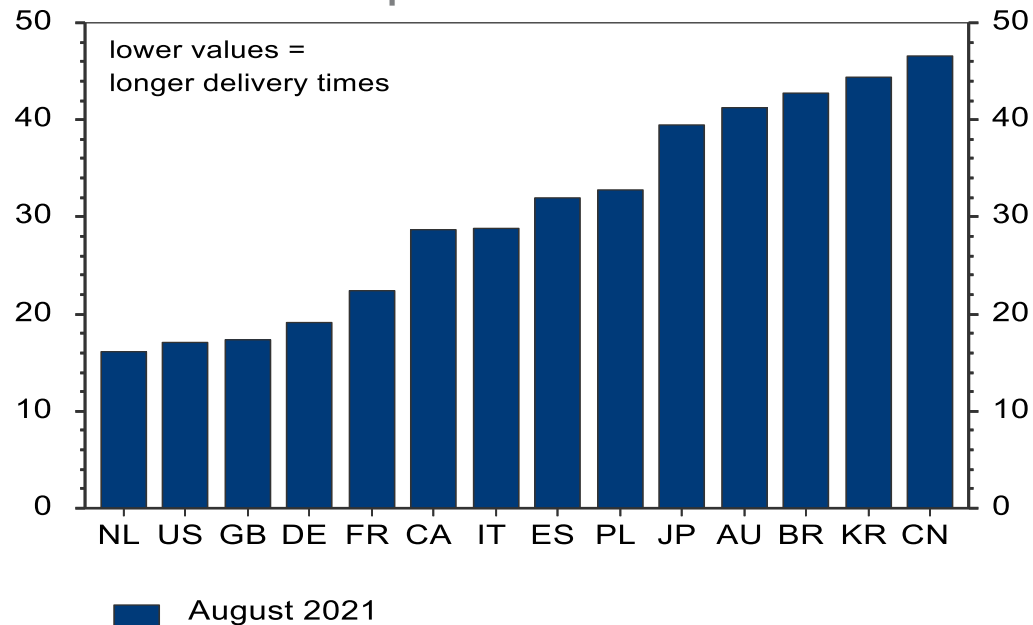
	2019	2020	2021p	2022p	2023p
Stati Uniti	2.3	-3.4	6.1	3.9	2.1
Area Euro	1.5	-6.5	5.3	4.6	2.3
Germania	1.1	-4.9	3.1	4.6	2.2
Francia	1.8	-8.0	6.5	4.8	2.3
Italia	0.3	-8.9	5.7	4.0	2.3
Spagna	2.0	-10.8	6.1	6.0	2.8
OPEC	-1.5	-5.3	3.4	4.5	3.7
Europa orientale	3.1	-3.2	4.8	4.3	3.2
America Latina	1.3	-6.4	6.7	3.0	2.9
Giappone	0.0	-4.7	2.3	2.9	1.5
Cina	6.0	2.3	8.4	5.5	5.6
India	4.8	-7.0	8.6	6.6	6.2
Mondo	2.8	-3.4	6.0	4.9	3.8

Il recupero dei livelli pre-pandemia del PIL è più rapido delle attese, sostenuto in particolare dai servizi. Non così per il livelli occupazionali.

...ma afflitta da strozzature e aumenti dei costi

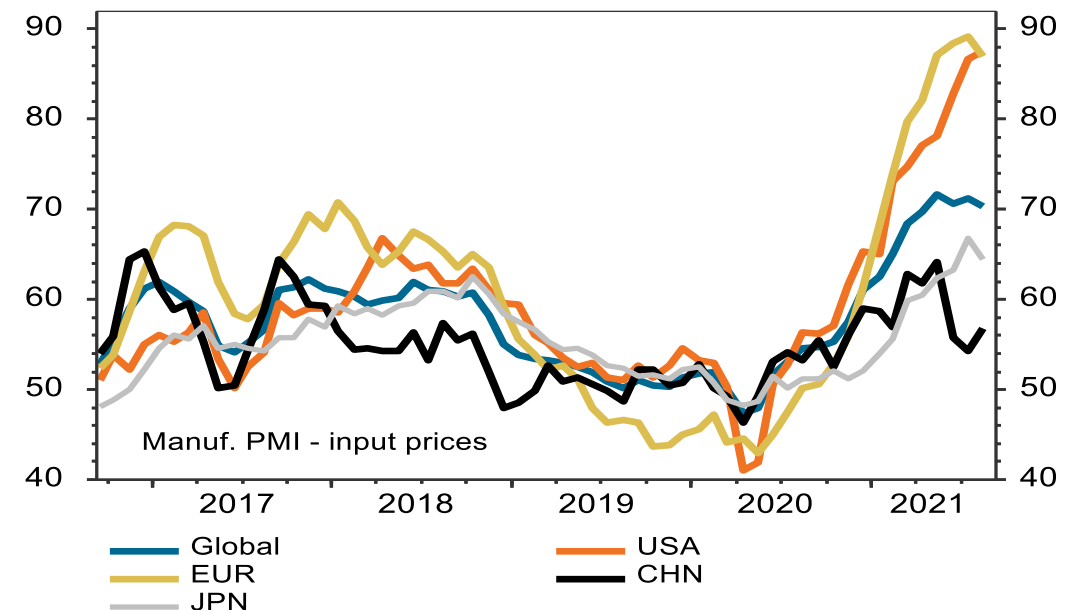
Le strozzature nei trasporti marittimi (aggravate dagli effetti della pandemia) hanno causato un allungamento dei tempi di consegna e ridotto le scorte. Ci sono diffuse pressioni al rialzo sui prezzi di materie prime e beni intermedi, che probabilmente hanno già raggiunto il picco.

Persistono i problemi con i tempi di consegna in Europa e Nord America...



Nota: un valore pari a 50 indica che le imprese con aumento dei tempi di consegna equivalgono a quelle che registrano una riduzione. Fonte: IHS Markit.

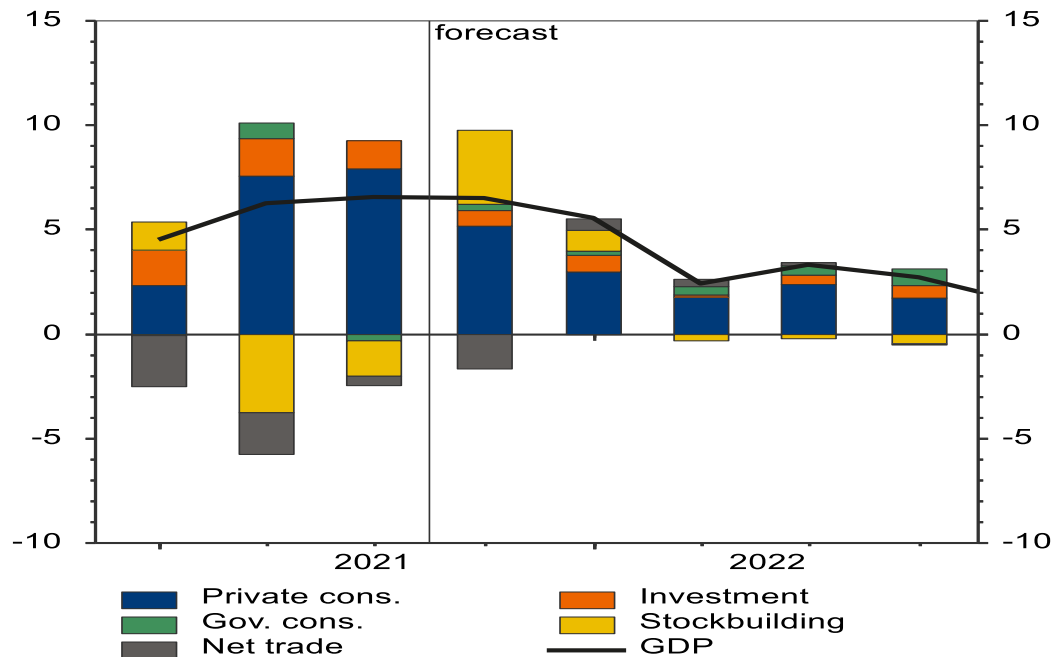
...con diffuse pressioni al rialzo sui prezzi di materie prime e beni intermedi



Fonte: IHS Markit

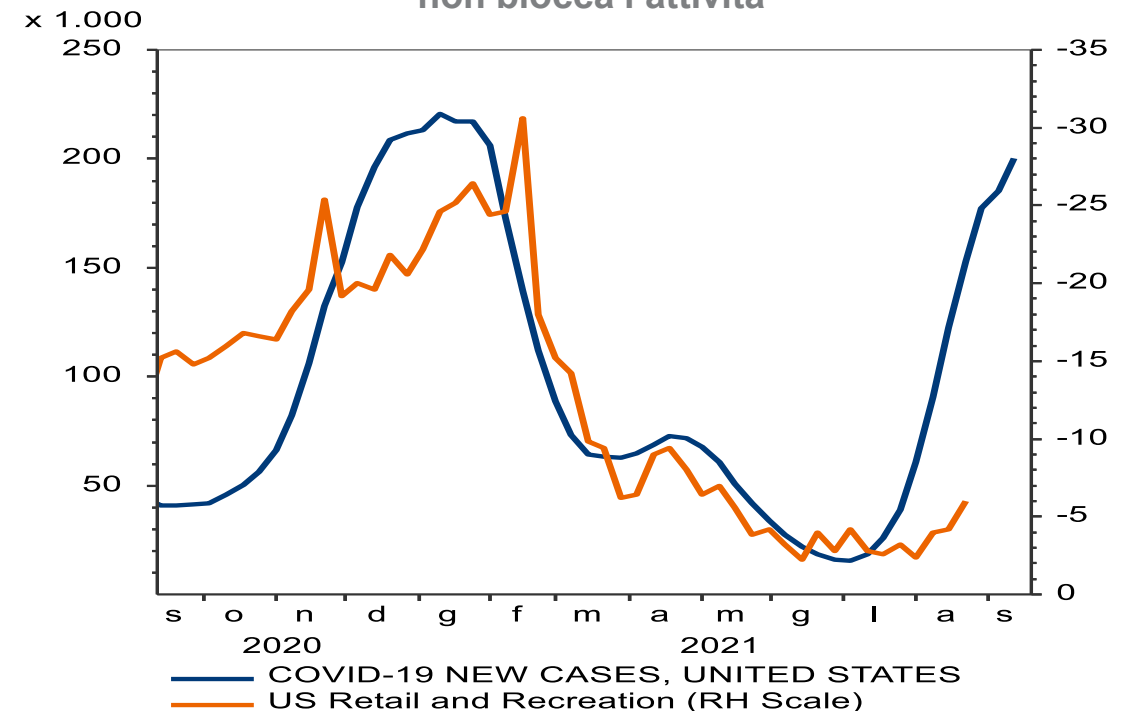
Stati Uniti: domanda forte, freni da strozzature all'offerta più che dalla variante Delta

La crescita solida nasconde una carenza di offerta e un ampio grado di domanda insoddisfatta, che si trasforma in rialzo dei prezzi



Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo.

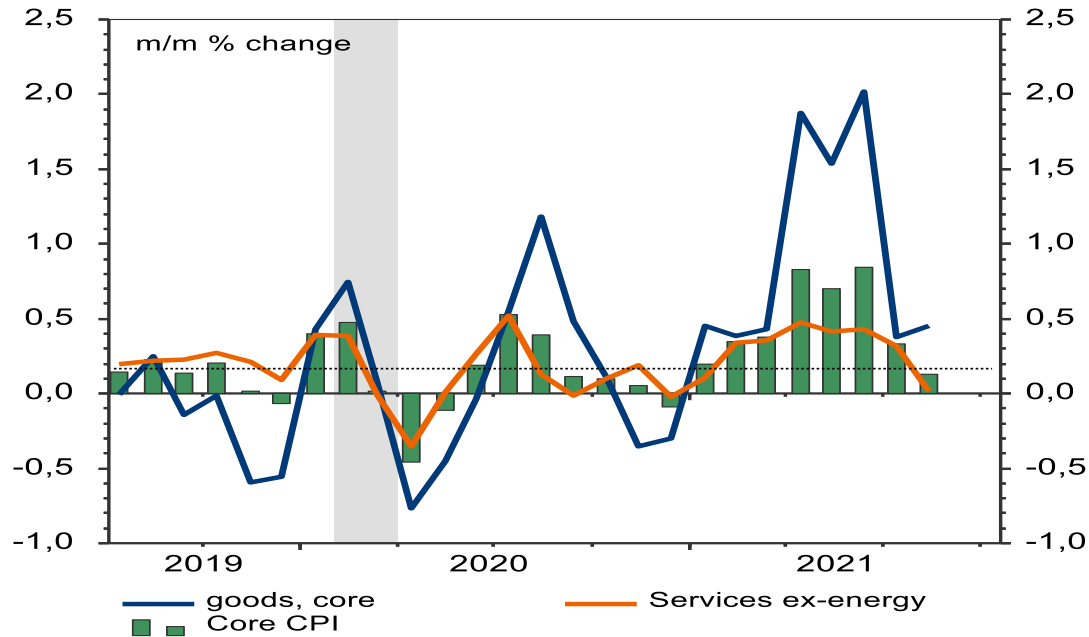
La variante Delta corre negli Stati Uniti, ma non blocca l'attività



Fonte: Refinitiv-Datastream. Per i contagi, media mobile a 1 mese per depurare da effetti distortivi legati alla raccolta dei dati nel giorno di Labor Day.

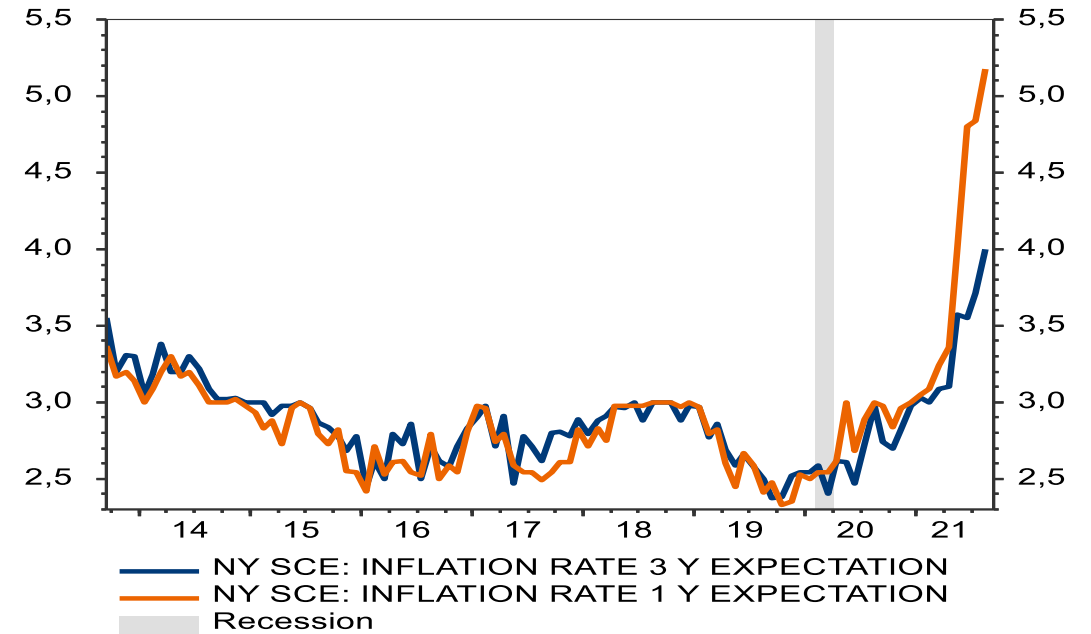
Inflazione: il peggio è alle spalle, ma restano rischi collegati all'eccesso di domanda e alle aspettative

L'inflazione si sta normalizzando, ma le strozzature all'offerta influenzeranno ancora la dinamica dei prezzi...



Fonte: Refinitiv-Datastream.

...con riflessi pericolosi sulle aspettative di inflazione

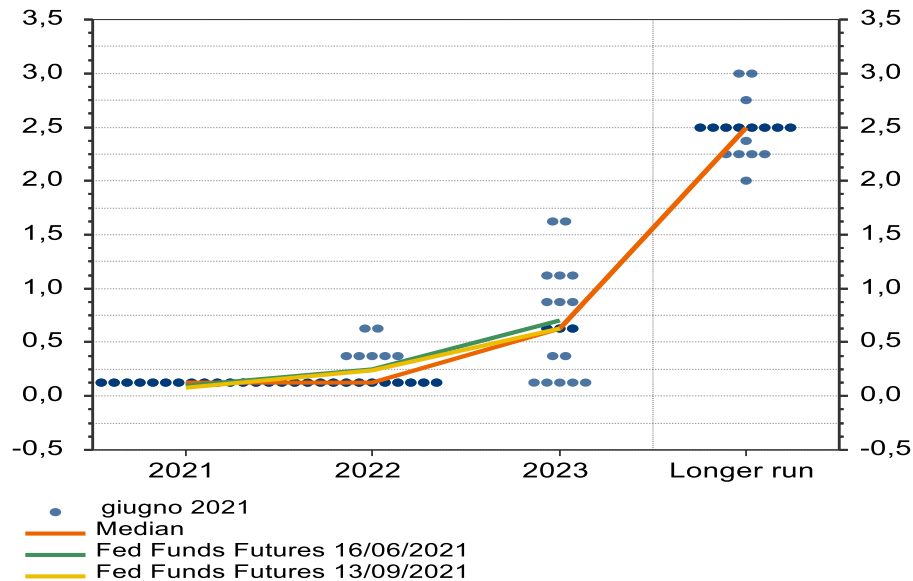


Fonte: Refinitiv-Datastream.

Fed - L'ora del tapering è arrivata: discussione a settembre, annuncio a novembre, inizio a dicembre

Possibile sentiero mensile per il tapering: -10 mld di Treasury e -5 mld di MBS, e fine nel 3° trimestre 2022. I tempi per la svolta sui tassi sono invece ancora lunghi, con condizioni più stringenti: arriverci al 2023!

Per i tassi, c'è ancora tempo: svolta probabile nel 2023



Fonte: Refinitiv-Datastream.

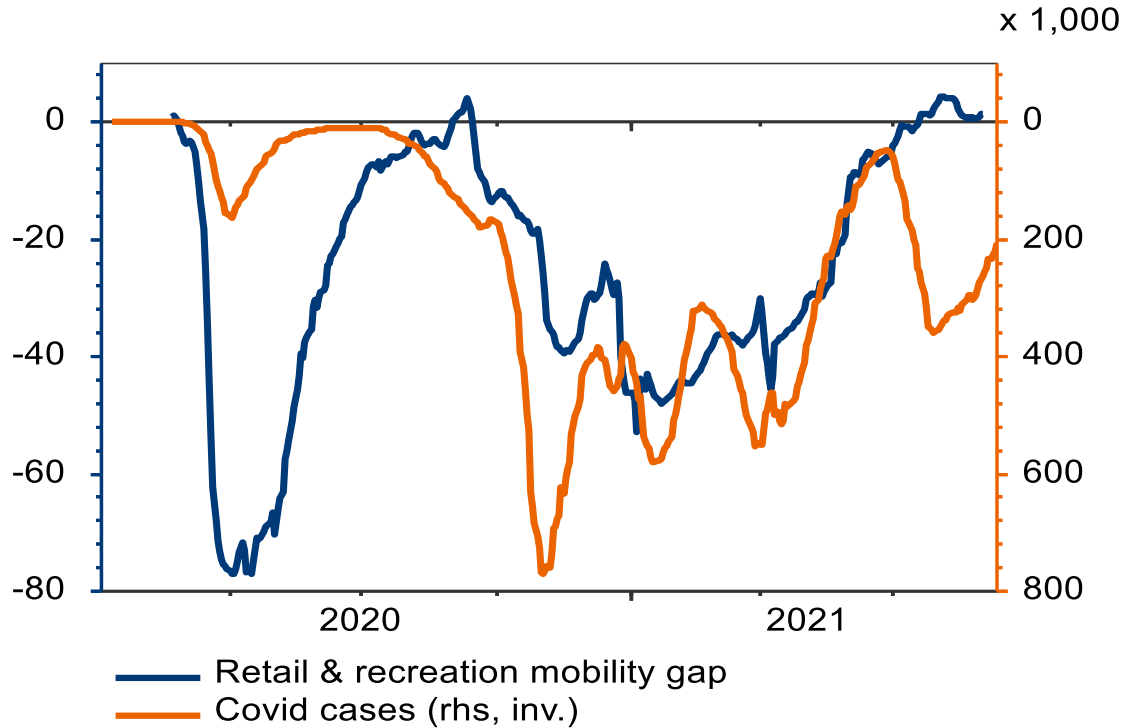
Fine del tapering attesa nel 3° trimestre 2022

	US Treasury securities	Agency MBS
Oct-21	80	40
Nov-21	80	40
Dec-21	80	40
Jan-22	70	35
Feb-22	60	30
Mar-22	60	25
Q2-2022	120	45
Q3-2022	60	18
Q4-2022	0	0

Fonte: NY Fed, Survey of Primary Dealers, luglio 2021. Dati in mld di dollari.

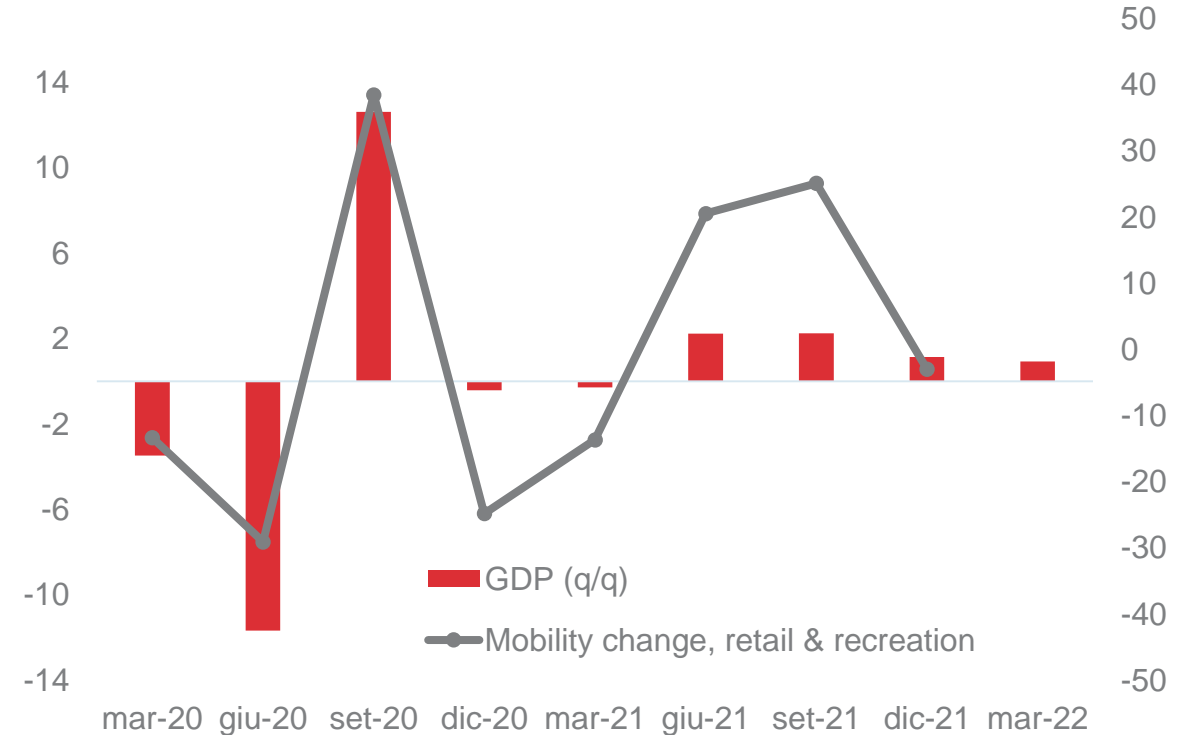
Area euro: la pandemia non è finita ma...

Grazie alle vaccinazioni la risalita estiva dei contagi non ha impedito ai governi di riaprire le economie



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream, Google. Nota: indici calcolati come medie pesate degli indici per Germania, Francia, Italia, Spagna

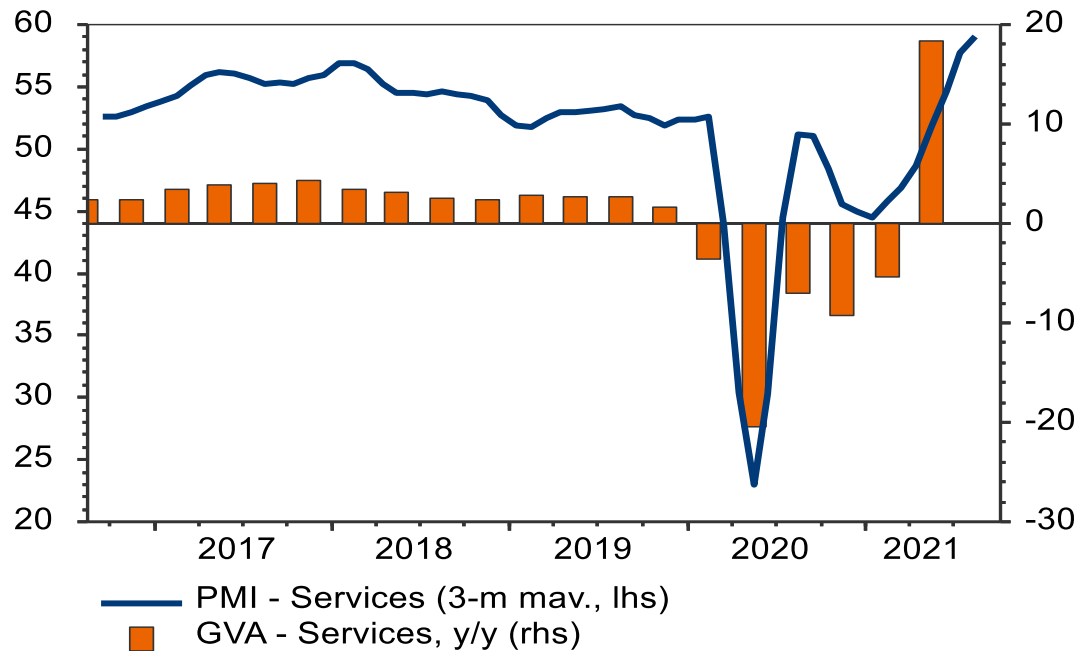
La crescita dovrebbe restare solida anche nei trimestri successivi



Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

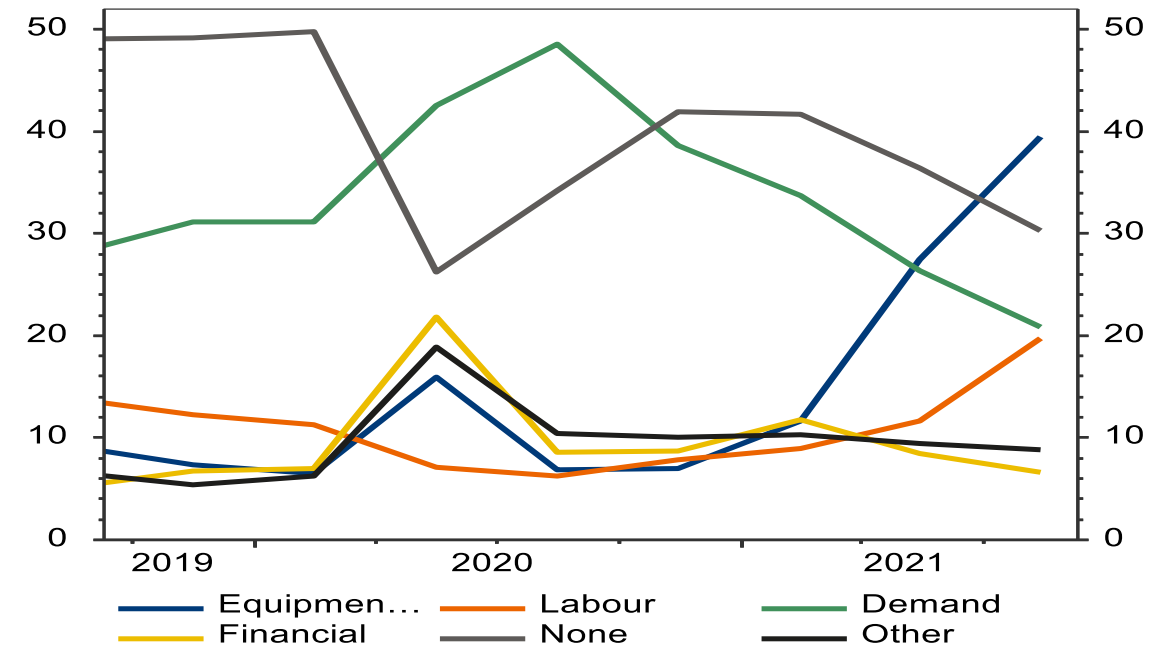
Saranno i servizi a sostenere la ripresa a fronte di una più fiacca attività manifatturiera

I servizi sono il comparto più favorito dalle riaperture e quindi continueranno a trainare la ripresa nei prossimi mesi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

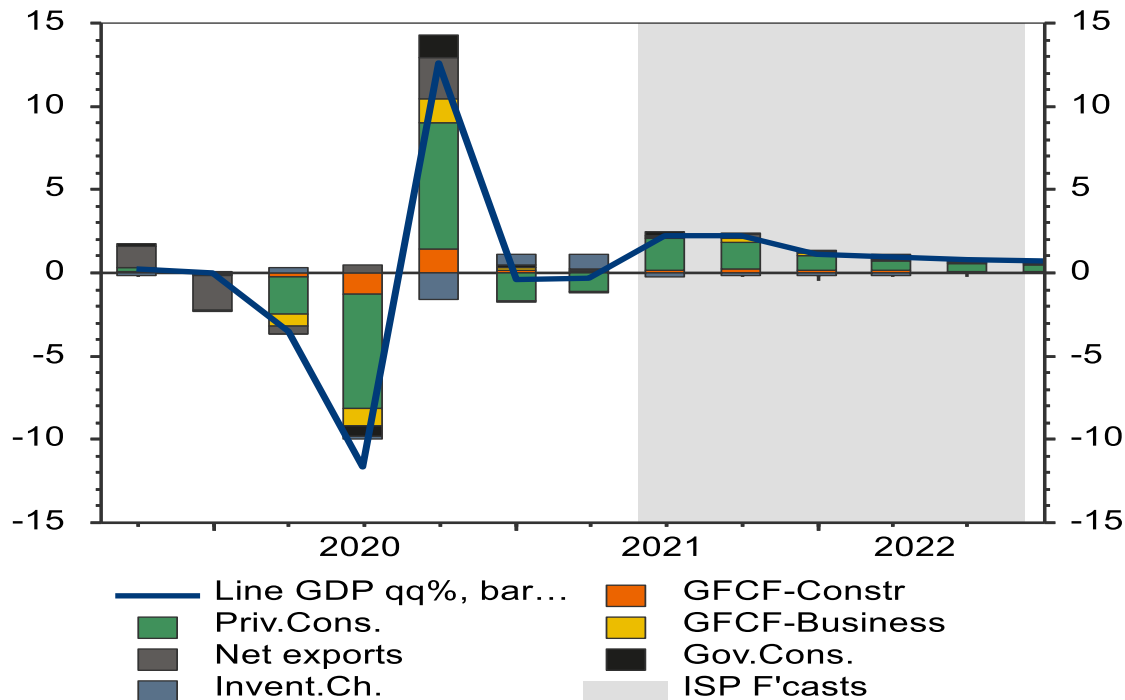
Nonostante una domanda positiva l'attività industriale dovrebbe invece essere penalizzata dalle difficoltà nel reperire componentistica e materie prime



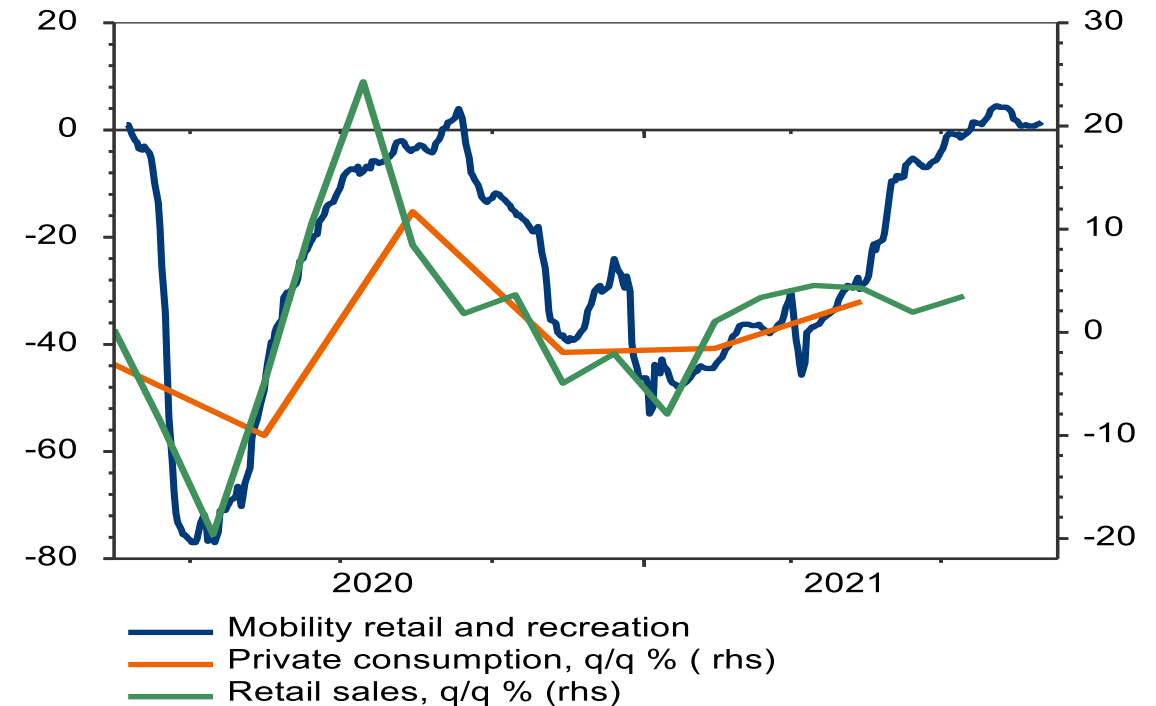
Nota: fattori che limitano la produzione. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea, Refinitiv-Datastream

Dal lato della domanda saranno i consumi a guidare la crescita...

I consumi privati forniranno il maggior contributo all'espansione...

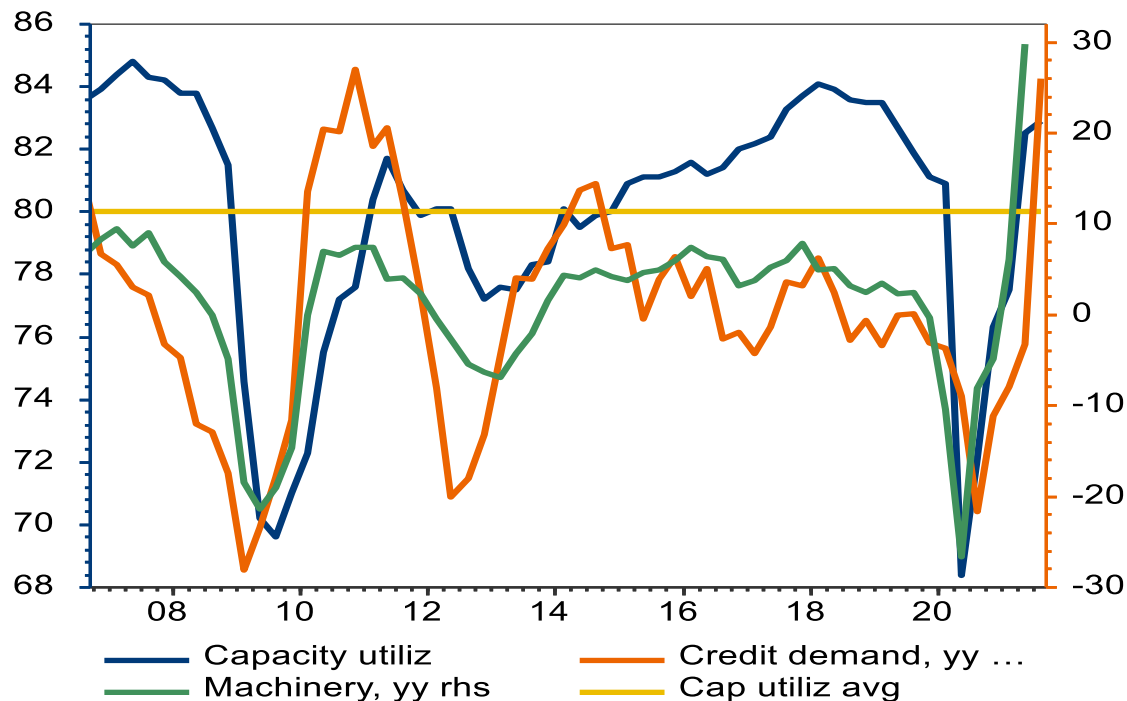


... sostenuti dalle riaperture, con un possibile spostamento dai beni ai servizi



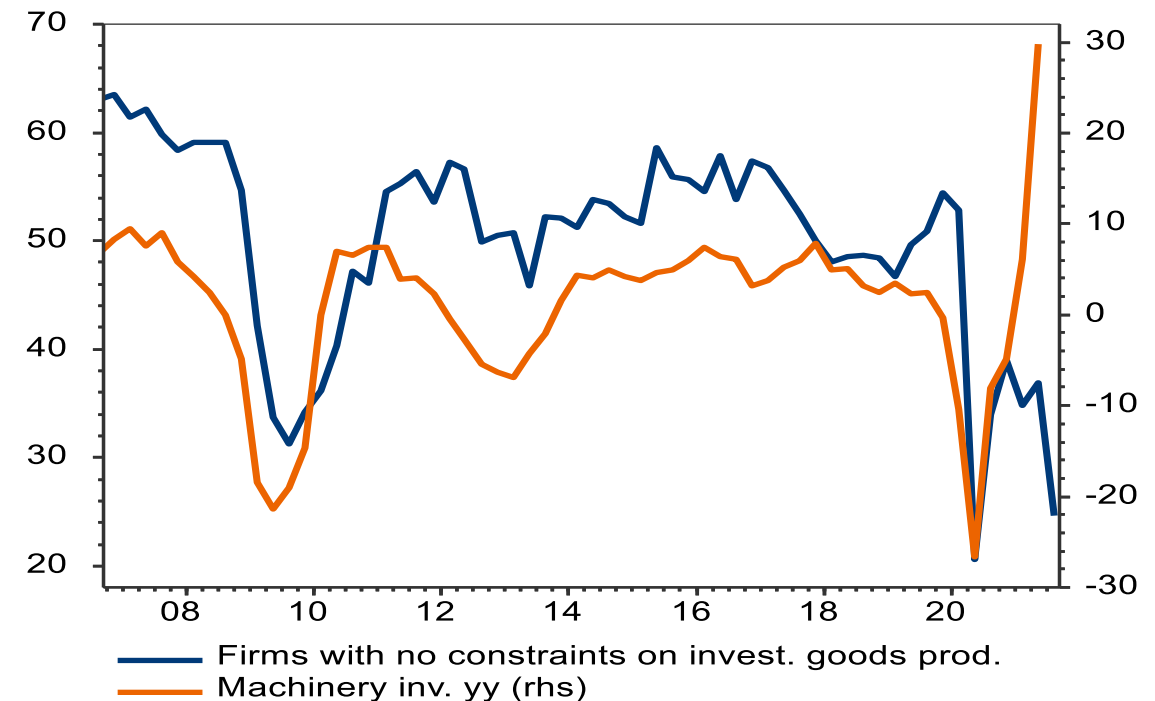
... solidi anche i fondamentali per gli investimenti fissi

Le indicazioni sul credito e sull'utilizzo di capacità produttiva puntano verso una dinamica ancora robusta nei prossimi trimestri



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

I ritardi, le strozzature e la scarsità di materie prime lungo le filiere produttive potrebbero frenare dal lato dell'offerta ulteriori progressi

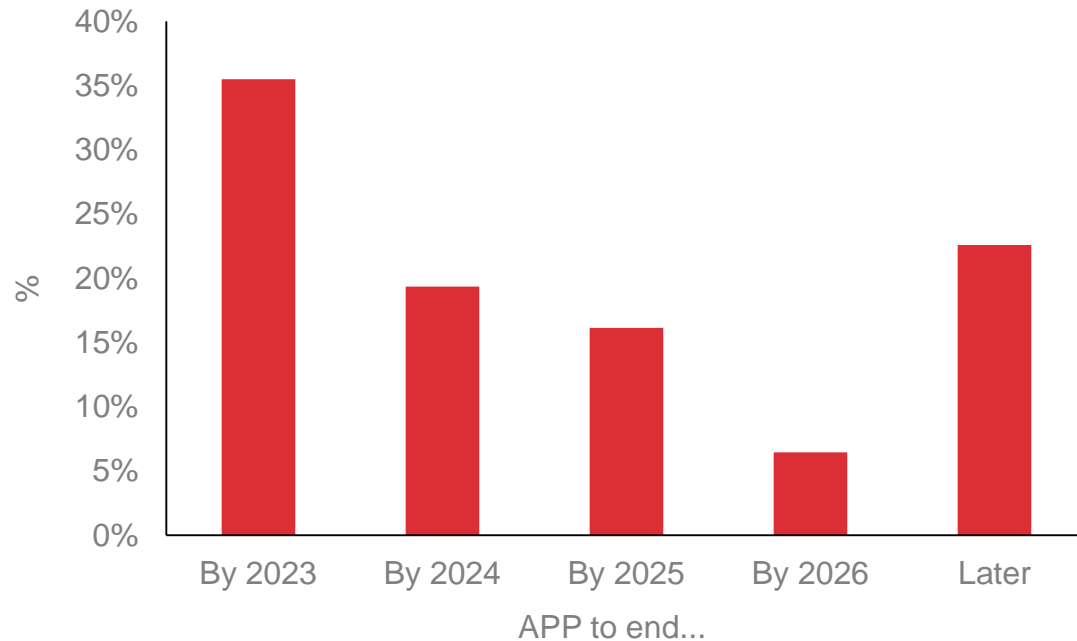


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

BCE: riduzione dello stimolo nel 2022

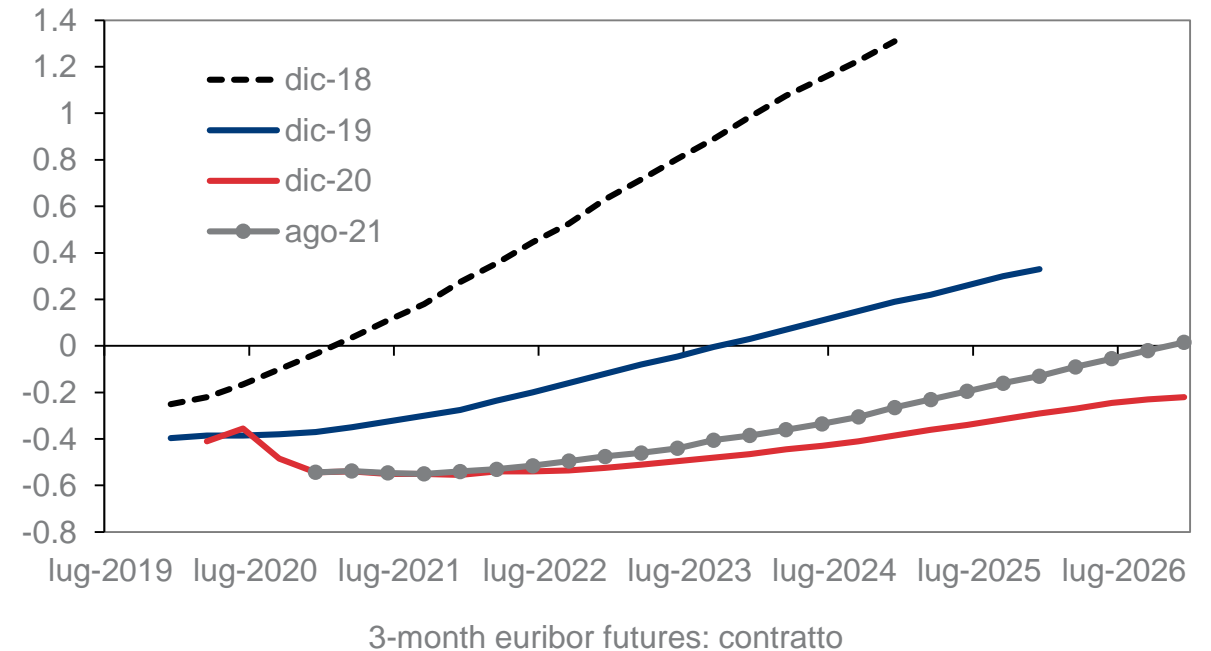
La BCE si appresta a chiudere il PEPP nel marzo 2022, ma continuerà gli acquisti APP forse fino al 2023 incluso. Il mercato sconta rialzi dei tassi soltanto dal 2024. La condizione necessaria sono proiezioni di inflazione stabilmente al 2%.

L'APP dovrebbe continuare fino al 2023



Fonte: Reuters, sondaggio pre-meeting BCE.

I mercati scontano molti anni di tassi negativi

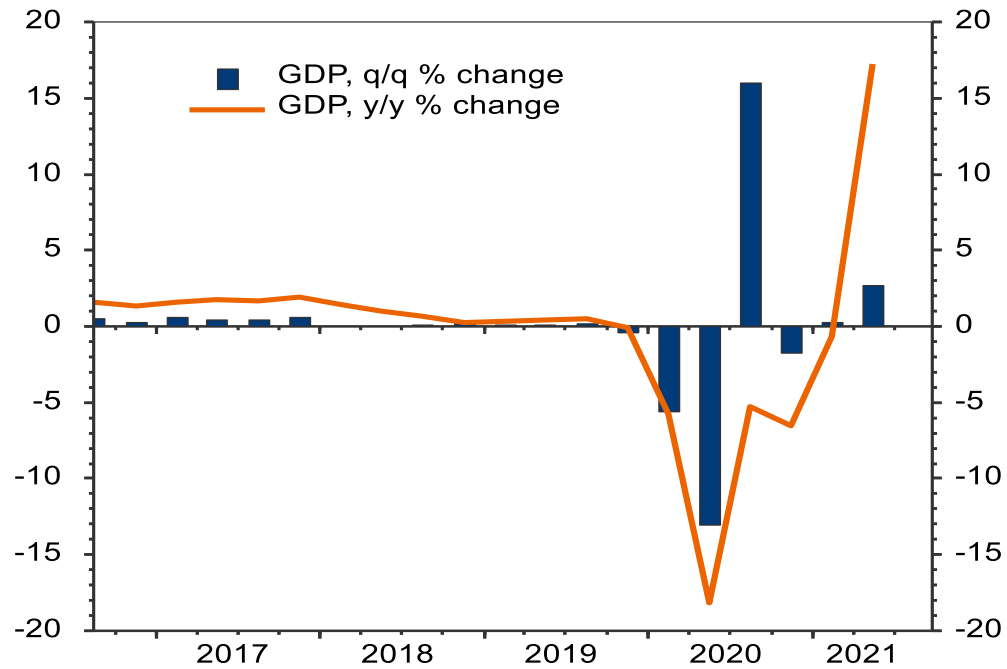


Fonte: Refinitiv Datastream

In Italia la ripresa è accelerata nel secondo trimestre

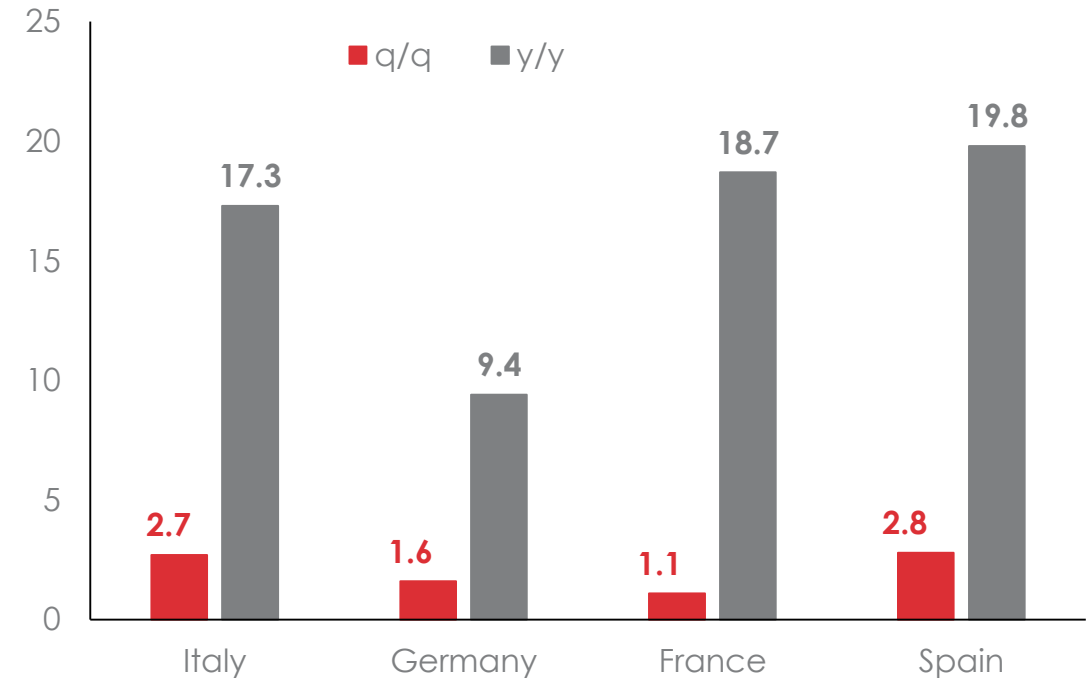
Il PIL italiano è cresciuto molto più del previsto nel 2° trimestre (2,7% t/t), dopo una sostanziale stagnazione a inizio anno.

Rimbalzo molto più forte del previsto per il PIL nel 2° trimestre



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream

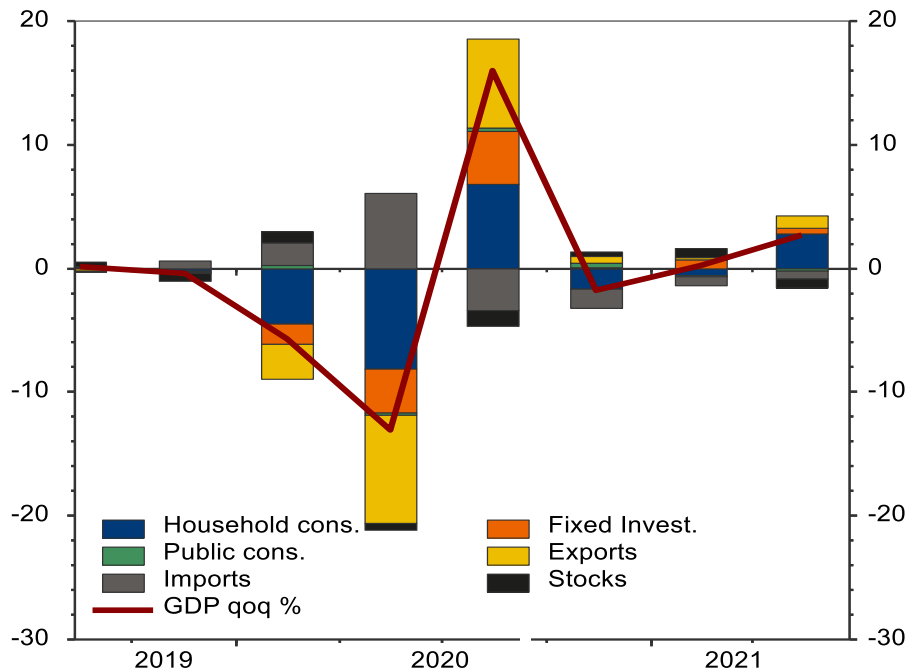
Nel 2° trimestre, performance dell'Italia ben superiore a quella di Francia e Germania



Fonte: Istat e uffici statistici nazionali

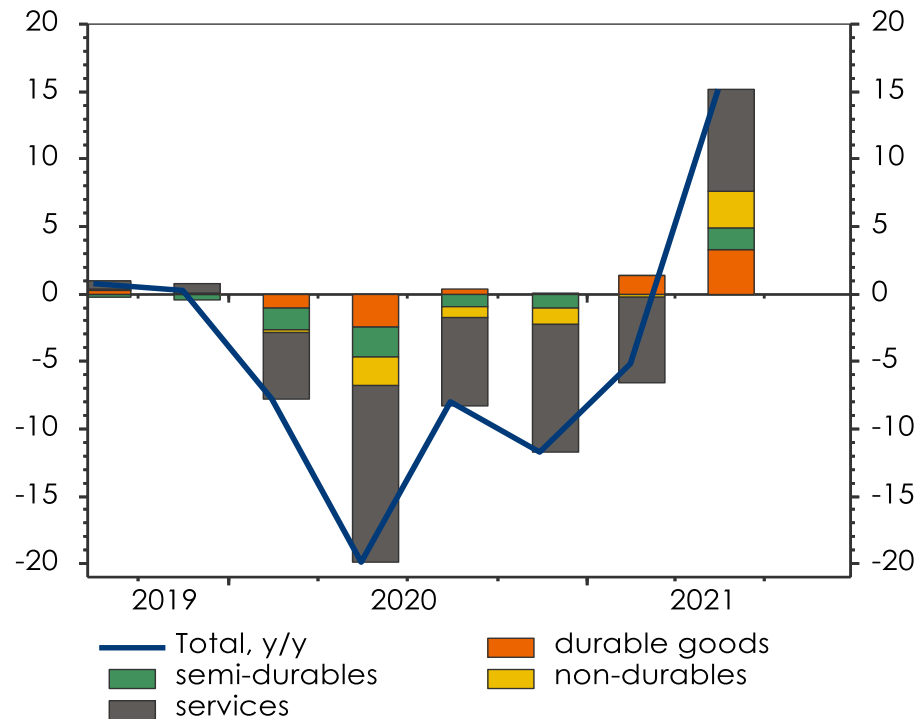
Il recupero è trainato dai servizi

Il rimbalzo del PIL è trainato soprattutto dai consumi (+5% t/t)...



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

...e in particolare dai consumi di servizi (+9,4% t/t, +14,9% a/a)

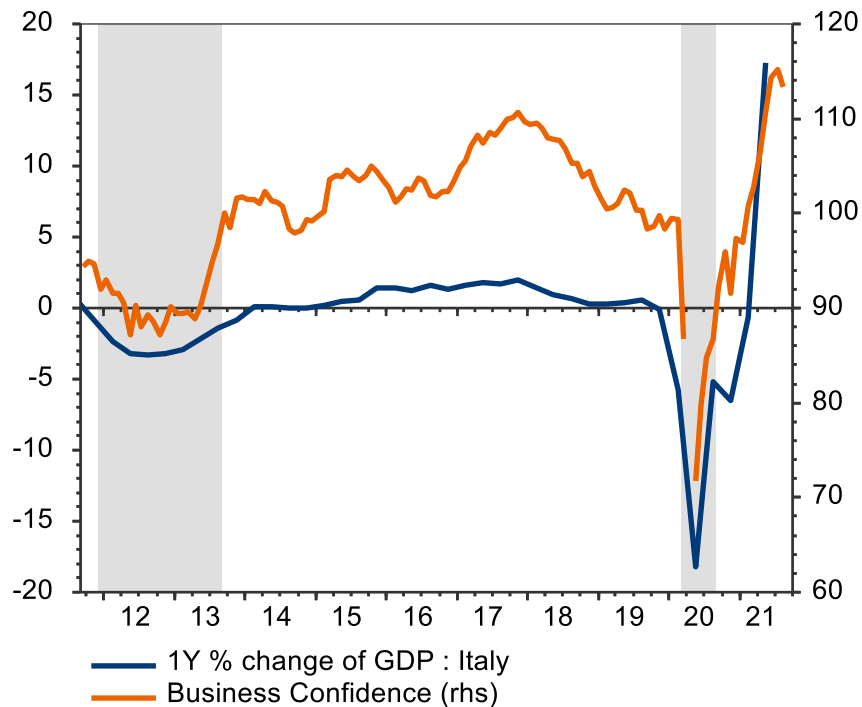


Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il principale contributo alla crescita è venuto dai servizi dal lato dell'offerta (+8,3% t/t commercio trasporto e alloggio) e dai consumi di servizi dal lato della domanda (+9,4% t/t). La crescita è ancora più ampia al netto delle scorte (+3,5% t/t).

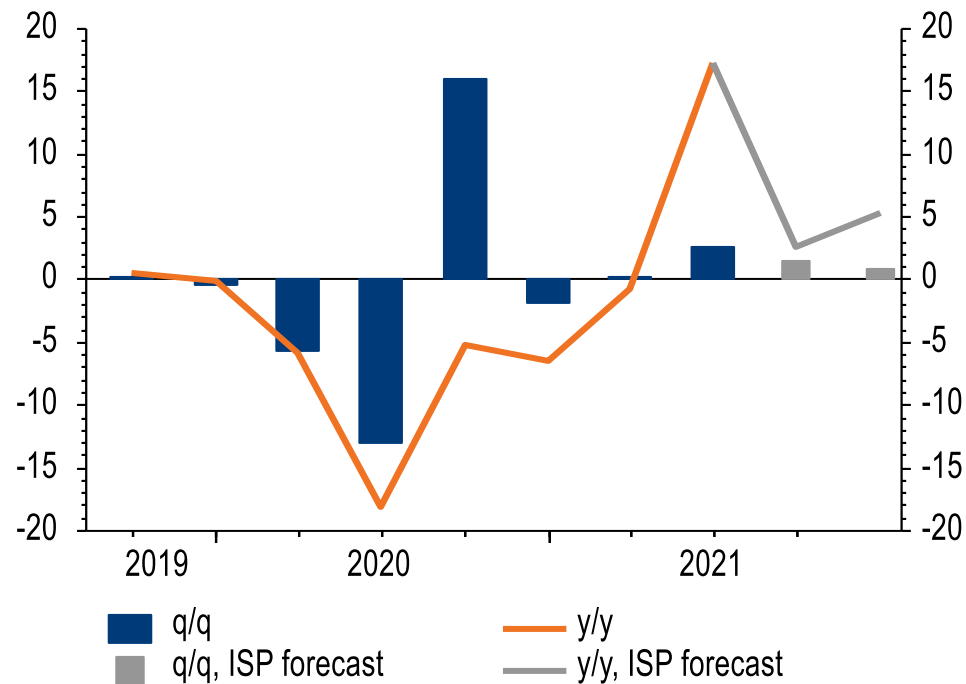
Il picco per la crescita t/t potrebbe essere alle spalle...

Le indagini di fiducia segnalano che l'attività economica dovrebbe mantenere un ritmo solido nel trimestre in corso...



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream

...ma in prospettiva ci aspettiamo un rallentamento

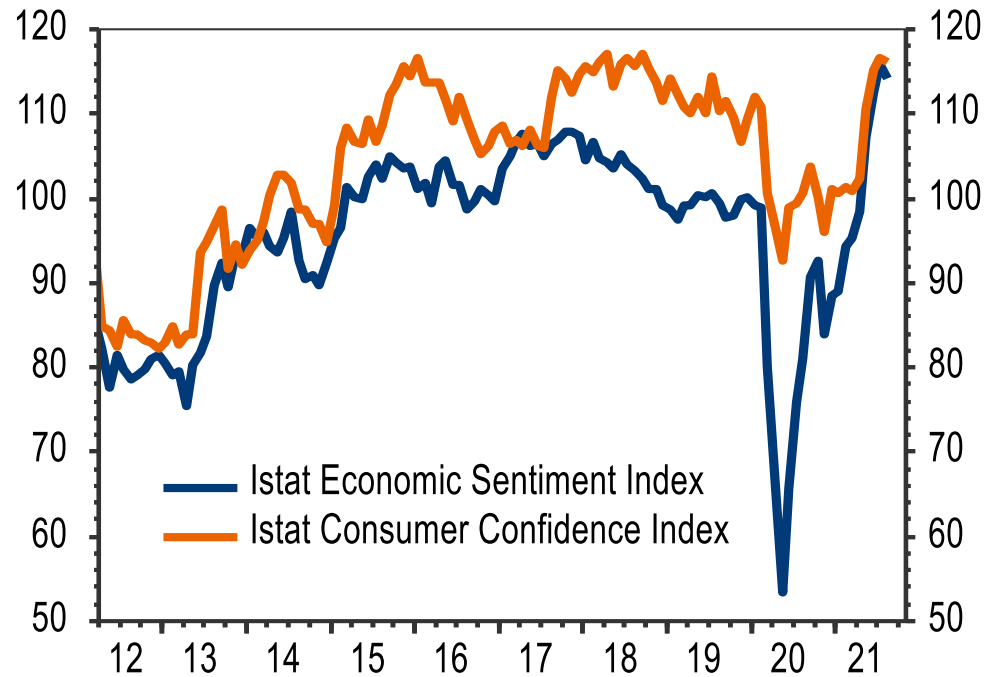


Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

L'economia è attesa mantenere un buon ritmo nel 3° trimestre; la crescita 2021 potrebbe risultare nel range 5,5-6% (dopo il -8,9% nel 2020).

...ma le indicazioni prospettive restano positive

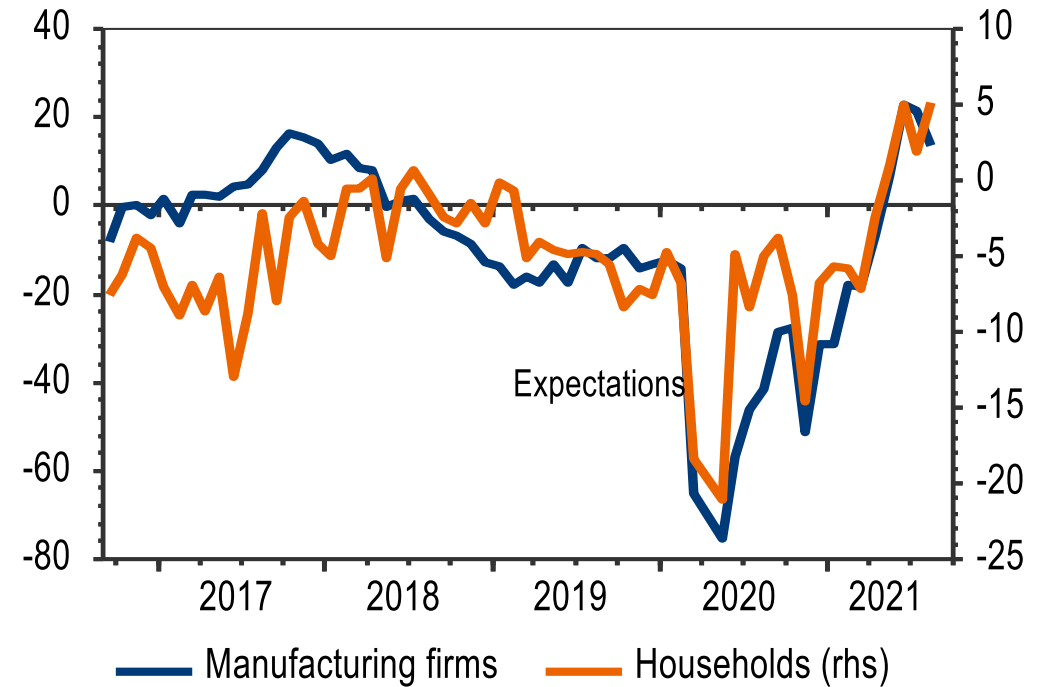
Fiducia di famiglie e imprese ampiamente sopra i livelli pre-COVID...



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020.

Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

...permangono positive le aspettative per il futuro

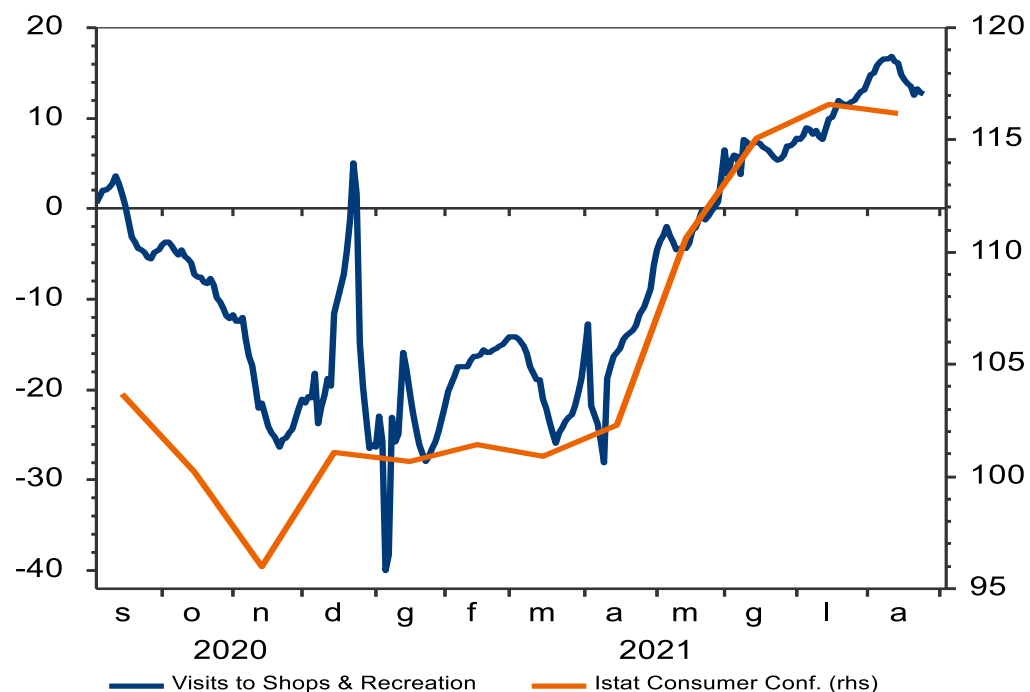


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020.

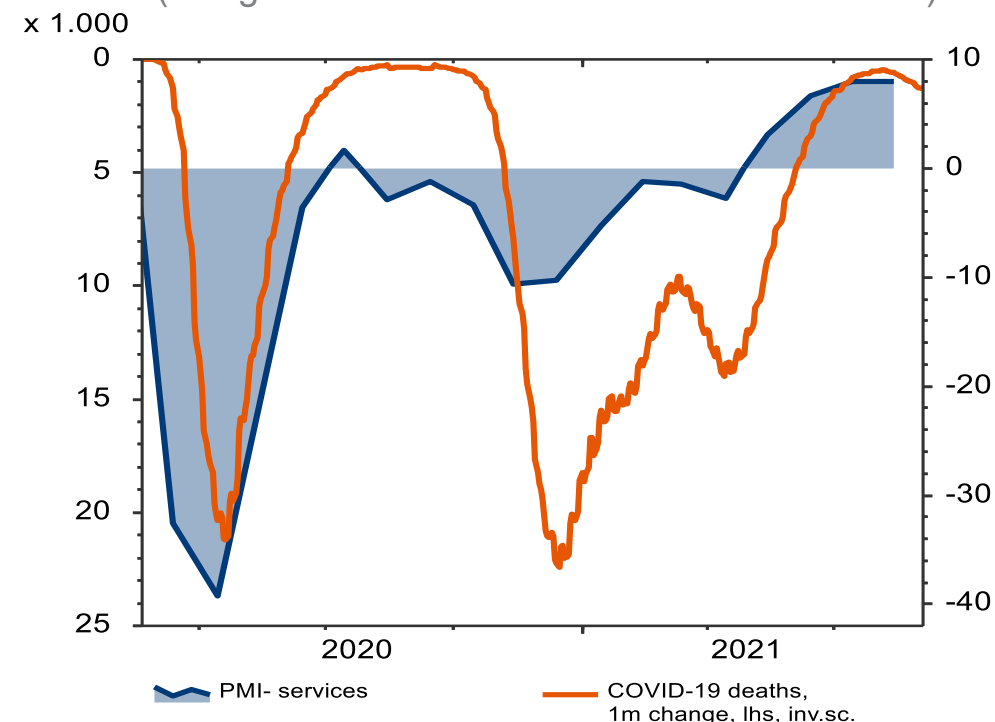
Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Consumi e servizi guideranno la ripresa, ma i progressi dipendono dall'evoluzione pandemica

**Ulteriori progressi nella fiducia
 (e nella spesa) dei consumatori dipenderanno
 dall'evolversi della mobilità...**



**...in connessione con l'evoluzione
 delle curve pandemiche
 (che guideranno l'attività economica nei servizi)**



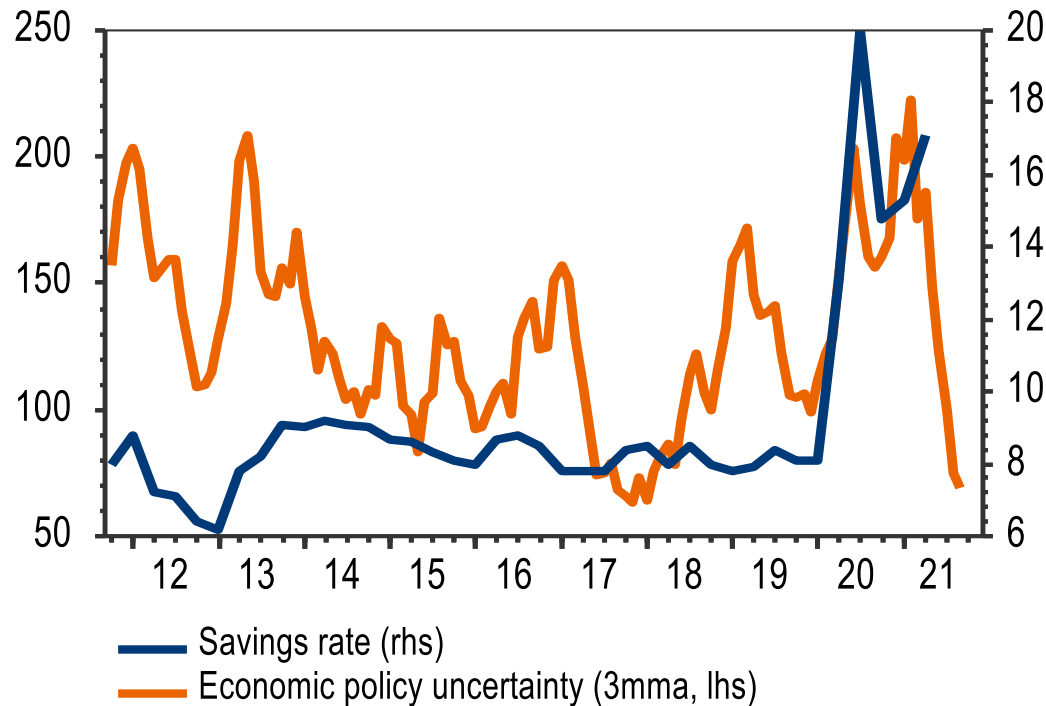
Nota: "Visits to Shops & Recreation" è la media degli indicatori "Retail e tempo libero" e "Alimentari e farmacie".

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e Google LLC (COVID-19 Community Mobility Reports)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit e Protezione Civile

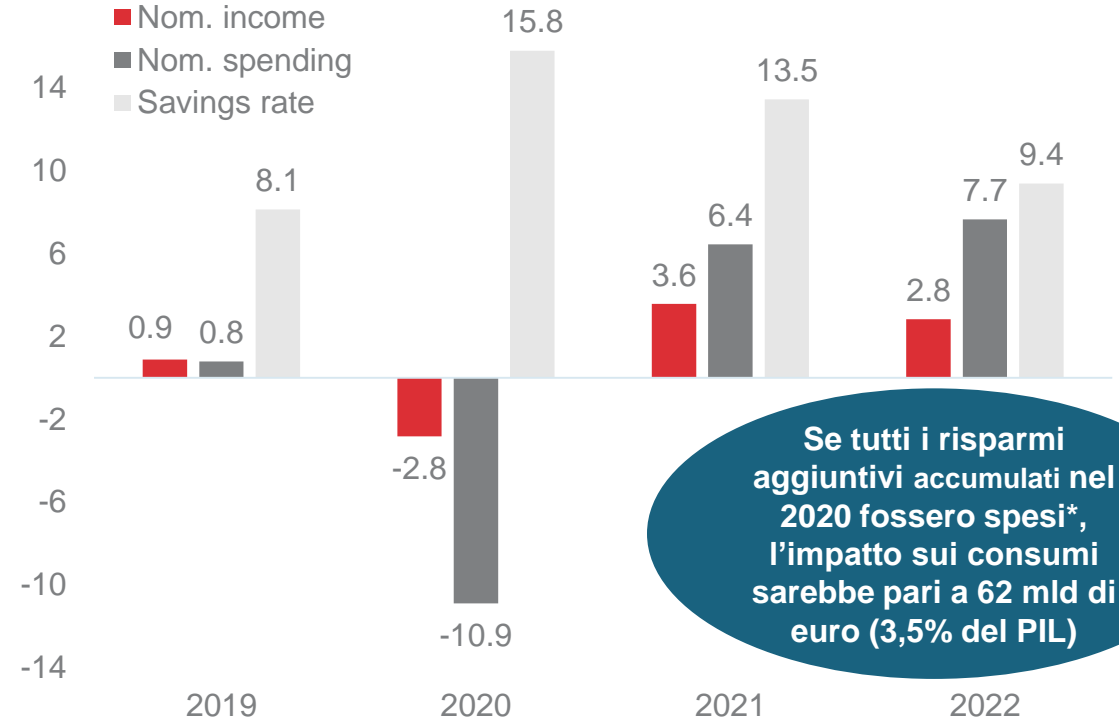
Gli extra-risparmi sosterranno i consumi

Il balzo della propensione al risparmio potrebbe rientrare al diminuire dell'incertezza sulla situazione sanitaria ed economica



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e www.policyuncertainty.com

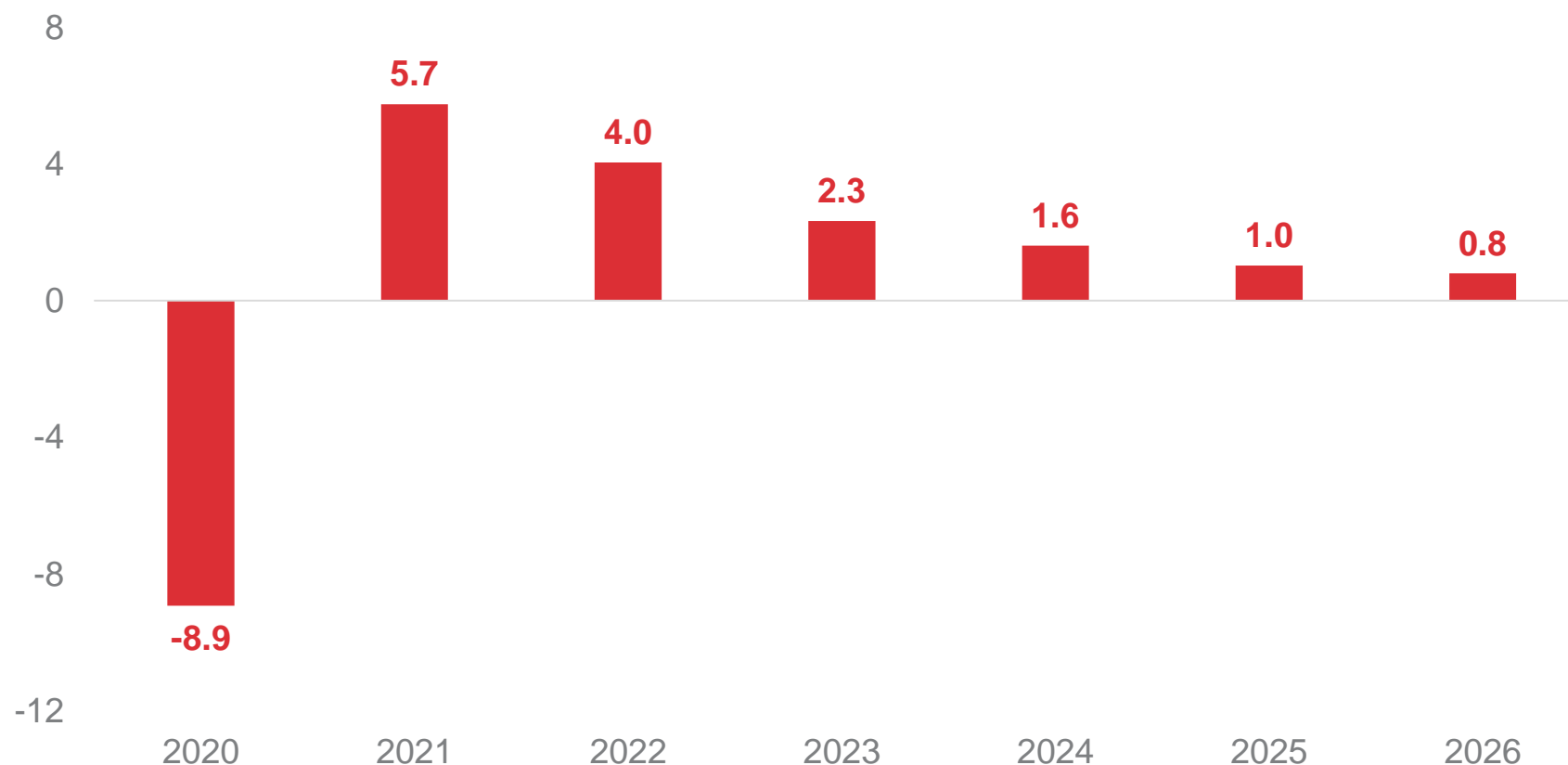
Il tasso di risparmio delle famiglie però non tornerà immediatamente ai livelli pre-COVID



Se tutti i risparmi aggiuntivi accumulati nel 2020 fossero spesi*, l'impatto sui consumi sarebbe pari a 62 mld di euro (3,5% del PIL)

Nota: (*) se il tasso di risparmio nel 2021 tornasse ai livelli del 2019. Var % a/a del reddito e della spesa delle famiglie a prezzi correnti, tasso di risparmio in % del reddito disponibile.
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Il PIL crescerà più del potenziale per alcuni anni



Il ritmo di crescita annua sarà superiore al potenziale almeno fino al 2026 (grazie al rimbalzo post-COVID, e soprattutto alla spinta da Next Gen EU).

Il PNRR italiano assorbe il 74% dei prestiti UE (RRF)

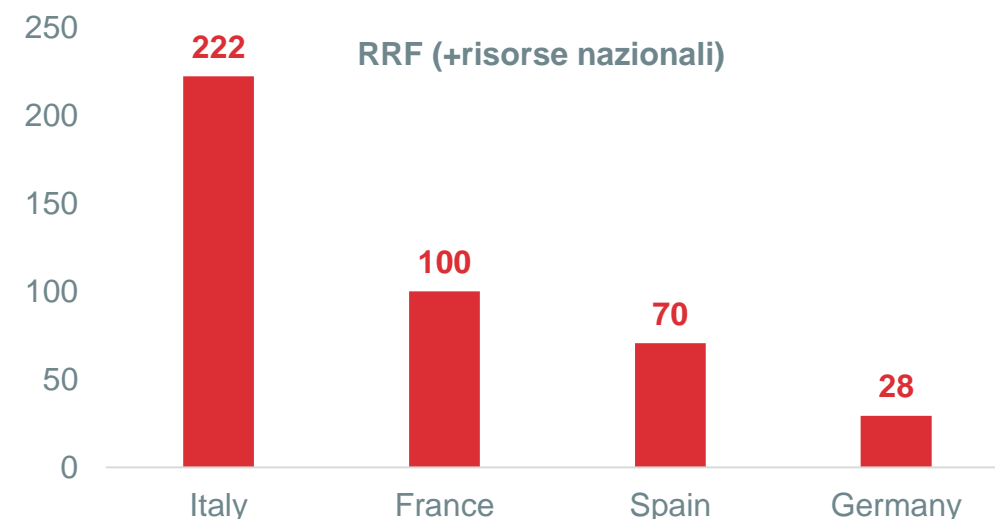
Il PNRR italiano vale complessivamente **235 miliardi**, di cui oltre 30 finanziati con risorse nazionali. La richiesta italiana per la **RRF** vale il **37,2% del totale** delle richieste degli Stati membri: la componente **sussidi** (68,9 mld dal RRF) è pari al **21% delle richieste presentate**, i **prestiti** sono pari al **73,9%** di quanto domandato dagli SM.

Il PNRR italiano in cifre (miliardi di euro)

RRF	191.5
Sussidi	68.9
Prestiti	122.6
<i>di cui: addizionali</i>	<i>53.5</i>
<i>sostitutivi</i>	<i>69.1</i>
Risorse nazionali	30.6
Risorse addizionali RRF + nazionali	153.0
React-EU	13.5
Totale risorse addizionali	166.5
Totale risorse sostitutive	69.1
Totale	235.6

Fonte: PNRR

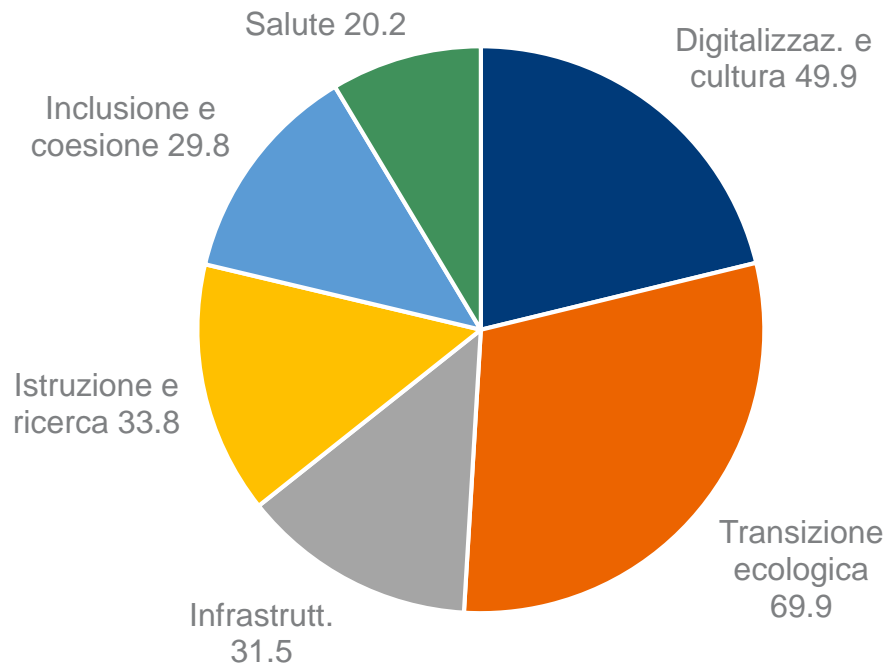
Il PNRR italiano a confronto con gli altri Paesi UE (miliardi di euro)



Fonte: PNRR nazionali

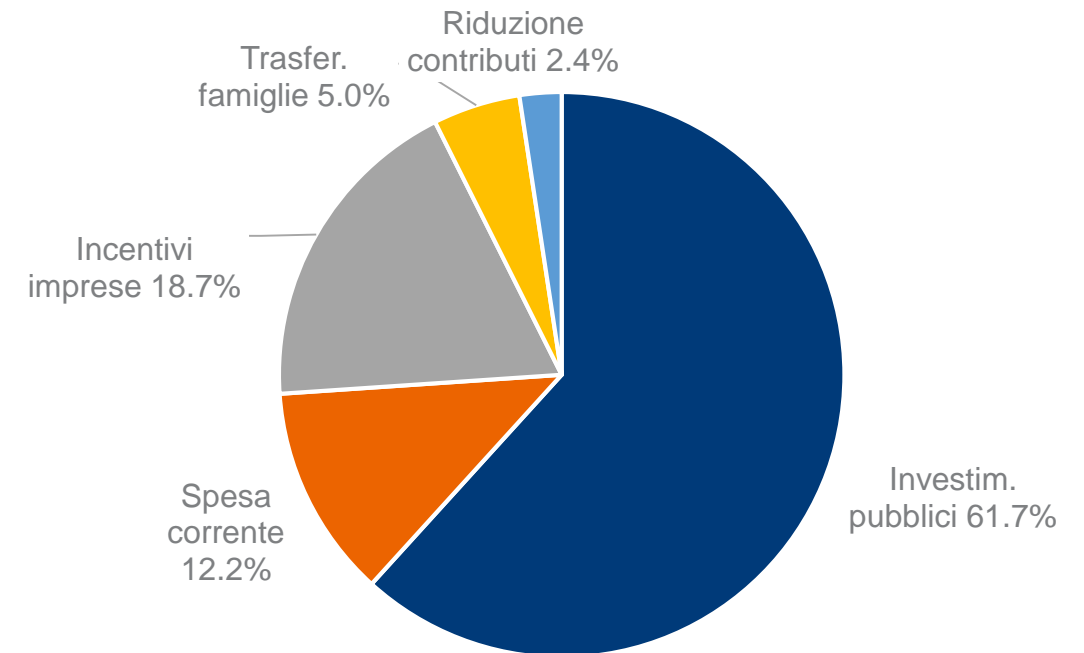
Il Piano si concentra su transizione “green” e digitale

Ripartizione PNRR per missione
(NGEU+risorse nazionali, mld euro)



Fonte: PNRR

PNRR per tipologia di spesa
(in % del totale)

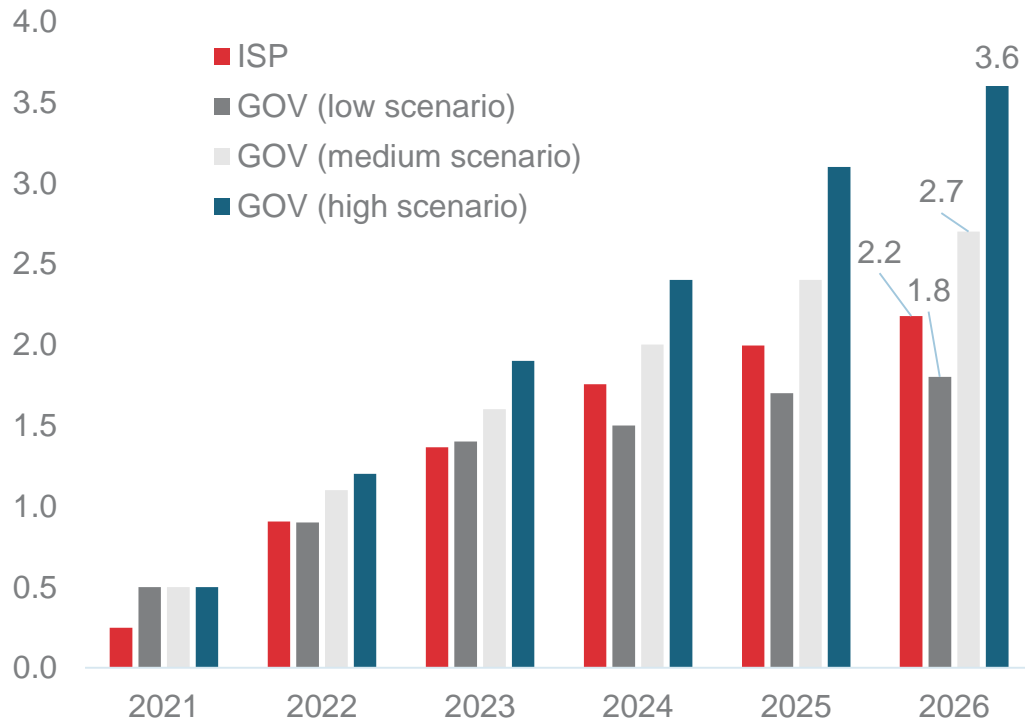


Fonte: PNRR

L'impatto del PNRR dovrebbe essere massimo nel 2022

Impatto del PNRR sul PIL

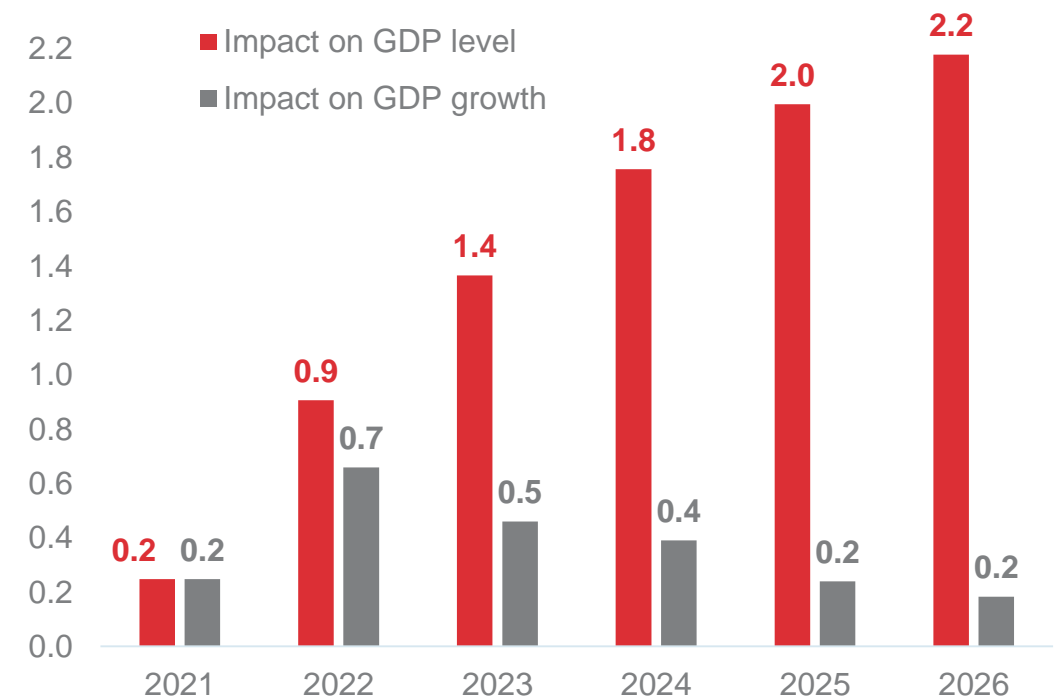
(scostamento % del livello del PIL rispetto allo scenario base)



Fonte: Governo e simulazioni Intesa Sanpaolo

Impatto sul PIL del PNRR

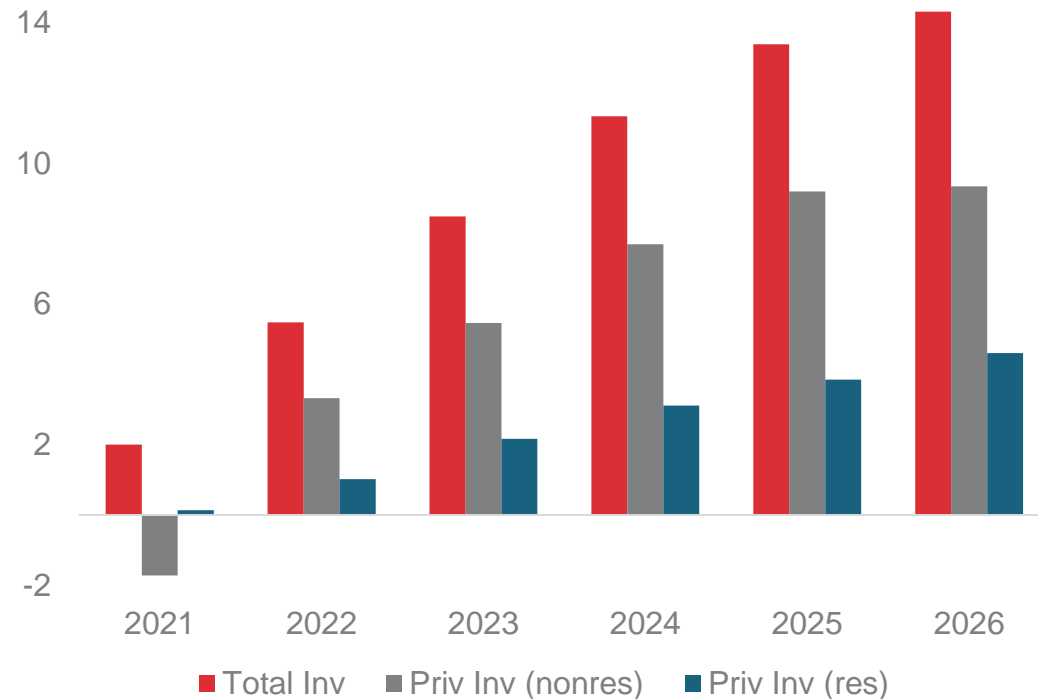
(scostamento % del tasso di crescita del PIL rispetto allo scenario base)



Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo

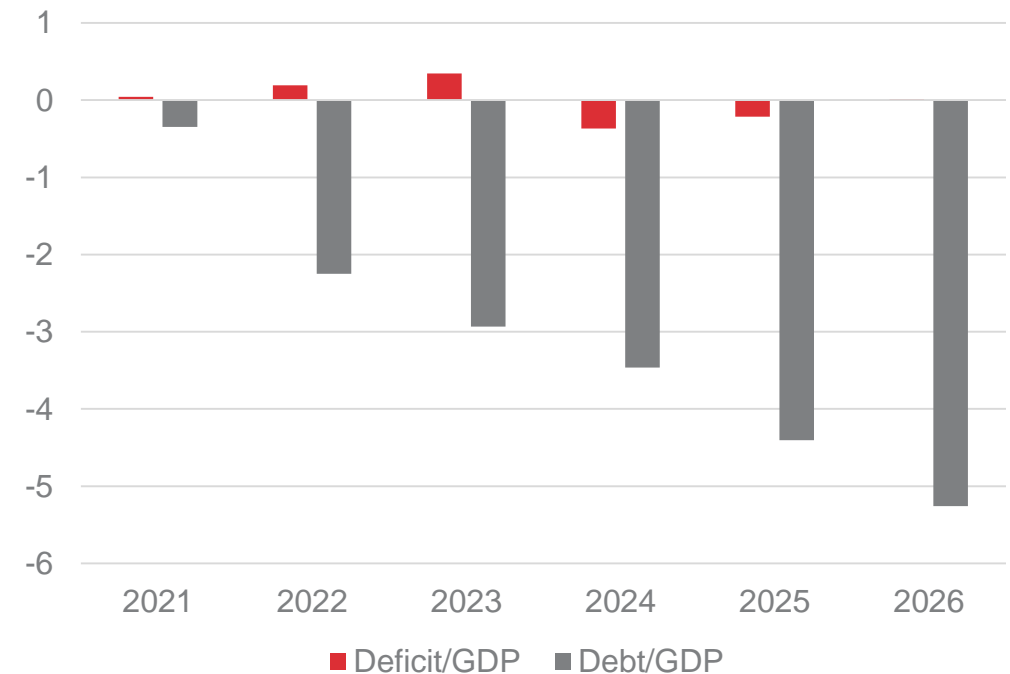
L'effetto principale è sugli investimenti (non solo pubblici ma anche privati)

Impatto del PNRR su investimenti totali e investimenti privati
(scostamenti percentuali rispetto allo scenario base)



Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo

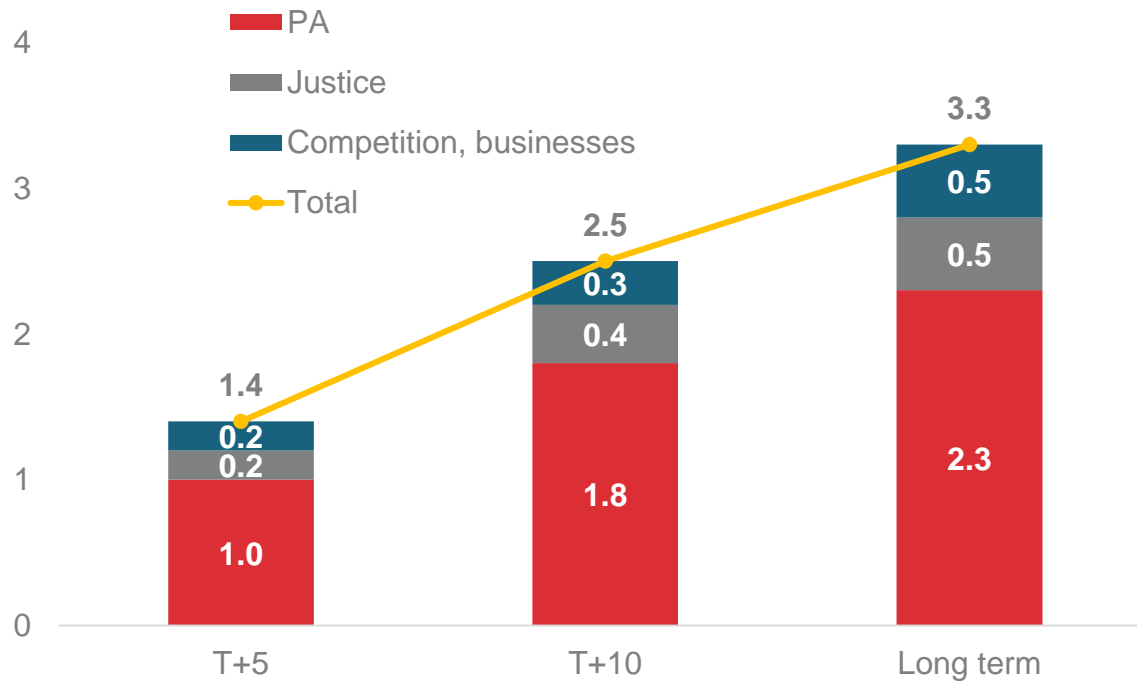
Impatto del PNRR su deficit/PIL e debito/PIL
(scostamenti percentuali rispetto allo scenario base)



Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo

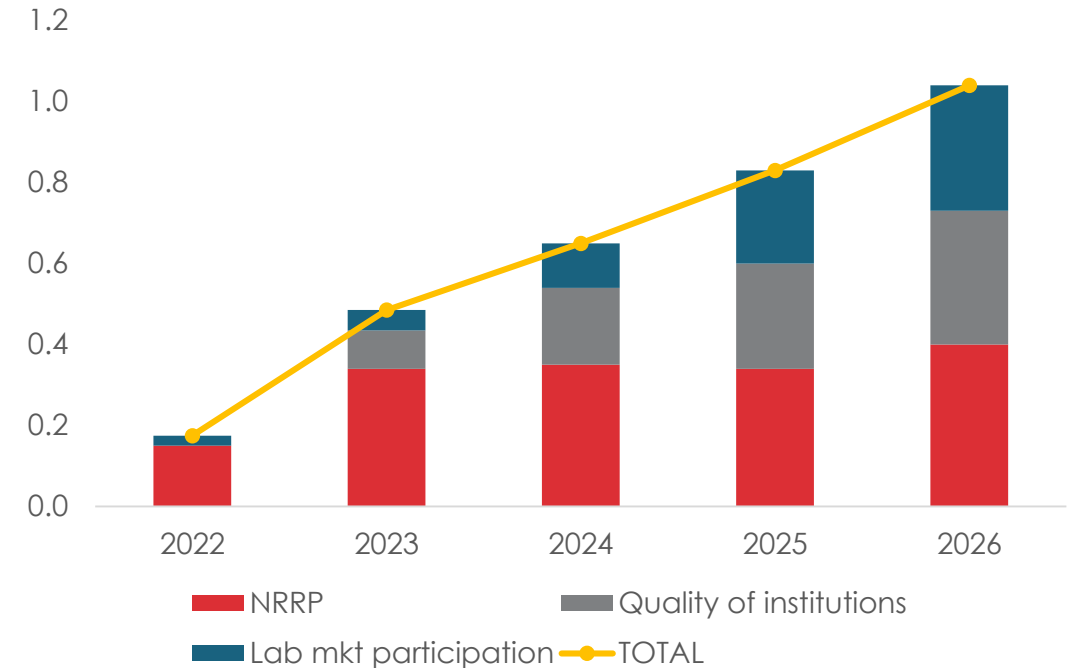
Le riforme possono aumentare il PIL potenziale

Impatto sul livello del PIL delle riforme incluse nel PNRR
(scostamenti percentuali del livello del PIL rispetto allo scenario base)



Fonte: Governo Italiano

Possibile impatto sul tasso di crescita del PIL potenziale del PNRR, di un miglioramento della qualità delle istituzioni e di un aumento della partecipazione al mercato del lavoro



Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo

Importanti comunicazioni

Certificazione degli analisti

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-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.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 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.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.

A cura di

Gregorio De Felice, *Chief Economist, Direzione Studi e Ricerche, Intesa Sanpaolo*