



# Economic outlook 2021-2022

Gregorio De Felice  
*Chief Economist*

Baveno, 23 settembre 2021

# Agenda

1 La situazione economica internazionale

2 L'economia italiana

3 Le tendenze del sistema bancario

# Il quadro macroeconomico di riferimento

- **Crescita del PIL mondiale:** **+6,0% nel 2021**, dopo il **4,9%** del 2021. Rallentamento del commercio internazionale legato a strozzature nei trasporti.
- Nei paesi avanzati: riduzione della propensione media al risparmio, calo della disoccupazione, ripresa della produttività e ulteriore rotazione della spesa da beni a servizi.
- L'**inflazione** cala nel 2022 grazie ad effetti base, ma risale gradualmente quella sottostante.
- **Stati Uniti:** crescita **+3,9%** (dopo 6,1% di quest'anno) e rallentamento negli anni seguenti (meno stimolo fiscale e monetario, limiti di capacità).
- **Eurozona:** rimbalzo del 2021 stimato al **5,3%**. I livelli pre-crisi saranno recuperati già alla fine di quest'anno. In seguito, la crescita resterà superiore al potenziale nel **2022 (4,6%)** e nel **2023 (2,3%)**.
- **Italia:** rimbalzo nel 2021 superiore alla media dell'Eurozona (**5,7%**); crescita oltre il potenziale anche nel 2022 (**4,0%**) e nel 2023 (**2,3%**), sostenuta anche dai trasferimenti europei connessi a NGEU.

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

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

**Variazione media annua del PIL**

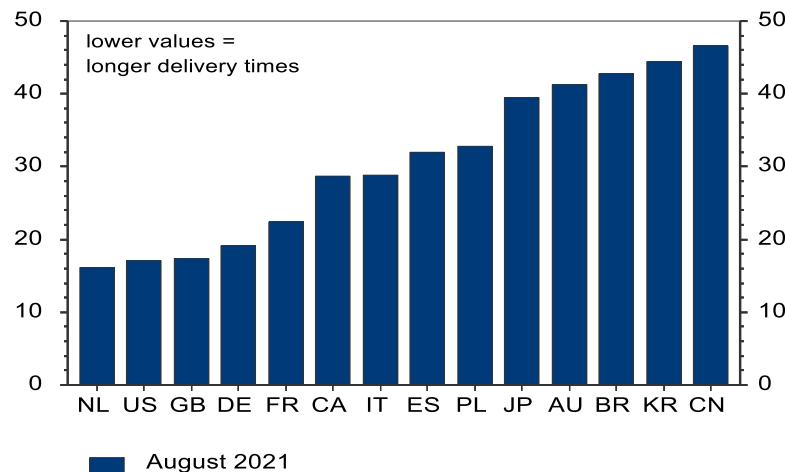
	2019	2020	2021p	2022p	2023p
<b>Stati Uniti</b>	<b>2.3</b>	<b>-3.4</b>	<b>6.1</b>	<b>3.9</b>	<b>2.1</b>
<b>Area Euro</b>	<b>1.5</b>	<b>-6.5</b>	<b>5.3</b>	<b>4.6</b>	<b>2.3</b>
Germania	1.1	-4.9	3.1	4.6	2.2
Francia	1.8	-8.0	6.5	4.8	2.3
Italia	0.3	-8.9	5.7	4.0	2.3
Spagna	2.0	-10.8	6.1	6.0	2.8
<b>OPEC</b>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

Nota: aggregato PPP in dollari costanti per OPEC, Europa Orientale, America Latina, Mondo. Variazione del PIL a prezzi costanti in moneta locale negli altri casi. Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo – Macroeconomic Analysis

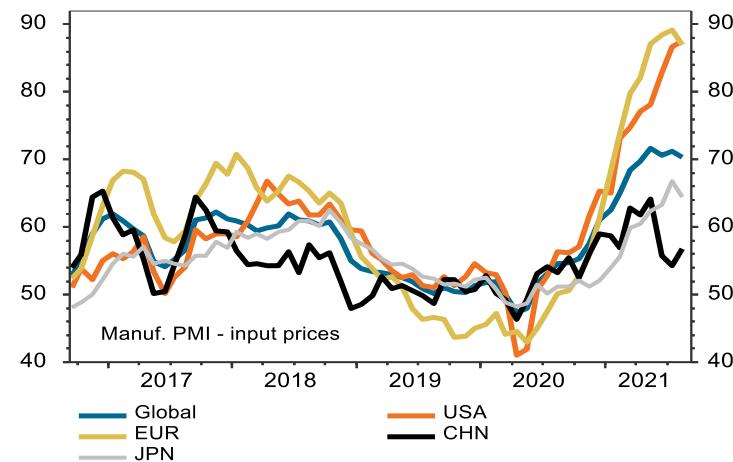
# ...ma risente di strozzature e aumenti dei costi

I colli di bottiglia 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...**



**...con diffuse pressioni al rialzo sui prezzi dei beni intermedi**



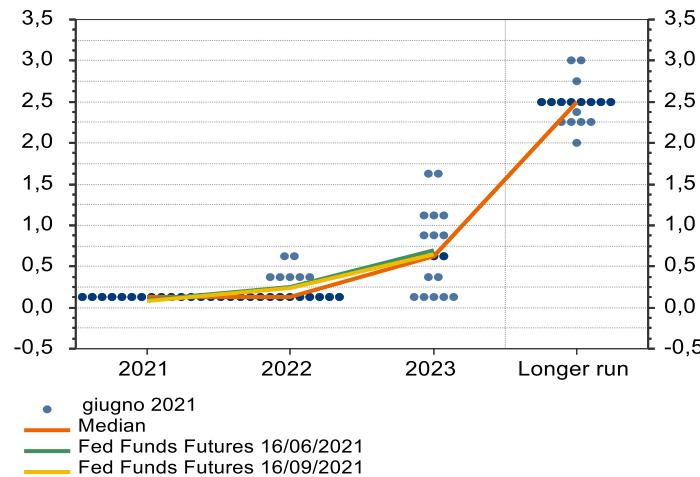
Fonte: IHS Markit. Nota: un valore pari a 50 indica che le imprese con aumento dei tempi di consegna equivalgono quelle che registrano una riduzione.

Fonte: IHS Markit

# 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: arrivederci al 2023!

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



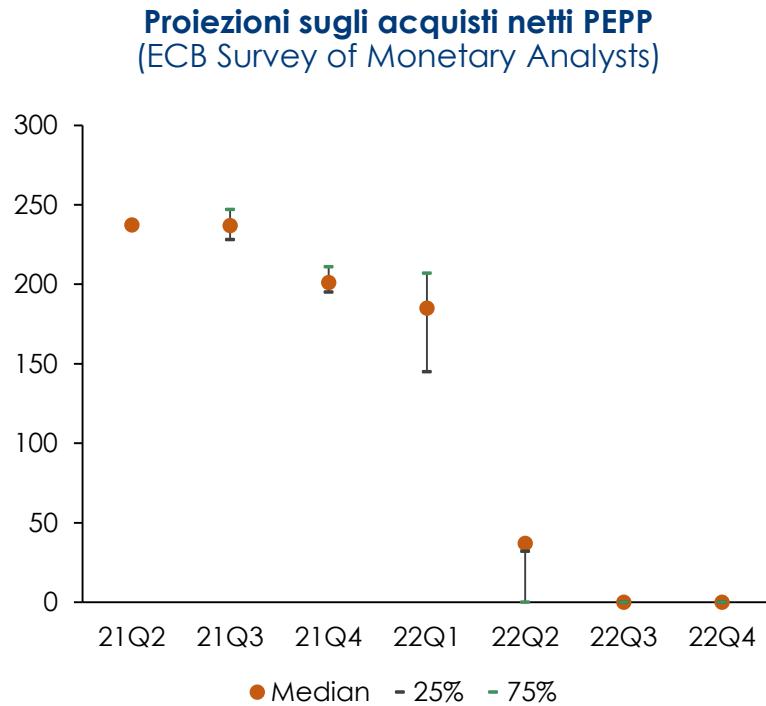
Fonte: Refinitiv-Datastream.

**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.

# BCE: si avvicina la riduzione dello stimolo monetario



Fonte: BCE, Survey of Monetary Analysts, September 2021.

- Alla riunione del 16 dicembre, la BCE deciderà come e quando uscire dal PEPP, e se rinnovare il programma TLTRO.
- **Riguardo al PEPP, il consenso prevede una chiusura il 31/3/22. La BCE ha già comunicato che gli acquisti netti nel Q4 saranno «moderatamente» inferiori ai mesi precedenti.**
- A dicembre, ci attendiamo una nuova revisione al rialzo delle previsioni di inflazione fino al 2023. Le (nuove) proiezioni 2024 marcheranno un avvicinamento al 2%. Le previsioni di crescita 2021 saranno riviste ancora al rialzo, ma non quelle 2022-23.

# Agenda

**1 La situazione economica internazionale**

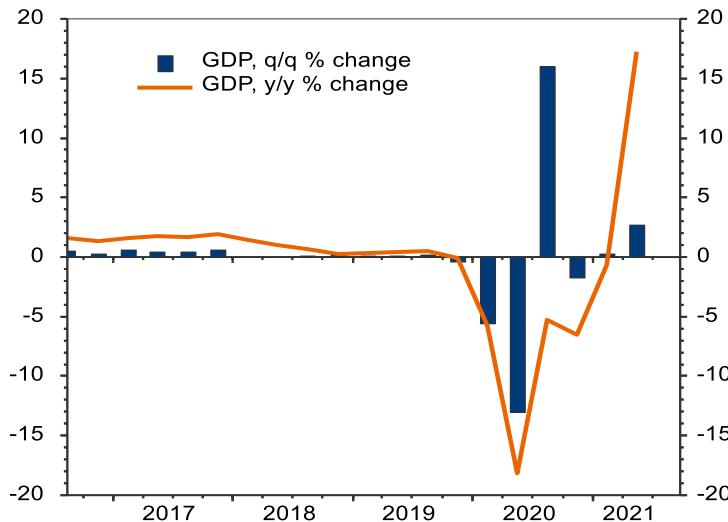
**2 L'economia italiana**

**3 Le tendenze del sistema bancario**

# Italia: l'effetto riaperture ha spinto il PIL nel 2° trimestre

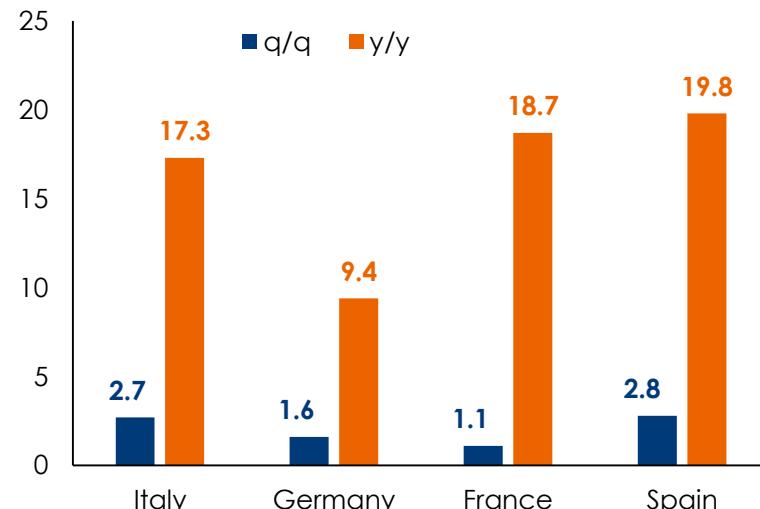
Il PIL italiano è cresciuto assai più del previsto nel 2° trimestre (**2,7% t/t**), dopo una sostanziale stagnazione a inizio anno.

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



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream

**L'Italia ha registrato una performance in linea con la Spagna e ampiamente superiore a quella di Francia e Germania**

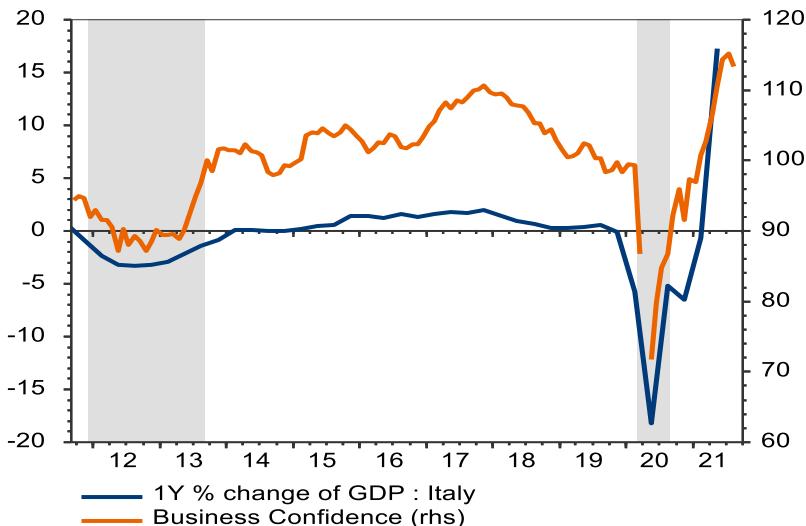


Fonte: Istat e uffici statistici nazionali

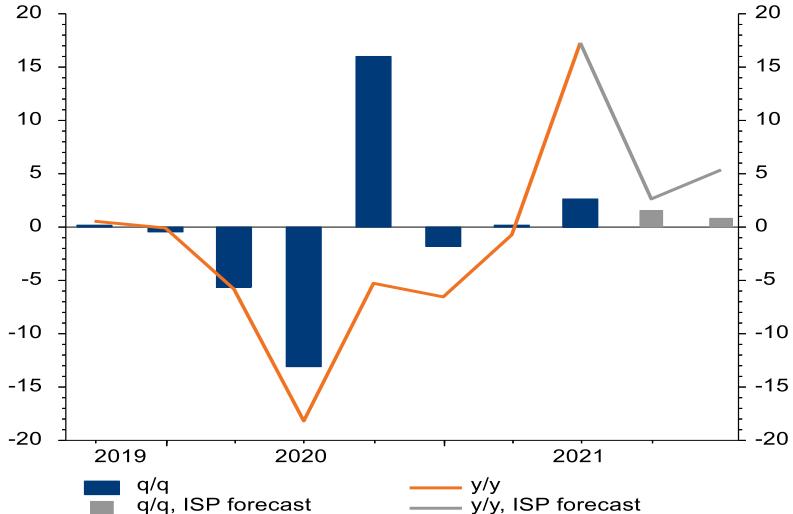
# Crescita sostenuta nel 2021...

Poiché l'economia è attesa mantenere un buon ritmo nel 3° trimestre, la crescita 2021 potrebbe risultare vicino al **6%** (dopo -8,9% nel 2020).

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



**...ma in prospettiva ci aspettiamo un rallentamento della dinamica congiunturale**



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream

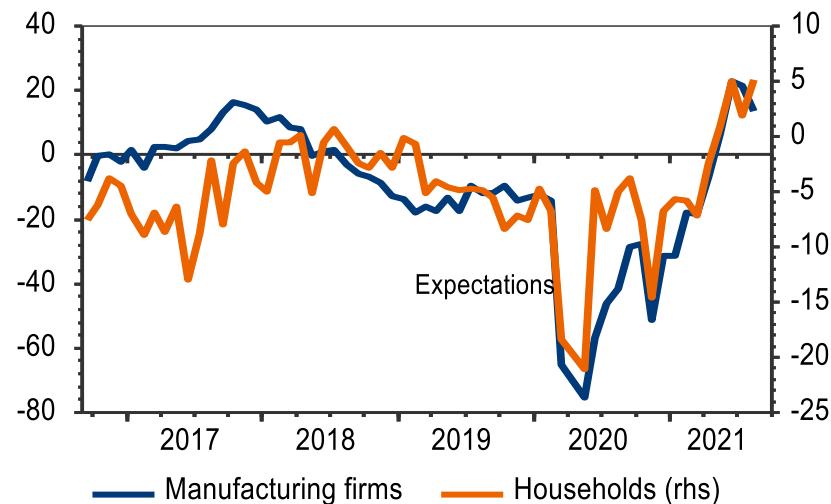
Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

# ...con indicazioni prospettive che restano positive

La fiducia delle famiglie e delle imprese resta  
ampiamente al di sopra dei livelli pre-COVID...



...e le aspettative per il futuro non segnalano  
un'imminente inversione di tendenza

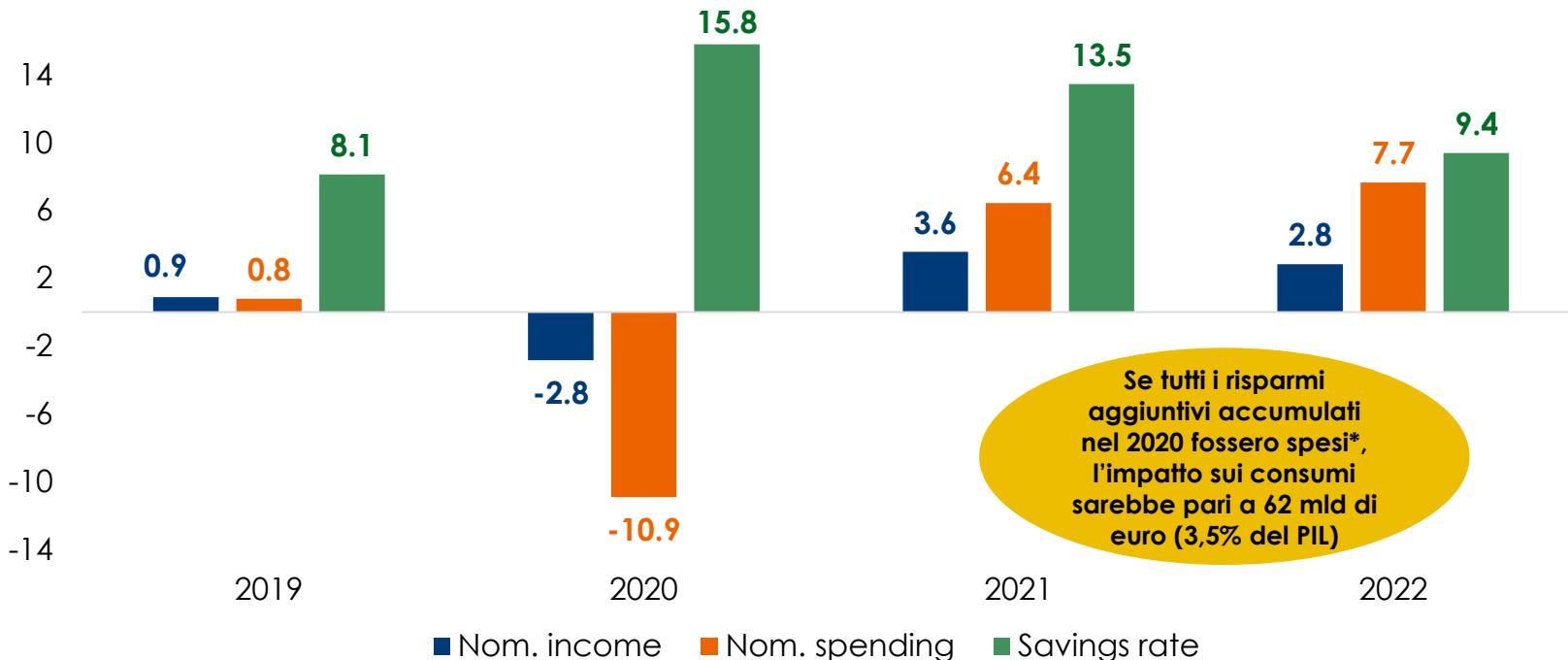


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020.

Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

# Gli extra-risparmi sosterranno i consumi

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



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

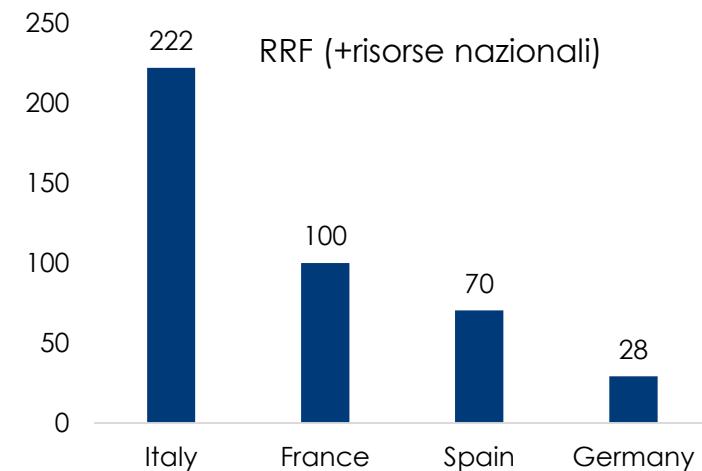
Il PNRR italiano vale complessivamente **235 miliardi**, di cui oltre 30 finanziati con risorse nazionali. La richiesta italiana per la **RRF** vale il **37,2% del totale** delle richieste degli Stati membri: la componente **sussidi** (68,9 mld dal RRF) è pari al **21% delle richieste presentate**, i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

**Il PNRR italiano in cifre**  
(miliardi di euro)

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

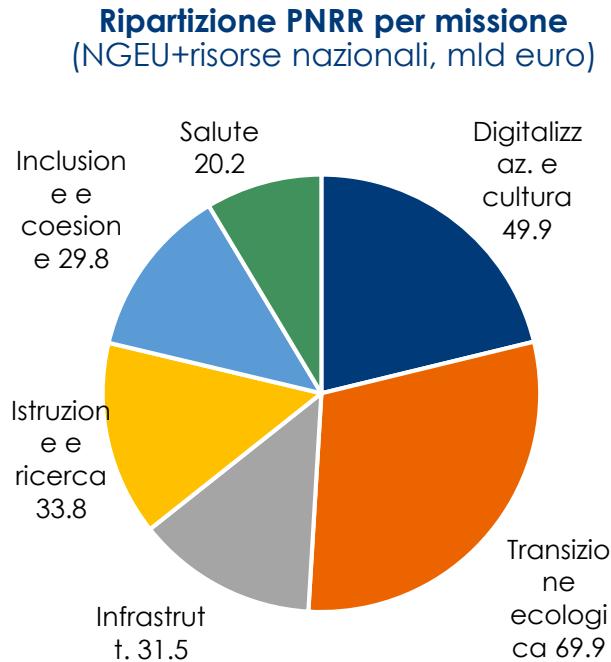
Fonte: PNRR

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

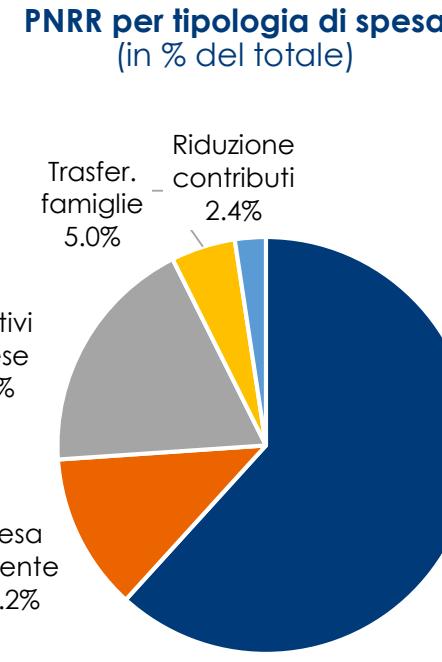


Fonte: PNRR nazionali

# Il Piano si concentra su transizione “green” e digitale

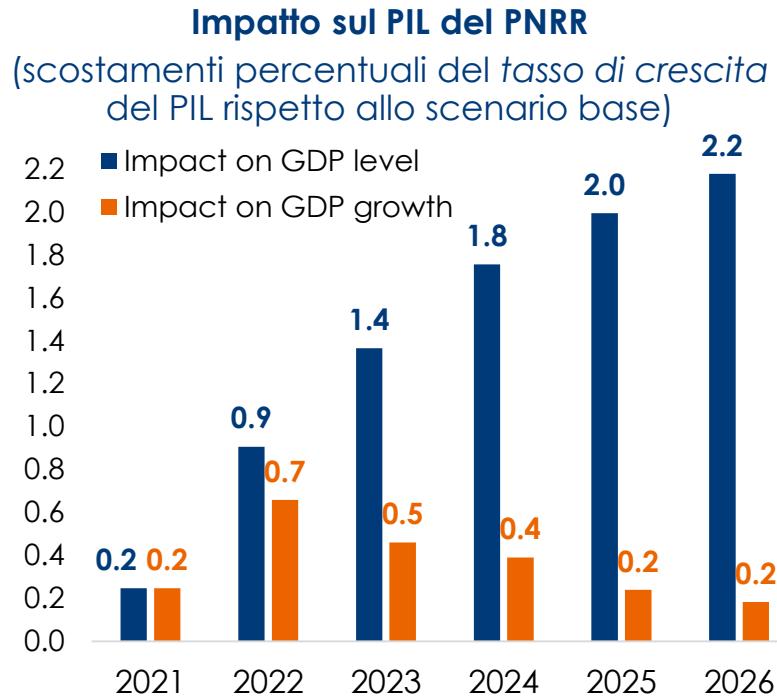
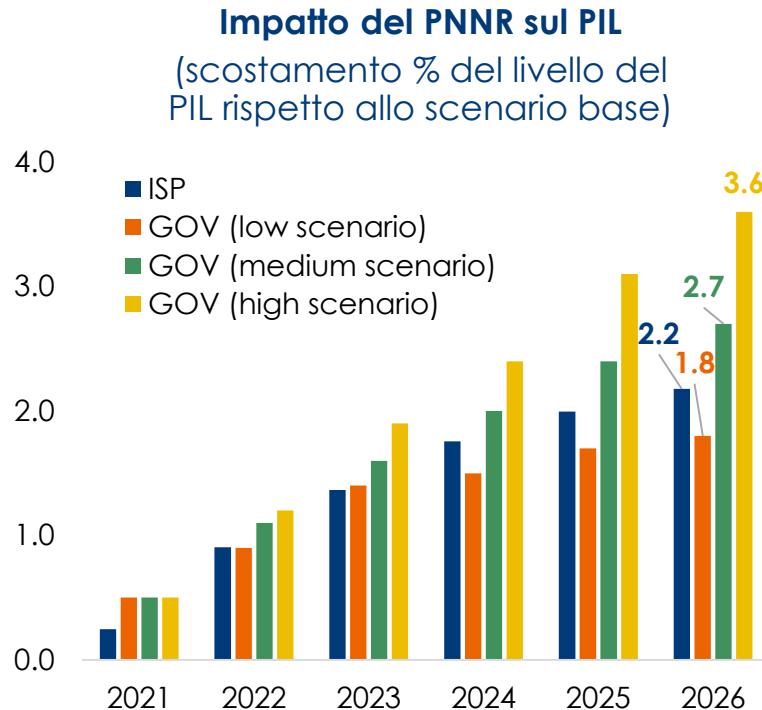


Fonte: PNRR



Fonte: PNRR

# L'impatto del PNRR dovrebbe essere massimo nel 2022

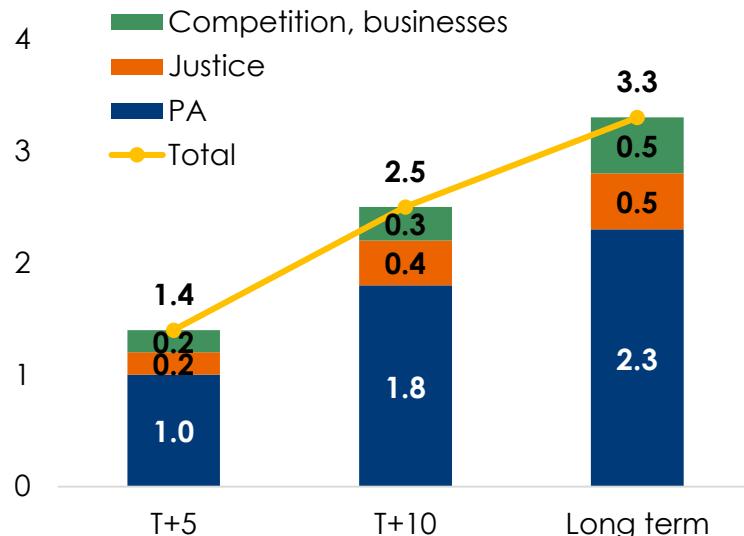


Fonte: Governo e simulazioni Intesa Sanpaolo

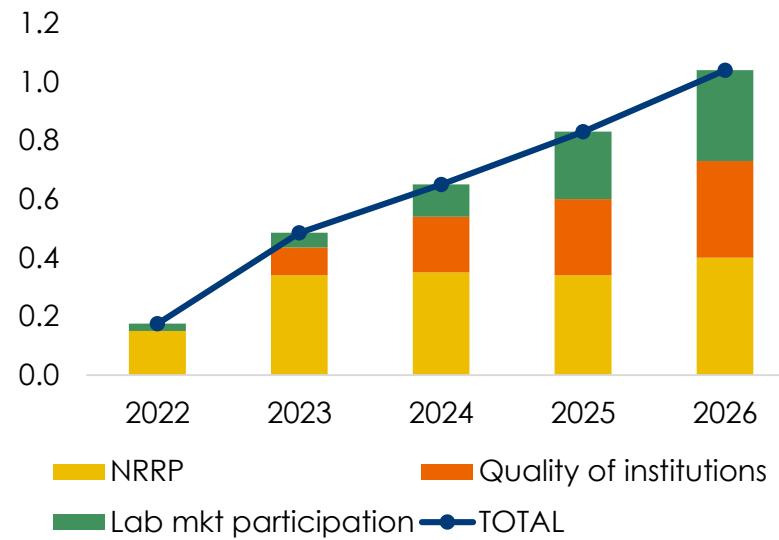
Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo

# 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)**



**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: Governo Italiano

Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo

# Il PIL italiano 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).



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat (tasso di crescita % a/a del PIL reale)

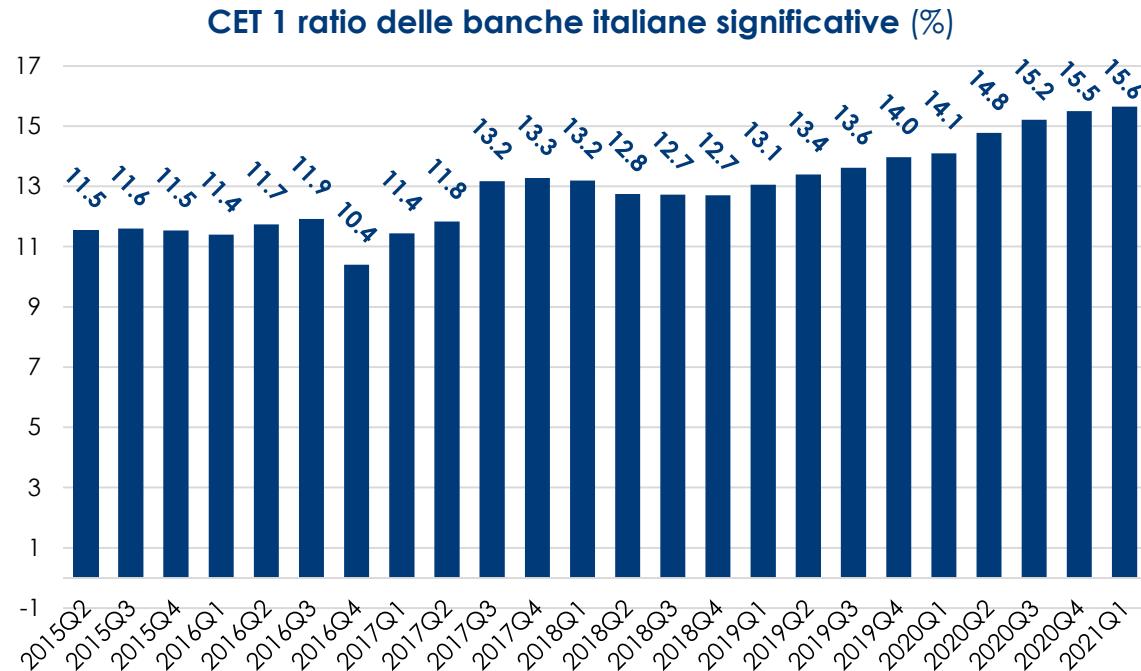
# Agenda

**1 La situazione economica internazionale**

**2 L'economia italiana**

**3 Le tendenze del sistema bancario**

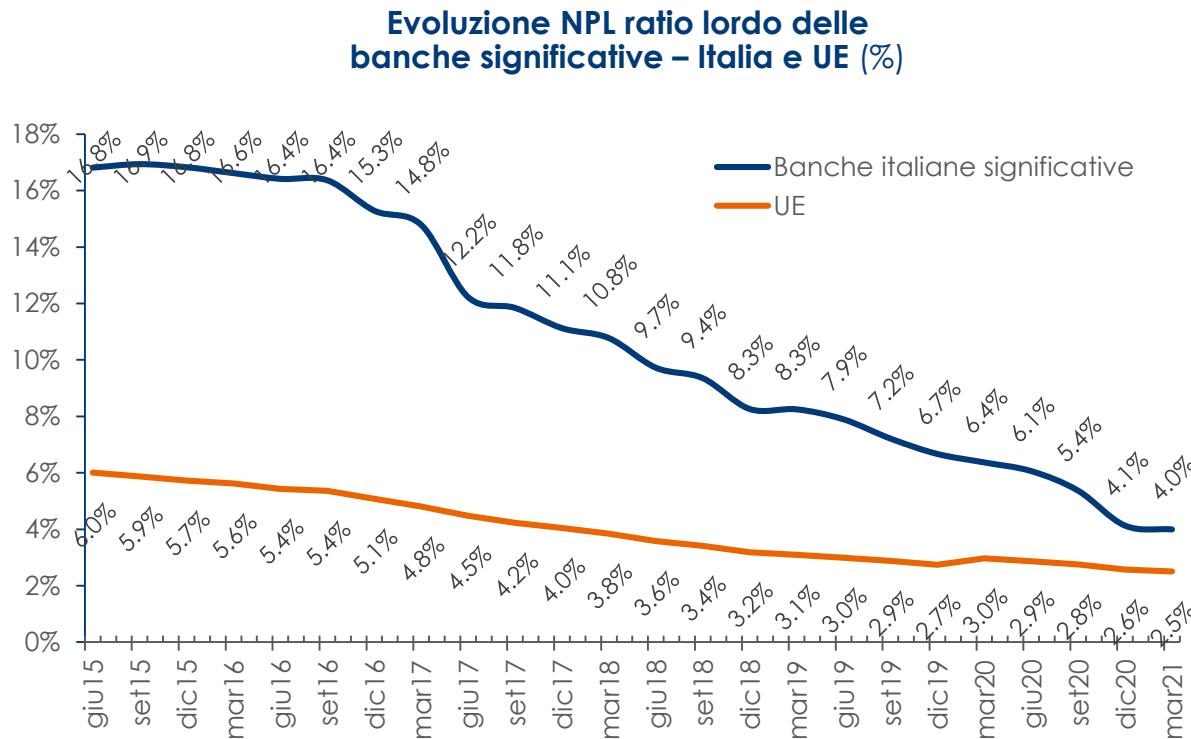
# La situazione patrimoniale delle banche italiane rimane solida ...



- **CET 1 ratio circa stabile nel 1Q2021**, dopo essere aumentato dal 14% al 15,5% nel 2020.
- Il coefficiente patrimoniale è ora in linea con la media dell'Area Euro.

Fonte: EBA Risk Dashboard

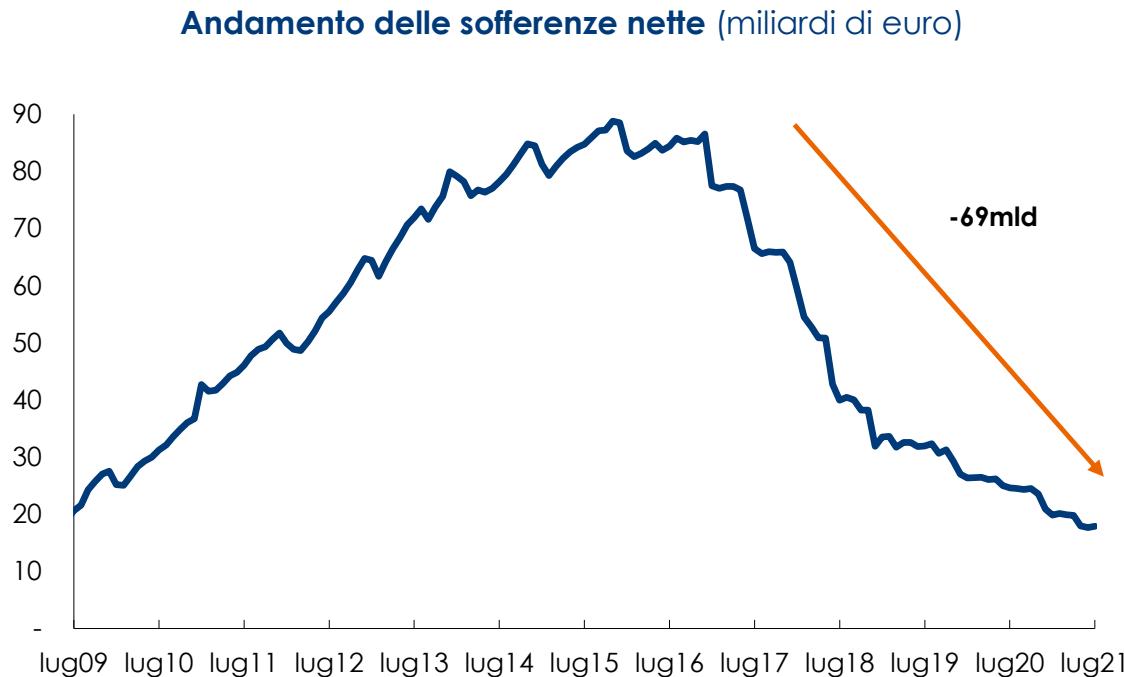
# ... e la pandemia non ha rallentato i piani di riduzione dei NPL



Fonte: EBA Risk Dashboard

A marzo 2021, **NPL ratio lordo delle banche italiane significative era pari a 4,0%, in calo di 2,4pp a/a (da 16,9% nel 2015), e più vicino alla media UE del 2,5%.**

# Rilevante riduzione dello stock di sofferenze nette a dicembre 2020: Cessioni proseguiti nel 2021

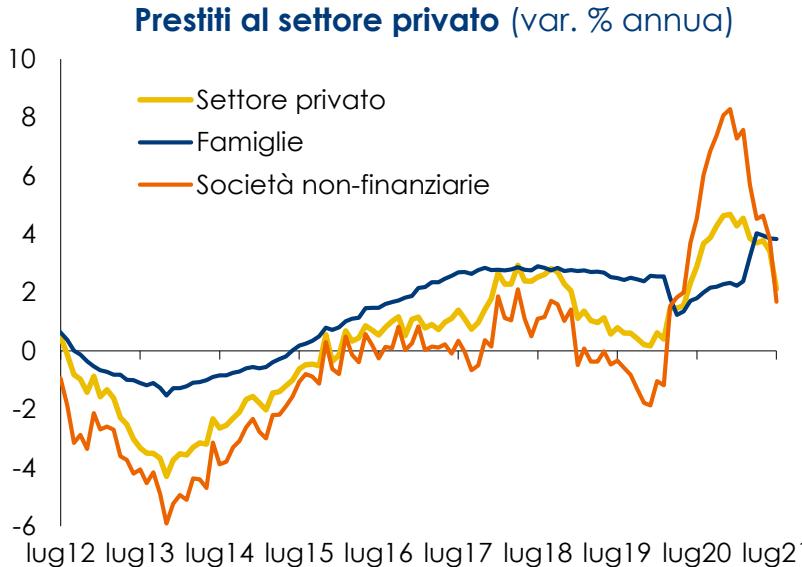


- Da fine 2016, stock di sofferenze nette ridotto del 79% e di 69mld, a **18mld a marzo 2021 e 1,03% del totale dei prestiti**, minimo da aprile 2009 (-3,8pp su fine 2016).
- Nel 2020, nonostante la pandemia, il de-risking è stato molto rilevante a dicembre. **Nel 2021, riduzione dello stock ripresa a maggio e giugno.**

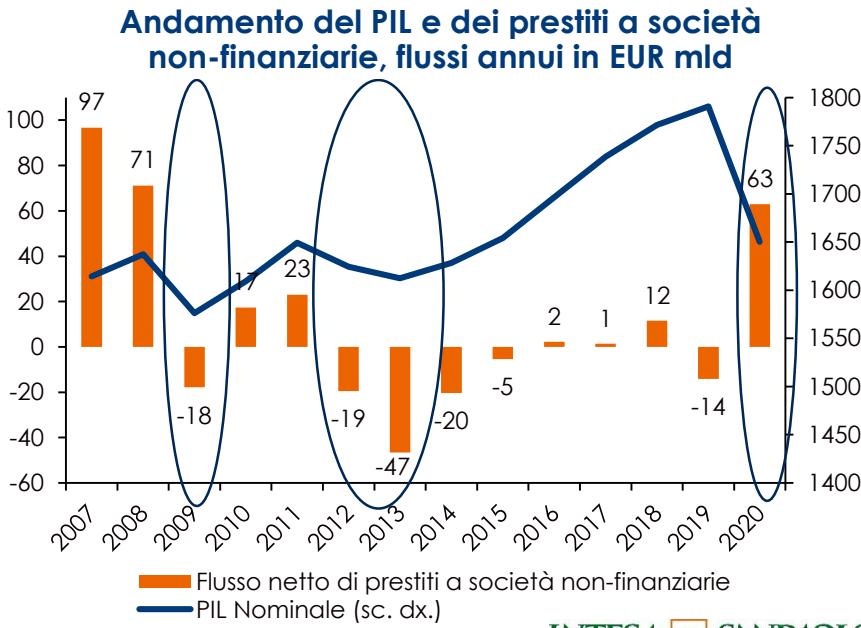
Fonte: Banca d'Italia

# Rapido rallentamento dei prestiti alle imprese

- Prestiti alle società non-finanziarie in brusca frenata a +1,7% a/a a luglio 2021, dopo la svolta del 2020 e la forte ripresa sostenuta dalle misure a supporto di liquidità e credito, fino al picco di +8,3% a/a a fine 2020.
- L'andamento resta disallineato rispetto al PIL. Nei primi 7 mesi del 2021, flusso netto nullo, rispetto a 49mld nello stesso periodo del 2020 e 63 nell'intero anno, molto positivo all'opposto delle recessioni precedenti.

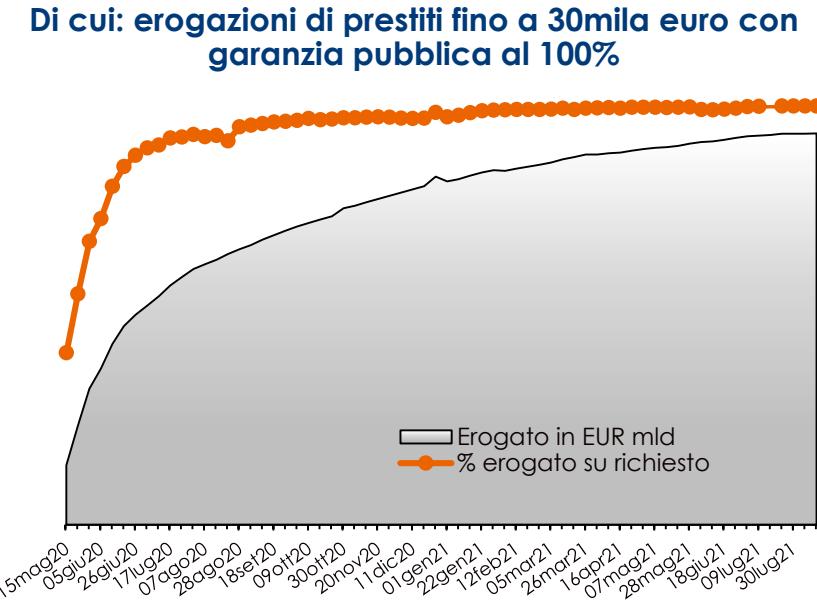
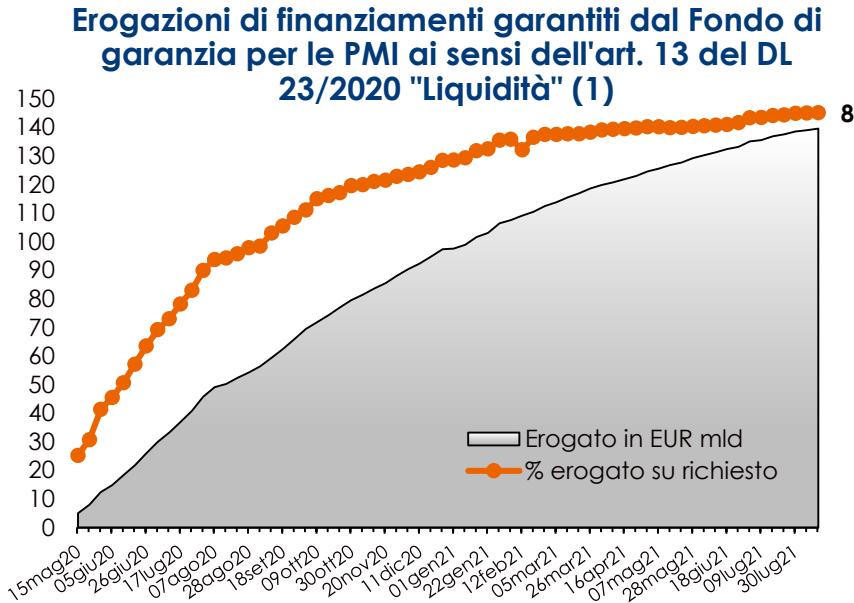


Fonte: Banca d'Italia



# Le banche forniscono un supporto chiave alle imprese tramite i prestiti con garanzia pubblica

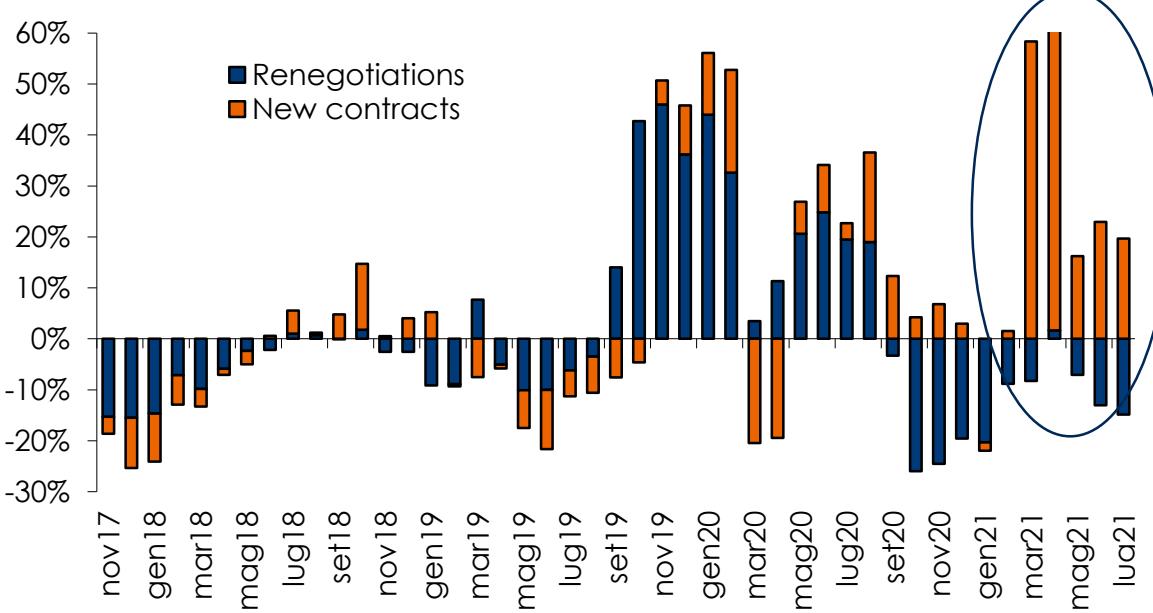
- Al 27 agosto 2021, erogati **140 mld di prestiti assistiti dal Fondo di garanzia per le PMI**, di cui 26 di prestiti con garanzia al 100% e importo fino a 30K. **Domanda dalle PMI ancora positiva**, ma più moderata e in larga parte per importi superiori a 30K.
- I prestiti alle imprese più grandi garantiti dalla SACE hanno raggiunto 28mld.



Nota: (1) Stime Banca d'Italia sulla base di un campione di banche che erogano poco meno del 90% dei prestiti alle imprese. Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

# Buona resilienza dei mutui casa nel 2020, forte crescita dei nuovi contratti nel 2021

**Contributo delle rinegoziazioni e dei nuovi contratti alla crescita delle transazioni mensili di prestiti per l'acquisto della casa (%)**

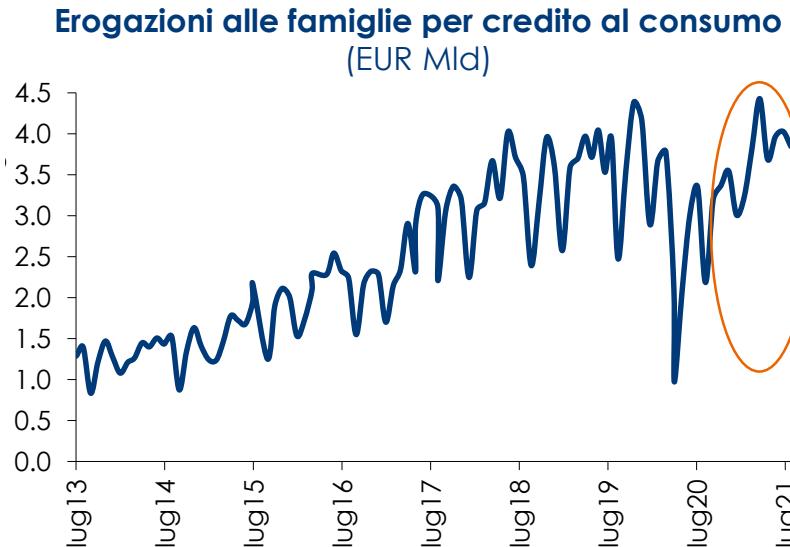


- Lo stock di mutui casa è rimasto in crescita nel 2020: Ritorno alla **dinamica pre-COVID-19** in febbraio 2021 (+2,5% a/a) e +4% nei mesi successivi.
- Forte crescita dei flussi per **nuovi contratti di mutuo** da marzo a luglio 2021 (+48% a/a il cumulato del periodo), con un volume superiore anche allo stesso periodo del 2019 (+39% a/a il cumulato).

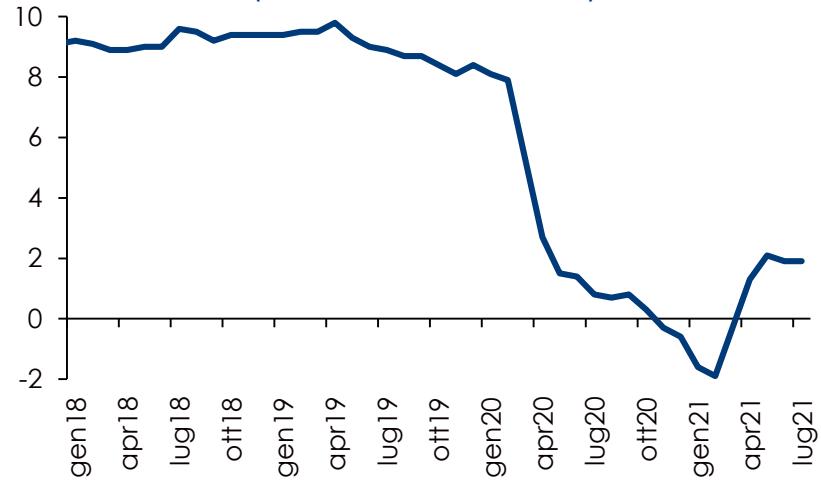
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia

# Credito al consumo di nuovo in aumento

- **Erogazioni mensili tornate ai livelli pre-Covid19: flusso lordo di nuovo in crescita a feb-21 e in accelerazione nei mesi successivi.** Da gennaio a luglio 21, flusso lordo uguale a quello dello stesso periodo del 2019 (26.8mld e 26.3mld rispettivamente).
- **Dinamica dello stock di nuovo positiva:** credito al consumo concesso dalle banche in aumento di circa +2% a/a da maggio 2021 (da +8% pre-Covid-19).



**Evoluzione dello stock di credito al consumo  
(var.% a/a dello stock)**

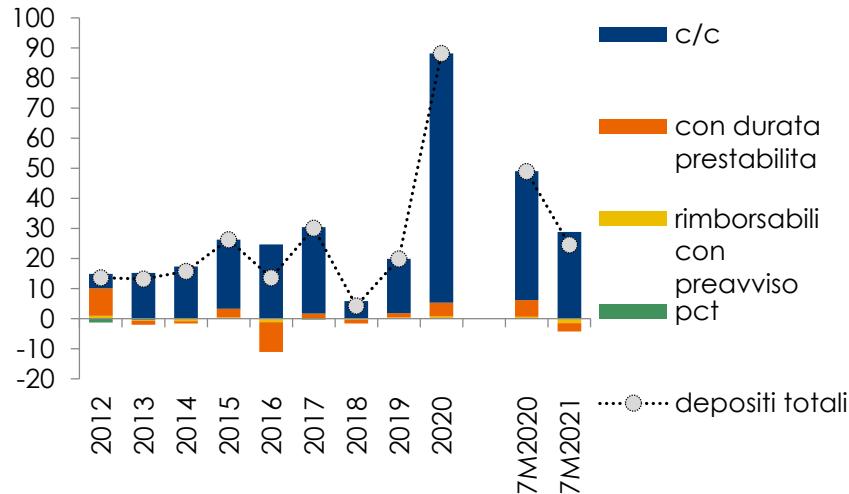


Fonte: Banca d'Italia e BCE

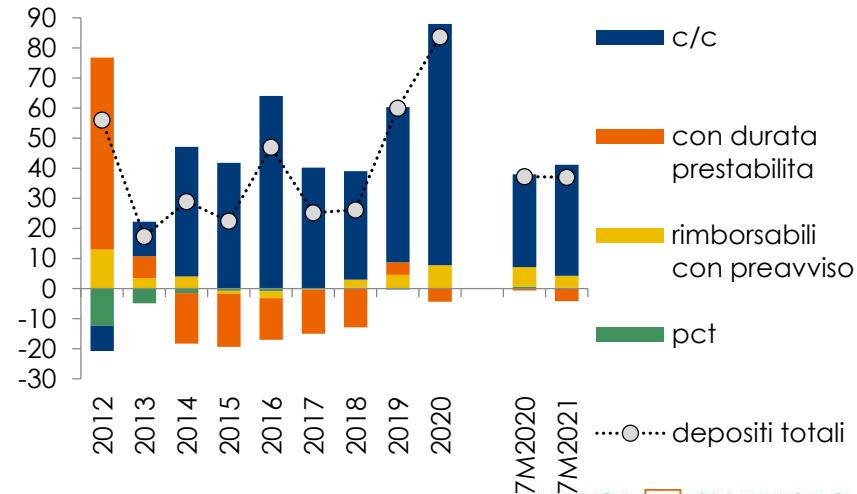
# Flussi di depositi ancora molto forti sia da imprese, sia da famiglie

- Nel 2020, flusso di depositi senza precedenti da **società non-finanziarie**, pari a 88mld. Afflussi ancora forti nel 2021, ma più moderati (25mld da inizio anno a luglio).
- Per i depositi delle famiglie, il flusso dei primi 7 mesi del 2021 (37mld) eguaglia quello registrato nello stesso periodo del 2020.

**Flusso di depositi da società non-finanziarie,  
dati annuali e periodo di 7 mesi (EUR mld)**

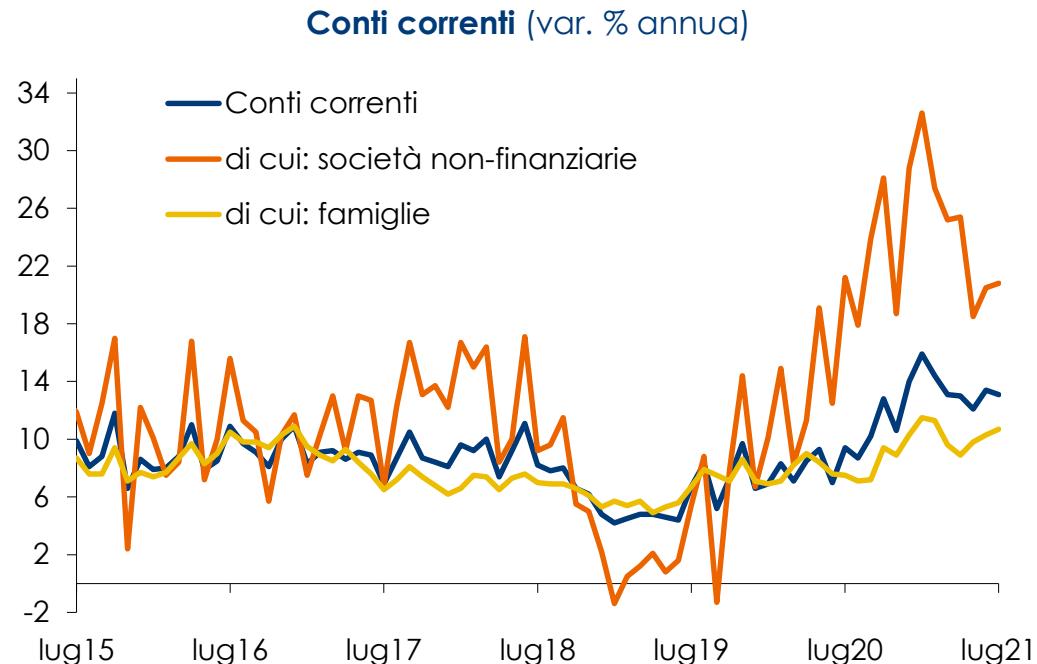


**Flusso di depositi da famiglie, dati annuali e  
periodo di 7 mesi (EUR mld)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo Studi e Ricerche su dati BCE.

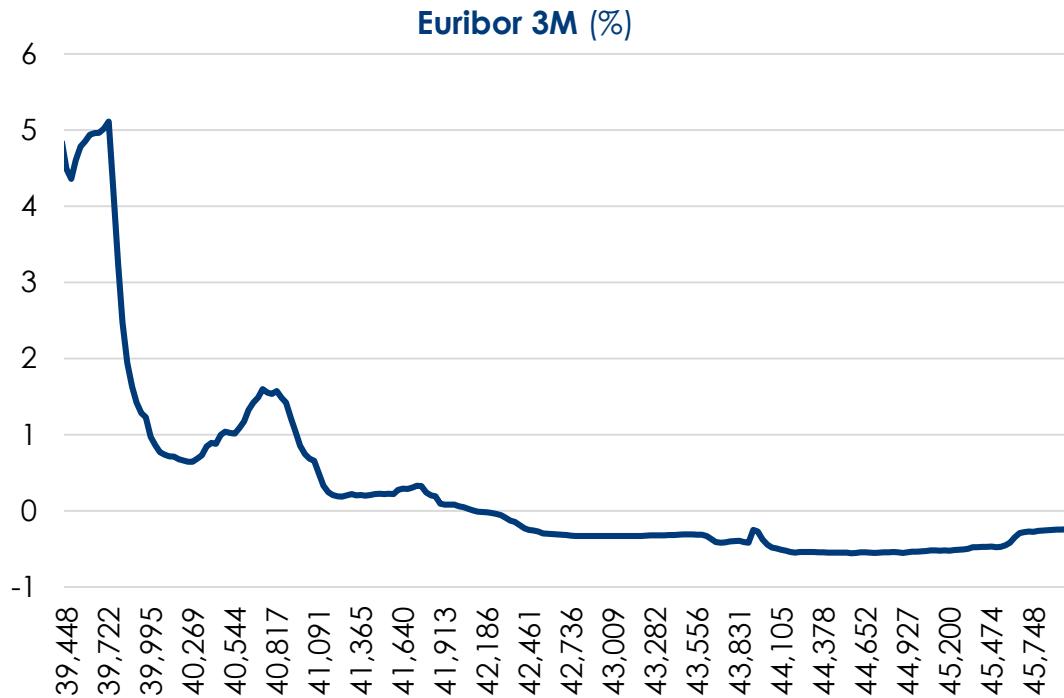
# Gran parte dell'aumento dei risparmi è detenuto in attività liquide



Fonte: BCE

- La pandemia ha accentuato la preferenza per la liquidità.
- Dopo l'accelerazione del 2020 fino al picco di crescita del 15,9% a/a a inizio 2021, prosegue il forte aumento dei conti correnti (+13% a/a a luglio) con eccezionale dinamica di quelli delle **società non finanziarie (+32,6% a/a a inizio 2021 e 20,8% a luglio)**.
- Anche i **conti correnti delle famiglie restano in forte aumento: + 0,7% a/a in luglio**.

# Prospettive di tassi monetari su valori negativi fino a tutto il 2025



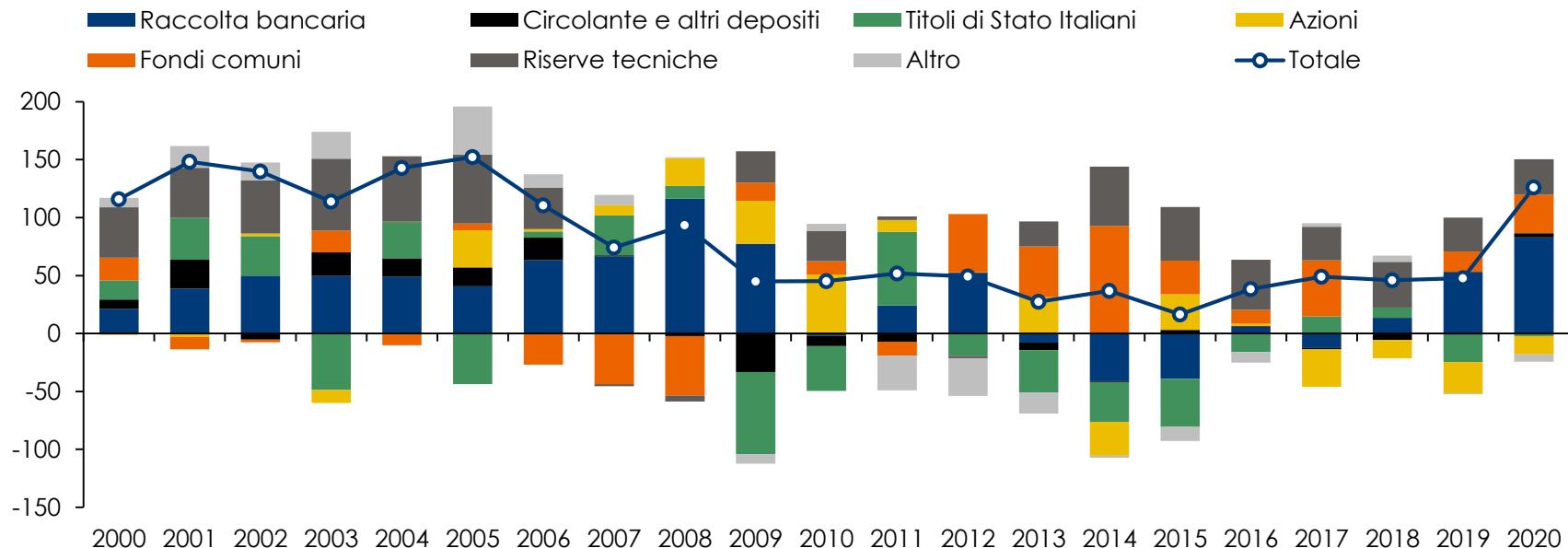
**Prospettive di tassi bassi favoriscono da un lato la liquidità, dall'altro la ricerca di rendimenti** verso le attività a maggior rischio, soprattutto per i profili di clientela in condizioni di assumerseli.

Fonte: Refinitiv e previsioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

# Depositi, fondi e polizze vita hanno determinato il flusso di attività finanziarie delle famiglie più alto dal 2005

126 miliardi nel 2020 rispetto ai circa 45-50 dei tre anni precedenti.

**Flussi annuali di attività finanziarie delle famiglie italiane (EUR mld)**



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Studi e Ricerche

## 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-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 Emissenti 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