



# Le prospettive dell'economia

## Banking Summit

Gregorio De Felice  
*Chief Economist*

Baveno, 22 settembre 2022

# Agenda

**1** La situazione economica internazionale

**2** L'economia italiana

**3** Le tendenze del sistema bancario

# Il quadro macro: crescita economica

- **Crescita del PIL mondiale:** in ulteriore rallentamento a **+2,3% nel 2023**, dopo il **2,9%** del 2022. **Commercio mondiale:** nuova frenata a **+3,6%** dopo il **+4,9%** del 2022. Oltre agli effetti ciclici, incide il ripensamento sulla globalizzazione.
- **Cina:** perduranti difficoltà legate alla politica di **zero Covid**, alla crisi del mercato immobiliare e alla ristrutturazione delle catene del valore.
- **Stati Uniti:** restrizione monetaria più rapida, minore stimolo fiscale ed erosione del potere d'acquisto hanno frenato la crescita già nel 2022 (1,8%). La tendenza proseguirà nel 2023 (+0,4%).
- **Eurozona:** la guerra russo-ucraina colpisce l'economia europea più di altre, aumentando l'inflazione e riducendo *strutturalmente* la crescita reale attraverso un maggior costo dell'energia. PIL probabilmente in calo tra fine 2022 e inizio 2023. **Crescita 2023 a 0,5% nello scenario base.**

# Il quadro macro: energia, inflazione e tassi

- **Energia:** il prezzo del petrolio potrebbe calare marginalmente, ma le prospettive per il gas sono altamente incerte e sensibili sia ad andamento climatico sia a misure di politica energetica. **Lo sganciamento dal gas russo e l'aumento degli stoccaggi sono stati più rapidi del previsto**, ma i **prezzi sono rimasti su livelli proibitivi**. Ipotizziamo rialzi in autunno/inverno e cali successivamente.
- L'**inflazione**: molto più alta del previsto nel 2022, calerà nel 2023, pur restando globalmente elevata (5,2%).
- **Accelerazione nel ritiro dello stimolo monetario nei paesi avanzati:** con aumenti dei tassi in una singola riunione anche di 75pb come nel caso della Fed e della BCE. Le banche centrali hanno fretta di restringere le condizioni monetarie soprattutto per contenere le aspettative d'inflazione.

# I rischi dello scenario

- **L'entità della restrizione monetaria:** gli aumenti ripetuti e significativi dei tassi americani rischiano di creare un eccesso di restrizione e di portare l'economia USA in recessione.
- **Rischio di recessione in aumento:** contrazione di domanda legata a shock energetico, incertezza e restrizione monetaria possono avere effetti molto ampi sul ciclo. In area euro il principale fattore recessivo riguarda la crisi energetica (per i costi elevati, le forniture e il possibile razionamento).
- **Rischio geopolitico:** il conflitto ucraino resta un fattore rilevante per il rischio di escalation. La crisi energetica riflette il deteriorarsi dei rapporti tra Russia e Occidente, con implicazioni potenzialmente recessive per l'area euro. L'accordo europeo sull'energia è ancora parziale e l'eventuale adozione di un *price cap* è rinviata all'incontro del 6-7 ottobre a Praga.
- **Rischi politici locali:** elezioni politiche in Italia e rischi di implementazione del PNRR; elezioni americane di mid-term (novembre 2022).

# Le proiezioni di crescita nello scenario base

## Variazione media annua del PIL

	2020	2021	2022p	2023p	2024p
<b>Stati Uniti</b>	<b>-3.4</b>	<b>5.7</b>	<b>1.8</b>	<b>0.4</b>	<b>1.2</b>
<b>Area Euro</b>	<b>-6.2</b>	<b>5.2</b>	<b>3.1</b>	<b>0.5</b>	<b>2.1</b>
Germania	-4.1	2.6	1.7	0.4	2.9
Francia	-7.9	6.8	2.5	0.6	1.5
Italia	-9.1	6.6	3.5	0.6	1.8
Spagna	-10.8	5.1	4.3	2.0	2.4
<b>OPEC</b>	<b>-4.7</b>	<b>3.7</b>	<b>5.1</b>	<b>3.4</b>	<b>2.8</b>
<b>Europa orientale</b>	<b>-2.9</b>	<b>5.2</b>	<b>-3.5</b>	<b>0.6</b>	<b>3.3</b>
<b>America Latina</b>	<b>-6.3</b>	<b>7.6</b>	<b>2.3</b>	<b>1.8</b>	<b>2.7</b>
<b>Giappone</b>	<b>-4.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>
<b>Cina</b>	<b>2.2</b>	<b>8.1</b>	<b>4.0</b>	<b>5.3</b>	<b>5.2</b>
<b>India</b>	<b>-6.5</b>	<b>8.1</b>	<b>6.9</b>	<b>5.5</b>	<b>6.7</b>
<b>Mondo</b>	<b>-3.4</b>	<b>5.9</b>	<b>2.9</b>	<b>2.3</b>	<b>3.0</b>

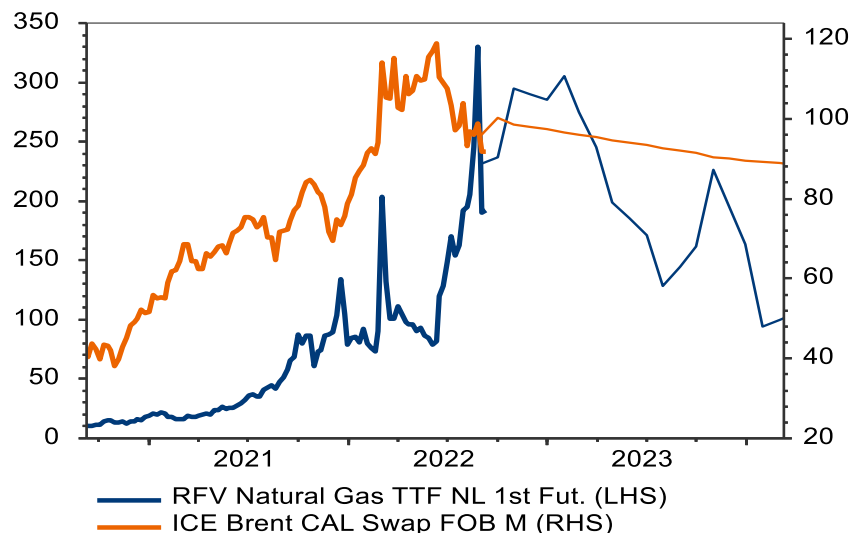
*Nota: aggregato PPP in dollari costanti per OPEC, Europa Orientale, America Latina, Mondo. Variazione del PIL a prezzi costanti in moneta locale negli altri casi*

*Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo – Macroeconomic Analysis*

# Energia: prezzi in calo ma ancora molto alti nel 2023

Persistenti **tensioni sui prezzi del metano** fino al 1° trimestre 2023, seguite da un netto calo (riduzione della domanda e progressi nella diversificazione delle importazioni).

## Modesto calo delle quotazioni petrolifere e netta flessione del gas; inizio 2023 ancora teso



Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo, dati Refinitiv Datastream

## Le proiezioni sui prezzi dell'energia

	2020	2021	2022	2023p	2024p
<b>Petrolio</b>	<b>43.7</b>	<b>70.2</b>	<b>99.8</b>	<b>93.0</b>	<b>87.0</b>
- Scenario 2022 <sup>(1)</sup>			76.0	76.0	78.0
BCE <sup>(2)</sup>			105.4	89.8	83.6
<b>Gas naturale</b>	<b>9.4</b>	<b>46.6</b>	<b>172.6</b>	<b>200.0</b>	<b>125.0</b>
- Scenario 2022 <sup>(1)</sup>			45.9	39.2	35.1
BCE <sup>(2)</sup>			168	235	165

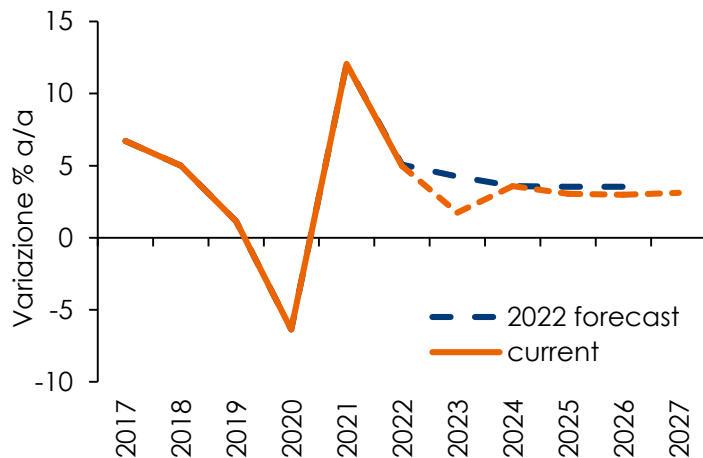
Note: la media 2022 include le nostre previsioni per il periodo settembre-dicembre. (1) aggiornamento di novembre 2021; (2) Staff Macroeconomic Forecasts, settembre 2022, Box 1

Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo, dati Refinitiv Datastream e BCE

# Rallenta la domanda globale; si riducono le «strozzature» di offerta

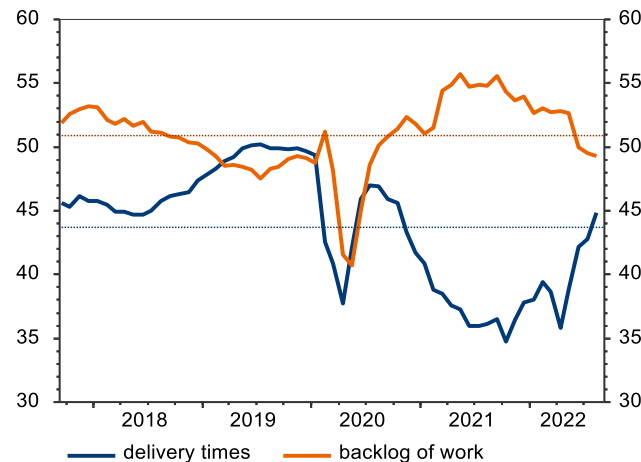
Il rallentamento dell'attività economica globale si ripercuote anche sulla **domanda estera rivolta all'Europa**, con prospettive peggiorate dal conflitto russo-ucraino. Di contro, si allentano le strozzature sulle catene globali del valore e il **costo dei trasporti marittimi** è in netto calo.

**Le prospettive di crescita della domanda estera rivolta all'Eurozona sono peggiorate**



Fonte: Intesa Sanpaolo

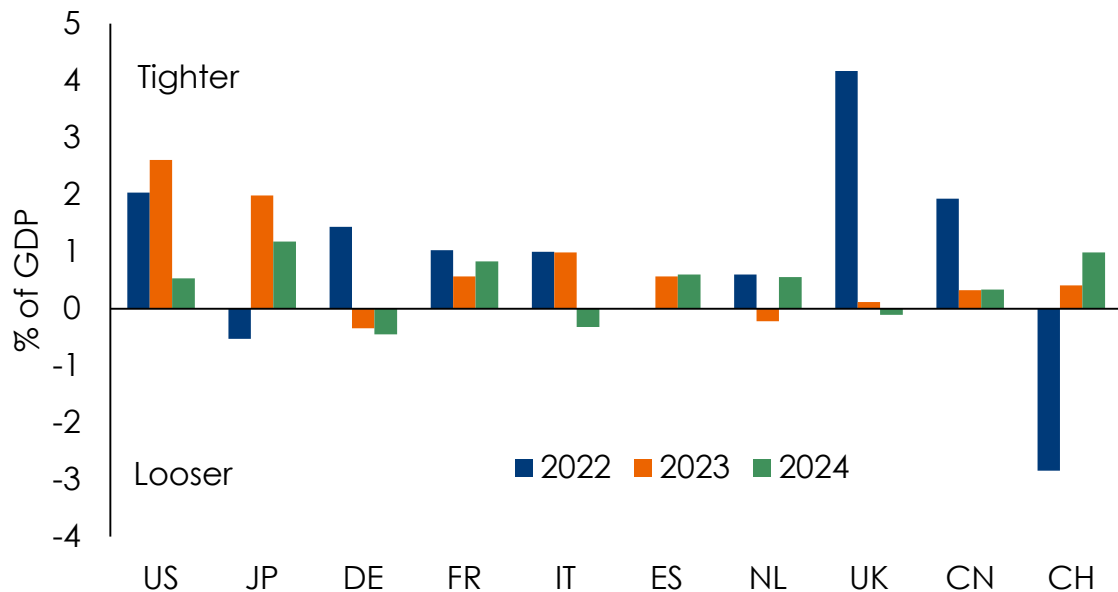
**Si allentano i problemi delle strozzature sulle catene globali del valore**



Fonte: S&P Markit

# Politiche fiscali generalmente meno accomodanti

## Stime della variazione nel saldo strutturale del bilancio pubblico



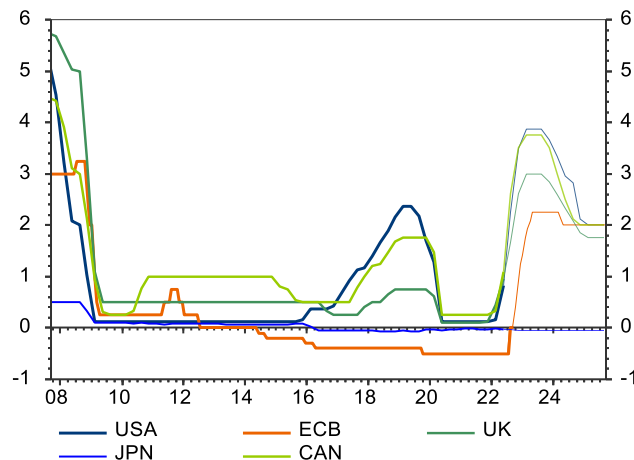
Le politiche fiscali sono ancora in **fase di riassorbimento dello stimolo** legato alla pandemia. In Europa il percorso di rientro è frenato dalla crisi energetica mentre in Cina dalle difficoltà dell'economia.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

# Le banche centrali alzano rapidamente i tassi per rallentare la propagazione dell'inflazione...

Di fronte a incrementi dei prezzi sempre più diffusi e a un innalzamento delle aspettative di inflazione, tutte le banche centrali dei paesi avanzati, eccetto la BoJ, hanno iniziato ad alzare aggressivamente i tassi ufficiali. **L'inflazione implicita nelle curve è tornata recentemente a scendere, ma resta >2%.**

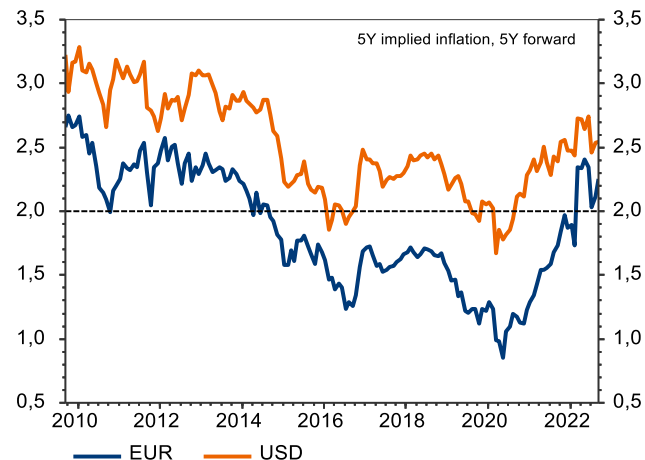
**Tassi ufficiali nei G7:  
ulteriore aumento nei prossimi mesi**



Nota: per BCE, il grafico riporta il tasso sui depositi (DFR)

Fonte: Refinitiv Datastream e proiezioni Intesa Sanpaolo

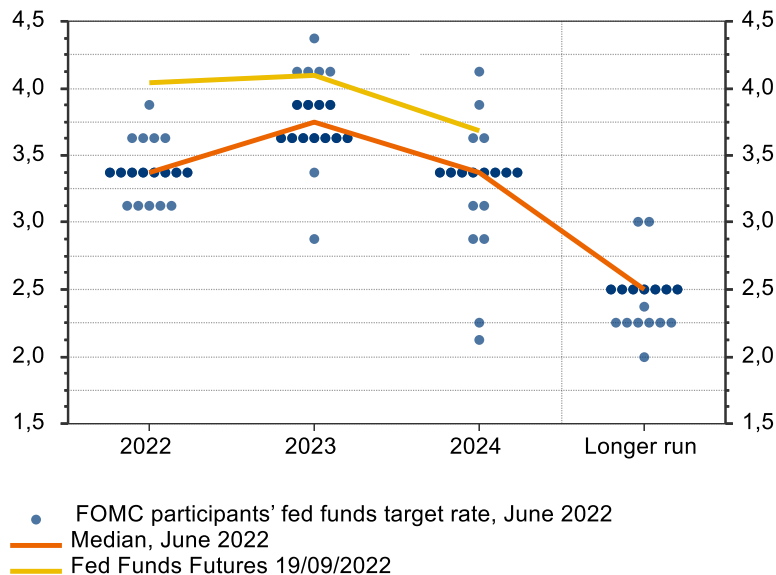
**Inflazione implicita nelle curve, media  
5 anni fra 5 anni: in calo dai massimi**



Fonte: Refinitiv Datastream

# La Fed andrà avanti «finché il lavoro non sarà concluso» (Powell 26.08.2022), indipendentemente dalla crescita

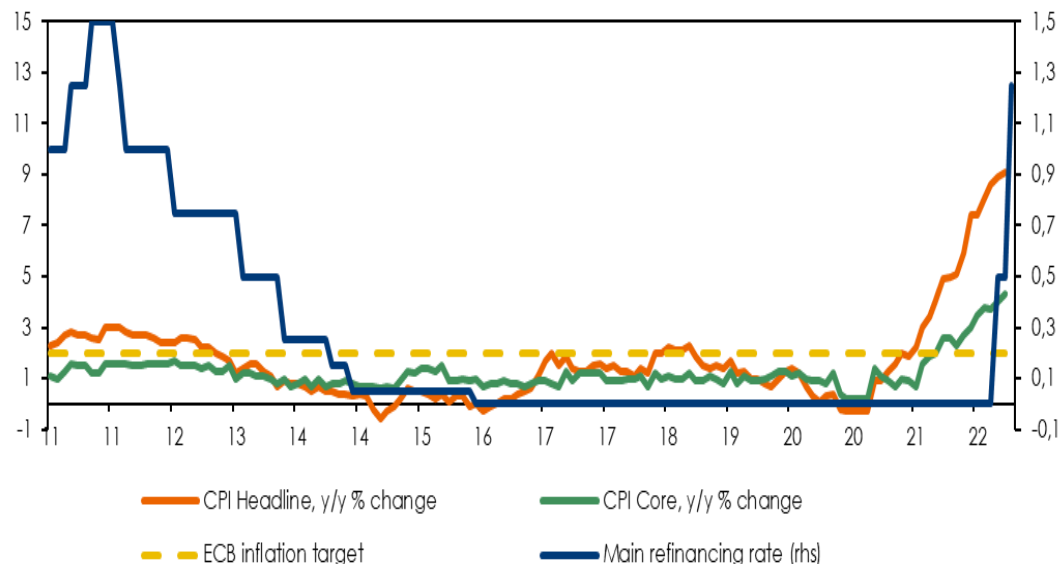
Le nuove proiezioni del FOMC porteranno i tassi attesi oltre il 4%, in territorio restrittivo



Fonte: Refinitiv, Datastream

- A settembre la Fed, alla luce delle parole di Powell e del solido rapporto sul mercato del lavoro, alzerà i tassi di 75pb.
- **Prevediamo i tassi al 4,25% a fine 2022, con significativi rischi verso l'alto, e un picco a 4,50% a inizio 2023. La svolta verso il basso è prevista per il 2024.**
- **Riduzione del bilancio.** A regime, limiti mensili ai reinvestimenti di titoli di 60 mld per i Treasury e 35 mld per gli MBS. Secondo la Fed, il programma equivale a 2 rialzi da 25pb.

# BCE: rialzo record di 75pb



Fonte: Intesa Sanpaolo, ECB, Eurostat

- La BCE ha deciso **un aumento parallelo dei tassi ufficiali di 75pb**, avvisando che i rialzi continueranno; non modificati, invece, i reinvestimenti APP.
- Le proiezioni di inflazione per il 2024 segnalano che **i tassi a brevissimo termine dovranno probabilmente salire oltre il 2%**, anche in caso di scarsità di gas.
- La Presidente suggerisce che **si arriverà rapidamente al punto terminale, entro la fine del 1° trimestre 2023**.

# Agenda

**1** La situazione economica internazionale

**2** L'economia italiana

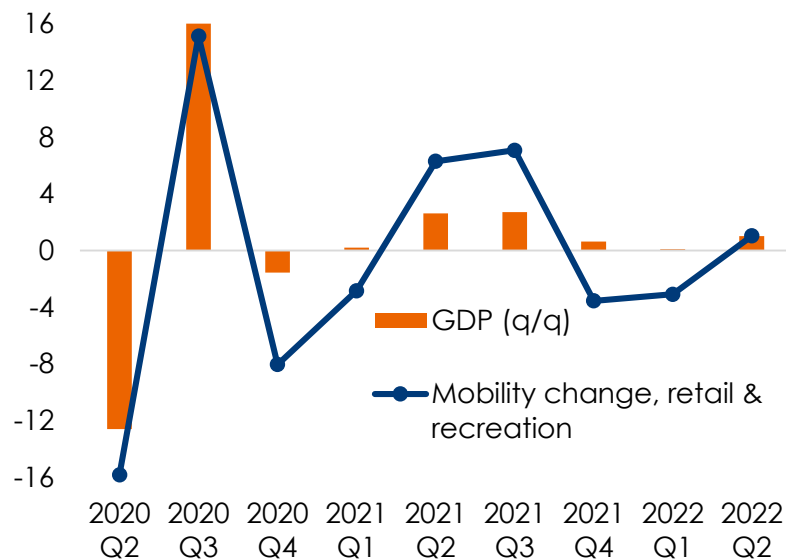
**3** Le tendenze del sistema bancario

# Italia: crescita in netto rallentamento nel 2023

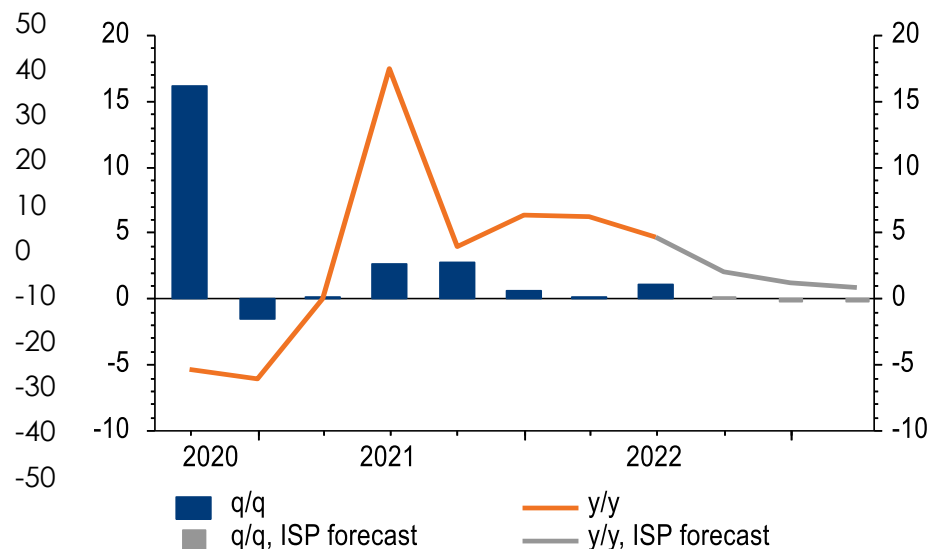
- La crescita del PIL italiano sarà frenata da **domanda estera**, impatto della **crisi energetica sul potere d'acquisto delle famiglie**, **restrizione delle condizioni finanziarie** e **graduale riduzione degli incentivi alle ristrutturazioni**.
- Assumiamo che il nuovo governo adotti politiche di bilancio in linea con la programmazione pluriennale attuale e che l'attuazione del PNRR sia sufficientemente puntuale da garantire lo sblocco delle nuove tranche di pagamento.
- **Nel 2024 si prevede una riaccelerazione trainata dalla domanda finale interna.**
- L'**inflazione** è attesa in calo dal 7,4% del 2022 al 5,3% del 2023. Normalizzazione dal 2024.
- Ci si aspetta un modesto aumento del **tasso di disoccupazione** nel 2023, a 8,5%.
- La dinamica dei **prezzi immobiliari** resta positiva in termini nominali, ma è negativa in termini reali in tutto il triennio 2022-24.

# È possibile una recessione “tecnica” tra fine 2022 e inizio 2023

Il balzo del PIL nel 2° trimestre (+1,1% t/t) è dovuto alla maggiore mobilità personale dopo il rientro dell'ondata di Covid



L'impatto ritardato dello shock energetico potrebbe causare una contrazione del PIL tra il 4° trimestre 2022 e il 1° trimestre 2023



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Fonte: Intesa Sanpaolo, OCSE

# Italia: crescita 2023 ridotta allo 0,6%

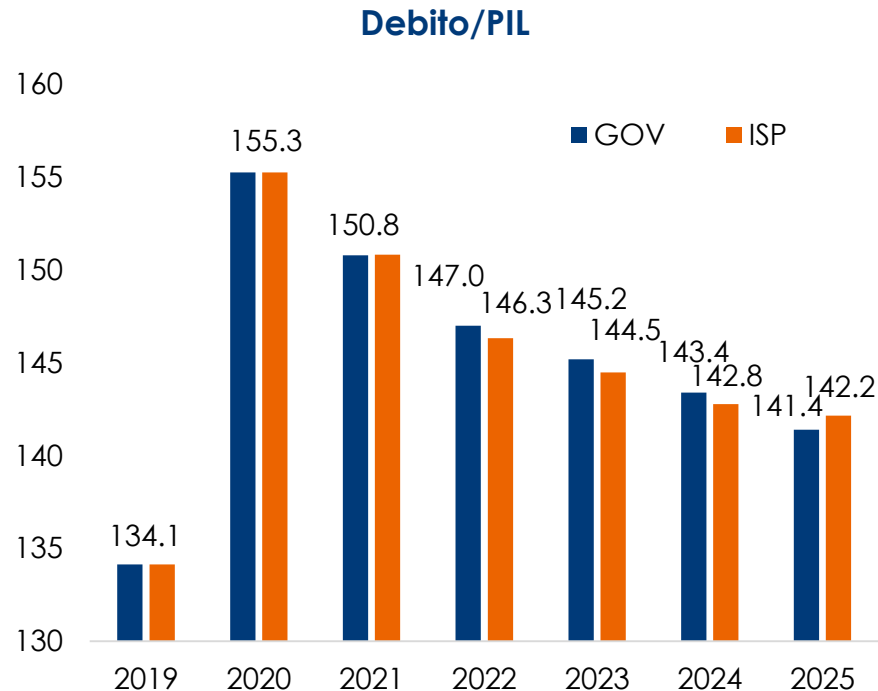
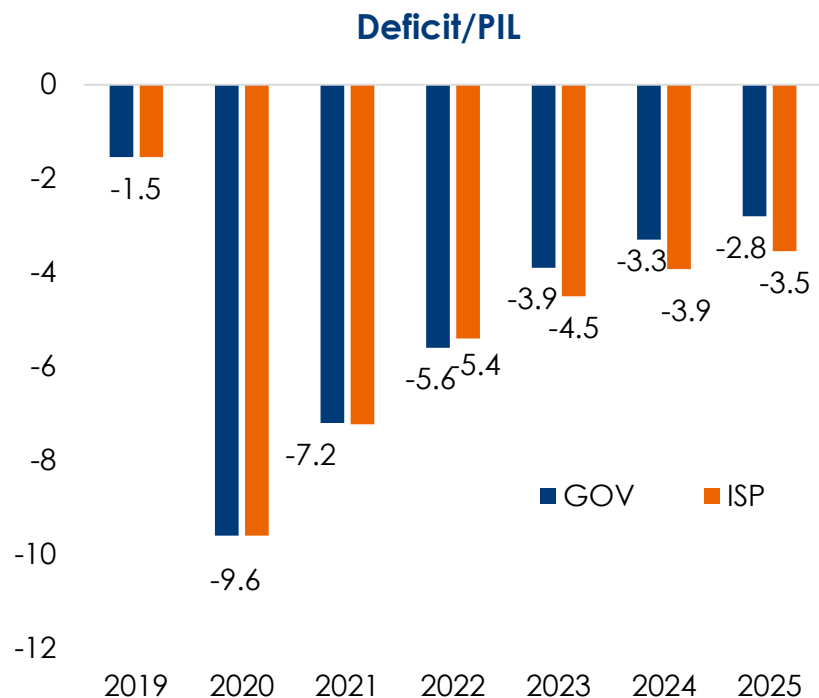
	2021	2022p	2023p	2022				2023			
				1	2	3	4	1	2	3	4
<b>PIL (prezzi costanti, a/a)</b>	6.6	3.5	0.6	6.3	4.7	2.1	1.2	0.9	0.0	0.5	1.2
- t/t				0.1	1.1	0.1	-0.2	-0.3	0.2	0.6	0.5
<b>Consumi privati</b>	5.2	4.0	1.5	-0.9	2.6	0.6	-0.1	-0.1	0.5	0.6	0.5
<b>Investimenti fissi</b>	17.0	10.2	2.5	3.6	1.7	0.9	0.6	0.1	0.4	0.8	1.1
<b>Consumi pubblici</b>	0.6	-0.4	0.4	0.3	-1.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1
<b>Esportazioni</b>	13.4	10.6	3.0	4.7	2.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.8	0.7
<b>Importazioni</b>	14.3	15.5	5.7	5.4	3.3	2.0	1.5	1.4	1.0	0.7	0.7
<b>Var. scorte (contrib., % PIL)</b>	0.3	0.5	0.0	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Partite correnti (% PIL)</b>	2.5	0.0	0.7								
<b>Deficit pubblico (% PIL)</b>	-7.2	-5.4	-4.5								
<b>Debito pubblico (% PIL)</b>	150.3	146.3	144.5								
<b>Prezzi al consumo (IPCA, a/a)</b>	1.9	7.9	6.0	6.0	7.4	8.9	9.2	8.0	6.6	5.3	4.2
<b>Produzione industriale (a/a)</b>	11.6	0.2	0.2	1.5	1.9	-0.8	-1.7	-0.8	-1.2	0.9	2.1
<b>Disoccupazione (ILO, %)</b>	9.5	8.2	8.5	8.5	8.1	7.9	8.3	8.7	8.6	8.4	8.3
<b>Tasso a 10 anni (%)</b>	0.75	3.00	4.12	1.58	2.97	3.43	4.01	4.10	4.10	4.10	4.20
<b>Spread BTP-Bund 10a (pb)</b>	108	198	245	146	188	222	238	240	247	250	242

Fonte: Intesa Sanpaolo

■ **Rivista da 3% a 3,5% la crescita media annua 2022, ma tagliata da 1,6% a 0,6% quella del 2023.**

■ **I rischi restano al ribasso per la crescita e al rialzo sull'inflazione.**

# La discesa del rapporto deficit/PIL sarà più lenta di quanto atteso



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico Governo italiano (NADEF 2021)

# Fondamentali migliori rispetto al 2011, anche se il debito alto resta una fonte di fragilità

- Il 35% del debito è detenuto da UE ed **Eurosistema** (contro il 4% nel 2011).
- Meno del 24% è in possesso di **non-residenti** (44% nel 2011).
- **Vita media >7 anni** (ci vuole tempo perché il rialzo dei tassi si trasmetta in pieno al costo medio del debito).
- **Costo del debito - crescita nominale** (r-g): -3% nell'immediato, probabilmente negativo anche nel medio termine. Era positivo nel 2011: +1,3%.
- **Banche più capitalizzate**: CET1 ratio 14,6% nel 1° trimestre 2022 contro 9,3% nel 4° trimestre 2011.
- **NPL** al 3% del totale dei prestiti; erano al 10,1% nel 4° trimestre 2011.
- **Posizione finanziaria netta sull'estero positiva** (+6,5% del PIL nel 1° trimestre 2022, contro -21% del 1° trimestre 2011).
- **Saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti positivo** (sia pur in deterioramento; era -2,8% del PIL nel 2011).

# Agenda

**1** La situazione economica internazionale

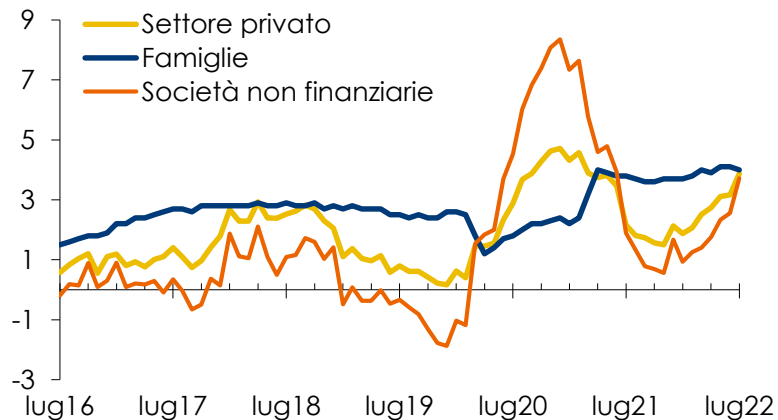
**2** L'economia italiana

**3** Le tendenze del sistema bancario

# In atto una ripresa dei prestiti alle imprese

- Dopo la frenata del 2021, i **prestiti alle società non finanziarie sono in ripresa**: +3,7% a/a a luglio, dal +1% del periodo settembre 2021-febbraio 2022. **Svolta del breve termine** legata alle esigenze finanziarie per la gestione corrente nel contesto di inflazione elevata.
- Viceversa, il forte rallentamento dei **prestiti a medio-lungo termine** è sfociato in un calo, del -1,1% nel 1° semestre, con un segnale a luglio di possibile recupero (-0,3% a/a e flusso mensile nuovamente positivo).

**Prestiti al settore privato**  
(var. % annua)\*



Nota: (\*) dati rettificati per tener conto delle cartolarizzazioni e al netto delle controparti centrali. Fonte: Banca d'Italia

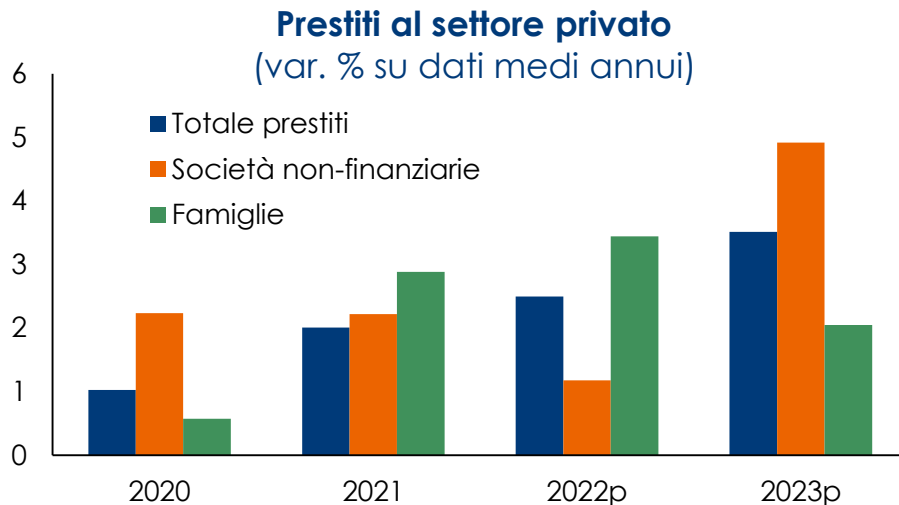
**Andamento dei prestiti alle società non finanziarie per scadenza, dati non rettificati per le cartolarizzazioni** (var. % annua)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Studi e Ricerche

# Scenario sui prestiti

- Per fine 2022 e 2023, si delinea una **ripresa del credito a medio-lungo alle imprese**, sostenuta dai prestiti con garanzia ex DL Aiuti, nell'ipotesi che le misure di sostegno finanziario siano prorogate oltre dicembre 2022. In parallelo, **rallenta la crescita del breve termine**, assumendo che i fabbisogni legati ai maggiori costi dell'energia siano finanziati con risorse a più lungo termine.



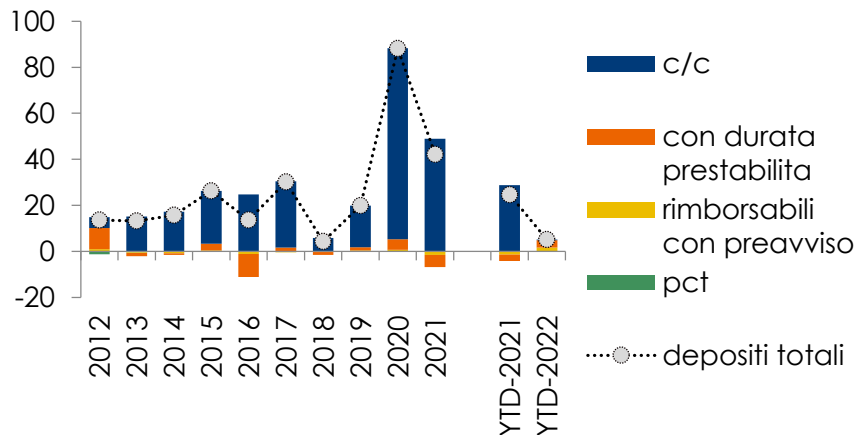
- **Prestiti alle famiglie: previsto un rallentamento.** I mutui, dopo oltre un anno di crescita robusta a un ritmo del 4% circa, risentiranno dell'**aumento dei tassi** e della **frenata dei prezzi delle case**.

Fonte: elaborazioni e previsioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia

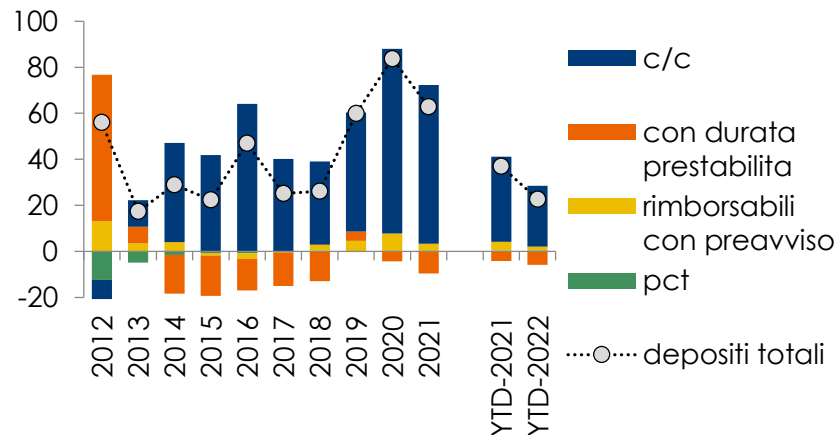
# Flussi di depositi in calo

- Nei primi sette mesi 2022, flusso di depositi da **società non finanziarie** pari a circa 5 mld, notevolmente ridimensionato rispetto ai 25 mld dello stesso periodo del 2021.
- Anche per i depositi delle **famiglie**, il flusso dei primi 7 mesi (23 mld) si è ridotto rispetto allo stesso periodo del 2021 (37 mld).
- **Rallentamento della crescita dello stock di depositi:** dal 6,9% di fine 2021 al 3,5% di luglio, un ritmo comunque ancora sostenuto.

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



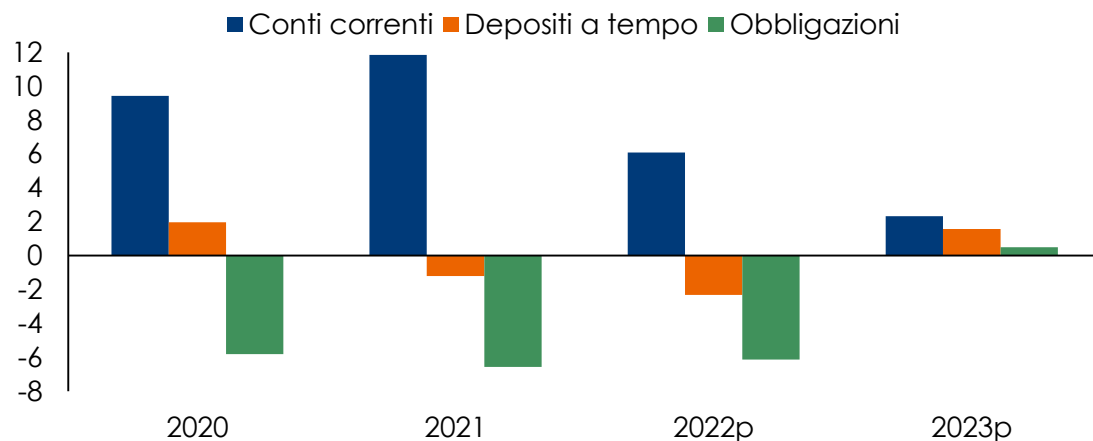
**Flusso di depositi da famiglie, dati annuali e periodo di 7 mesi (EUR mld)**



# Previsioni sulla raccolta da clientela

- **Nel 2023 proseguirà il rallentamento dei conti correnti**, per effetto dell'**aumento del costo di detenere liquidità a vista** in un contesto di rendimenti di mercato in crescita. All'opposto, **flussi verso i depositi a tempo attesi in graduale ripresa**, sostenuti da politiche di offerta a tassi relativamente più attraenti.

**Componenti della raccolta da clientela**  
(var. % su dati medi annui)

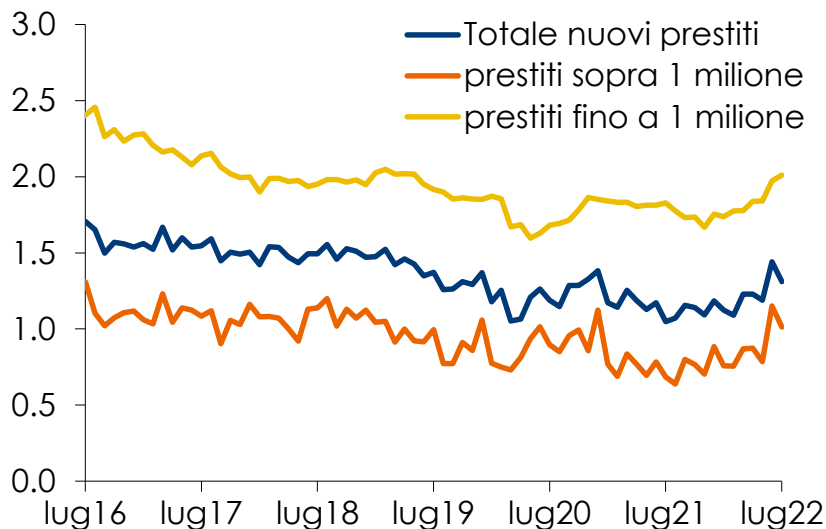


- Il trend delle **obbligazioni**, ancora in calo nel 2022, è atteso in lieve ripresa, per le minori disponibilità di funding a medio-lungo tramite rifinanziamento BCE.

# Impennata del tasso fisso sui nuovi mutui alle famiglie

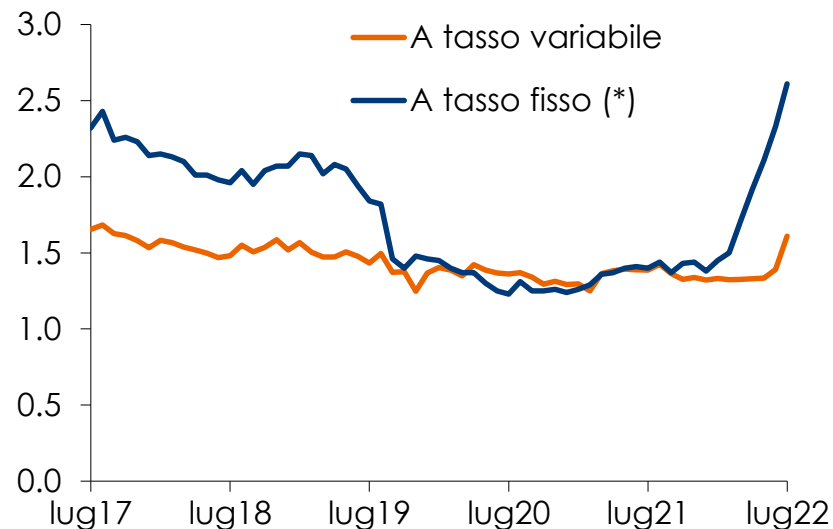
- **Tasso fisso sulle erogazioni di mutui casa salito di 1,2pp in sette mesi al 2,6% di luglio.**  
Il tasso variabile ha iniziato ad aumentare a luglio dopo un lungo periodo di stabilità.
- Poco variati i tassi sui prestiti alle imprese.

**Tassi sui nuovi prestiti alle società non finanziarie (%)**



Fonte: Banca d'Italia

**Tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (%)**

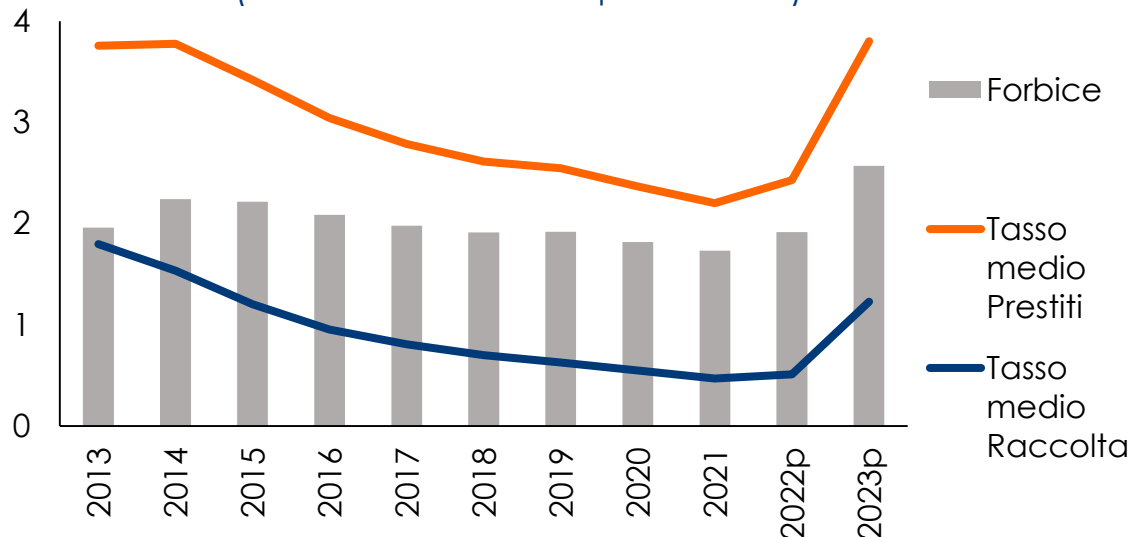


Nota: (\*) Periodo di determinazione iniziale del tasso oltre 10 anni. Fonte: Banca d'Italia, BCE

# Tassi e margini

- **Tassi sui prestiti alle imprese attesi in più decisa ripresa dall'ultima parte del 2022.**
- **Più vischiosi i tassi sui conti correnti.** Le politiche di pricing dovrebbero favorire i depositi a tempo.

**Evoluzione attesa dei tassi bancari**  
(Medie annue. Valori percentuali)

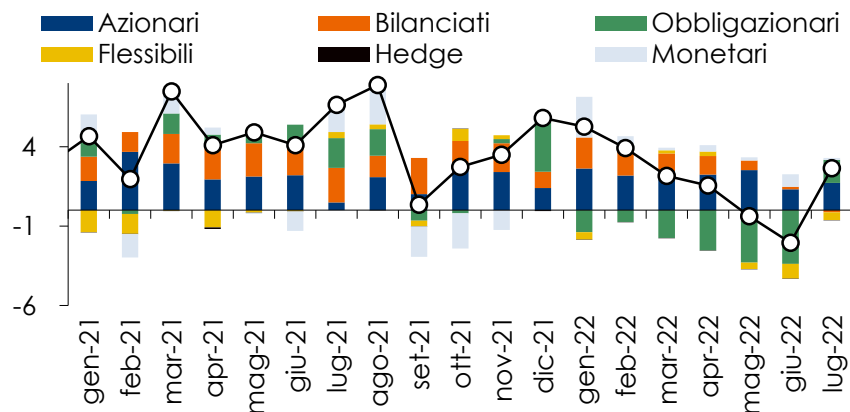


- **Forbice bancaria in significativo aumento,** grazie anche alle diverse velocità di adeguamento di tassi attivi e passivi.
- **Mark-down** sui depositi a vista **torna finalmente positivo**, dopo undici anni in negativo.

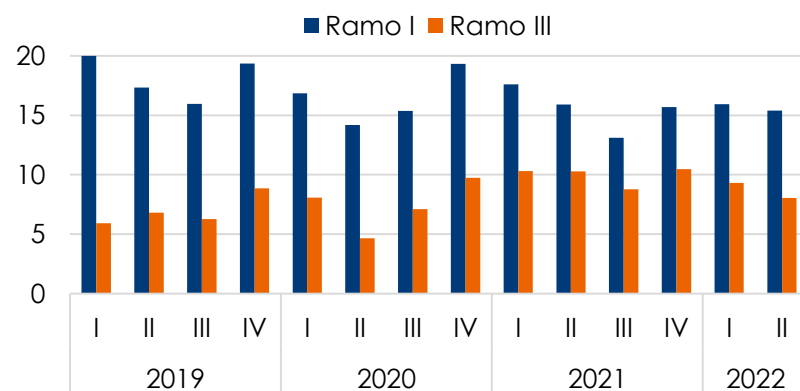
# Tenuta fondi comuni, in calo nuova produzione vita

- Raccolta netta dei fondi comuni complessivamente positiva nella primi sette mesi dell'anno, sostenuta dai fondi azionari e bilanciati. Ritorno in positivo degli obbligazionari a luglio, dopo sei mesi sempre in negativo.
- In calo i premi lordi contabilizzati sia delle polizze di ramo I sia delle *unit-linked*. Nei mesi centrali dell'anno, ripresa delle polizze tradizionali stand-alone.

**Flussi verso i fondi comuni per comparti di gestione (EUR mld)**

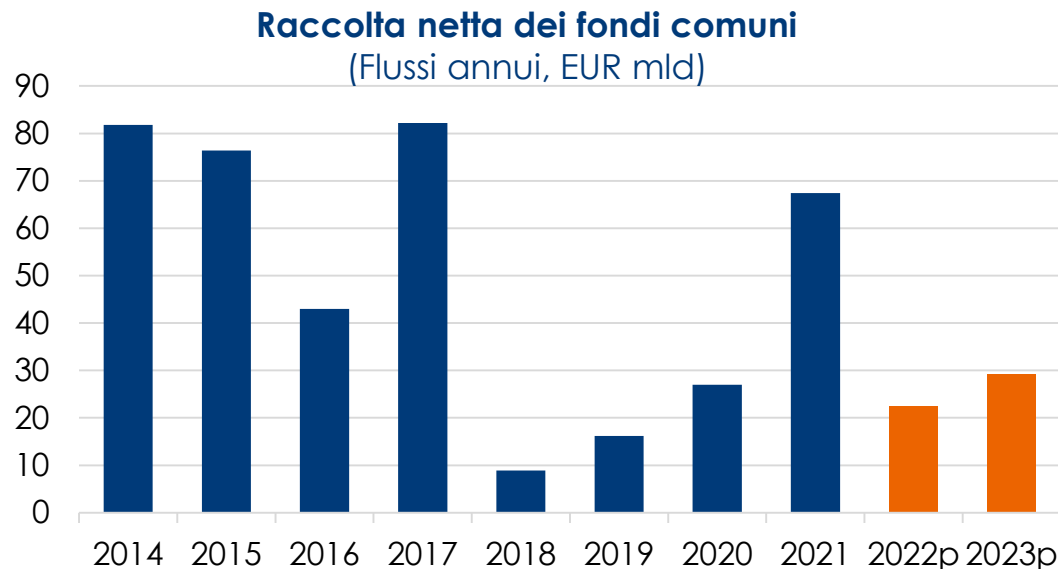


**Premi lordi contabilizzati polizze ramo I e ramo III (EUR mld)**



# Scenario risparmio gestito

- Nel 2023 aumento moderato della **raccolta netta dei fondi comuni**, che dovrebbe beneficiare del ritorno di interesse per i fondi obbligazionari.



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo Studi e Ricerche su dati Assogestioni

- Per le **assicurazioni vita**, il livello raggiunto dai tassi di mercato consente di soddisfare la domanda pregressa di polizze tradizionali, di nuovo in crescita. Tuttavia, prosegue la strategia d'offerta che punta su prodotti ibridi e polizze di ramo III.
- Scenario del gestito supportato dalla possibile **conversione dell'ampio bacino dei depositi** in un contesto che però vedrà una maggiore capacità attrattiva dell'investimento diretto in titoli a reddito fisso.

### Importanti comunicazioni

Gli economisti 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.

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela.

### 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, prevede, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, che comprendono 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 le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, ivi incluse le società del loro gruppo, nella produzione di documenti da parte degli economisti 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 Operazioni personali 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. – Industry & Banking Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

### A cura di

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