



Lo scenario economico, drivers e possibili criticità della ripresa

Gregorio De Felice
Chief Economist

Roma, 14 novembre 2023

Agenda

1

1 La situazione economica internazionale

2 L'economia italiana

Il quadro macroeconomico

- **Scenario 2024:** molte incertezze di natura geopolitica con rischi prevalentemente al ribasso; crescita globale simile a quella del 2023. Dinamica del commercio internazionale tuttora debole.
- **Dati economici migliori del previsto negli Stati Uniti**, ancora deboli in Europa e Cina.
- L'**inflazione complessiva continuerà a calare nei prossimi mesi**, trasferendosi poi, con gradualità, anche all'**inflazione core**. Il costo dell'energia torna a essere un fattore di rischio.
- **La fase di aumento dei tassi dovrebbe essere conclusa**; resta il **rischio residuo di un ultimo ritocco** nel caso di una dinamica sfavorevole dei dati. Proseguirà la riduzione dei portafogli titoli delle banche centrali e il drenaggio dell'eccesso di riserve.
- Il rischio di mancare l'obiettivo di inflazione anche nel 2025 manterrà le **politiche monetarie restrittive a lungo**.
- **Guerra israelo-palestinese:** effetti poco rilevanti negli scenari più probabili. Negli scenari di rischio, forti impatti sull'eurozona tramite costo dell'energia e appetito per il rischio, con implicazioni incerte per la politica monetaria e negative per il debito.

Le proiezioni di crescita per area geografica

Variazione media annua del PIL

	2021	2022	2023p	2024p	2025p
Stati Uniti	5.8	1.9	2.3	1.3	1.9
Area Euro	5.9	3.4	0.5	0.6	1.6
Germania	3.1	1.9	-0.1	0.8	1.5
Francia	6.4	2.5	0.9	0.8	1.8
Italia	8.3	3.9	0.8	1.0	1.2
Spagna	6.4	5.8	2.5	1.2	1.5
OPEC	4.1	5.7	1.7	2.9	3.0
Europa orientale	5.3	0.0	2.6	2.7	3.0
Turchia	11.4	5.6	2.6	1.4	2.0
Russia	4.7	-2.1	2.2	2.5	1.7
America Latina	7.8	4.0	2.1	1.9	2.5
Brasile	5.0	2.9	2.5	1.4	1.8
Giappone	2.3	1.0	1.5	0.8	1.1
Cina	8.5	3.0	5.2	4.7	5.0
India	8.9	6.7	6.4	5.8	6.8
Mondo	6.2	3.1	2.5	2.2	3.0

Nota: aggregato PPP in dollari costanti per OPEC, Europa Orientale, America Latina, Mondo.
 Variazione del PIL a prezzi costanti.

Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo – Macroeconomic Analysis

I possibili scenari sull'evoluzione della guerra in Israele

Baseline scenario (probabilità 65%): un conflitto locale a bassa intensità

- **Una fase di breve durata, ma ad alta intensità (0-2 mesi)**, seguita da un conflitto prolungato, ma a bassa intensità, tra Israele e Hamas (2-24 mesi o più).
- Probabile ma **limitato coinvolgimento di Cisgiordania** e obiettivi militari in **Libano e Siria**.
- **Lievi (se non nulli) aggiustamenti al nostro scenario macroeconomico.**

Scenario di rischio #1 (probabilità 30%): un conflitto locale di maggiore intensità

- **Una più lunga fase ad alta intensità (0-6 mesi)**, seguita da una prolungata fase a bassa intensità (6-24 mesi o più).
- **Coinvolgimento di Cisgiordania, Libano, Siria** e selezionati obiettivi militari in **Iran**.
- **Aggiustamenti al nostro scenario macroeconomico. Il Medio Oriente** sarà la regione più colpita, con effetti anche per l'Europa.

Scenario di rischio #2 (probabilità 5%): una guerra su scala regionale

- **La tempistica è altamente incerta** perché è **lo scenario meno auspicabile per TUTTI gli attori**. Un più profondo coinvolgimento degli attori regionali, escalation delle tensioni, errori di calcolo potrebbero portare a **un conflitto regionale più ampio (1-12 mesi), con il coinvolgimento dell'Iran**.
- **Significativi impatti rispetto allo scenario base. Medio Oriente** ed **Europa** le regioni più colpite.

I possibili effetti dell'evoluzione del conflitto in Medio Oriente

	Scenario Base (65%)	Scenario Rischio 1 (30%)	Scenario Rischio 2 (5%)
Prezzo petrolio (in dollari)	80.0	110.0	160.0
Prezzo gas naturale (in euro)	48.0	90.0	110.0
Inflazione Italia (in %)	2.7	3.8	5.5
PIL Italia (var. %)	1.0	0.5	-0.1

Fonte: Intesa Sanpaolo

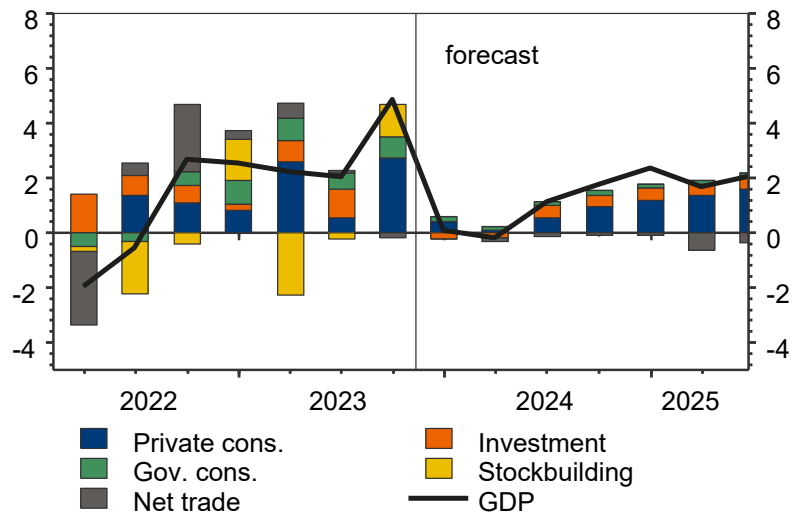
Scenario base: conflitto locale inizialmente molto intenso, poi prolungato (24 mesi) ma a bassa intensità con limitato coinvolgimento della Cisgiordania e obiettivi militari in Libano e Russia

Scenario di rischio 1: fase di alta intensità più lunga (sino a 6 mesi) e prolungata fase a bassa intensità (24 mesi). Coinvolgimento di Cisgiordania, Libano, Siria e selezionati obiettivi militari in Iran.

Scenario di rischio 2: profondo coinvolgimento degli attori della Regione, escalation delle tensioni (durata sino a 12 mesi) con il coinvolgimento dell'Iran.

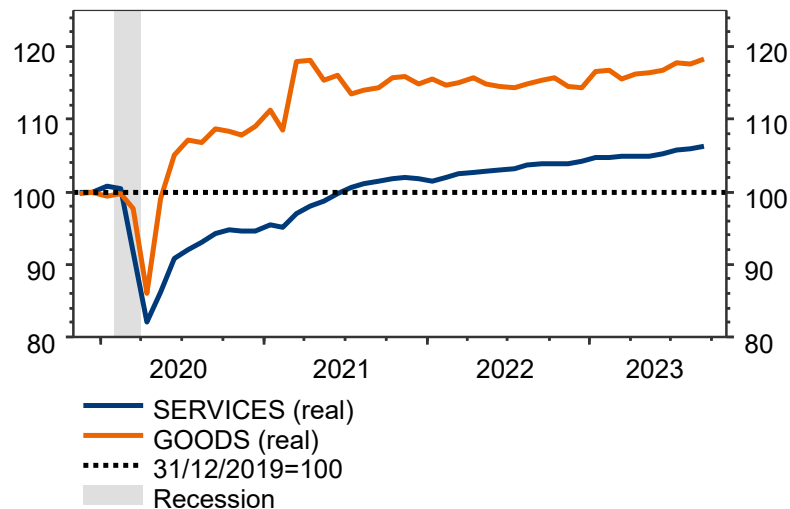
Stati Uniti: la recessione che non arriva mai

PIL: il punto di minimo del ciclo è atteso a cavallo d'anno, con una quasi-stagnazione...



Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

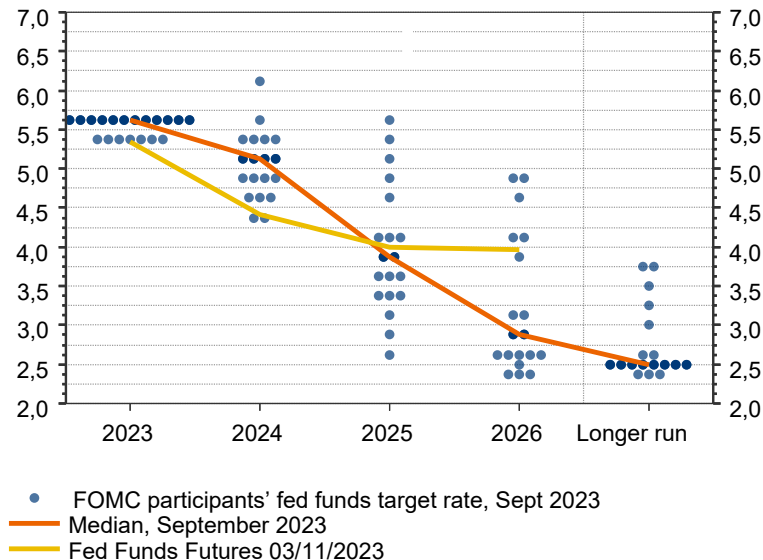
...ma l'economia per ora rimane sostenuta dai consumi (sia di beni che di servizi)



Fonte: BEA, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fed a fine corsa, ma i tassi resteranno alti più a lungo

Grafico dot plot alla riunione di settembre



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

■ A novembre, il FOMC ha lasciato invariati i tassi per il secondo meeting consecutivo, pur mantenendo l'opzione per un ultimo intervento entro fine 2023.

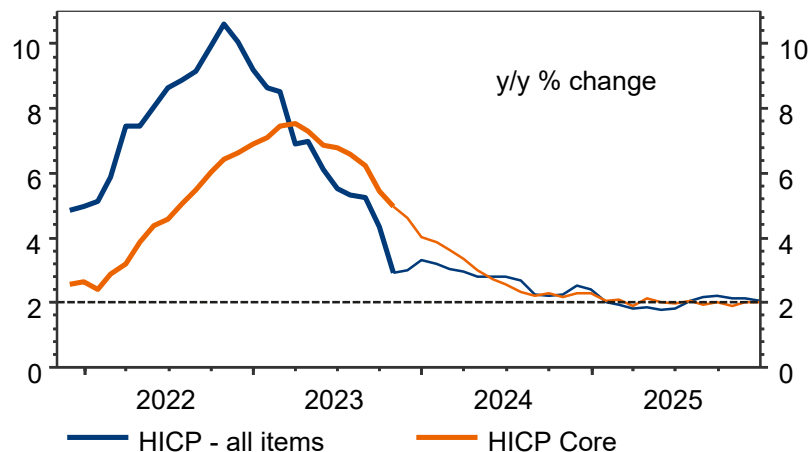
■ Sulla scia di previsioni di crescita e occupazione meno ottimistiche di quelle della Fed, **pensiamo che il picco sui tassi sia stato raggiunto**, anche se la probabilità di un nuovo rialzo tra fine 2023 e inizio 2024 non è trascurabile.

■ **Abbiamo spostato in avanti, a settembre 2024, il momento di svolta sui tassi. Vediamo i fed funds al 5% a fine 2024 e al 4,50% a fine 2025.**

Eurozona: prosegue il calo dell'inflazione

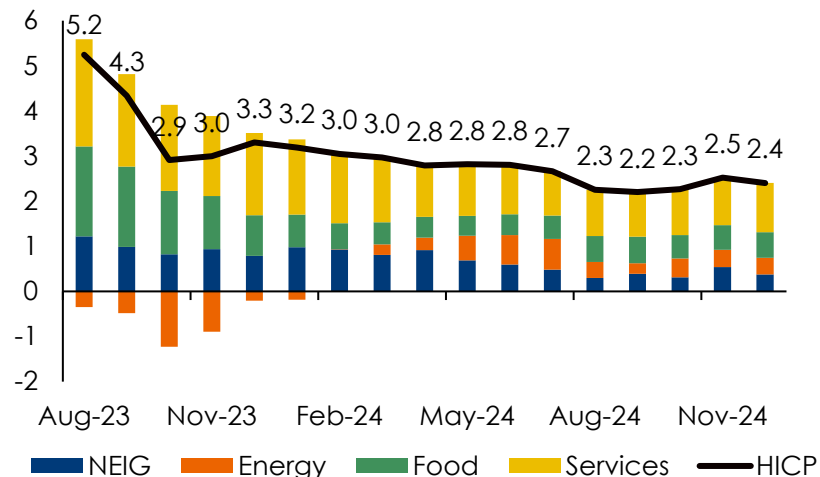
L'inflazione potrebbe attestarsi al 3,3% a dicembre, prima di tornare a scendere sino al 2,4% a fine 2024 e oscillare intorno alla soglia del 2% da inizio 2025. **Inflazione core attesa passare dal 4% di fine 2023 al 2,3% di dicembre 2024**, per stabilizzarsi intorno al 2% dal 2° trimestre 2025.

Inflazione headline vs. inflazione al netto di energia e alimentari non lavorati



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

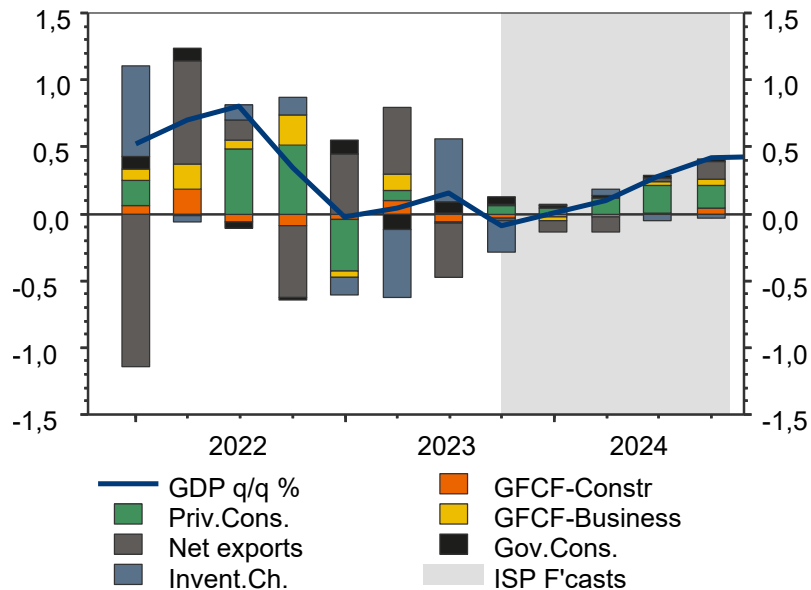
Il principale contributo all'inflazione arriverà dai servizi



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

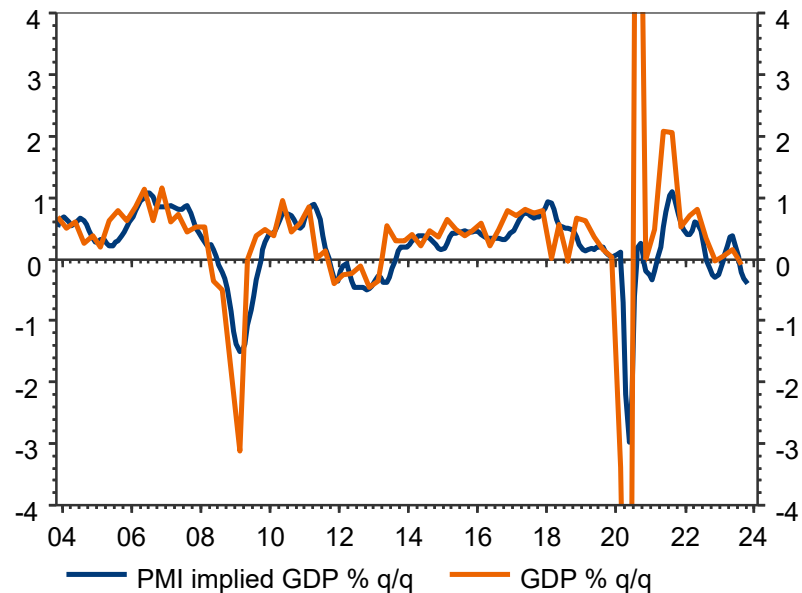
PIL in sostanziale stagnazione

PIL in stagnazione nella 2° metà dell'anno,
debole anche a inizio 2024



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

Le indagini segnalano la presenza
di rischi al ribasso

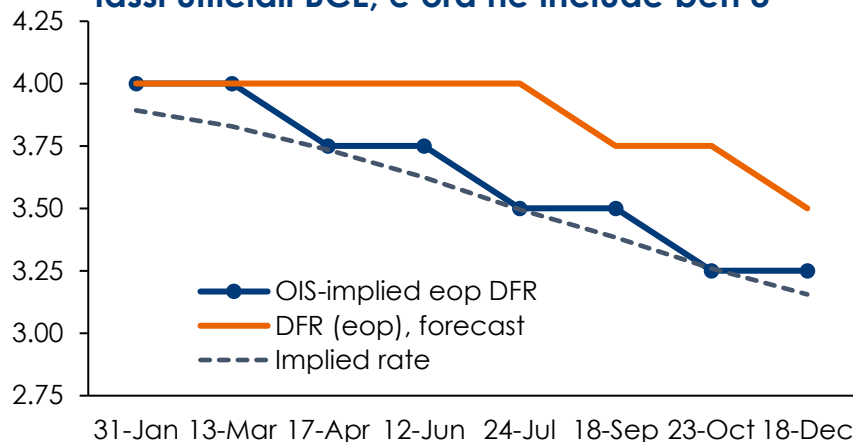


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

BCE: probabilmente raggiunto il picco dei tassi ufficiali

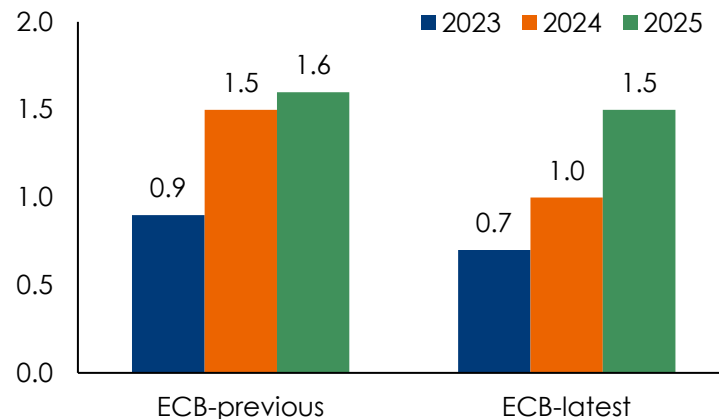
La BCE ha segnalato che mantenere il DFR al 4% **abbastanza a lungo** potrebbe essere sufficiente a conseguire l'obiettivo di inflazione nel 2025. Un nuovo rialzo è possibile in caso di andamento sfavorevole dei dati (riaccelerazione del PIL più intensa, o dati di inflazione più forti del previsto). Taglio possibile soltanto con netto calo delle previsioni di inflazione (e riduzione inflazione osservata).

Il mercato sconta in aprile il primo taglio dei tassi ufficiali BCE, e ora ne include ben 3



Nota: la linea arancione corrisponde alle previsioni Intesa Sanpaolo; il DFR implicito è calcolato assumendo spread invariato rispetto a ESTR e arrotondando ai 25pb più vicini.
Fonte: Intesa Sanpaolo, Refinitiv

La BCE si attende una significativa riaccelerazione della crescita già nel 2024



Fonte: BCE e stime Intesa Sanpaolo

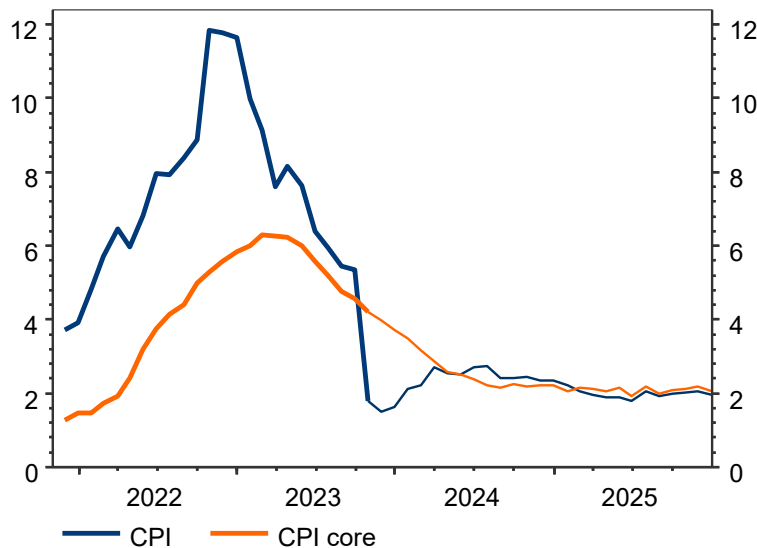
Agenda

1 La situazione economica internazionale

2 L'economia italiana

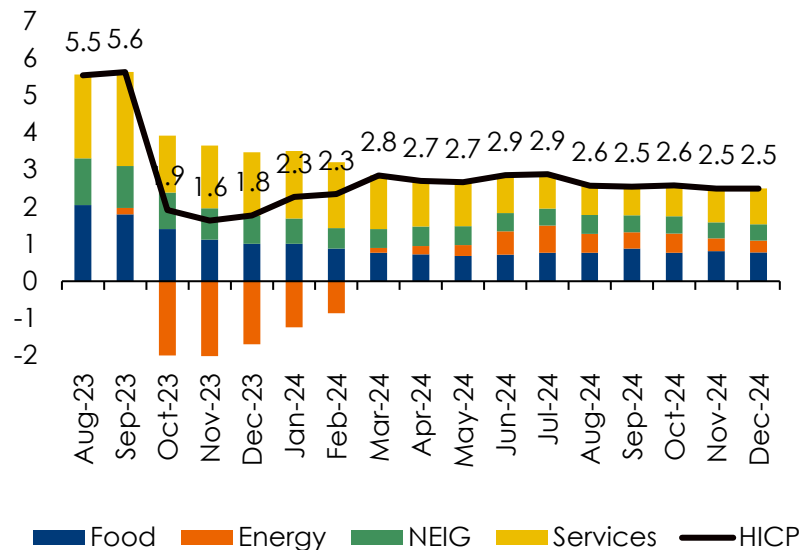
Inflazione in netto calo a ottobre

Gli effetti base sull'energia hanno causato un brusco calo dell'inflazione annua a ottobre...



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

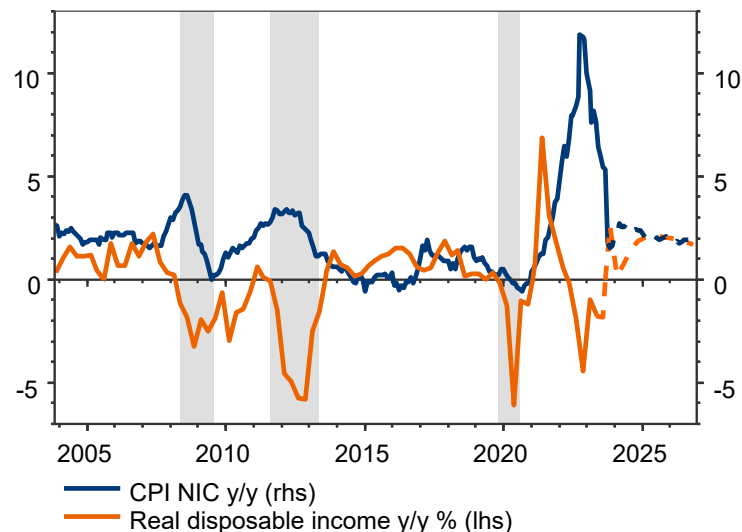
... ma la discesa successiva sarà più irregolare



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

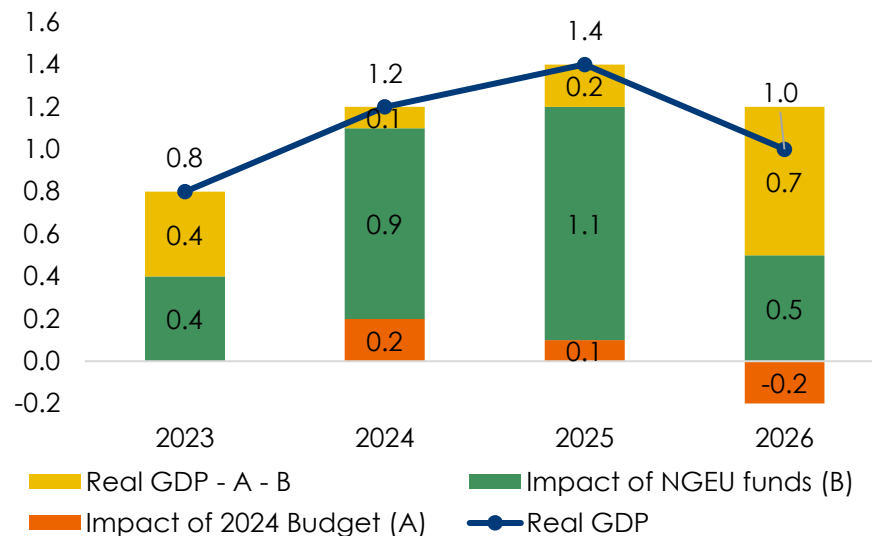
Il recupero di potere d'acquisto delle famiglie e il PNRR sosterranno la ripresa nel 2024

Il potere d'acquisto delle famiglie torna a crescere su base annua a partire dal trimestre in corso



Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

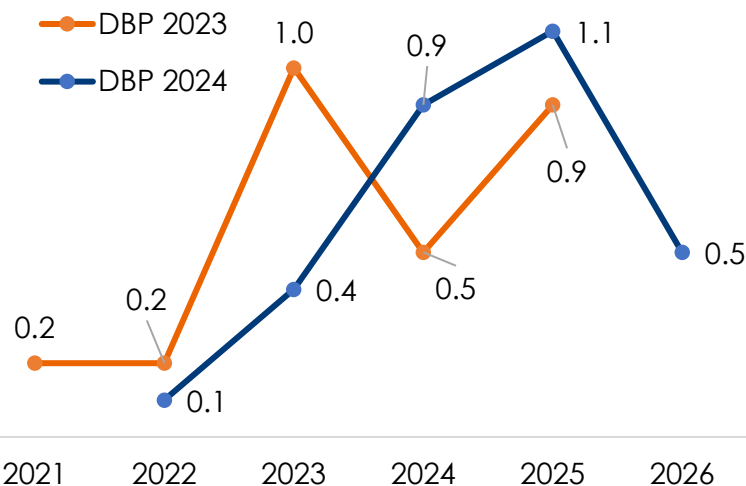
La politica fiscale resta espansiva: una forte spinta alla crescita verrà dal PNRR



Fonte: Documento Programmatico di Bilancio 2024

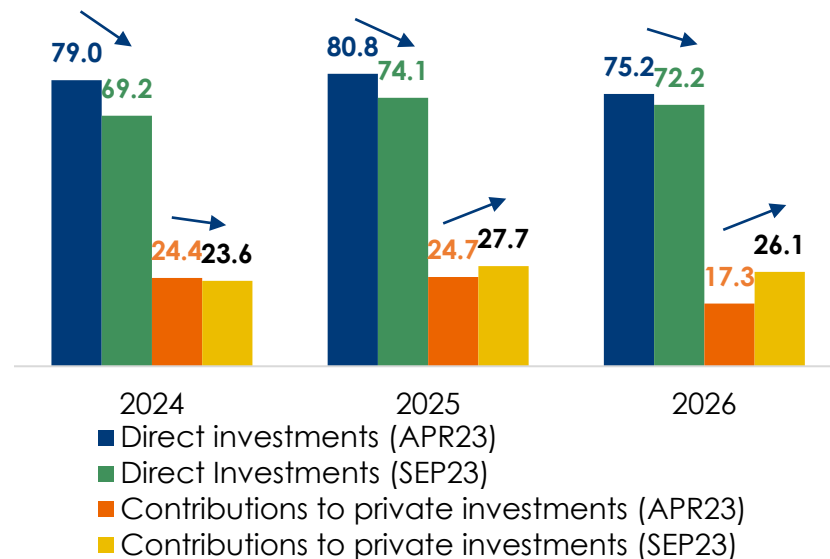
PNRR: rinvio dell'attuazione degli interventi e più contributi agli investimenti

Il governo nel DBP 2024 ha rivisto al ribasso la stima sull'impatto del PNRR sul PIL nel 2023, e al rialzo quella sul 2024
(impatto sulla crescita % a/a del PIL)



Fonte: Governo italiano, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il Governo ha tagliato la stima sugli investimenti pubblici per il triennio 2024-26, alzando invece quella sui contributi agli investimenti privati nel 2025-26



Il Governo ha optato per una manovra espansiva...

Misure discrezionali incluse nel Documento Programmatico di Bilancio (impatto sull'indebitamento netto della PA)

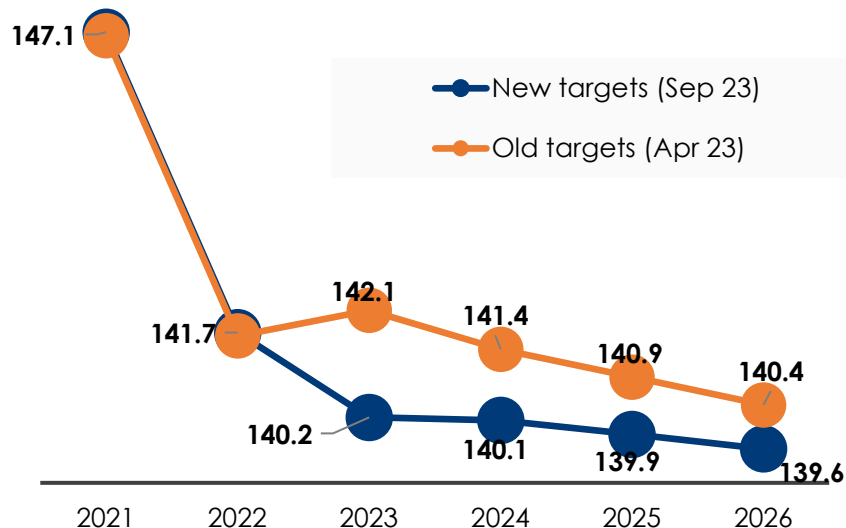
	Effetti finanziari cumulati (% PIL)				Effetti finanziari cumulati (mld)			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
INTERVENTI								
Misure per ridurre il cuneo fiscale	0.000	-0.491	-0.015	0.000	0.000	-10.484	0.046	0.388
Riforma fiscale	0.000	-0.200	-0.217	-0.122	0.000	-4.270	-4.646	-2.479
Supporto alle imprese	-0.004	-0.107	0.000	-0.001	-0.082	-2.281	0.086	0.063
Politiche invariate e ministeri	0.000	-0.094	-0.053	-0.035	0.000	-2.007	-1.100	-0.689
Politiche per la famiglia	0.015	-0.080	-0.047	-0.051	0.308	-1.721	-0.991	-1.082
Sanità	0.000	-0.080	-0.113	-0.114	0.000	-1.708	-2.438	-2.461
Pubblico impiego	-0.051	-0.072	-0.116	-0.112	-1.046	-1.494	-2.468	-2.376
Sostegno agli investimenti pubblici	-0.005	-0.040	-0.054	-0.084	-0.103	-0.850	-1.160	-1.844
Altre spese/interventi	-0.013	-0.040	-0.046	-0.045	-0.267	-0.843	-0.976	-0.953
Interventi a livello locale	-0.046	-0.040	-0.038	-0.937	-0.943	-0.815	-0.771	-0.634
Misure per affrontare la crisi ucraina	-0.009	-0.024	-0.012	-0.012	-0.185	-0.505	-0.239	-0.239
Interventi per calamità naturali	0.000	-0.016	-0.020	-0.017	0.000	-0.342	-0.430	-0.362
Immigrazione e sicurezza	-0.001	-0.015	-0.013	-0.013	-0.021	-0.319	-0.275	-0.275
Misure per contrastare il caro energia	0.000	-0.009	0.000	0.000	0.000	-0.192	0.007	0.007
Altre entrate/interventi	0.000	-0.005	-0.001	-0.013	0.000	-0.107	-0.018	-0.292
TOTALE INTERVENTI	-0.068	-1.273	-0.707	-0.619	-1.394	-27.124	-14.603	-12.591
COPERTURE								
Revisione e rimodulazione della spesa	0.022	0.110	0.177	0.483	0.451	2.330	3.812	10.794
Pensioni	-0.072	0.055	-0.013	-0.013	-1.476	1.235	-0.269	-0.269
Altre spese/coperture	0.007	0.337	0.067	0.096	0.144	7.190	1.217	1.878
Altre entrate/coperture	0.000	0.070	0.302	0.251	0.000	1.495	6.627	5.463
TOTALE COPERTURE	-0.089	0.532	0.495	0.785	-1.825	11.435	10.616	17.233
TOTALE	-0.157	-0.741	-0.212	0.166	-3.219	-15.689	-3.986	4.638

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2024

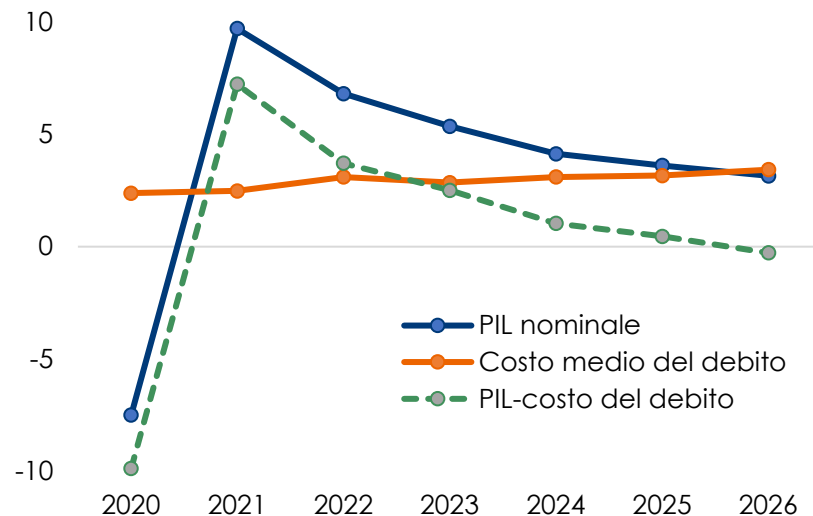
...ma è a rischio la traiettoria discendente del debito

Debito/PIL scende solo dello 0,6% nel 2026 rispetto al 2023, e -1% è dovuto a un obiettivo di **privatizzazioni** che sembra ambizioso.

Tasso di crescita del PIL reale %: scenari recenti del Governo (programmatici e tendenziali)



G-i ancora favorevole, ma meno che nel 2021-23



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Governo italiano

Italia: previsioni macroeconomiche

- Aumentati i **rischi al ribasso sulla crescita**, sia su fine 2023 che per il 2024.
- **Il tasso di disoccupazione dovrebbe rimanere contenuto. L'inflazione è vista calare stabilmente sotto il 2% solo a inizio 2025.**
- L'incertezza sulla crescita nel 2024 è molto alta, con forze che agiscono in direzione opposta: nel 1° semestre dovrebbe prevalere l'impatto della stretta monetaria; nel secondo, il sostegno arriverà dal recupero del potere d'acquisto delle famiglie e dall'accelerazione della spesa finanziata dal PNRR.

	2022	2023p	2024p	2022	2022	2023	2023	2023	2023	2024	2024	2024	2024
				3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi 2015, a/a)	3.9	0.8	1.0	2.6	1.6	2.1	0.3	0.0	0.6	0.1	0.9	1.4	1.4
- var.ne t/t				0.3	-0.2	0.6	-0.4	0.0	0.3	0.1	0.3	0.5	0.4
Consumi delle famiglie	5.0	1.3	0.9	2.5	-1.7	0.6	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
Consumi collettivi	0.7	0.0	0.1	-0.1	0.6	0.3	-0.8	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	0.1
Investimenti fissi	10.1	0.9	0.2	-0.3	1.0	1.0	-1.7	0.1	0.2	0.0	0.1	0.5	0.6
Importazioni	13.1	1.0	2.1	2.1	-2.0	1.0	0.0	-0.2	0.5	0.8	0.7	0.6	0.6
Esportazioni	10.7	0.7	2.5	-0.5	1.8	-1.0	-0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
Commercio estero (contrib., % PIL)	-0.5	-0.1	0.2	-0.8	1.3	-0.7	-0.2	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
Domanda finale interna (contrib., % PIL)	5.1	0.9	0.6	1.4	-0.7	0.6	-0.4	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4
Prezzi al consumo (a/a)	8.2	5.8	2.5	8.4	11.7	8.9	7.4	5.6	1.6	2.3	2.6	2.5	2.4
Disoccupazione (%)	8.1	7.6	7.9	8.0	7.9	7.9	7.6	7.4	7.6	7.8	8.0	7.9	7.8
Reddito disponibile reale	-1.5	-0.5	1.1										
Tasso di risparmio	8.1	6.4	6.6										
Partite correnti (% PIL)	-1.3	1.3	0.8										

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 S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate 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.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo 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