



# Le prospettive al 2025: tassi in discesa, crescita moderata

Gregorio De Felice  
*Chief economist*

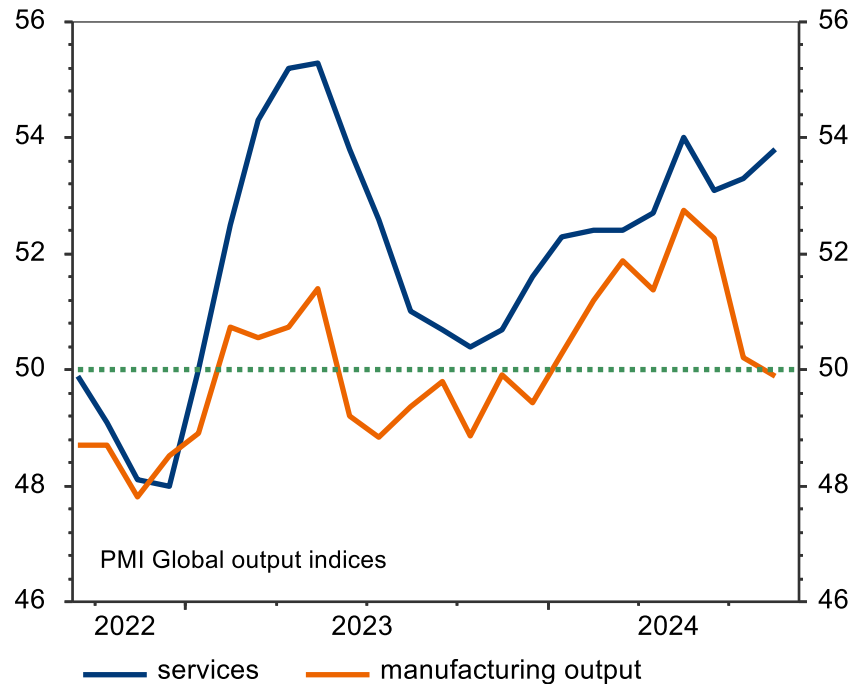
Baveno, 25 settembre 2024

# Le prospettive macroeconomiche globali in breve

- Congiuntura internazionale attualmente caratterizzata da:
  - **andamenti settoriali divergenti** (debolezza dell'industria **manifatturiera**, attività robusta nei **servizi**);
  - prosieguo della fase di **disinflazione** iniziata nel 2023;
  - cambio di direzione delle **politiche monetarie**, in senso **meno restrittivo** (ma non in Giappone, dove la tendenza è opposta);
  - **politiche fiscali troppo accomodanti** rispetto alla situazione ciclica e alle condizioni di sostenibilità in diversi paesi avanzati (tra cui US, Francia, Italia).
- Il rallentamento della crescita economica della **Cina** sta assumendo caratteristiche strutturali.
- Scenario complicato da **diversi fattori di incertezza**: elezioni politiche americane, conflitti (Ucraina, Medio Oriente), de-risking rispetto alla Cina, mutamento degli equilibri politici in Francia, Germania.

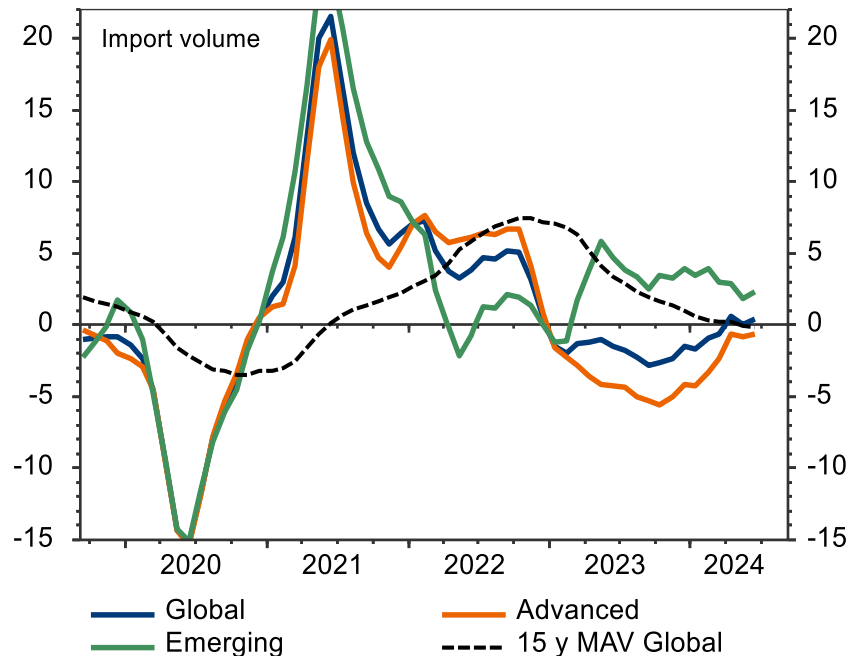
# Industria e commercio globale restano deboli

Permane, e anzi si accentua, la divergenza tra industria e servizi



Fonte: S&P Global

Il commercio globale resta debole, soprattutto per i Paesi avanzati



Fonte: LSEG Datastream

# Previsioni di crescita del PIL al 2026

## Crescita annua del PIL (prezzi costanti)

	2022	2023	2024p	2025p	2026p
<b>Stati Uniti</b>	<b>1.9</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>	<b>1.7</b>	<b>2.1</b>
<b>Area Euro</b>	<b>3.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>
Germania	1.4	-0.1	0.1	0.9	1.5
Francia	2.6	1.1	1.1	1.0	1.4
Italia	4.1	1.0	0.7	1.2	1.0
Spagna	5.8	2.5	2.7	1.9	1.6
<b>OPEC</b>	<b>5.0</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>3.5</b>	<b>3.8</b>
<b>Europa orientale</b>	<b>0.5</b>	<b>2.6</b>	<b>3.1</b>	<b>2.7</b>	<b>2.8</b>
Russia	-1.2	3.6	3.4	1.4	1.5
<b>Turchia</b>	<b>5.7</b>	<b>4.5</b>	<b>3.7</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>
<b>America Latina</b>	<b>4.1</b>	<b>1.9</b>	<b>1.4</b>	<b>2.8</b>	<b>2.7</b>
Brasile	3.1	2.9	1.6	1.9	2.1
<b>Giappone</b>	<b>1.1</b>	<b>1.7</b>	<b>0.0</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>
<b>Cina</b>	<b>3.0</b>	<b>5.2</b>	<b>4.9</b>	<b>4.7</b>	<b>4.6</b>
<b>India</b>	<b>6.5</b>	<b>7.7</b>	<b>6.8</b>	<b>6.5</b>	<b>6.6</b>
<b>Mondo</b>	<b>3.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>

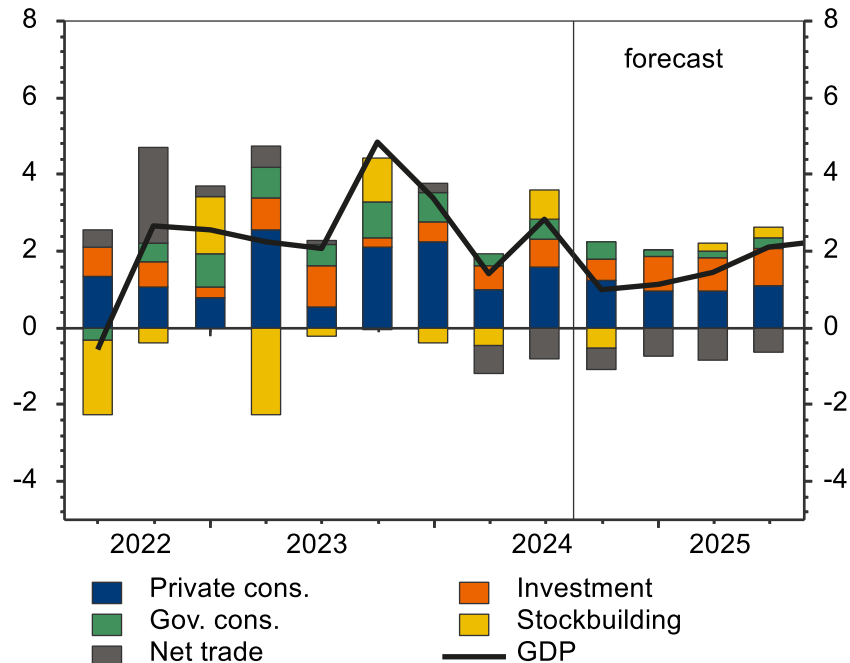
*Nota: aggregato PPA in dollari costanti per OPEC, Europa dell'Est, America Latina, Mondo.*

*Variazione del PIL a prezzi costanti in valuta locale negli altri casi.*

*Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo - Research Department*

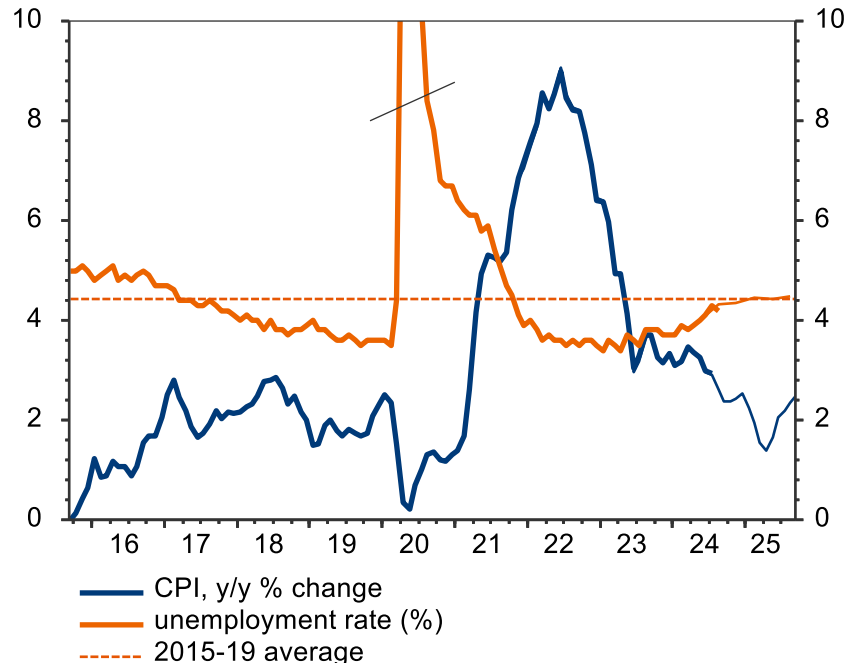
# USA: si intensificano i segnali di rallentamento...

Rallentamento dell'attività economica compatibile con un «soft landing»...



Fonte: BEA e proiezioni di Intesa Sanpaolo

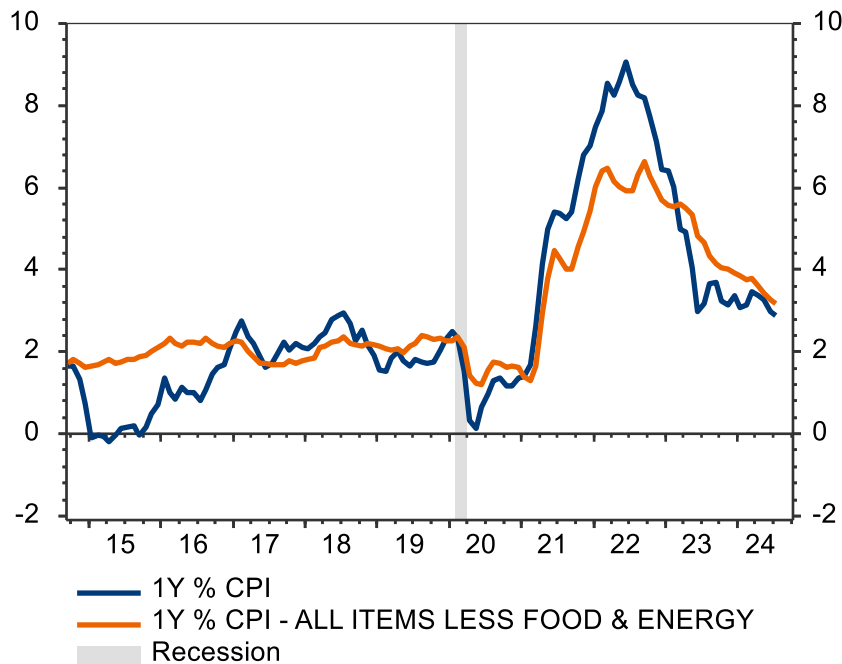
... e con un aumento (graduale) del tasso di disoccupazione



Fonte: BLS e proiezioni di Intesa Sanpaolo

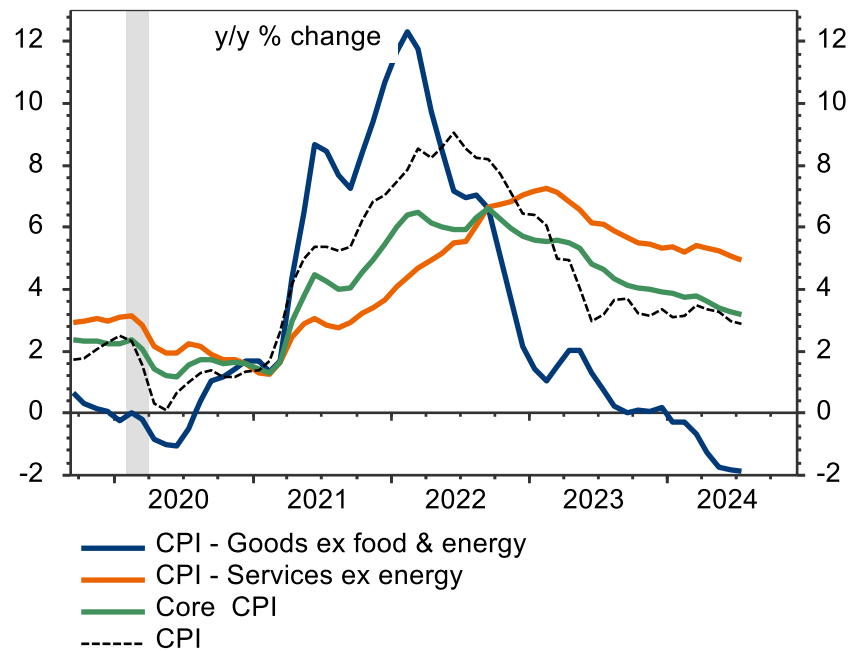
# ...e prosegue il processo disinflazionistico

Torna a calare l'inflazione headline e quella core...



Fonte: BLS

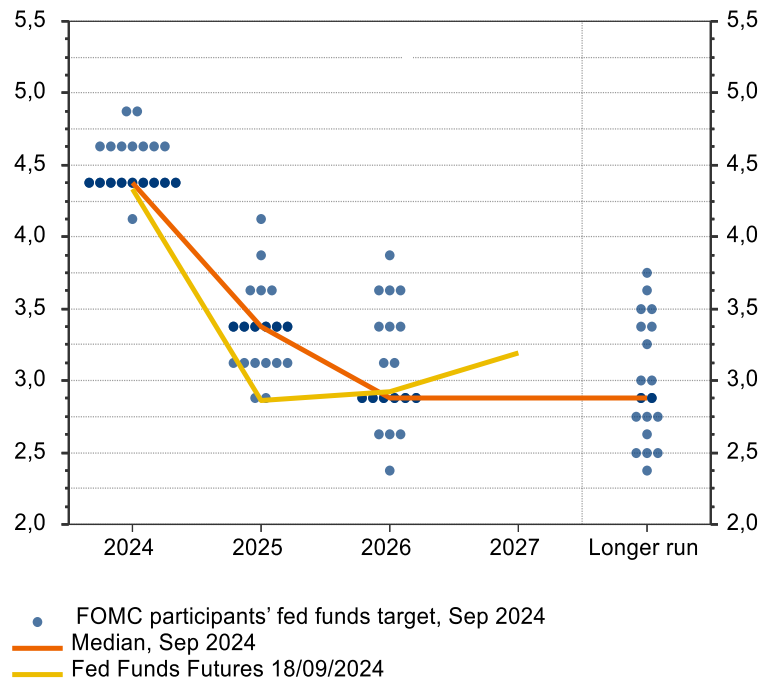
... ma i servizi mantengono una dinamica annua sostenuta



Fonte: BLS

# La Fed ha iniziato il ciclo di tagli con una mossa ampia

Grafico dot plot alla riunione di settembre

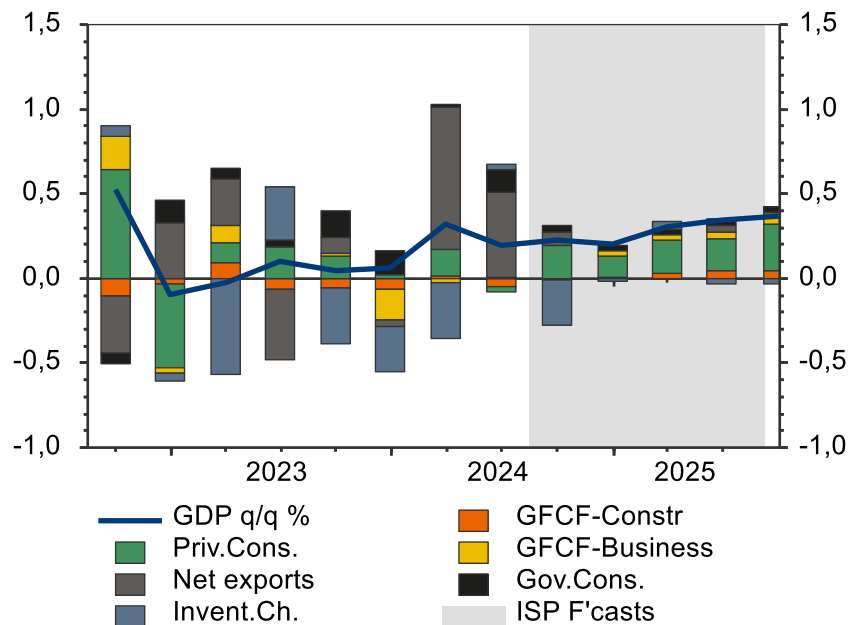


Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

- Il FOMC di settembre si è concluso con una riduzione del tasso sui fed funds di **50 punti base**, a 4,75-5,00%. I cambiamenti nel comunicato e nelle nuove proiezioni economiche riflettono una revisione al ribasso delle valutazioni sul mercato del lavoro e sull'inflazione, mentre la crescita è considerata resiliente.
- Riteniamo che la Fed possa passare a tagli più contenuti nelle prossime riunioni: prevediamo **due tagli dei tassi di 25pb nei meeting di novembre e dicembre, e manteniamo la previsione di tagli complessivi dei tassi di 100pb nel 2025.**

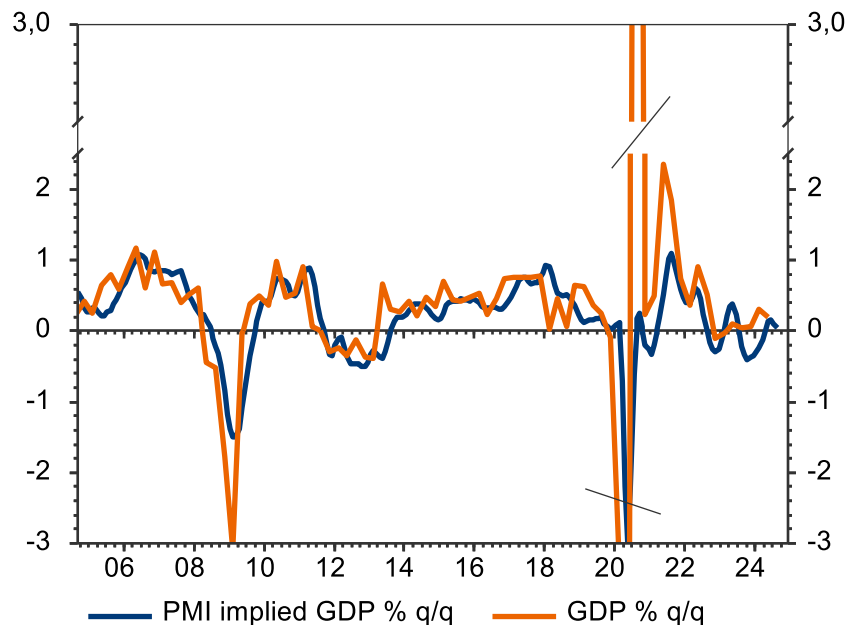
# Eurozona: manca ancora un «cambio di passo»

**PIL rallentato nel 2° trimestre e crescita economica al di sotto del potenziale almeno fino a primavera**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, Eurostat

**Le indagini di fiducia indicano rischi di ribasso a breve termine**

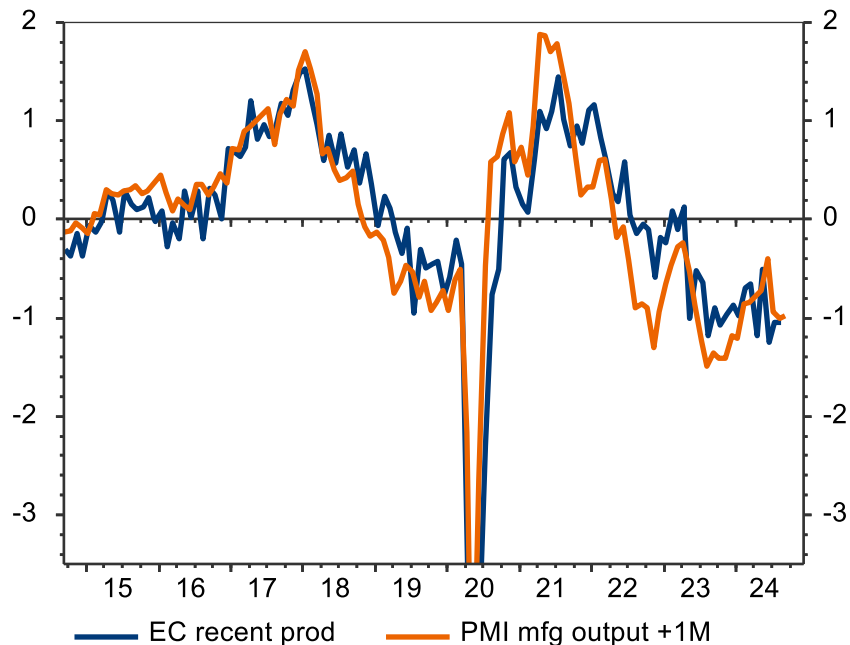


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global



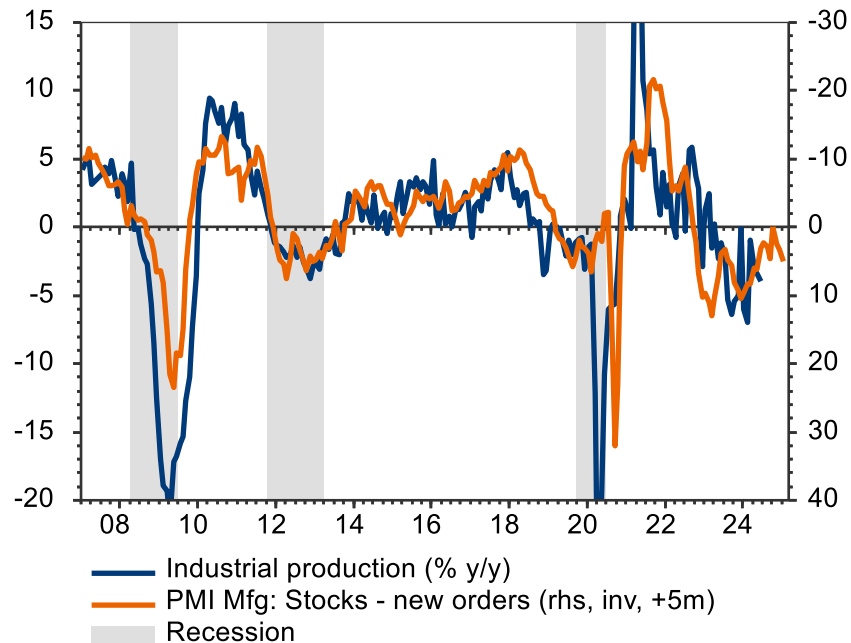
# Industria: non si vede la luce in fondo al tunnel...

Indicazioni per produzione industriale  
ancora debole nel breve termine



Nota: indici standardizzati. Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione UE DG Ecofin, S&P Global

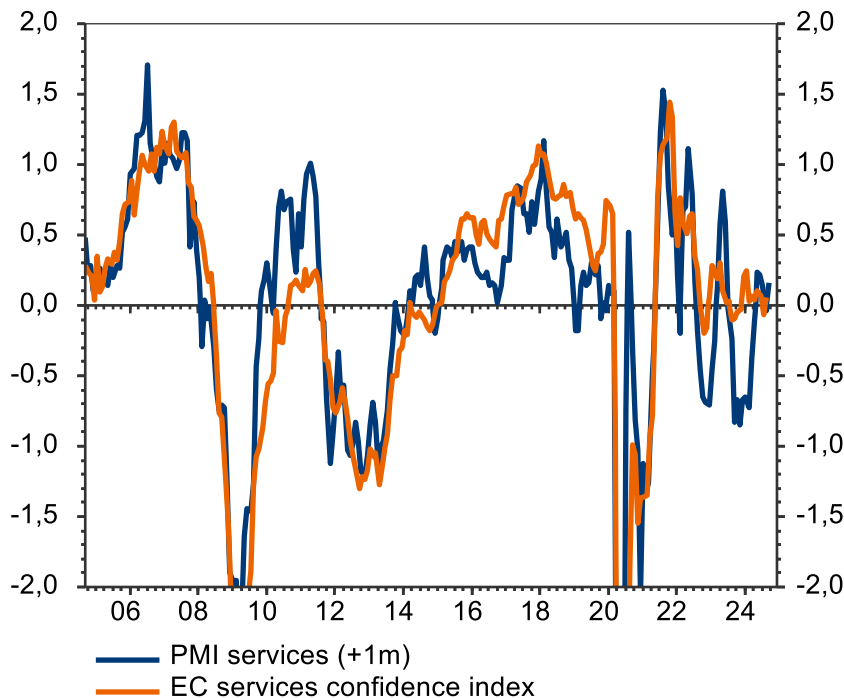
Da scorte e ordini indicazioni per  
una ripresa non prima del 2025



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

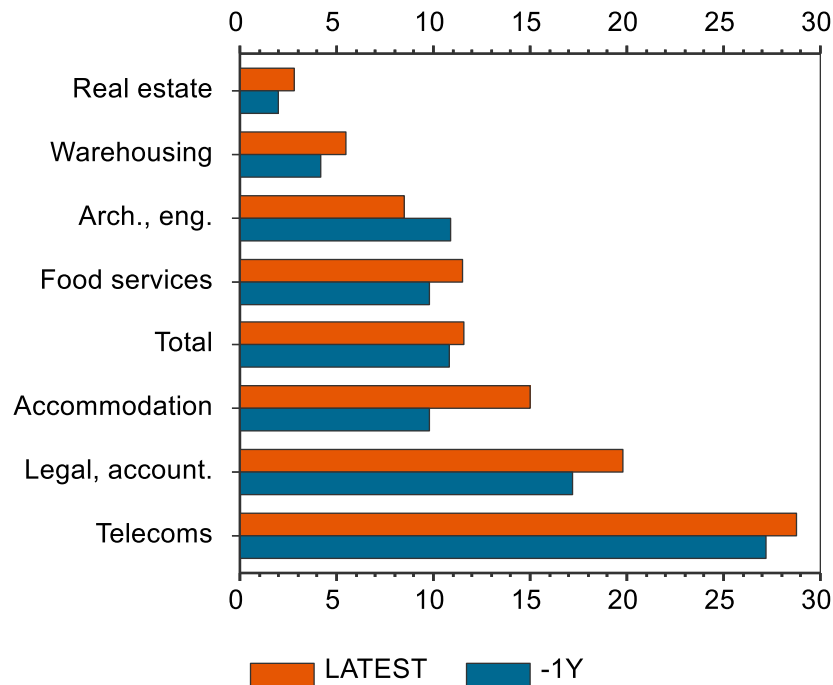
# ...mentre tengono meglio i servizi

I servizi hanno perso slancio negli ultimi tempi, ma sono ancora in espansione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione UE DG Ecofin, S&P Global

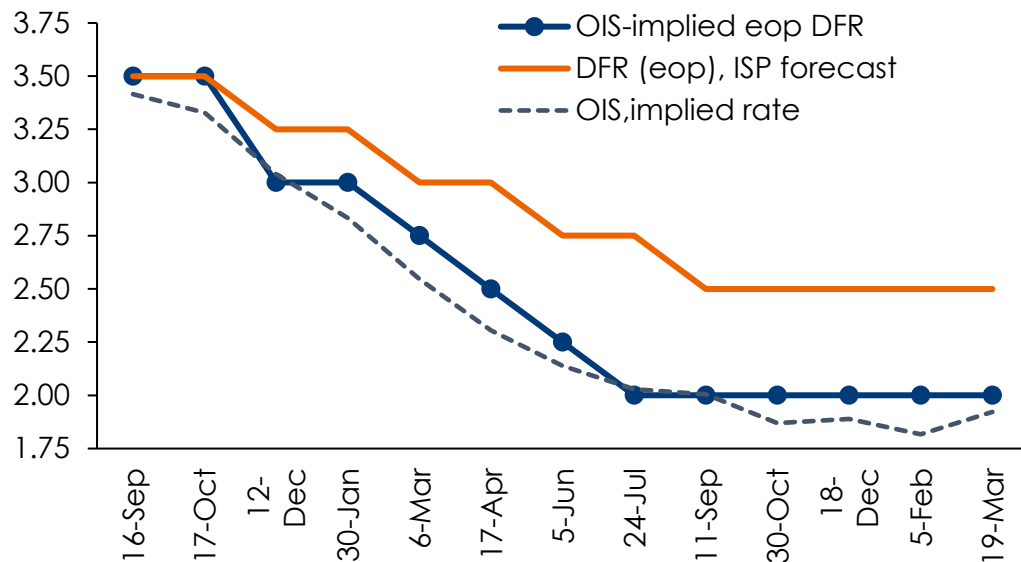
Indagine della Commissione UE: domanda prevista per settore



Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea DG Ecofin

# La fase di allentamento della BCE sarà cauta, ma potrebbe accelerare a fronte di dati ancora deludenti

Previsione ISP: 75pb di tagli complessivi nel 2024.  
Manteniamo una visione cauta sul 2025



Nota: il DFR implicito è stimato ipotizzando uno spread ESTR invariato, con arrotondamento ai 25 punti base più vicini.

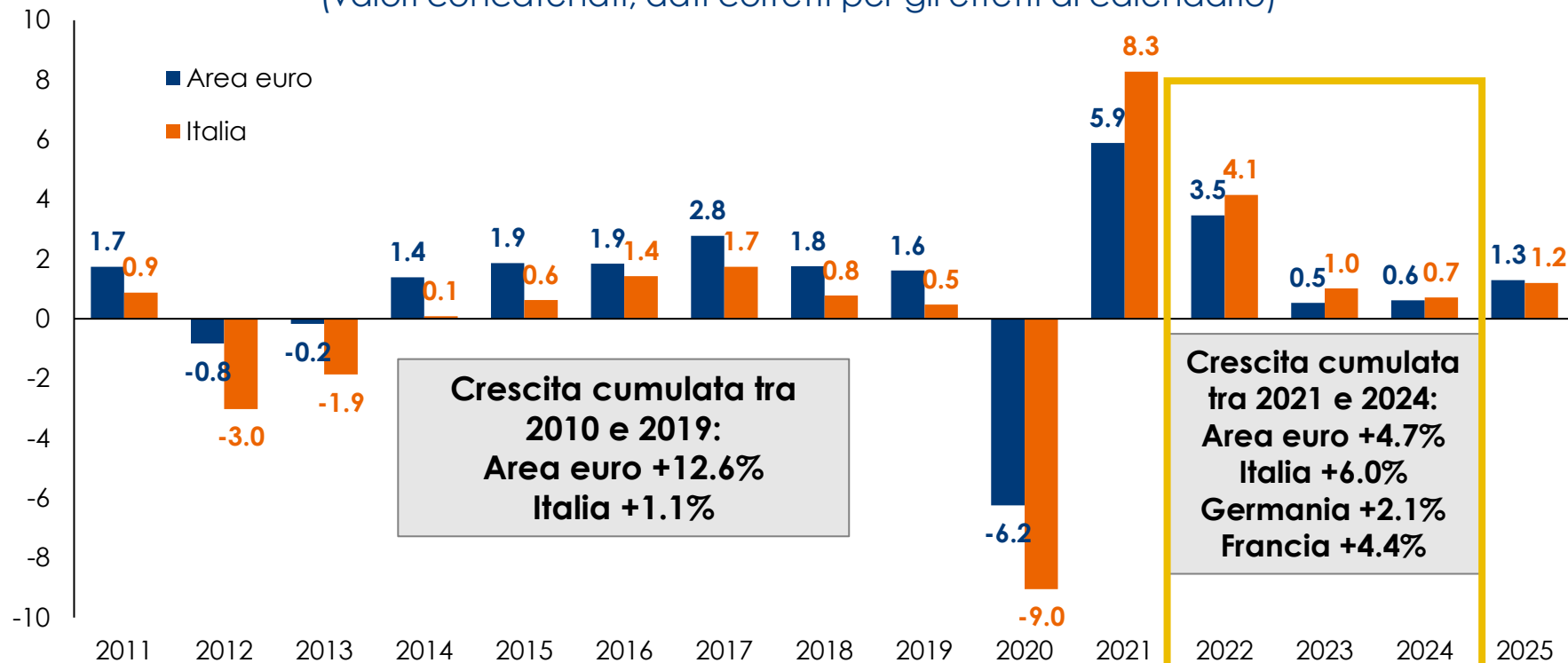
Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG: Intesa Sanpaolo, LSEG

- Dopo i tagli da 25pb di giugno e settembre, il ritmo dell'allentamento dei tassi rimarrà graduale, con movimenti di **25pb a trimestre**.
- La velocità delle riduzioni dei tassi potrebbe accelerare se l'attività economica continuasse a essere più debole delle attese.

# Italia non più fanalino di coda nella UE

## Evoluzione annua del PIL a confronto

(valori concatenati; dati corretti per gli effetti di calendario)

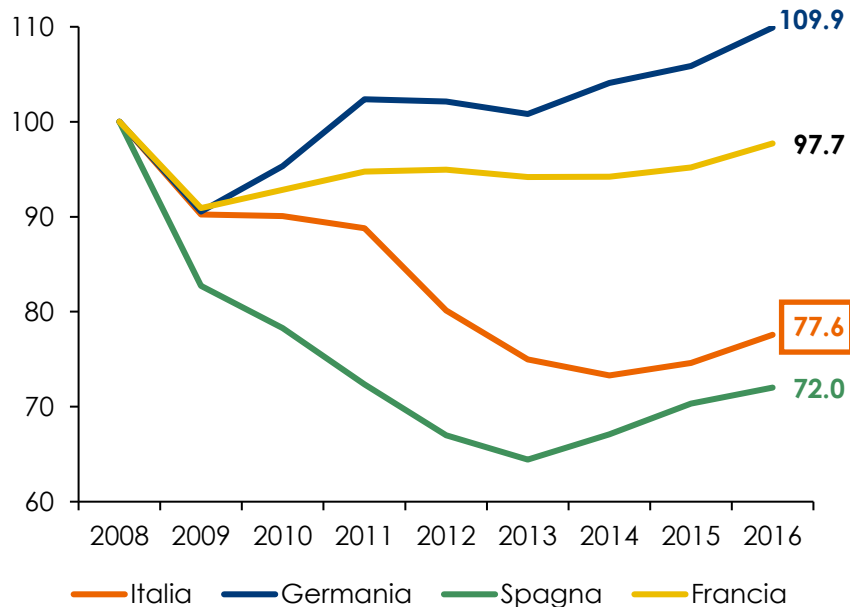


Fonte: Eurostat; proiezioni 2024-2025 Intesa Sanpaolo

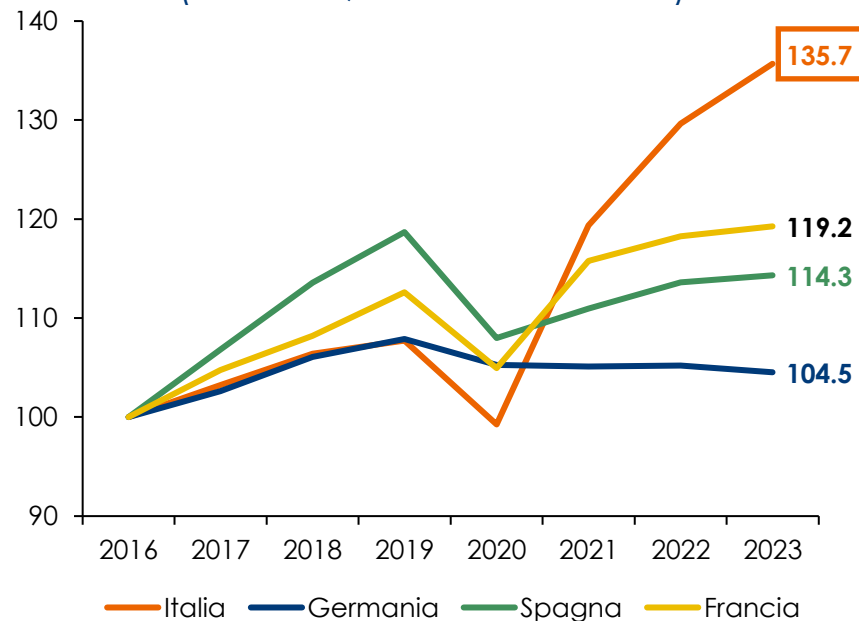
# Investimenti: qualcosa è cambiato...

**Italia:** dal 2016 al 2023 **+35,7%** vs **+4,5% della Germania** con un forte (ma non completo) recupero del ritardo accumulato. Dal 2008 al 2023: Italia +5,3%, Germania +14,9%.

**Investimenti FINO AL 2016**  
(2008=100; valori concatenati)



**Investimenti DOPO IL 2016**  
(2016=100; valori concatenati)

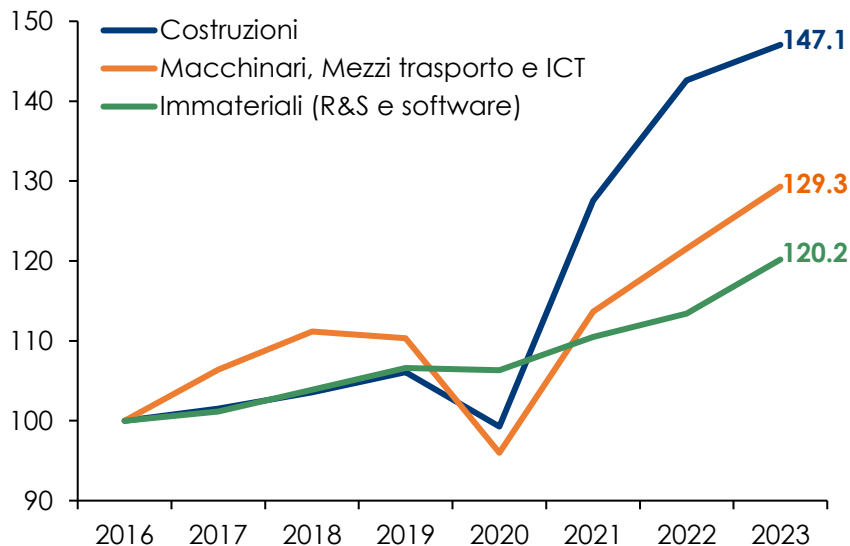


Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

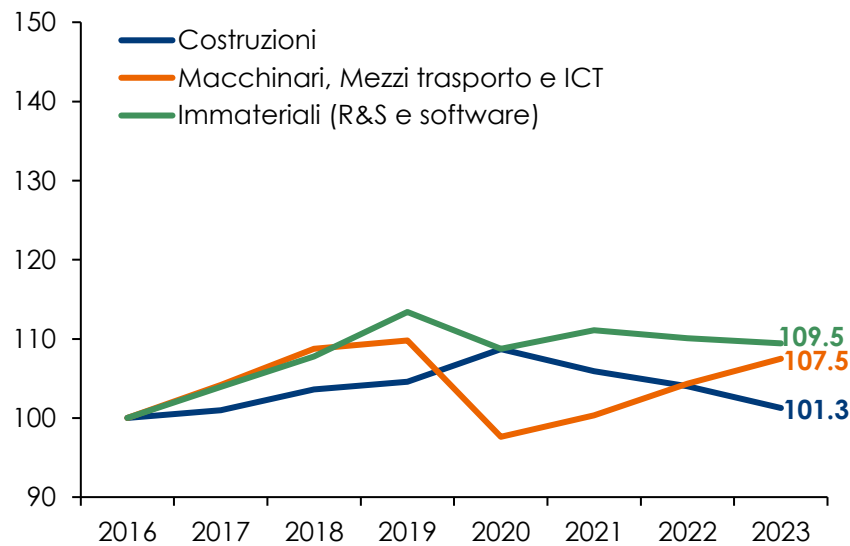
# ...Italia e Germania a confronto

Da **Industria 4.0** (dal 2017) e **Superbonus** (dal 2021) la spinta agli investimenti italiani. Incidenza sul PIL degli investimenti italiani in macchinari, mezzi di trasporto e ICT salita a 7,4% nel biennio 2022-23 (6,6% in Germania e 5,4% in Francia).

**Investimenti – ITALIA**  
(2016=100; valori concatenati)

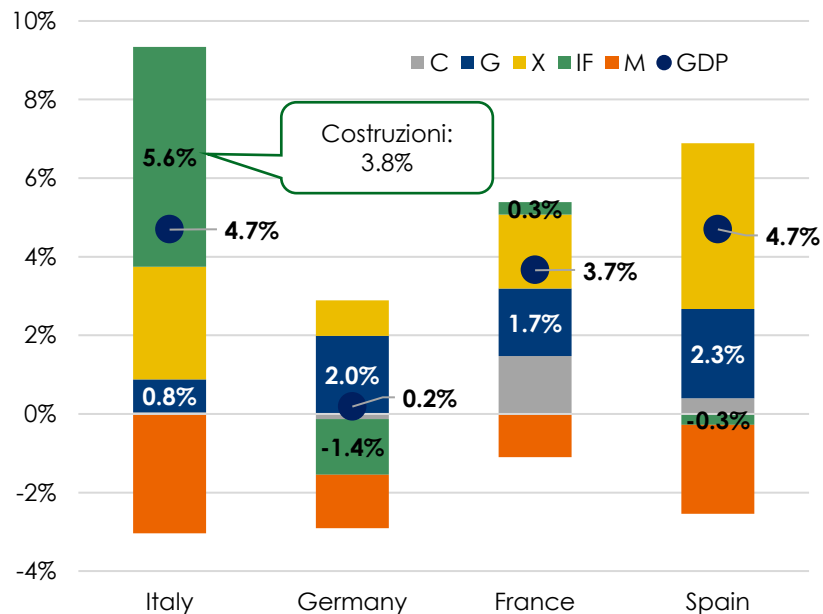


**Investimenti – GERMANIA**  
(2016=100; valori concatenati)

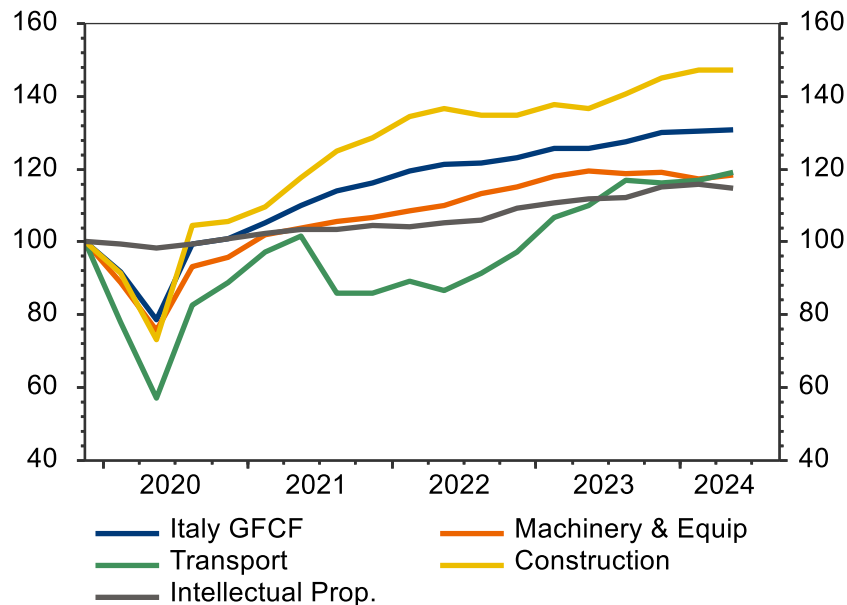


# La recente buona performance dell'Italia è trainata da domanda estera e spesa in conto capitale

Crescita del PIL per componente della domanda (2019Q4 - 2024Q2)



Le costruzioni fanno la parte del leone, ma anche le altre componenti degli investimenti sono già ben al di sopra dei livelli pre-Covid

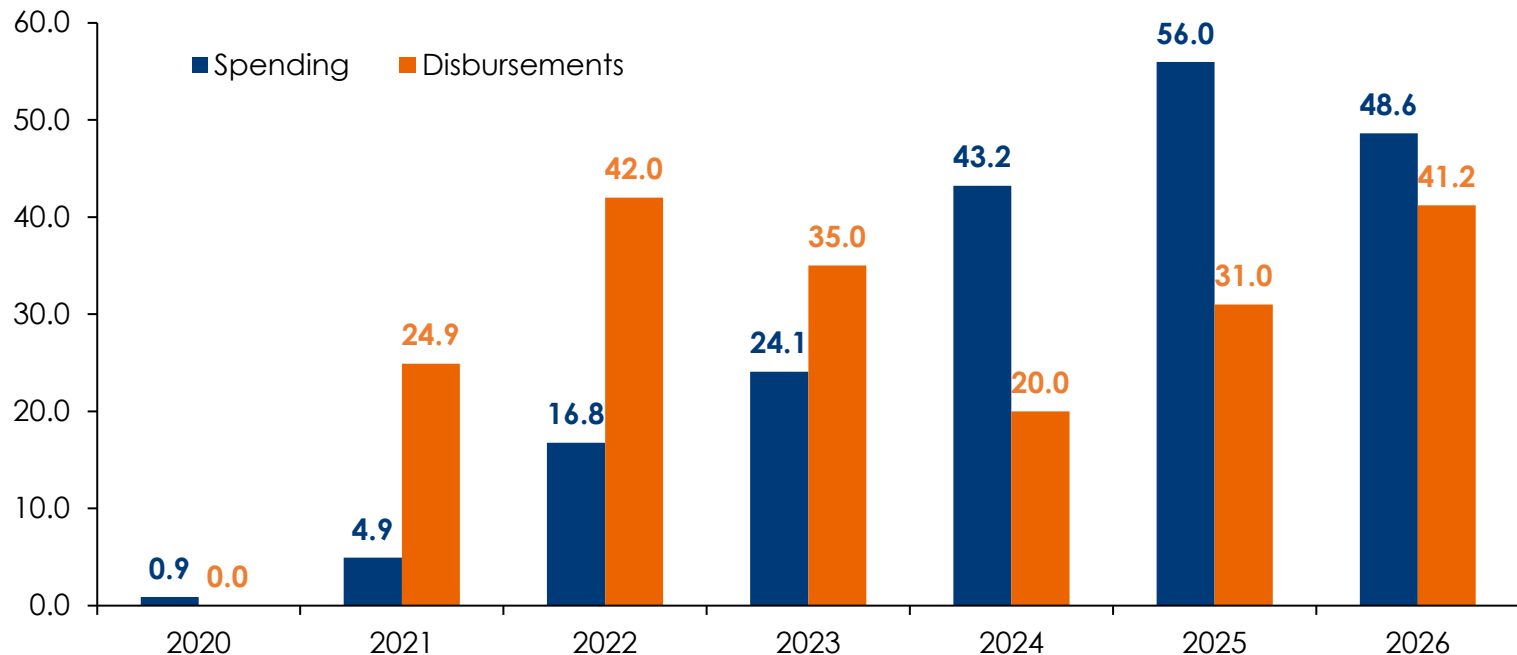


Fonte: Eurostat. Nota: 2019Q4=100, prezzi costanti

Fonte: Istat. Nota: 2019Q4=100, prezzi costanti

# Necessaria un'accelerazione della spesa del PNRR

**Già ricevuto quasi il 60% delle risorse; spesa effettiva finora pari al 26% del totale;  
spesa totale nel 1° semestre 2024 pari a soli 9,4 miliardi**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Corte dei Conti, ReGiS



# PNRR: chiesto il pagamento della sesta rata

	Deadline	Milestones & targets	Gross grants (EUR Bn)	Gross loans (EUR Bn)	Total gross (EUR Bn)	Total net payments
<b>Pre-financing</b>						24.9
<b>I</b>	Dec 2021	51	11.5	12.6	24.1	21.0
<b>II</b>	Jun 2021	45	11.5	12.6	24.1	21.0
<b>III</b>	Dec 2022	54	11.5	9.8	21.3	18.5
<b>IV</b>	Jun 2023	28	2.3	16.6	18.9	16.5
<b>Pre-financing REPowerEU</b>						0.5
<b>V</b>	Dec 2023	54	3.6	8.6	12.2	11.0
<b>VI</b>	Jun 2024	37	2.3	8.3	10.6	8.5
<b>VII</b>	Dec 2024	69	6.0	16.6	22.6	18.2
<b>VIII</b>	Jun 2025	40	3.4	10.3	13.7	12.8
<b>IX</b>	Dec 2025	67	7.1	7.1	14.2	12.8
<b>X</b>	Jun 2026	173	12.8	19.9	32.7	28.4
<b>TOTAL</b>		<b>618</b>	<b>71.8</b>	<b>122.6</b>	<b>194.4</b>	<b>194.4</b>

Nota: la V rata è stata pagata lo scorso 5 agosto. Fonte: Intesa Sanpaolo

# Permangono ritardi, ma è assegnato l'85% dei fondi

## Avanzamento procedurale e finanziario del Piano per Missione (dati al 30 giugno 2024)

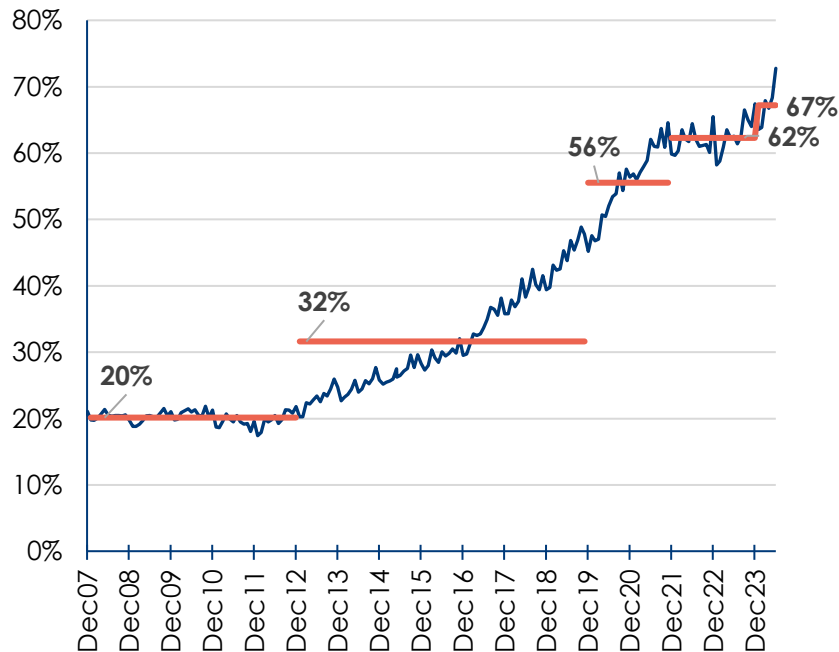
Missione	Importo assegnato (A) [mld €]	interventi attivati (B) [mld €]	Interventi attivati/importo assegnato (B/A)	Spesa sostenuta (C) [mld €]	Spesa su interventi attivati (C/B)
Missione 1	41,34	37,49	91%	18,33	49%
Missione 2	55,53	49,65	89%	16,48	33%
Missione 3	23,35	23,12	99%	6,61	29%
Missione 4	30,49	25,58	84%	6,73	26%
Missione 5	16,92	14,17	84%	1,39	10%
Missione 6	15,63	14,78	95%	1,82	12%
Missione 7	11,18	0,00	0%		0%
Totale	194,42	164,79	85%	51,36	31%

Fonte: Governo italiano

- Spesa effettiva al 30 giugno 2024 pari a **51,36** miliardi di euro, cioè solo 9,4 miliardi sopra i livelli di fine 2023 (pari a 42 miliardi).
- Tuttavia, **164,79 miliardi su 194,42 miliardi (l'85% dei fondi) sono assegnati ai soggetti attuatori** (dopo che i progetti da finanziare sono stati individuati con bandi, avvisi, circolari o altri provvedimenti). Delle misure che passano attraverso una gara (132,77 miliardi), sono state **attivate procedure** per 122,04 miliardi (il 92%) e **avviate gare** per 111,62 miliardi (il 91% del totale attivato).

# Più solida posizione finanziaria delle imprese divenute più resilienti ai tassi più elevati

Rapporto tra depositi e prestiti  
alle società non finanziarie (%)

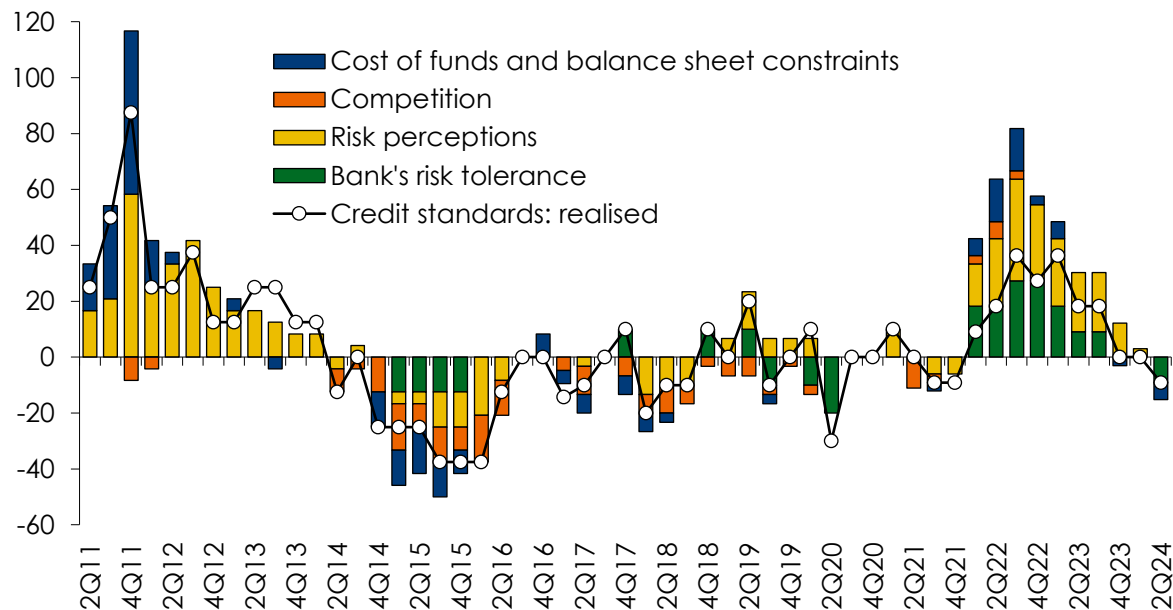


Fonte: Banca d'Italia, Banking Research Intesa Sanpaolo

- **Riduzione della leva finanziaria**, dal **50%** nel 2011 al **34%** nel 2023.
- **Minore dipendenza dal credito bancario**. Dal 2011 al 2023, la quota di debito bancario sul totale dei debiti è scesa dal **66%** al **47%**.
- **Allungamento della durata dei prestiti alle società non finanziarie**, con quelli a medio-lungo pari in media **il 78%** del totale non finanziarie nel 2023, vs il **60%** del 2007.
- **Aumento della liquidità**: depositi pari al **67%** dei prestiti bancari delle società non finanziarie **nel primo semestre 2024**, rispetto al **20%** del periodo 2008-12.

# Svolta nell'offerta di credito alle imprese: leggero allentamento dei criteri nel 2° trimestre 2024

**Cambiamento degli standard applicati ai prestiti alle imprese e importanza relativa dei fattori per i criteri di approvazione dei prestiti e delle linee di credito** (% netta: inasprimento - allentamento)



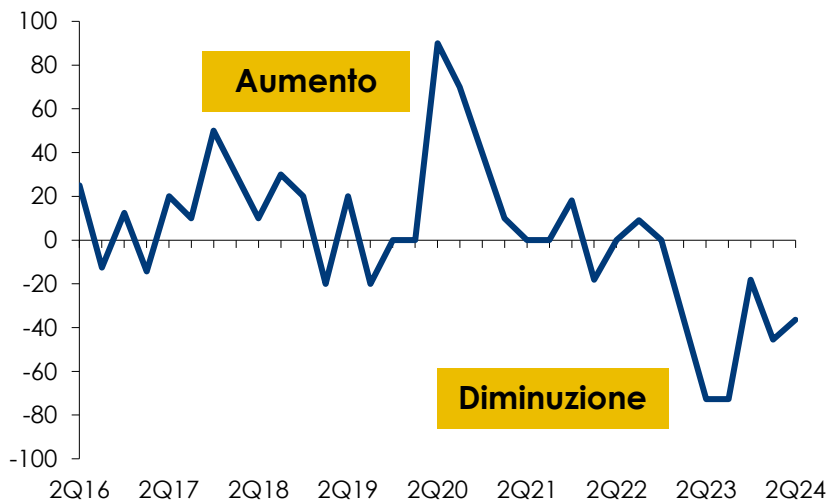
Una propensione al rischio leggermente più alta da parte delle banche, unita ai minori costi di finanziamento e alla maggiore capacità di finanziarsi sul mercato, hanno contribuito al miglioramento delle condizioni di offerta, attuato via riduzione dei tassi.

Fonte: BCE, Indagine sui prestiti bancari nell'area dell'euro (BLS)

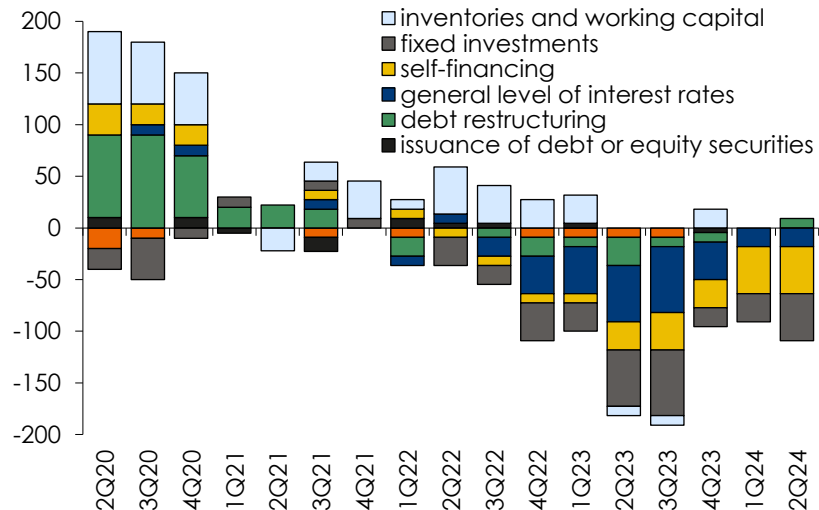
# Nonostante la maggiore disponibilità di credito, domanda da parte delle imprese ancora in calo

Il calo della domanda delle imprese è attribuibile principalmente al ricorso all'autofinanziamento, al rinvio delle decisioni di investimento e, in minor misura, all'aumento dei tassi di interesse.

**Domanda di prestiti e linee di credito da parte delle imprese (% netta: aumento - diminuzione)**



**Fattori di domanda di prestiti e linee di credito da parte delle imprese (% netta)**

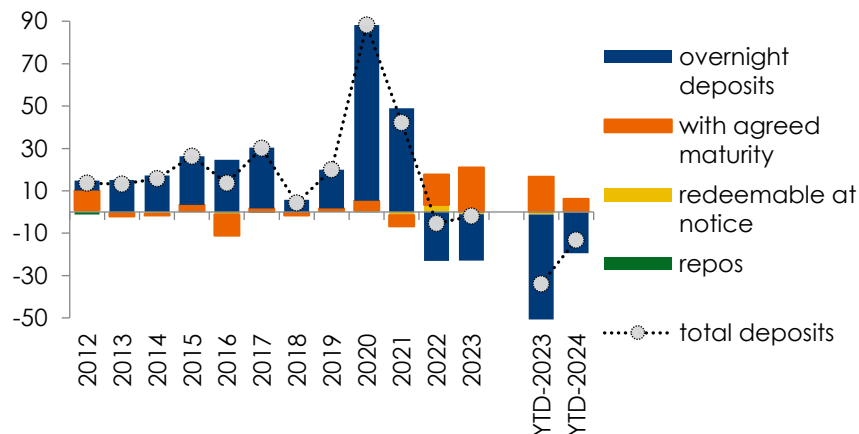


Fonte: BCE, Indagine sui prestiti bancari nell'area dell'euro (BLS)

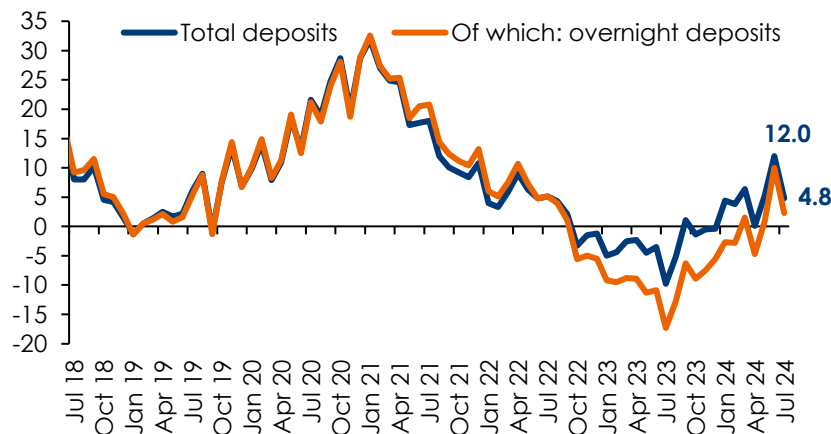
# Depositi imprese in calo di soli 1,9 mld nel 2023 e di nuovo in crescita da inizio 2024

**Depositi delle imprese:** dopo l'incremento di 130 mld nel 2020-21, flusso netto leggermente negativo nel 2022 (-5,4 miliardi). I deflussi sono proseguiti nel 2023, ma **il saldo annuale è stato di soli -1,9 mld. Deflussi più moderati anche nei primi 7 mesi del 2024 (-13 mld contro i -34 mld del 7M23). Crescita dello stock del 4,8% a luglio.**

**Flussi netti verso i depositi delle società non finanziarie, dati annuali e primi 7 mesi 2023-24**  
(miliardi di euro)



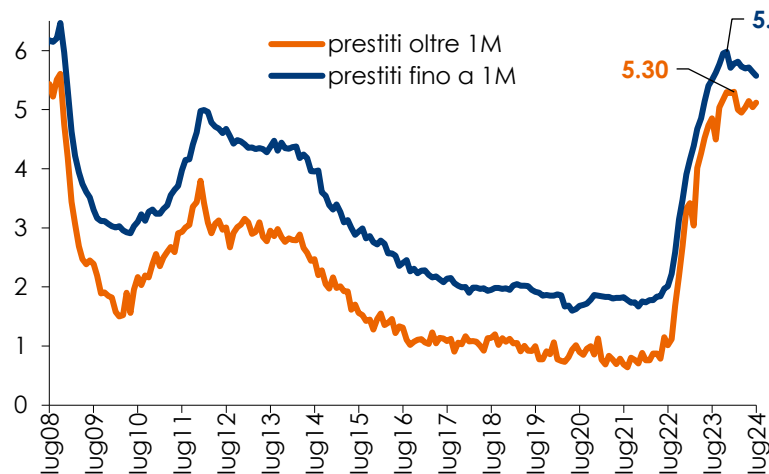
**Andamento dei depositi delle società non-finanziarie italiane**  
(variazione % a/a)



# Prestiti alle imprese ancora molto deboli

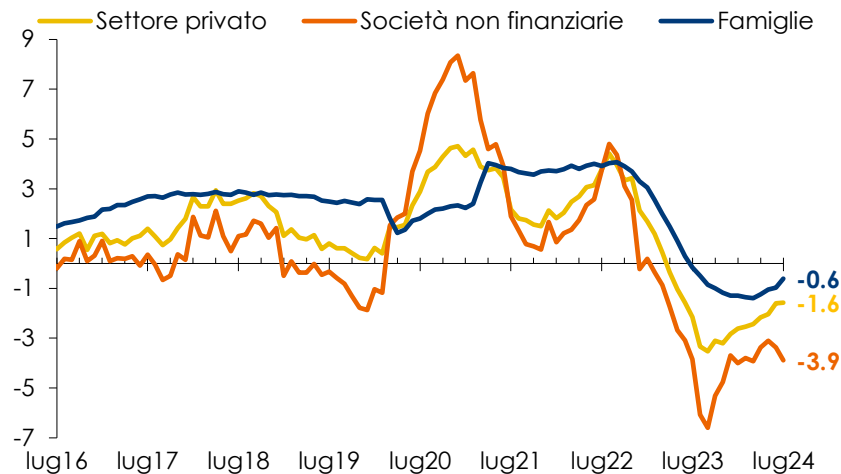
- Tassi sui nuovi prestiti in lieve calo, da 5,30% a fine 2023 su operazioni oltre 1 milione (+4,4 p.p. su fine 2021) a 5,12% a luglio; 5,57% per importi inferiori, da 6% a nov-23.
- Prestiti alle società non finanziarie in riduzione dal 4° trimestre 2022. A luglio, **il calo era ancora significativo (-3,9%)**.

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



Fonte: Banca d'Italia

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



Nota: (\*) dati rettificati per tener conto delle cartolarizzazioni e al netto delle controparti centrali

Fonte: Banca d'Italia

# Le previsioni macro sull'Italia

	2023	2024p	2025p
PIL (prezzi 2015, a/a)	1.0	0.7	1.2
Consumi delle famiglie	1.2	0.2	1.4
Consumi collettivi	1.2	0.1	0.2
Investimenti fissi	4.9	2.7	1.0
Importazioni	-0.2	-4.2	1.6
Esportazioni	0.5	-0.4	1.6
Commercio estero (contrib., % PIL)	0.2	1.2	0.0
Domanda finale interna (contrib., % PIL)	2.0	0.7	1.1
Prezzi al consumo (a/a)	5.6	1.1	1.8
Disoccupazione (%)	7.7	6.8	7.0
Reddito disponibile reale	-0.5	2.6	1.4
Tasso di risparmio	6.3	8.5	8.5
Partite correnti (% PIL)	0.5	1.4	1.1

Fonte: Intesa Sanpaolo Research Department

- **La crescita acquisita nel 2024 è ora pari allo 0,6%: la nostra attuale previsione (0,7%) è conservativa.** Siamo cauti perché l'industria è ancora in recessione e le costruzioni stanno iniziando a risentire del minor supporto dal Superbonus..
- **I fattori di ripresa sono l'aumento del reddito disponibile reale delle famiglie e l'accelerazione delle spese finanziate dal PNRR, mentre qualche dubbio in più riguarda il recupero del commercio internazionale.**



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### **Incentivi relativi alla ricerca**

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

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

### **Metodologia di distribuzione**

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

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

### **Metodologia di valutazione**

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

### **Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse**

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesaspanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

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

Intesa Sanpaolo agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

**A cura di:**

Gregorio De Felice, *Chief Economist, Intesa Sanpaolo*