



# Prime valutazioni dell'impatto della crisi ucraina sull'economia del Lazio

Gregorio De Felice  
*Chief Economist*

Roma, 22 marzo 2022

# Rischi geopolitici sulla ripresa (1/2)

- **La guerra tra Russia e Ucraina avrà un impatto differenziato a livello geografico.**
- Lo scenario dipende fortemente dalle assunzioni sui prezzi energetici. In seguito, ipotizziamo un prezzo del petrolio in media pari a 107 dollari per il 2022 e a 90 dollari per il 2023 e un prezzo del gas (TTF) in Europa intorno ai 100 euro.
- **Crescita globale al 3,7%**, contro il 4,3% previsto a dicembre.
- **Commercio mondiale: 3,4%**, contro 5,3%.
- Entrambe le revisioni sono dovute per circa la metà alla guerra russo-ucraina. Strozature delle filiere produttive sono ancora rilevanti, con rischi legati a politica zero COVID in Cina.
- **Stati Uniti:** rallentamento al **3,4%** (5,7% nel 2021) soltanto in piccola parte dovuto alla guerra russo-ucraina. Più rilevanti inflazione (6,8%) e maggiore aumento dei tassi da parte della Fed. Punto di arrivo previsto: 3% entro il 2023.
- **Cina:** crescita poco superiore al 5%.

## Rischi geopolitici sulla ripresa (2/2)

- **Eurozona:** rischio di **pesanti ripercussioni sull'economia**, fortemente dipendente dalle forniture russe di gas naturale. L'**effetto potrà far scendere la crescita media al 3% per quest'anno** e prolungarsi al 2023 nel caso di proseguimento delle tensioni. Inflazione media annua al 6.3% nel 2022 e poi in calo al 2.5% nel 2023.
- Lo scenario include un primo aumento dei tassi ufficiali **BCE a fine ottobre/metà dicembre**. Chiusura del programma di acquisti netti a settembre. Punto di arrivo per i tassi all'1% (DFR) entro metà 2024.
- **Italia:** crescita del PIL prevista al **3,0%** nel 2022 e poi a **1,6%** nel 2023. Inflazione al **6,2%** nel 2022 e al **2,5%** il prossimo anno.

# Le nuove proiezioni di crescita

## Crescita del PIL a prezzi costanti (a/a, %)

	2019	2020	2021p	2022p	2023p
<b>Stati Uniti</b>	<b>2.3</b>	<b>-3.4</b>	<b>5.7</b>	<b>3.4</b>	<b>2.3</b>
<b>Area Euro</b>	<b>1.6</b>	<b>-6.5</b>	<b>5.3</b>	<b>3.0</b>	<b>2.4</b>
Germania	1.1	-4.9	2.9	2.4	3.0
Francia	1.8	-8.0	7.0	3.3	2.0
Italia	0.5	-9.1	6.6	3.0	1.6
Spagna	2.1	-10.8	5.0	4.4	3.7
<b>OPEC</b>	<b>-1.6</b>	<b>-5.1</b>	<b>4.0</b>	<b>4.2</b>	<b>3.7</b>
<b>Europa orientale</b>	<b>3.1</b>	<b>-2.9</b>	<b>4.6</b>	<b>-0.2</b>	<b>1.2</b>
<b>America Latina</b>	<b>1.2</b>	<b>-6.3</b>	<b>7.6</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>
<b>Giappone</b>	<b>-0.2</b>	<b>-4.5</b>	<b>1.7</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>
<b>Cina</b>	<b>6.0</b>	<b>2.2</b>	<b>8.1</b>	<b>5.2</b>	<b>5.4</b>
<b>India</b>	4.5	-6.5	8.1	7.0	6.5
<b>Mondo</b>	<b>2.8</b>	<b>-3.2</b>	<b>6.0</b>	<b>3.7</b>	<b>3.6</b>

Fonte: Intesa Sanpaolo. Aggregato in US\$ (cambi PPP) per OPEC, Europa Orientale, America Latina, Mondo; a prezzi costanti e moneta locale negli altri casi.

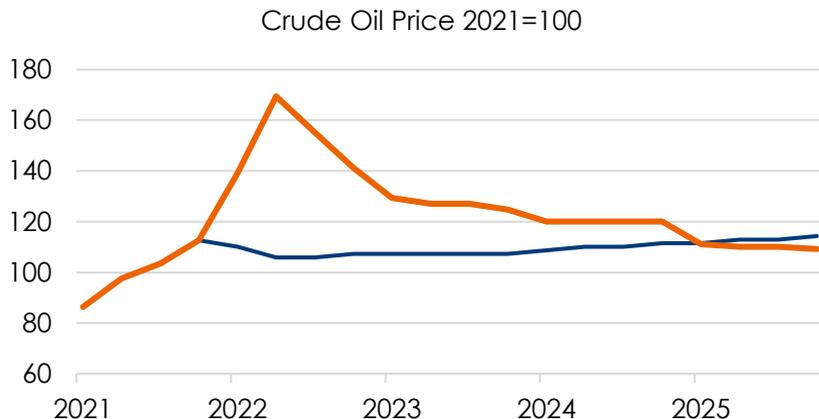
# Quale impatto della guerra russo-ucraina?

- L'intensità dell'impatto sui settori dell'invasione russa in Ucraina dipenderà in maniera significativa dalla **durata del conflitto** e dalle **controreazioni russe** alle sanzioni fin qui imposte.
- I principali canali attraverso cui si trasmette l'impatto sono:
  - Incremento di costi e riduzione dei margini dagli elevati **prezzi dell'energia**;
  - **interruzione delle forniture** delle commodity energetiche e non energetiche in arrivo da Russia e Ucraina;
  - riduzione significativa, fino ad eventuale blocco, delle **esportazioni** verso **Russia e Ucraina**; riduzione della mobilità dei cittadini russi;
  - congelamento degli **asset** detenuti in **Russia** e danneggiamento o distruzione degli **asset** detenuti in **Ucraina**.

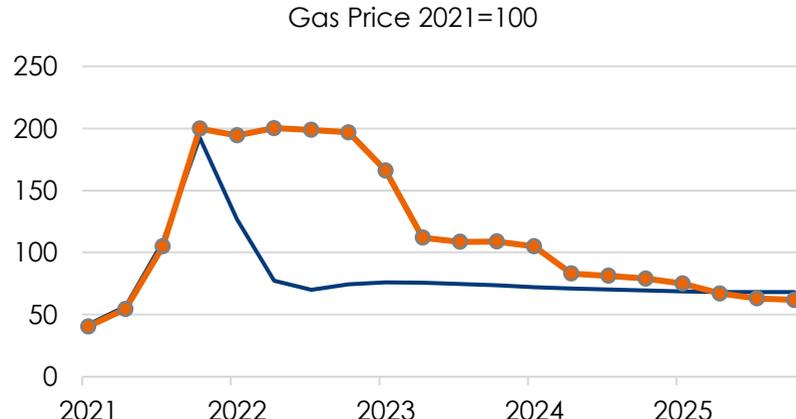
# 1. Le ipotesi sui prezzi dell'energia

Lo scenario si basa sull'ipotesi di **prezzi del gas naturale** circa doppi rispetto alla media 2021 fino all'inizio del 2023. Tali livelli dovrebbero essere associati a una **riduzione significativa della produzione nei settori energivori** o dipendenti dall'input del gas, in assenza di compensazioni. Riteniamo che lo **shock sul petrolio** sarà meno persistente e più contenuto.

## Ipotesi sul prezzo del petrolio



## Ipotesi sul prezzo del gas naturale in Europa



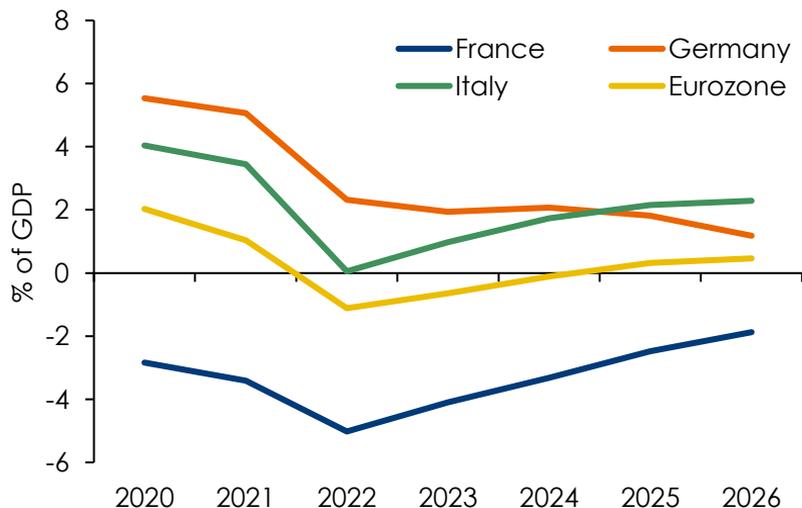
Fonte: Intesa Sanpaolo

La linea grigia mostra le ipotesi di dicembre 2021 a confronto.

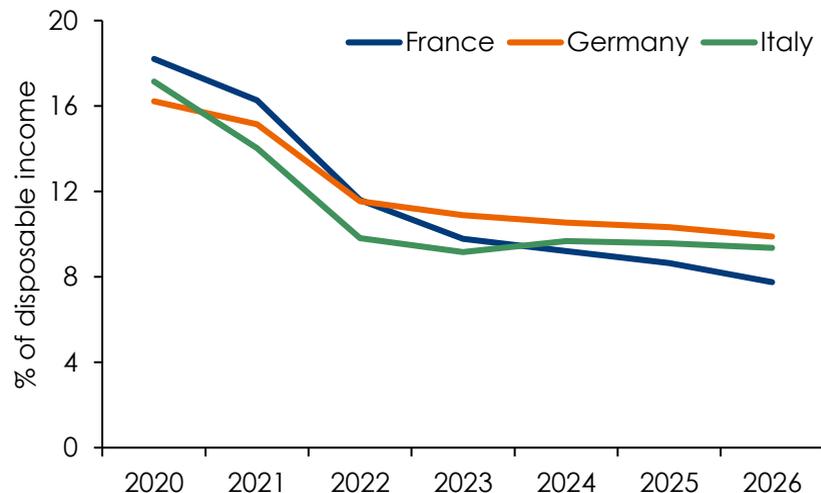
# Drastico peggioramento della bilancia commerciale e contrazione dell'eccesso di risparmio

La crisi energetica porterà a un netto calo della bilancia commerciale di tutti i paesi dell'Eurozona. Nell'aggregato, l'avanzo potrebbe trasformarsi in deficit. La distruzione di potere d'acquisto porterà a un netto calo della propensione media al risparmio.

**Netto peggioramento delle ragioni di scambio (bilancia commerciale, % del PIL)**

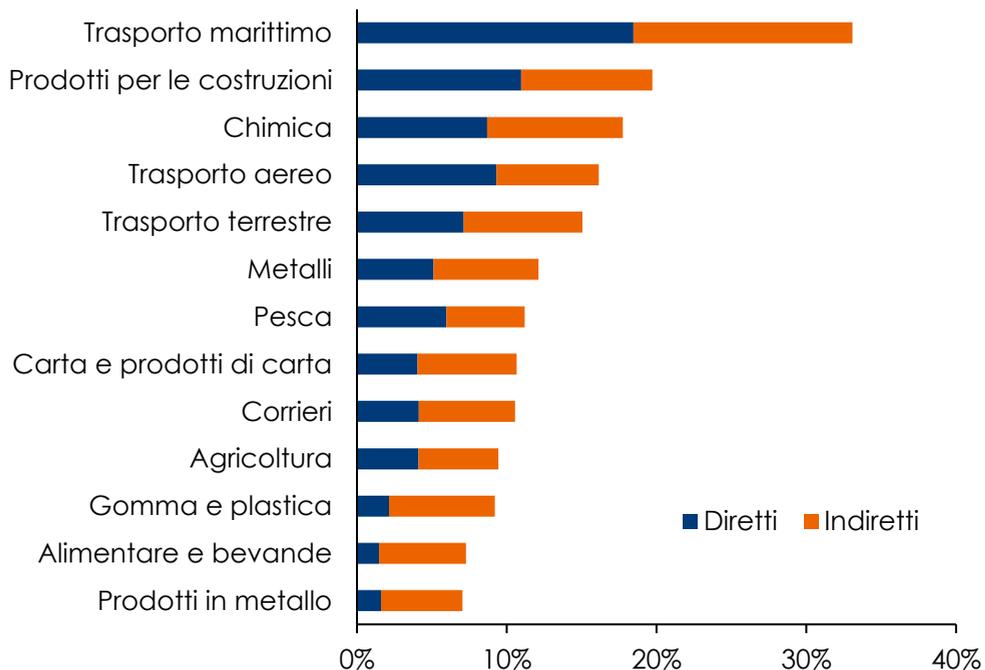


**Lo shock ridurrà la propensione media al risparmio (% del reddito disponibile)**



# Impatto differenziato del costo dell'energia sui margini

## Peso dell'energia (inclusa energia elettrica) diretto e indiretto sugli input per settore\*



- L'impatto di prezzi energetici elevati sui margini delle imprese dipende sia dal peso sul complesso degli input ma anche dal posizionamento nella filiera.
- I settori a monte (come l'oil&gas) tendono ad avere un impatto positivo sui margini, riuscendo a traslare a valle i rincari.

Nota: (\*) Settori a maggiore peso, ad esclusione dell'estrazione, raffinazione petrolifera ed elettricità. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

# Prezzi destinati a rimanere su livelli storicamente elevati. Una volta venuti meno i fattori congiunturali...

- L'evoluzione dei prezzi delle commodity dipende da un mix di fattori, transitori e strutturali, a cui si somma la speculazione. Tra i primi nel 2021 i più rilevanti sono stati:
  - **Balzo domanda** ha spiazzato l'offerta frenata anche dalla pandemia che ha creato **colli di bottiglia nelle GVC**.
  - **Clima estremo** (rigido o torrido) e pandemia hanno causato carenza di materie prime agricole (soia, olio palma, mais).
  - **Criticità nel traffico container** causate da blocco canale Suez (marzo 2021), restrizioni nei porti cinesi per focolai, congestione principali scali merci.
  - **Controlli produzione petrolio greggio dall'Opec+** per gestire le scorte presenti sui mercati.
  - **Minor apporto rinnovabili** a causa del clima (i.e. eolico nel Regno Unito).
  - **Calo produzione energia nucleare** (in Francia 17 reattori su 56 fuori servizio a dicembre 2021). **Minori volumi via gasdotto dalla Norvegia** per lavori di manutenzione.
  - **Maggiori consumi gas** per inverno 2020/21 rigido in Asia ed estate calda.

## ...resteranno alcune cause strutturali

- Nei prossimi anni, concentrazione del mercato e trend della domanda di alcuni metalli, unitamente a condizioni geo-politiche tese, condizioneranno il mercato:
  - **Alta concentrazione** nei mercati di approvvigionamento di alcune **materie prime** e **struttura oligopolistica** del mercato dei **trasporti marittimi**.
  - **Elevata dipendenza dell'Europa da paesi terzi** (Cina su tutti) per l'80% per 30 materie prime critiche per batterie, celle fotovoltaiche, semiconduttori, leghe leggere.
  - Piani di **rilancio infrastrutture** in Europa e USA.
  - **Transizione ecologica**: il crescente impiego di tecnologie a basse emissioni di carbonio porterà a un balzo della domanda di alcuni metalli, come grafite, cobalto, vanadio, nickel, litio, rame, terre rare, platino.
  - **Maggior domanda di gas dalla Cina**: per contenere le emissioni inquinanti, forte incremento dei consumi di metano, al posto del carbone.
  - **Globalizzazione** del **mercato del gas** (grazie a LNG) e competizione tra Asia e Europa.
  - **Nuovi equilibri geo-politici** possono ridurre la disponibilità di alcune materie prime.

## 2. Razionamenti e interruzioni delle forniture: cosa importiamo da Russia e Ucraina

### Import italiano dalla Russia nel 2021

Settori	Milioni di euro	in % totale import italiano del settore
<b>Totale, di cui:</b>	<b>13.984,5</b>	<b>2,4</b>
Petrolio greggio e gas naturale	7.726,6	19,9
Gas naturale	5.496,5	40,8
Petrolio greggio	2.230,1	8,8
Metallurgia, di cui:	3.175,2	6,6
Palladio	501,0	30,7
Semiprodotti di ferro o di acciai	443,4	19,6
Pdt. ferrosi otten. per riduz. min. ferro	342,4	85,6
Rame	282,8	3,7
Oro	281,9	4,5
Alluminio	245,7	4,8
Prodotti petroliferi raffinati	1.334,9	15,1
Carbone	675,0	56,5
Chimica, di cui:	324,1	0,7
Concimi minerali o chimici	50,8	15,0
Prodotti agricoli, di cui:	144,4	1,0
Frumento	55,5	2,9
Legumi da granella	44,3	14,6
Granoturco	25,1	2,1
Legno e prodotti in legno	125,6	2,9
Alimentari	112,4	0,4
Carta e prodotti in carta	109,1	1,5

### Import italiano dall'Ucraina, 2021

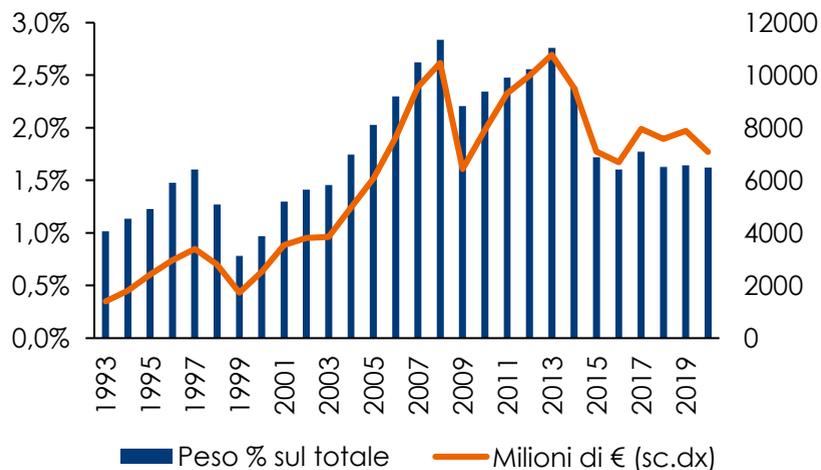
(salvo diversa indicazione)

Settori	Milioni di euro	in % totale import italiano del settore
<b>Totale, di cui:</b>	<b>3.288,4</b>	<b>0,7</b>
Metallurgia, di cui:	2.021,7	4,2
Semiprodotti di ferro o di acciai	1.253,9	55,5
Ghise gregge e speculari	347,3	53,1
Alimentari, di cui	345,4	1,2
Olio di girasole, greggio	287,7	45,8
Prodotti agricoli, di cui	294,7	2,0
Granoturco	178,9	15,1
Granoturco (2020)	137,0	12,9
Granoturco (2019)	256,9	22,8
Granoturco (2018)	299,4	29,4
Fave di soia	54,1	4,8
Frumento	28,1	1,4
Pietra, sabbia, argilla	121,1	18,0
Legno e prodotti in legno	98,2	2,3
Chimica, di cui:	124,2	0,3
Concimi azotati, minerali o chimici	55,2	12,4
Cuoi e pelli depilati di bovini e di equidi	40,3	6,5

### 3. Blocco della mobilità di merci e persone

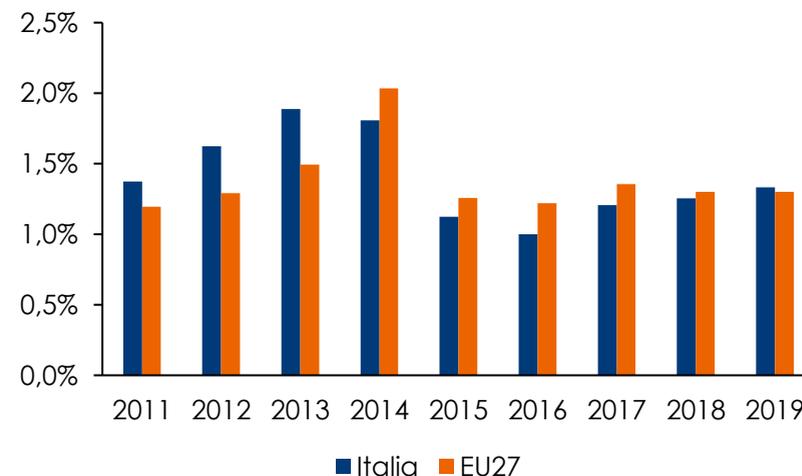
La crisi comporta maggiori difficoltà sul versante delle **esportazioni** in particolare verso la Russia, legate all'introduzione di sanzioni e alle difficoltà legate alla forte svalutazione del rublo. E' poi probabile che non vi siano flussi significativi di turisti russi in entrata. Il **peso dell'export italiano** verso la Russia (1,6%) e le **presenze dei turisti russi in Italia** (1,3%) non sono più tornati ai livelli pre-2014. **Il peso del turismo russo nel Lazio** sul totale presenze turistiche è leggermente superiore alla media italiana, ma resta comunque basso (1,9%).

#### Export italiano verso la Russia



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### Peso dei turisti russi (% pernottamenti)

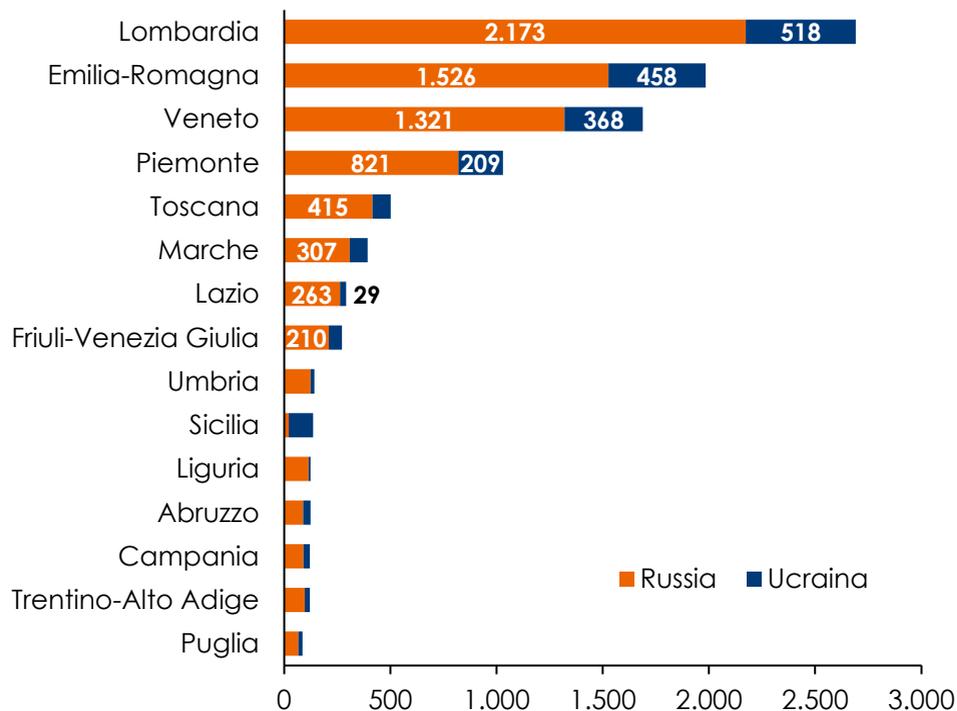


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

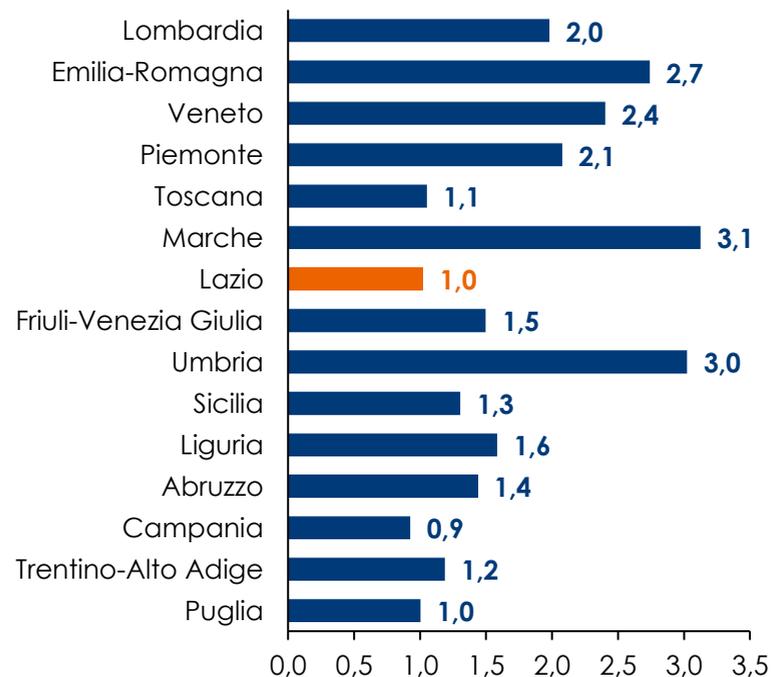
# L'export delle regioni italiane...

## Export italiano verso Russia e Ucraina nel 2021, per regione

Milioni di euro



In % export totale della regione



Nota: regioni con export superiore a 50 milioni di euro. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

## ...e del Lazio

Nel 2021 l'export del Lazio verso Russia e Ucraina è stato pari a **292 milioni di euro** (263 Russia; 29 Ucraina), **pari all'1% del totale**.

### Export del Lazio verso Russia e Ucraina nel 2021

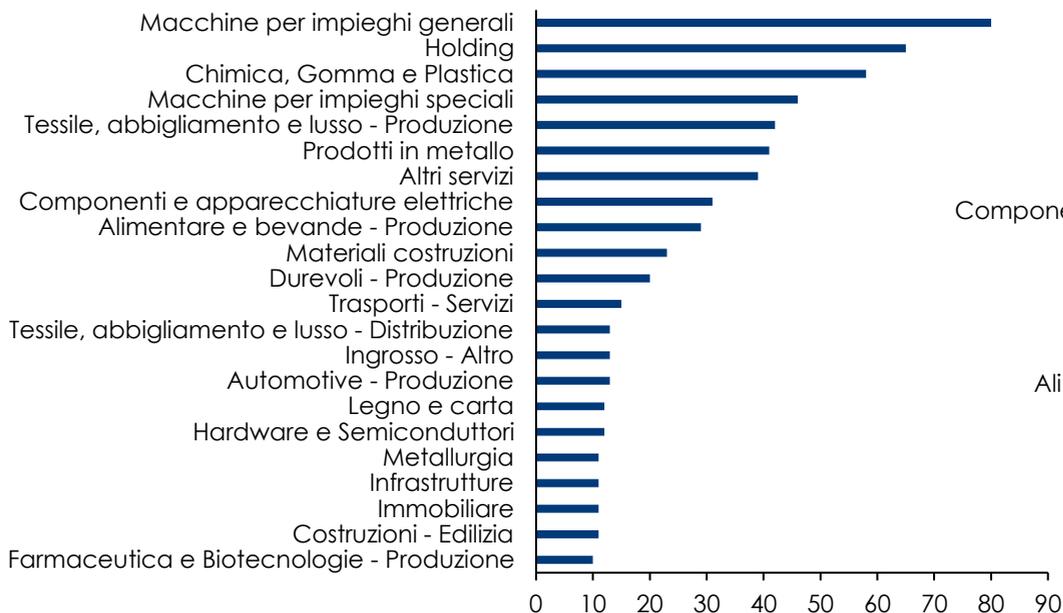


*Nota: l'export del Lazio è costituito al 40% da farmaceutica, le cui esportazioni verso Russia e Ucraina sono quasi nulle (0,03%). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat*

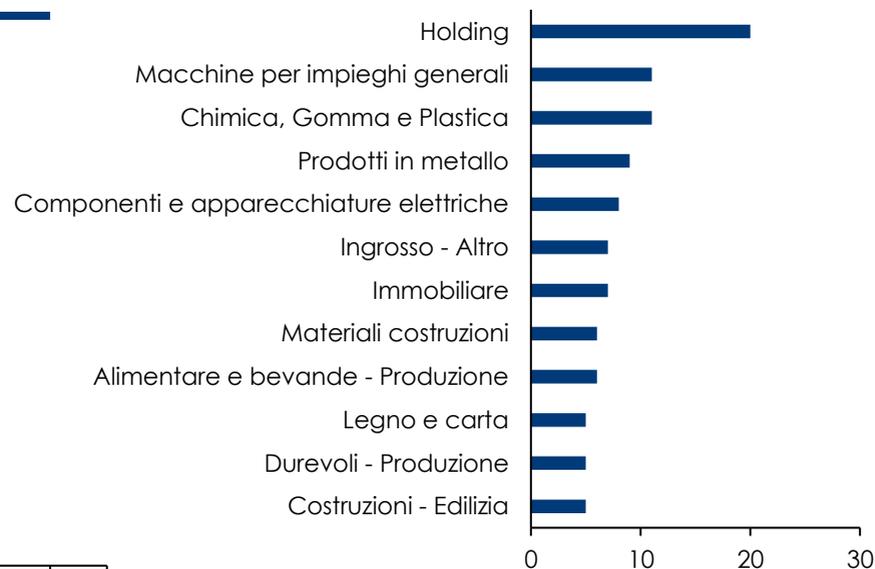
## 4. Distruzione o congelamento asset locali

Le difficoltà logistiche e potenziali contromisure di congelamento dei beni di proprietà straniera in Russia possono portare a impatti significativi sull'operatività delle **partecipate estere** delle imprese italiane in questi due paesi. Il database REPRINT censisce 751 partecipate italiane in Russia (**45 del Lazio**). Meno rilevante la presenza italiana in Ucraina (170 partecipate, **12 del Lazio**).

Partecipate italiane in Russia per settore (numero)



Partecipate italiane in Ucraina per settore (numero)



# I settori del Lazio più esposti (1/2)

- **Materiali costruzioni, Infrastrutture, Costruzioni - Edilizia:** materiali da costruzione penalizzati da maggiori costi di produzione, a causa dell'elevato peso dell'energia, e scarsità di materie prime (argille, metallurgia) con impatti anche sui settori a valle, dove operano anche player con asset in Russia e Ucraina.
- **Agricoltura, silvicoltura e pesca, Alimentare e Bevande – Produzione:** la filiera appare esposta alla scarsità di materie prime (in particolare il grano) e ai rincari nei costi energetici. Alcuni comparti (pollame e uova, pet food, oli e grassi, vino) presentano un elevato peso dei due mercati. Alcuni player importanti presentano inoltre strutture produttive in loco.
- **Trasporti – Servizi:** gli operatori del mondo dei servizi subiscono in maniera significativa l'impatto dell'incremento dei costi dell'energia; risultano, invece, meno esposti ad altri rischi anche se è da segnalare la presenza di partecipate estere (logistica, magazzini).

*Nota: l'impatto settoriale è stato stimato su base nazionale (e non territoriale) tenendo conto di 1. incidenza peso prezzi energia, 2. peso import da Russia e Ucraina, 3. rilevanza dell'export verso Russia e Ucraina, 4. partecipate estere italiane attive in Russia e Ucraina.*

## I settori del Lazio più esposti (2/2)

- **Tessile, abbigliamento e lusso – Produzione, Turismo – Ristorazione, Turismo Alloggio e Agenzie di viaggio:** l'impatto per questi settori transita dall'importanza dell'export verso la Russia (superiore al dato medio) e dal peso dei flussi turistici. L'impatto è comunque inferiore rispetto a quello della precedente crisi (2014).
- **Apparecchi medicali e Farmaceutica e biotecnologie – Produzione:** Il peso dell'Ucraina e soprattutto della Russia sull'export settoriale appare più elevato della media, in particolare per gli apparecchi medicali. Lazio comunque poco presente su questi mercati con attività di export. Per la farmaceutica risultano operative partecipate produttive in territorio russo.

*Nota: l'impatto settoriale è stato stimato su base nazionale (e non territoriale) tenendo conto di 1. incidenza peso prezzi energia, 2. peso import da Russia e Ucraina, 3. rilevanza dell'export verso Russia e Ucraina, 4. partecipate estere italiane attive in Russia e Ucraina.*

# Le risposte di politica economica

## Strategia energetica

- Riduzione della dipendenza dal gas naturale russo (-30/50% entro un anno)
- Accelerazione su transizione alle rinnovabili
- Ipotesi di finanziamento UE (modello NGEU)

## Politiche fiscali

- Flessibilità nell'interpretazione delle regole per accomodare misure compensative, misure di transizione energetica e aumento budget difesa

## Politica monetaria

- No accelerazione del percorso di normalizzazione
- Misure per contrastare rischi di frammentazione finanziaria

## Difesa

- La strategia di difesa dovrà essere riorientata in funzione di contenimento della Russia
- Aumento budget difesa (investimenti), con impatto una tantum di 0,5% del PIL circa

# Le strategie adottate dalle imprese per superare le criticità: revisione dei prezzi ma non solo

## Lazio: le principali strategie per affrontare le criticità

(% risposte; possibili più risposte)

### Manifatturiero



### Costruzioni



Nota: risultati di un'indagine interna su più di 3.700 gestori di Intesa Sanpaolo con view su circa 570mila imprese

## Importanti comunicazioni

### Certificazione degli analisti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Incentivi relativi alla ricerca

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

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

## Metodologia di distribuzione

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

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

## Metodologia di valutazione

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

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

### A cura di:

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