

## Italia: crescita meno dinamica, soprattutto per via del minor traino dall'export

Abbiamo rivisto al ribasso le previsioni sulla crescita del PIL nel biennio in corso, da 1,3% a 1,1% per il 2018 e da 1,2% a 0,9% per il 2019. Ciò sulla scia di un PIL lievemente più debole del previsto nel 2° trimestre e di un ulteriore calo degli indici di fiducia nei mesi estivi, in un contesto internazionale che si è fatto meno dinamico e maggiormente costellato di elementi di incertezza. La stima è coerente con il mantenimento di una velocità di crociera di 0,2% t/t a trimestre tra la seconda metà del 2018 e l'inizio del 2019. La revisione è dovuta principalmente al contributo del commercio estero, mentre la domanda interna, soprattutto per investimenti, continua nella sua fase di crescita. L'ipotesi alla base della previsione di crescita 2019 è che si trovi un compromesso accettabile tra i contenuti del cosiddetto "contratto di governo" e il mantenimento di un credibile profilo discendente nel rapporto debito/PIL, il che appare cruciale per rassicurare almeno in parte agenzie di rating e investitori.

La fase di espansione dell'economia italiana continua, ma a un ritmo più lento. **Abbiamo rivisto al ribasso le previsioni sulla crescita del PIL nel biennio in corso, da 1,3% a 1,1% per il 2018 e da 1,2% a 0,9% per il 2019.** La stima è coerente con il mantenimento di una velocità di crociera di 0,2% t/t a trimestre tra la seconda metà del 2018 e l'inizio del 2019, in linea con quanto visto nei mesi primaverili e in decelerazione rispetto allo 0,4% t/t medio del 2017.

**La revisione è dovuta a diversi elementi:** un PIL lievemente più debole del previsto nel 2° trimestre (+0,17% t/t), e l'ulteriore calo degli indici di fiducia nei mesi estivi (in particolare le indagini di fiducia nel settore manifatturiero hanno raggiunto ad agosto un minimo dal 2016 sia per quanto riguarda l'indice Istat che l'indagine PMI), in un contesto internazionale e in special modo europeo che si è fatto meno dinamico e maggiormente costellato di elementi di incertezza di natura sia reale che finanziaria.

Anche dopo la recente revisione, tenuto conto del recente brusco calo della produzione industriale a luglio, **i rischi sulle nostre previsioni di crescita per il biennio in corso sono a nostro avviso al ribasso.**

La scomposizione del PIL per componenti di crescita mette in luce che **la revisione rispetto alla stima precedente è spiegata quasi interamente dal contributo del commercio estero** (e in parte dalle scorte). La domanda domestica finale mantiene invece un buon ritmo di incremento, sia pure in graduale rallentamento da 1,5% del 2017 a 1,4% del 2018 a 1,2% del 2019. Anzi, rispetto alla precedente previsione, abbiamo rivisto al rialzo la stima sugli investimenti.

In effetti, i dati più recenti sull'andamento del PIL hanno mostrato che **l'espansione della domanda domestica continua:** il freno è venuto pressoché interamente dagli scambi con l'estero, che hanno sottratto due decimi alla crescita nel 1° trimestre e ben sei decimi nel 2°.

12 settembre 2018

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and  
Fixed Income Research

Paolo Mameli  
Economista - Italia

**Il freno viene soprattutto dal commercio estero, mentre la domanda domestica mantiene un sentiero di espansione**

In particolare, nonostante un'accentuata volatilità su base congiunturale anche indotta da fattori fiscali<sup>1</sup>, **sembra finalmente avviato un "genuino" ciclo degli investimenti**, attesi crescere a un ritmo medio del 4% nel biennio (ovvero ai massimi da oltre 15 anni), precisamente del 4,4% quest'anno e del 3,5% l'anno prossimo. Ciò riguarda non soltanto gli investimenti in macchinari e mezzi di trasporto, ma anche le costruzioni, che stiamo nel 2018 attestarsi sullo stesso ritmo di crescita visto nel biennio precedente (1,5%) e rallentare moderatamente (all'1,2%) nel 2019.

Al contempo, **continua il recupero di potere d'acquisto delle famiglie, anche grazie al prosieguo della fase di ripresa occupazionale** (la crescita annua degli occupati ha toccato a maggio un massimo storico, sia pure trainata dai posti di lavoro temporanei, e pur rallentando nei due mesi successivi). Da notare che in questa fase l'elasticità dell'occupazione alla crescita è tornata a salire, accompagnandosi a un calo della produttività. In ogni caso, il calo della disoccupazione (e l'inversione di tendenza delle retribuzioni, grazie al rinnovo di alcuni importanti contratti, *in primis* nel settore pubblico) **mantiene su un trend positivo i consumi** (che stiamo in aumento di poco meno dell'1% nel 2018-19, in rallentamento rispetto all'1,4% del biennio 2016-17 e all'1,9% del 2015), sebbene nel corso dell'ultimo anno si sia in qualche modo affievolita la spinta che era venuta dai beni durevoli e in particolar modo dalle auto.

**Le nostre nuove previsioni si collocano nella fascia bassa delle stime di consenso**, che peraltro, dopo una fase di ottimismo culminata nel mese di marzo, ha da allora visto un processo di revisione al ribasso delle stime (fino a 1,2% nel 2018 e 1,1% nel 2019 nel mese di agosto). I previsori ufficiali mantengono invece almeno per ora stime mediamente più ottimistiche (per l'anno in corso: Governo 1,5%, OCSE 1,4%, Banca d'Italia e Commissione UE 1,3%, FMI 1,2%).

Le nostre nuove previsioni sono tra le più caute del consenso

Come si vede anche dall'evoluzione recente delle stime di consenso, **il trend di rallentamento in corso per l'economia italiana è comune agli altri principali Paesi europei** e (almeno per ora) è di entità moderata ovvero non vi sono segnali di imminente fine del ciclo espansivo. **La decelerazione nel ritmo di crescita appare dovuta più a fattori esogeni che a motivi domestici**: sembra pesare soprattutto il minore dinamismo del commercio internazionale, legato almeno in parte all'incertezza causata dalla "guerra tariffaria" innescata dalle misure protezionistiche dell'amministrazione americana (ciò sta frenando l'attività specie nel settore manifatturiero, più *export-oriented*, mentre in questa fase i servizi evidenziano una migliore tenuta). In particolare, non vi è evidenza che l'incertezza sulle misure di politica economica del nuovo governo o le tensioni sui mercati finanziari viste nelle ultime settimane stiano avendo un effetto significativo sull'economia reale.

Naturalmente, le scelte di politica fiscale che verranno implementate nella prossima Legge di Bilancio saranno cruciali nel determinare la direzione del ciclo economico l'anno prossimo. In tal senso, l'incertezza sull'evoluzione del ciclo nel 2019 permane elevata. Sarà importante trovare un compromesso accettabile tra i contenuti del cosiddetto "contratto di governo" e il mantenimento di un credibile profilo discendente nel rapporto debito/PIL. Quest'ultimo infatti appare cruciale per rassicurare almeno in parte agenzie di rating e mercati.

L'ipotesi è che i nuovi target di finanza pubblica non mettano a rischio il profilo discendente nel rapporto debito/PIL

Proprio questo scenario coincide con l'ipotesi sulla finanza pubblica alla base della nostra previsione di crescita del PIL. **L'assunzione è che ogni misura espansiva che verrà inserita nella Legge di Bilancio (al di fuori dell'annunciata sterilizzazione dell'aumento IVA) sia affiancata da una adeguata copertura**. Ciò sarebbe coerente con una Nota di Aggiornamento al DEF che indichi un target di deficit in area 1,7-1,8% (tenuto conto del peggioramento del tendenziale dovuto alla

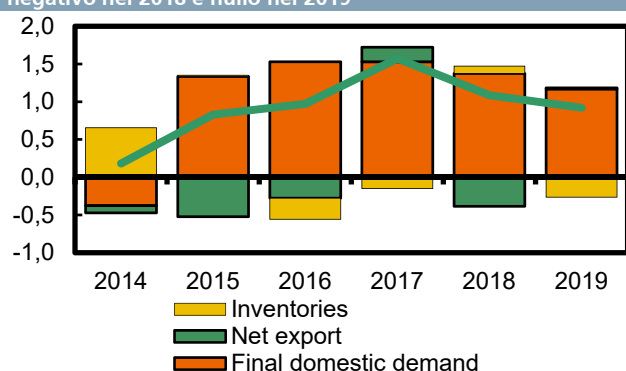
<sup>1</sup> Come già accaduto nel 2017, l'incertezza sul rinnovo degli incentivi di "Industria 4.0" ha causato un anticipo delle consegne di beni capitali a fine anno, cui è seguito un calo "anomalo" degli investimenti in macchinari di contabilità nazionale nel 1° trimestre dell'anno successivo, seguito da un recupero nel trimestre primaverile

minore crescita e alla maggiore spesa per interessi) e un debito 2019 in calo di circa mezzo punto rispetto ai valori del 2018. L'aggiustamento strutturale nel 2019 risulterebbe all'incirca nullo. Tale opzione potrebbe non impedire che si apra una *querelle* con Bruxelles, ma dovrebbe essere sufficiente a evitare un'*escalation* di tensioni sui mercati finanziari, con ripercussioni negative sulle condizioni finanziarie domestiche, sul clima di fiducia e quindi sulla domanda interna. Non è però da escludere che i dati a consuntivo su deficit e debito nel 2019 possano risultare meno rassicuranti di quelli che verranno indicati *ex ante* nella NaDEF.

Previsioni	2017	2018	2019	2017			2018				2019		
				2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.6	1.1	0.9	1.6	1.7	1.6	1.4	1.2	1.0	0.8	0.8	0.9	1.0
- t/t				0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Consumi privati	1.4	0.9	0.8	0.1	0.3	0.0	0.5	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
Investimenti fissi	3.9	4.4	3.5	1.4	2.9	1.5	-1.1	2.9	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7
Consumi pubblici	0.1	0.1	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	6.0	0.3	2.7	0.0	1.7	1.7	-2.2	-0.2	0.8	0.8	0.8	0.6	0.6
Importazioni	5.7	1.6	2.8	1.3	1.5	0.6	-1.8	1.8	0.8	0.6	0.7	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.1	-0.3	0.5	-0.4	-0.3	0.4	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.8	2.5	2.8										
Deficit pubblico (% PIL)	-2.3	-1.9	-2.3										
Debito pubblico (% PIL)	131.6	131.6	131.4										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.3	1.4	1.6	1.6	1.3	1.1	0.8	0.9	1.8	2.2	2.0	2.0	1.2
Produzione industriale (a/a)	3.7	1.8	1.7	4.1	4.8	3.8	3.5	2.2	1.0	0.6	0.8	1.6	2.0
Disoccupazione (ILO, %)	11.3	10.7	10.1	11.2	11.2	11.1	11.1	10.8	10.5	10.5	10.3	10.2	10.1
Tasso a 10 anni (%)	2.07	2.63	3.76	2.17	2.09	1.84	2.01	2.24	2.93	3.33	3.52	3.65	3.77

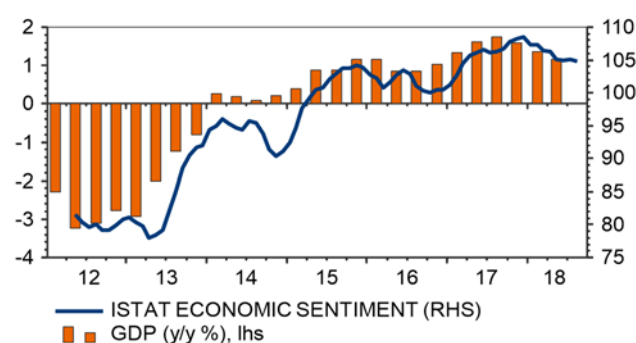
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Nel 2019 dovrebbe proseguire il trend di moderato rallentamento iniziato nel 2018. Il contributo del commercio estero, che era stato positivo nel 2017, dovrebbe risultare negativo nel 2018 e nullo nel 2019



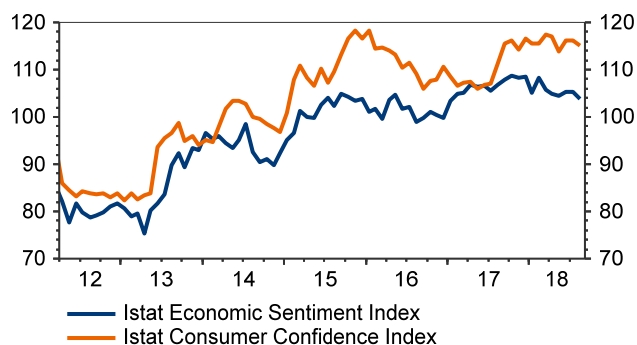
Nota: tasso % di crescita annua del PIL e contributo delle principali componenti. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Gli indici anticipatori segnalano che il rallentamento su base tendenziale potrebbe proseguire nella seconda metà del 2018



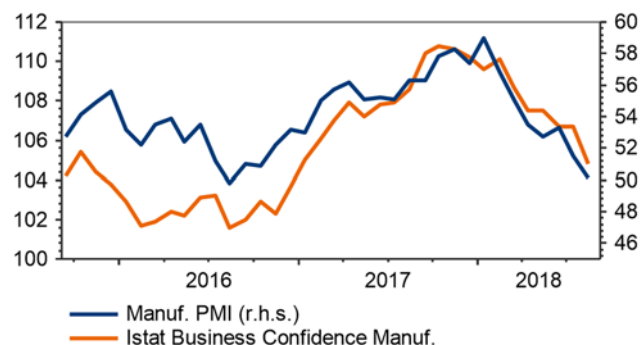
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 3 – Solo lieve il calo della fiducia delle famiglie, più rilevante quello del morale delle imprese



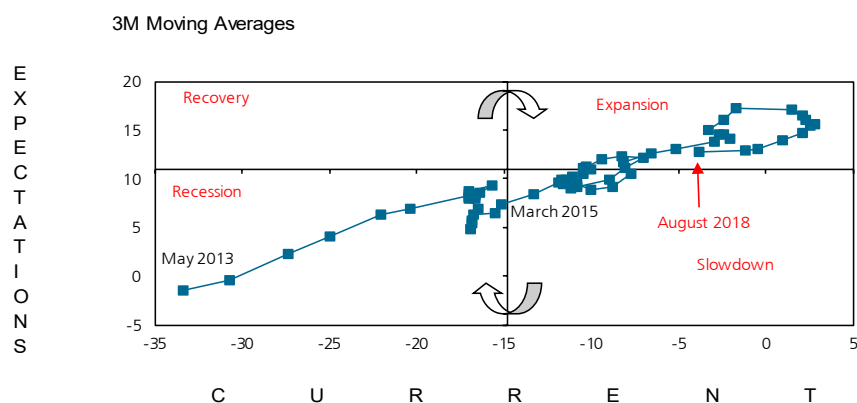
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 4 – In particolare si nota un chiaro rallentamento delle indagini di fiducia nel settore manifatturiero



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 5 – Il ciclo nell'industria resta espansivo, ma si muove pericolosamente verso una fase di rallentamento



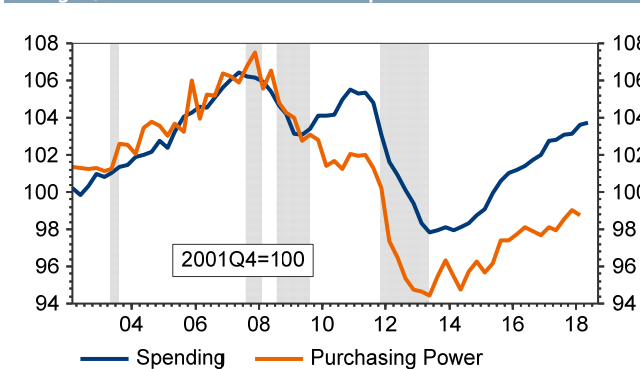
Fonte: componenti produzione corrente e attesa nell'indagine di fiducia delle imprese manifatturiere Istat. I quadranti sono delimitati dalle medie storiche dal 2000 dei due indicatori.

Fig. 6 – Continua il trend di calo della disoccupazione, con il tasso di attività che si mantiene vicino ai massimi



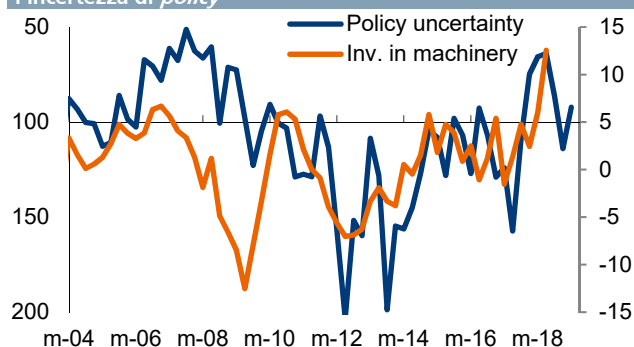
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 7 – Prosegue il trend di recupero di potere d'acquisto delle famiglie, che mantiene su un trend positivo i consumi



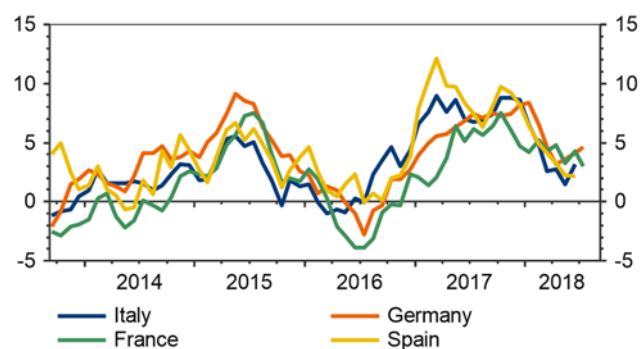
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 8 – Gli investimenti hanno sorpreso al rialzo nel periodo più recente, ma su di essi potrebbe pesare in prospettiva l'incertezza di *policy*



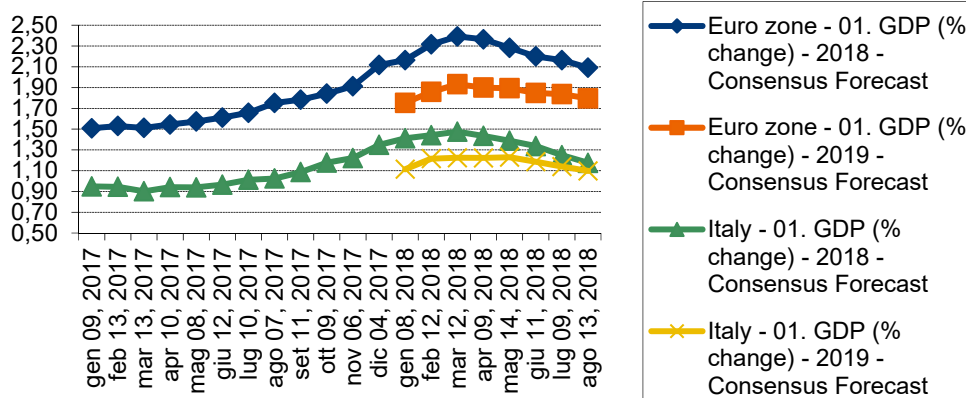
Nota: variazione % a/a investimenti in macchinari e attrezzature (reali). Fonte: Istat, [www.PolicyUncertainty.com](http://www.PolicyUncertainty.com) (Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis)

Fig. 9 – L'export italiano è rallentato negli ultimi mesi, circa in linea con quanto registrato dagli altri principali Paesi europei



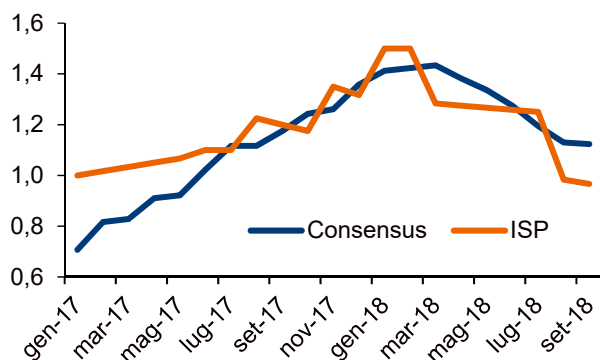
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fig. 10 – È in corso un processo di generalizzata revisione al ribasso delle stime di crescita sul 2018-19, per l'Italia come per l'insieme dell'eurozona



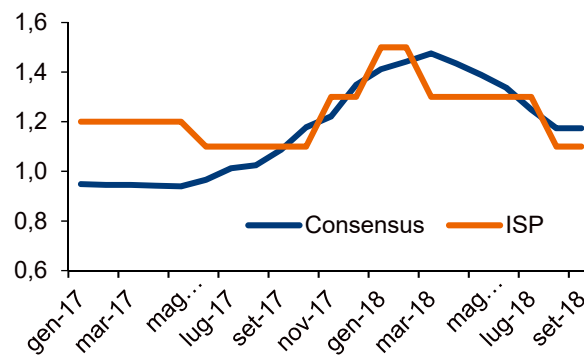
Fonte: Consensus Economics

Fig. 11 – Previsioni di Intesa Sanpaolo e consenso, PIL Italia 1 anno forward



Fonte: Consensus Economics, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Previsioni di Intesa Sanpaolo e consenso, PIL Italia 2018



Fonte: Consensus Economics, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

<b>Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice</b>		
<b>Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)</b>		
<b>Macroeconomic Analysis</b>		
<b>Macro &amp; Fixed Income Research</b>		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesaspaolo.com
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesaspaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesaspaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesaspaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesaspaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesaspaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesaspaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesaspaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesaspaolo.com
<b> Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesaspaolo.com
<b>Materie Prime</b>		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesaspaolo.com

## Appendice

### Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

### Comunicazioni specifiche:

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

### Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca 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. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate 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.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Gli investimenti e le strategie discusse nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. In caso di dubbi, suggeriamo di consultare il proprio consulente d'investimento.

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.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. 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. e Banca IMI S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. hanno posto in essere le "Regole per la gestione dei conflitti di interesse" per gestire con efficacia i conflitti di interesse che potrebbero influenzare l'imparzialità di tutta la ricerca e garantire ai fruitori della loro ricerca l'imparzialità della valutazione e delle previsioni contenute nella ricerca stessa. Una copia di tali Regole può essere richiesta per iscritto da chi riceve la ricerca all'Ufficio Compliance, Intesa Sanpaolo S.p.A., Corso Matteotti 1, 20122, Milano.

Intesa Sanpaolo S.p.A. ha posto in essere una serie di principi e procedure al fine di prevenire ed evitare conflitti di interesse ("Regole per Studi e Ricerche"). Le Regole per Studi e Ricerche sono chiaramente espone nell'apposita sezione del sito web di Intesa Sanpaolo ([www.intesasanpaolo.com](http://www.intesasanpaolo.com)).

Le società del Gruppo Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o di altro tipo.

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

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento intermediari no. 20307 del 15.02.2018, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

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 Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi il dettaglio dei contatti sopra).

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e 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 Banca IMI e/o 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 Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

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

## Metodologia di valutazione

Le Trading Ideas si basano sulle aspettative del mercato, il posizionamento degli investitori e gli aspetti tecnico-quantitativi o qualitativi. Tengono conto degli eventi macro e di mercato chiave e di quanto tali eventi siano già scontati dai rendimenti e/o dagli spread di mercato. Si basano inoltre su eventi che potrebbero influenzare l'andamento del mercato in termini di rendimenti e/o spread nel breve-medio periodo. Le Trading Ideas vengono sviluppate su mercati cash o derivati di credito e indicano un target preciso, un range di rendimento o uno spread di rendimento tra diverse curve di mercato o diverse scadenze sulla stessa curva. Le valutazioni relative sono realizzate in termini di rendimento, asset swap spread o benchmark spread.

## Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

Le trading ideas di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono sviluppate sia in un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi) sia in un orizzonte temporale compreso tra una settimana e tre mesi, in relazione con qualsiasi evento eccezionale che possa influenzare le operazioni dell'emittente.

## 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 in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: [http://www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp), ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli 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..

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp) è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità con la normativa applicabile.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili attraverso la pagina web di cui sopra. I conflitti di interesse pubblicati sul sito internet sono aggiornati 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 and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario 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.