



# Regno Unito: tra Brexit e COVID-19 lo scenario resta problematico

**Luca Mezzomo**

Responsabile Analisi Macroeconomica – Direzione Studi e Ricerche

1 dicembre 2020

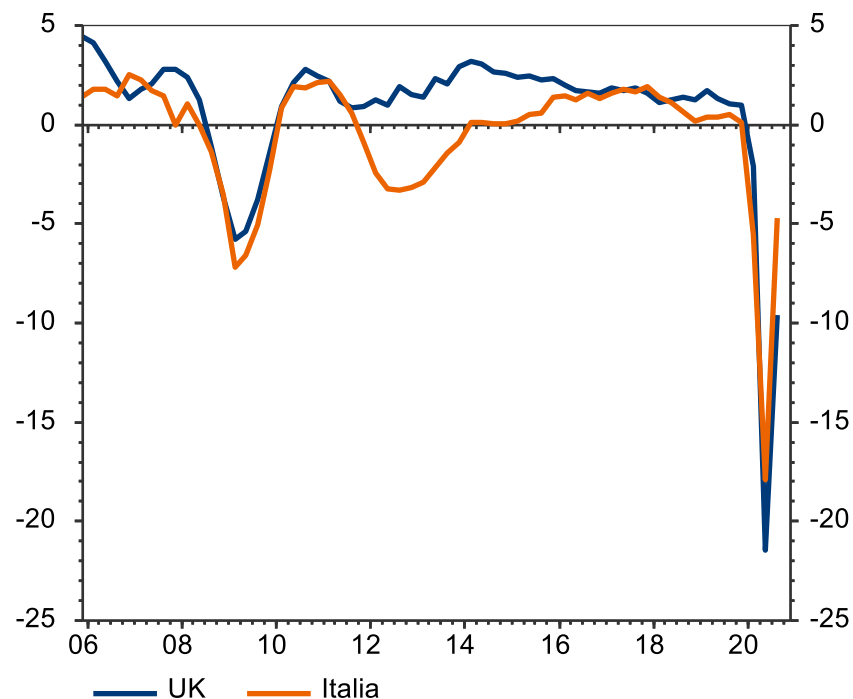
# Regno Unito e Italia: economie a confronto

## Confronto di alcune grandezze economiche

	UK	Italia
Popolazione	66.8m	60.3m
Quota >65 anni (2019)	18.4%	22.8%
PIL (2019, US\$)	2830.4	2001.1
Crescita media 2000-20	+1.1%	-0.3%
Inflazione media 2000-20	2.0%	1.6%
Saldo esterno, partite correnti (% del PIL, 2019)	-4.0%	+3.1%
Manifatturiero (% VA, 2019)	13.1%	19.6%
Debito pubblico (% PIL, 2020)	109%	158%
Debito famiglie (% PIL, 2020Q1)	84.4%	41.6%
Debito imprese non finanziarie (% PIL, 2020Q1)	78.2%	69.8%
Doing Business Ranking 2020	8°	58°

Fonte: Commissione Europea, AMECO; World Bank.

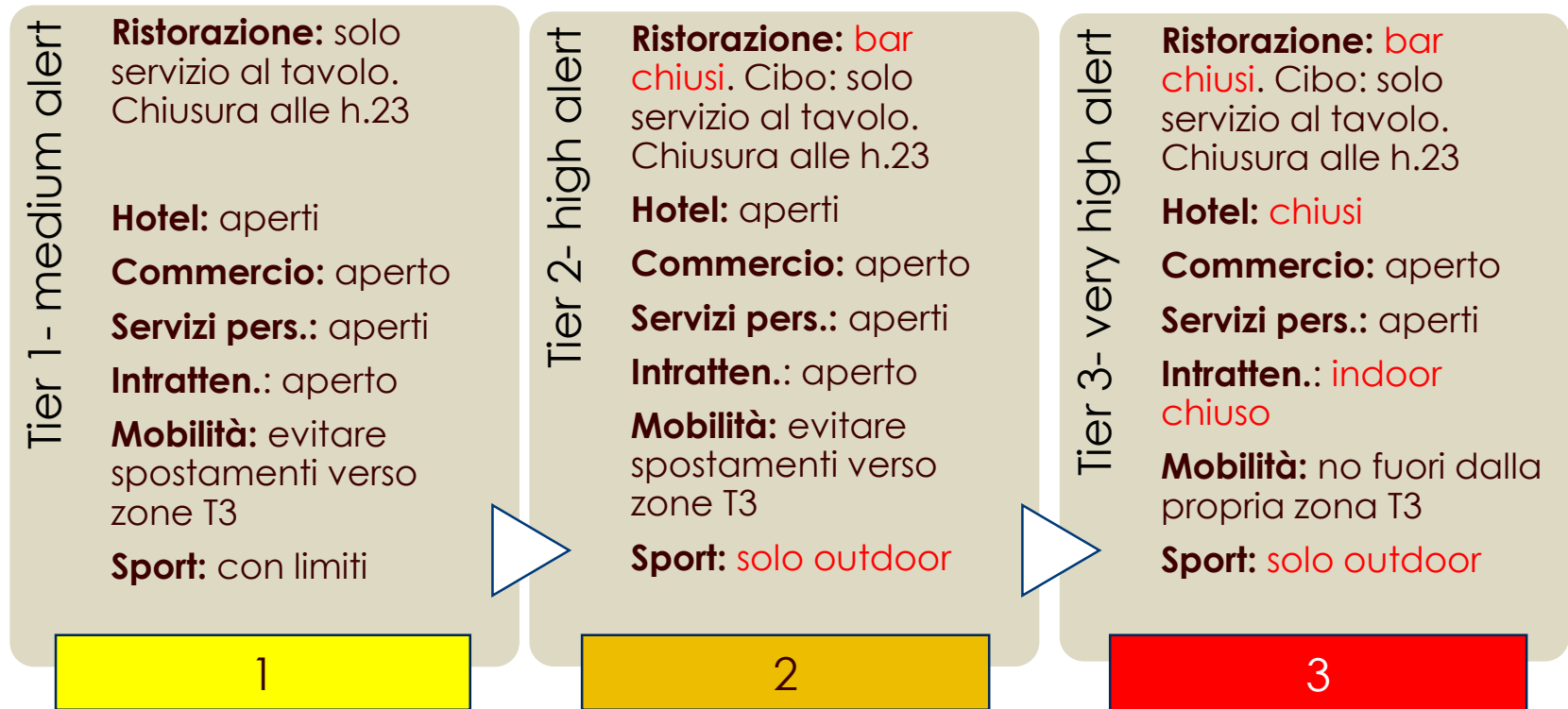
## Crescita del PIL negli ultimi 15 anni



Fonte: Eurostat

# COVID-19: le misure di contenimento sanitario

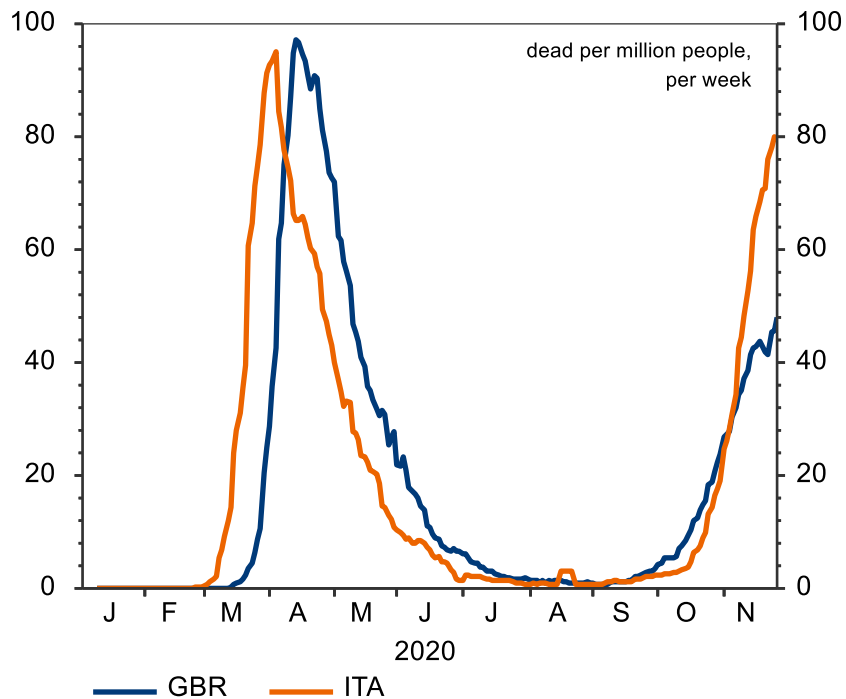
- 23 novembre: pubblicato il **COVID-19 Winter plan**.
  - Restrizioni tarate su base regionale dal 2/12, dopo la cessazione quelle nazionali attualmente in vigore. La stratificazione per livello di rischio sarà diversa da quella precedentemente adottata, con misure potenzialmente più severe per le zone a livello 3 di rischio.



# COVID-19: Regno Unito colpito come l'Italia...

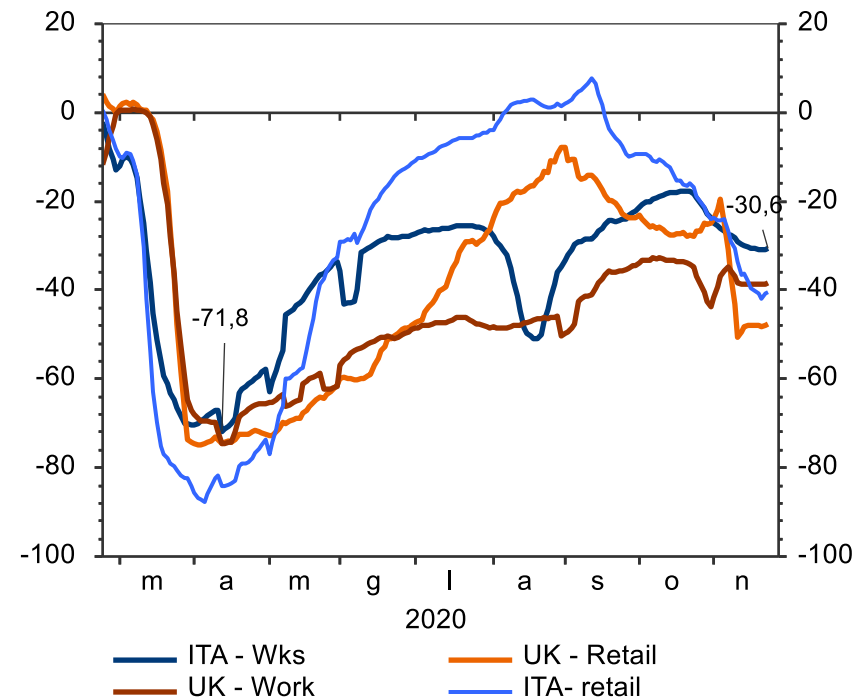
Le misure di contenimento dei contagi potrebbero causare una riduzione del PIL di 3-4% nel 2020 Q4, dopo il duro colpo già subito nel Q2.

## La Covid-19 ha colpito il Regno Unito tanto duramente quanto l'Italia



Fonte: elaborazioni su dati OMS

## La riduzione della mobilità è stata maggiore nel Regno Unito che in Italia



Fonte: Google Community Mobility Report

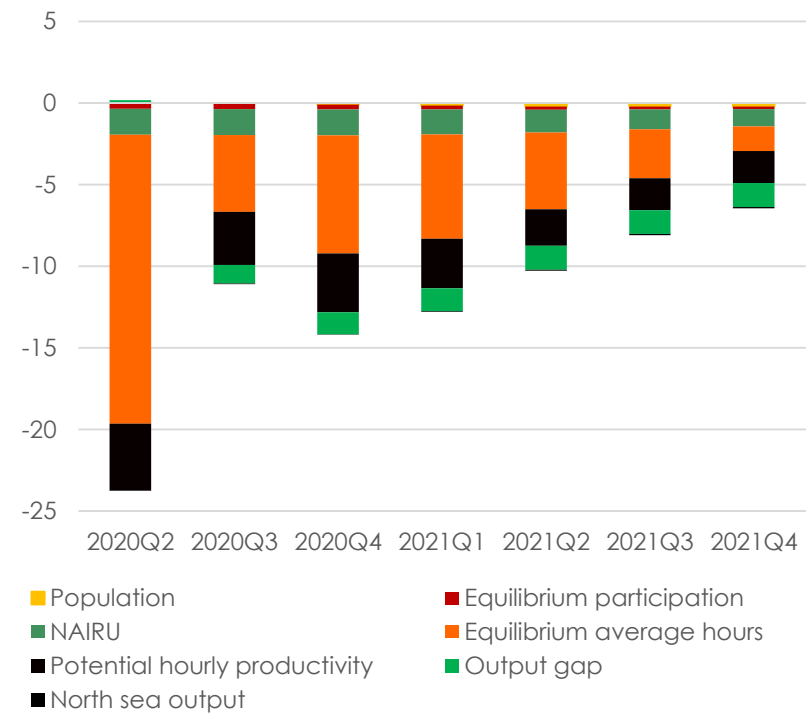
## ...ma con un impatto sul PIL peggiore...

«L'OBR prevede che l'economia si contragga quest'anno dell'11,3%, la caduta più ampia da 300 anni a questa parte» (R. Sunak alla presentazione della *Spending Review 2020*).

### Contrazione e rimbalzo trainate dai consumi, in particolare di servizi e beni durevoli



### Dal lato della produzione, l'aggiustamento ha riguardato soprattutto ore lavorate e produttività



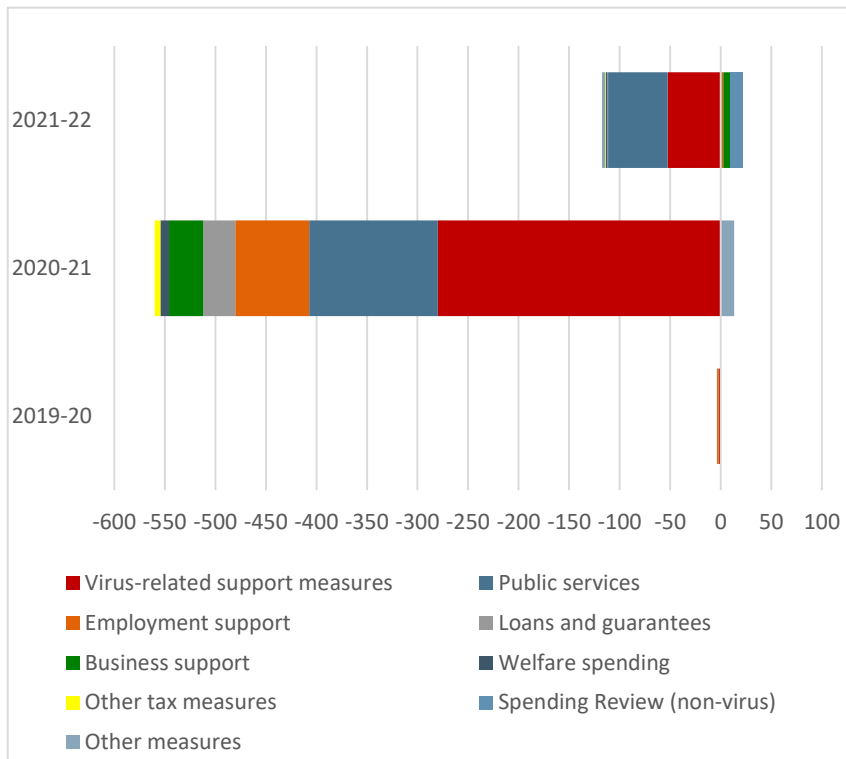
Fonte: OBR, *Economic and Fiscal Outlook*, November 2020, table 2.4

Fonte: OBR, cit., Chart 2.11

## ...malgrado un colossale stimolo fiscale

In maggio, i trasferimenti pubblici hanno rappresentato il 20% dei redditi delle famiglie britanniche, riducendo ampiamente l'impatto terribile della crisi pandemica.

**Le misure di emergenza per la pandemia hanno inciso per oltre 270mld di GBP nel 2020**



Fonte: OBR, cit., table 3.1

**Deficit al 19% del PIL. E il Regno Unito è ormai un paese ad alto debito pubblico**

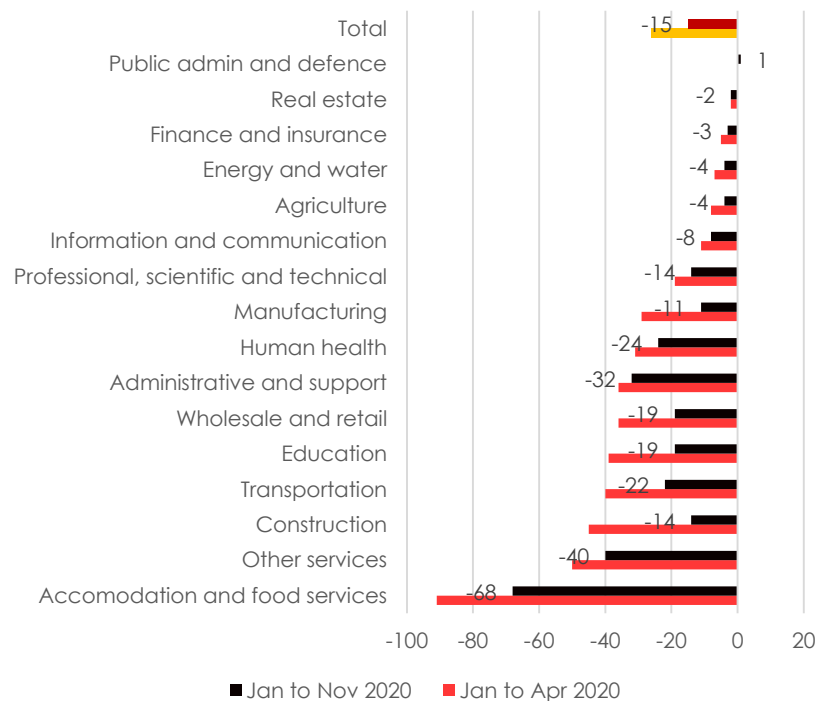
	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24
<b>Deficit (mld GBP)</b>	394	164	105	100
<b>% of GDP</b>	19%	7.4%	4.4%	4.1%
<b>Debt/GDP</b>	105.2%	108.0%	108.6%	109.4%

Fonte: OBR, cit.

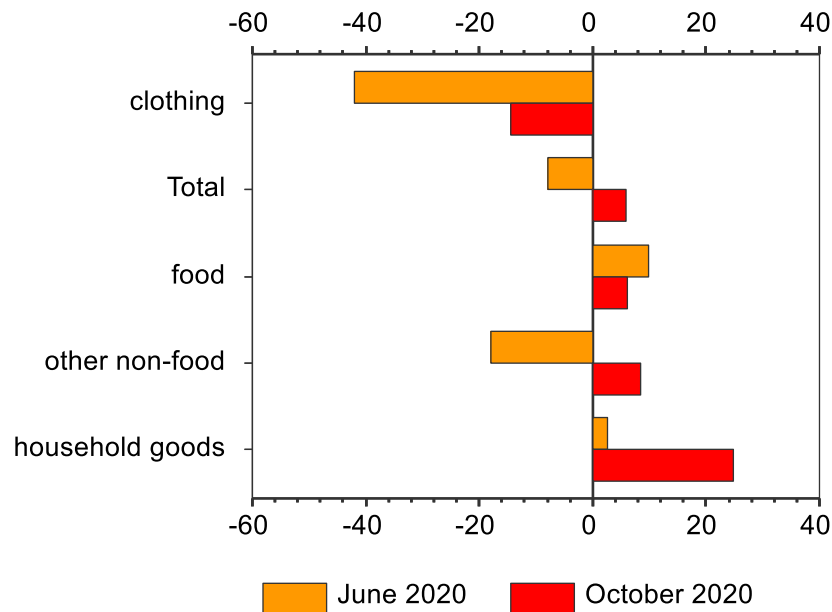
# Dinamica settoriale della crisi molto diversificata

La produzione manifatturiera resta dell'11% sotto i livelli pre-COVID. Il divario è doppio per molti segmenti dei servizi, e tocca il -68% per hotel e ristorazione. Anche nelle vendite al dettaglio le dinamiche settoriali sono diversificate.

## Nei servizi, il fatturato resta largamente sotto i livelli pre-Covid



## Vendite al dettaglio sopra i livelli di un anno fa, ma la composizione sta mutando (variazioni % a/a)



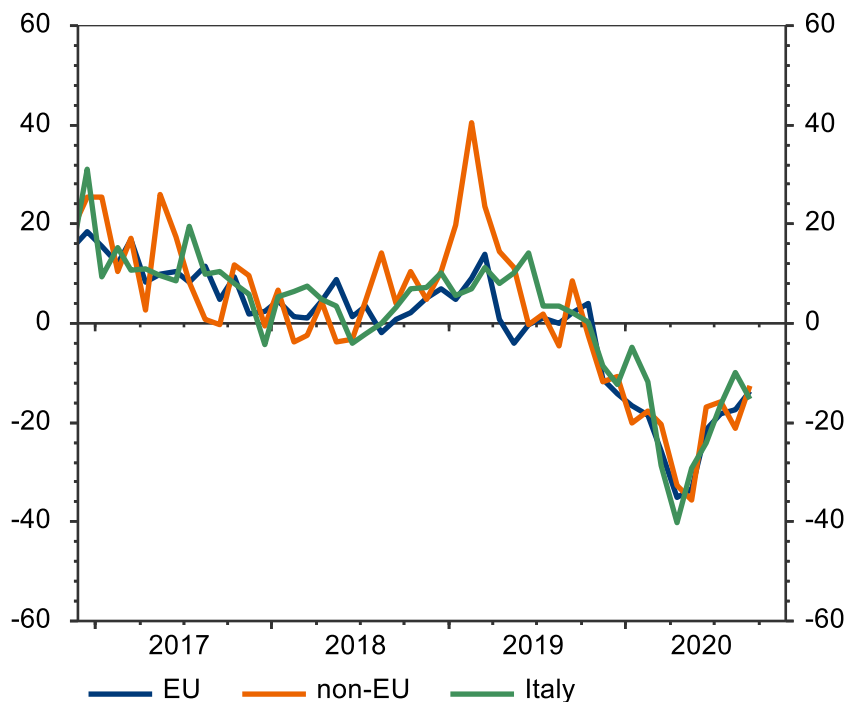
Fonte: OBR, cit., table 2.2

Fonte: ONS

# L'impatto della crisi pandemica sulle importazioni è stato violento

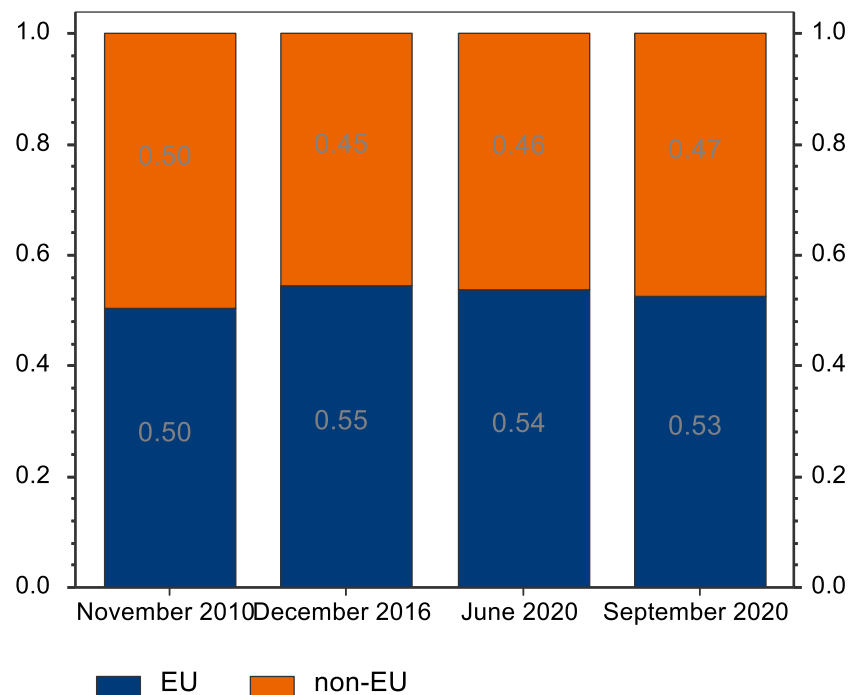
**Livello delle importazioni ben sotto i livelli pre-crisi, malgrado la ripresa estiva**

(variazioni % a/a)



Fonte: ONS

**Quota dell'import da UE in flessione**

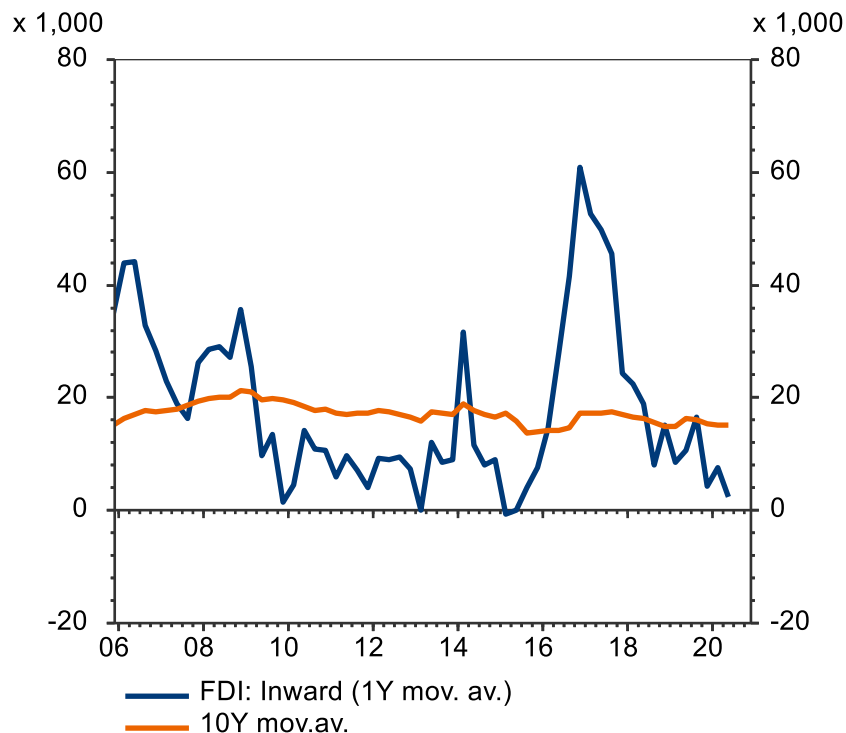


Fonte: ONS



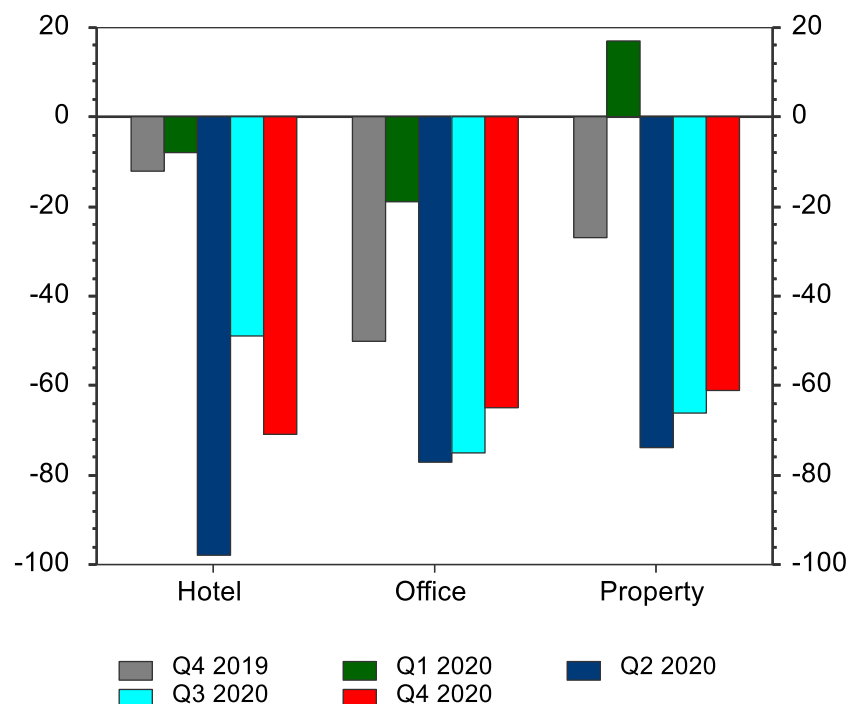
# Investimenti diretti nel Regno Unito ai minimi, servizi in difficoltà

## Frenano gli investimenti diretti dall'estero



Fonte: ONS

## CBI Business Survey: volume di attività, saldo delle risposte



Fonte: CBI

# Dal 1/1/2021 il Regno Unito non sarà più nel mercato unico

- Il Regno Unito non fa più parte dell'Unione Europea dalla mezzanotte del 31 gennaio 2020.
- L'accordo di recesso prevede che gli effetti legali della partecipazione all'Unione continuino fino al 31/12/2020 (periodo transitorio), anche se il Regno Unito non partecipa più agli organi decisionali/legislativi dell'Unione.
- Si sarebbe potuto prorogare il periodo transitorio, ma il governo UK ha preferito non farlo.
- Dal 1/1/2021, saranno comunque ripristinati i controlli doganali sui movimenti di merci fra UE e UK.
- Sono ancora in corso negoziati per un possibile accordo di libero scambio, che doveva essere ratificato entro fine anno:
  - Tempi ormai troppo stretti per ratifica entro fine anno, ma non si possono escludere escamotage giuridici per anticiparne effetti
  - Principale ostacolo è la questione del *level playing field* da garantire se si ottiene accesso a mercato unico.

# Le nuove barriere non tariffarie/1



Tutti i prodotti scambiati tra UE e UK saranno soggetti a tutte le verifiche e controlli di conformità alla normativa applicabili alle importazioni.



affinché le merci oggetto di scambio abbiano diritto a un trattamento preferenziale nell'ambito di un eventuale accordo futuro tra l'UE e il Regno Unito, le imprese dovranno dimostrarne il carattere originario.



cambieranno le norme in materia di pagamento e rimborso dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) su merci e servizi. Le accise saranno inoltre esigibili sui prodotti ad esse soggetti (bevande alcoliche, prodotti del tabacco ecc.) al momento della loro importazione dal Regno Unito nel territorio IVA dell'Unione europea



Le autorizzazioni all'immissione in commercio rilasciate dalle autorità UK non saranno più valide per l'immissione di prodotti nell'UE. Non è più ammessa vendita di prodotti con certificazione che non sia di organismo notificato dell'UE. Non più conforme la marcatura o etichettatura effettuata da organismi stabiliti in UK.



mentre in virtù dell'accordo di recesso sarà mantenuta la tutela dei diritti di proprietà intellettuale dell'UE a carattere unitario esistenti (marchi dell'UE, disegni e modelli comunitari, privative comunitarie per ritrovati vegetali e indicazioni geografiche), i nuovi diritti unitari dell'UE non avranno più efficacia nel Regno Unito

## Le nuove barriere non tariffarie/2



I trasportatori su strada stabiliti in UK non saranno più titolari di licenza comunitaria e non avranno più diritto di accesso automatico al mercato unico (perdono diritto di trasportare in tutta l'UE).



Cesseranno di applicarsi le autorizzazioni a prestare servizi in tutta l'UE a partire dal Regno Unito. La prestazione di servizi finanziari dal Regno Unito nell'UE sarà condizionata al rispetto delle norme applicabili ai paesi terzi in vigore nello Stato membro interessato.



Le società registrate nel Regno Unito saranno società di un paese terzo e non saranno più riconosciute automaticamente. Il loro riconoscimento diventerà soggetto alla legislazione nazionale applicabile alle società di paesi terzi. Le succursali negli Stati membri dell'UE delle società registrate nel Regno Unito saranno succursali di società di paesi terzi.



Non si applicheranno più le norme dell'Unione che facilitano il riconoscimento e l'esecuzione transfrontalieri delle sentenze nell'UE e nel Regno Unito durante il periodo di transizione. Rispetto alla situazione attuale, le sentenze pronunciate da un giudice del Regno Unito potrebbero non essere più eseguibili così rapidamente nell'Unione europea.

# Un divorzio difficile

- In assenza di accordo, il Regno Unito applicherà la UK General Tariff all'import dall'UE; l'UE applicherà la CET ⇒ **barriere tariffarie più alte**
- Il fallimento dei negoziati avrebbe ripercussioni anche su altri dossier, come l'applicazione del principio di equivalenza ai servizi finanziari.
- La soluzione per l'Irlanda è complessa e rischia di essere all'origine di controversie (v. UK Internal Market Bill), in particolare senza accordo commerciale
- La tentazione di divergere dagli standard UE può essere origine di controversie anche se l'accordo viene siglato

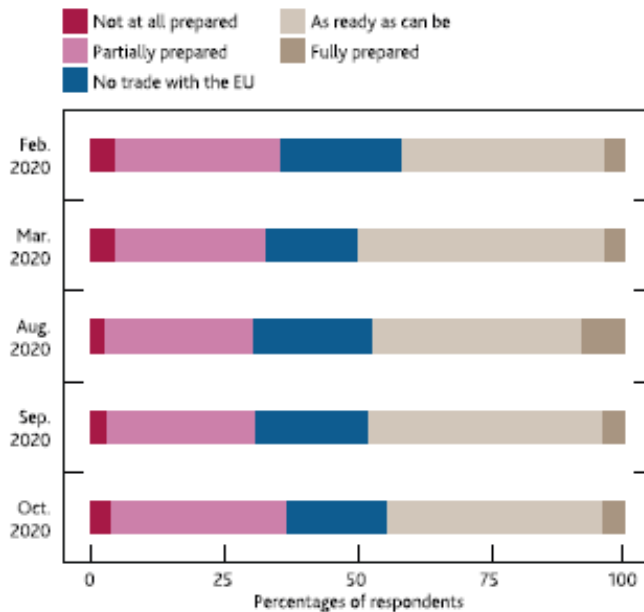
L'area di parcheggio per camion in preparazione ad Ashford, nel Kent.

# Non tutte le imprese britanniche si sentono pronte

Circa il 40% delle imprese britanniche dichiara di non essere per nulla preparato (<5%) o solo parzialmente preparato per l'uscita dall'UE. Il problema è maggiore per commercio, logistica, manifattura

**Chart 4.1:** Around a third of respondents were partially prepared for new UK-EU trading arrangements in the October DMP Survey

Preparedness for new trading arrangements<sup>(a)</sup>

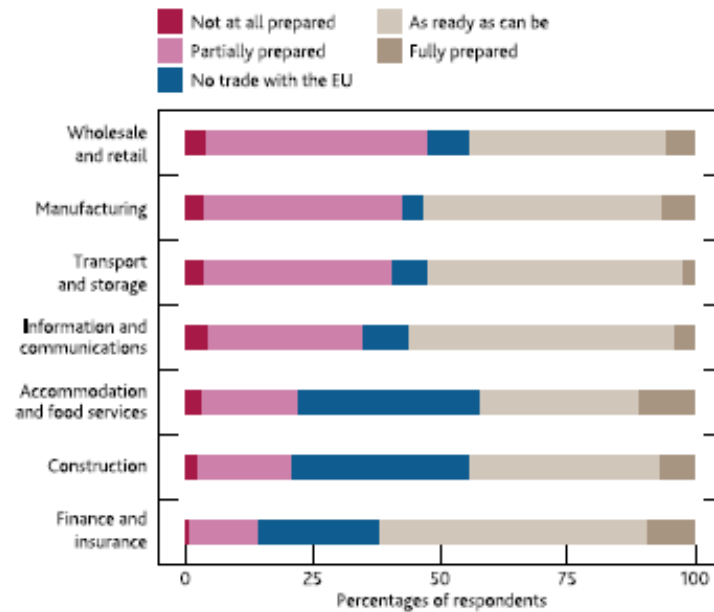


Sources: DMP Survey and Bank calculations.

(a) Question: 'Do you think your business is prepared for the potential extra requirements for trading with the EU once the current transition period comes to an end?'

**Chart 4.2:** The share of firms reporting that they are partially prepared varies by sector

Preparedness for new trading arrangements by sector<sup>(a)</sup>



Sources: DMP Survey and Bank calculations.

(a) Question: 'Do you think your business is prepared for the potential extra requirements for trading with the EU once the current transition period comes to an end?'. Based on average shares across the August, September and October Surveys.

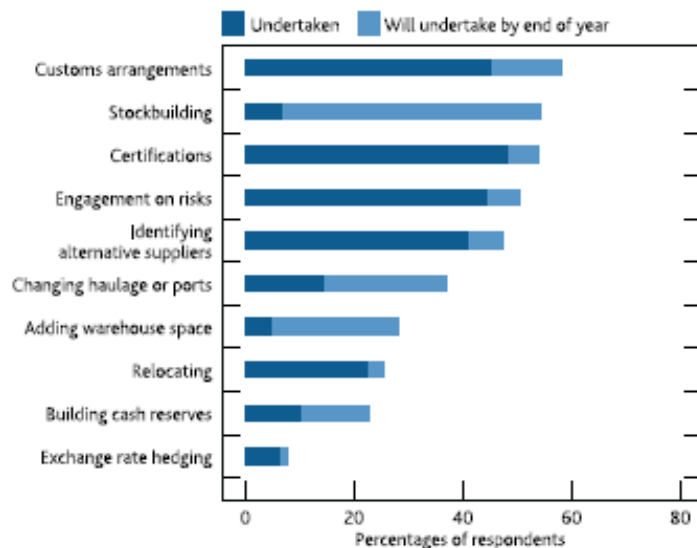
Fonte: Bank of England, *Monetary Policy Report – November 2020*

# Probabile un maggiore accumulo di scorte

La quota di imprese orientata a tenere scorte per più di 4 settimane a fine anno è circa raddoppiata

**Chart 4.3: Businesses have taken, and plan to take, a range of actions to prepare for EU withdrawal**

Types of preparation for EU withdrawal undertaken<sup>(a)</sup>

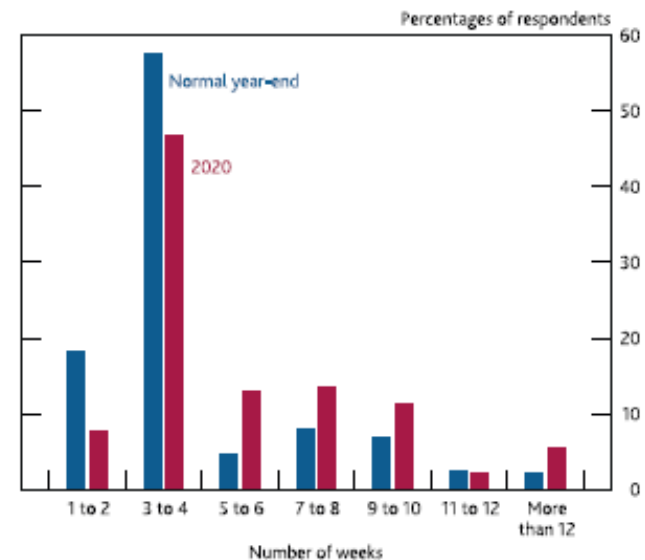


Source: Agents' survey on preparations for EU withdrawal.

(a) Question: 'If applicable, what type of preparations has your company undertaken, or will have done by the end of the year?'.

**Chart 4.4: Some businesses plan to increase their stock holdings relative to normal**

Number of weeks of stock holdings at year-end<sup>(a)</sup>



Source: Agents' survey on preparations for EU withdrawal.

(a) Question: 'If you hold stocks, how many weeks of normal business activity would be supported by stock holdings?'.

Fonte: DMP survey, citato da Bank of England, *Monetary Policy Report – November 2020*

# Effetto Brexit? Negativo

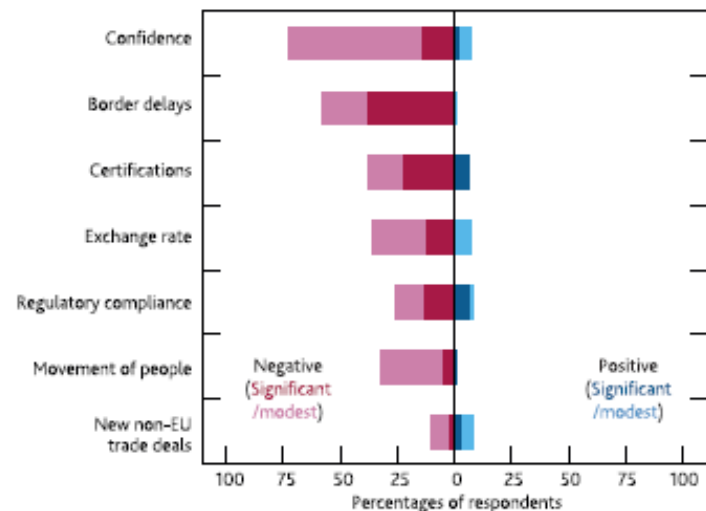
Tutte le analisi ufficiali e indipendenti concludono che la Brexit avrà effetti negativi sull'economia britannica. L'andamento degli investimenti è stato finora anche peggio del previsto. L'inflazione salirà per effetto di cambio e dazi. Brexit del tutto ignorata dal cancelliere Sunak nella spending review...

## Impatto di Brexit sull'economia

	Deal	No deal
<b>OBR</b>	Incluso in scenario di base. -4% su produttività dopo 5 anni	-2% in 2021 -1.5% dopo 5 anni
<b>Bank of England</b>	-1% in Q1 2021, in larga misura recuperato in Q2	Non simulato

## Le imprese UK percepiscono la Brexit come un fattore negativo

**Chart 4.6: Moving to a new trading relationship with the EU will affect businesses via a number of channels**  
Expected channels by which EU exit will affect businesses<sup>(a)</sup>



Source: Agents' survey on preparations for EU withdrawal.

(a) Question: 'What are the main channels for any impact of EU exit on your company?'

Fonte: DMP survey, citato da Bank of England, Monetary Policy Report – November 2020



# Proiezioni sull'andamento dell'economia UK

Le restrizioni dovrebbero portare a un calo del PIL del 3% circa nel 4° trimestre 2020, seguito da un rimbalzo nel primo trimestre 2021. L'andamento di inizio 2021 resta molto incerto a causa del rischio di nuove ondate pandemiche prima del *roll-out* dei vaccini e del rischio di volatilità indotta dalla reintroduzione delle barriere commerciali con l'UE. La ripresa diventerà più sostenibile dal secondo semestre.

Previsore	PIL		Inflazione		Consumi privati		Investimenti fissi	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
<b>OBR</b>	<b>-11.3</b>	<b>5.5</b>	<b>0.8</b>	<b>1.2</b>	<b>(-9.7)<sup>a</sup></b>	<b>(+4.6)<sup>a</sup></b>	<b>(-1.8)<sup>a</sup></b>	<b>(+0.1)<sup>a</sup></b>
<b>Consensus</b>	<b>-11.0</b>	<b>4.7</b>	<b>0.9</b>	<b>1.5</b>	<b>-13.7</b>	<b>5.1</b>	<b>-16.5</b>	<b>0.9</b>
- Min	-12.4	0.8	0.6	0.4	-16.2	2.3	-27.1	-11.2
- Max	-9.0	7.2	1.1	3.0	-10.5	8.1	-10.5	+10.0

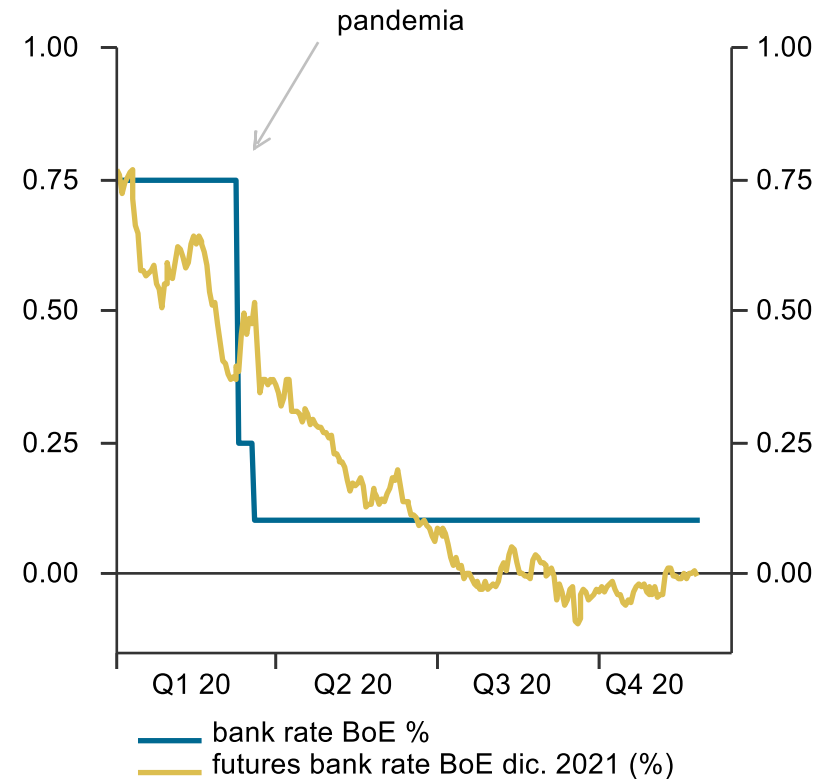
Note: (a) contributo alla variazione del PIL.

Fonte: Consensus Economics (Novembre 2020) e OBR, cit.

# La Bank of England tra Brexit e COVID

- A novembre la BoE ha lasciato i tassi a 0,10% ma ha incrementato il QE, a causa del **deterioramento del quadro pandemico**.
- Ha **rivisto al ribasso le proiezioni di crescita 2020-21**. Il nuovo profilo è: -11% nel 2020, +7,25% nel 2021, +6,25% nel 2022 e +1,75% nel 2023.
- **L'assunzione operativa della BoE è che il Regno Unito riesca a siglare un accordo di libero scambio con l'UE**, ma spiega che in caso di no-deal la crescita sarebbe più bassa rispetto alle proiezioni attuali, l'inflazione più alta e la sterlina probabilmente si deprezzerebbe.
- La BoE non è favorevole all'opzione di tassi negativi, ma in caso di significativo deterioramento dello scenario non la esclude a priori.

## La BoE non esclude a priori tassi negativi

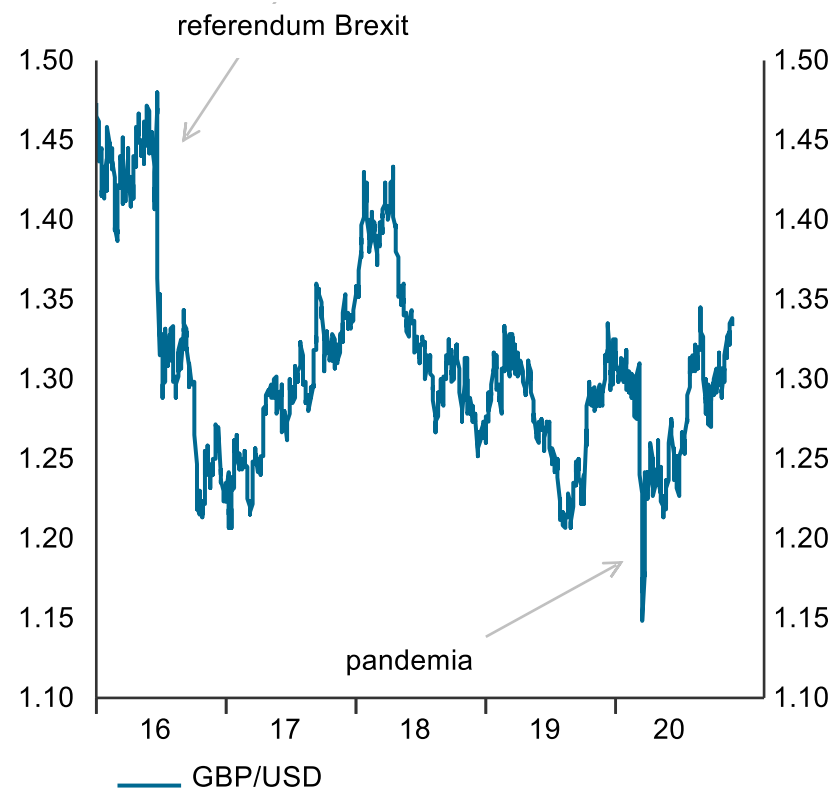


Fonte: Refinitiv-Datastream

# Sterlina: reazione opposta ma non simmetrica negli scenari di *deal* o *no-deal*

- Sterlina - atteso **rafforzamento in caso di accordo** con l'UE, ma **upside limitato**: (i) il mercato è leggermente *biased*, non ha incorporato un *no-deal*; (ii) all'inizio ci sarà comunque una fase di aggiustamento verso il nuovo regime che potrebbe temporaneamente frenare la crescita; (iii) l'attenzione tornerebbe presto sull'altro tema chiave: l'evoluzione sfavorevole della pandemia.
- Sterlina - atteso **deprezzamento in caso di *no-deal*, con impatto più ampio** in questo scenario: (i) il mercato non incorpora tale scenario; (ii) le condizioni per l'export britannico sarebbero più sfavorevoli; (iii) l'effetto verrebbe amplificato per via del contestuale deterioramento del quadro pandemico.

La sterlina tra Brexit e COVID

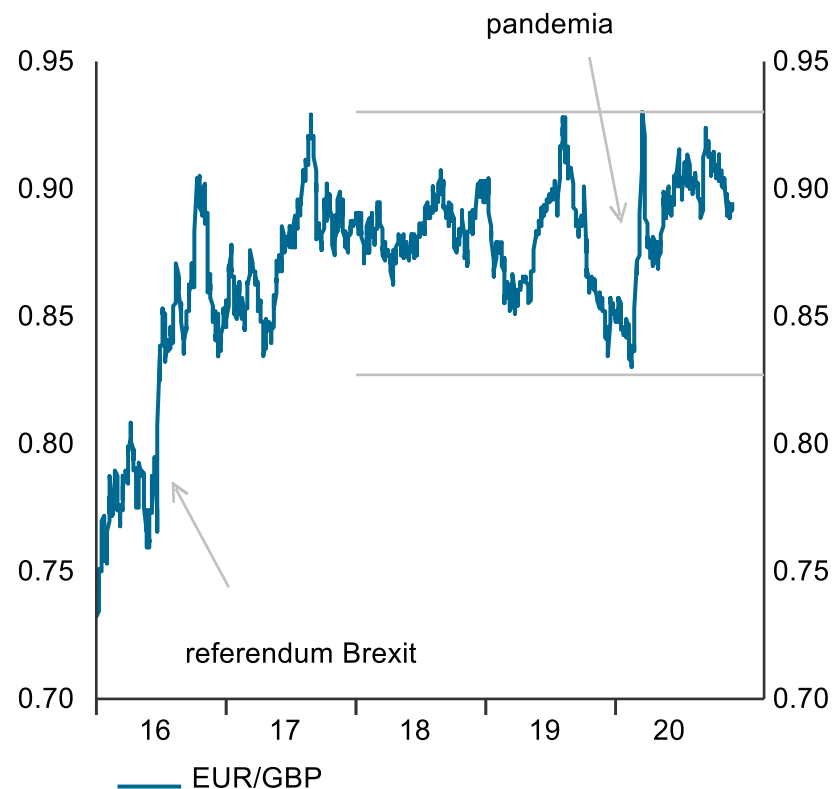


Fonte: Refinitiv-Datastream

# Sterlina: effetto tendenzialmente più ampio rispetto al dollaro che rispetto all'euro

- In caso di accordo l'*upside* della sterlina **rispetto al dollaro** dovrebbe restare contenuto entro 1,35-1,38 GBP/USD. In caso di *no-deal* invece il *downside* potrebbe essere più ampio, verso 1,25 GBP/USD (nella peggiore delle ipotesi eventuale incursione temporanea entro il range 1,25-1,20 GBP/USD).
- **Rispetto all'euro**, il mantenimento di una correlazione positiva del cambio EUR/USD con il cambio GBP/USD dovrebbe contribuire a ridurre l'impatto sul cross EUR/GBP. In caso di accordo l'*upside* dovrebbe tendenzialmente restare contenuto entro 0,87-0,85 EUR/GBP, mentre in caso di *no-deal* il *downside* potrebbe estendersi verso 0,92-0,95 EUR/GBP (nella peggiore delle ipotesi 0,97 EUR/GBP).

Sterlina più *in range* contro euro



Fonte: Refinitiv-Datastream

This, of course, was not how it was meant to be. In 2016, Vote Leave said that “there is a European free trade zone from Iceland to the Russian border and we will be part of it”. Pro-Brexit ministers promised that an EU-UK trade deal would be one of the “easiest in history” and that we would “retain all the advantages of membership of the single market”. Boris Johnson promised the electorate last year that he had “an oven-ready deal”.

David Gauke, già UK Lord Chancellor, nel  
*Financial Times* del 28 novembre 2020.

## 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 15c-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 and Fixed Income Research, 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:**

Luca Mezzomo, Responsabile Analisi Macroeconomica, *Intesa Sanpaolo*  
Asmara Jamaleh, *Macroeconomic Analysis, Intesa Sanpaolo*