

Focus Area Euro

**Previsioni di inflazione riviste di nuovo verso l'alto**

Rispetto alle previsioni contenute nel nostro ultimo [Scenario Macroeconomico](#) trimestrale, rivediamo ulteriormente al rialzo le nostre stime sull'inflazione nell'Eurozona, a 7,5% nel 2022 e a 4,4% nel 2023. La revisione si concentra in buona parte sull'inflazione core, attesa ora al 4,1% nel 2022 e al 3,8% il prossimo anno. I rischi su questo scenario previsivo restano verso l'alto, per via di possibili nuovi shock dal lato dell'energia nella parte finale dell'anno, e di una possibile sottostima dell'impatto del meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari a monte della catena produttiva. L'introduzione dei costi abitativi all'interno dell'indice dei prezzi al consumo, come prospettato dalla BCE nel processo di revisione della strategia di politica monetaria, avrebbe un impatto al rialzo sull'inflazione core nell'anno in corso ma al ribasso in quello successivo; l'effetto si annullerebbe nel medio termine.

14 luglio 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

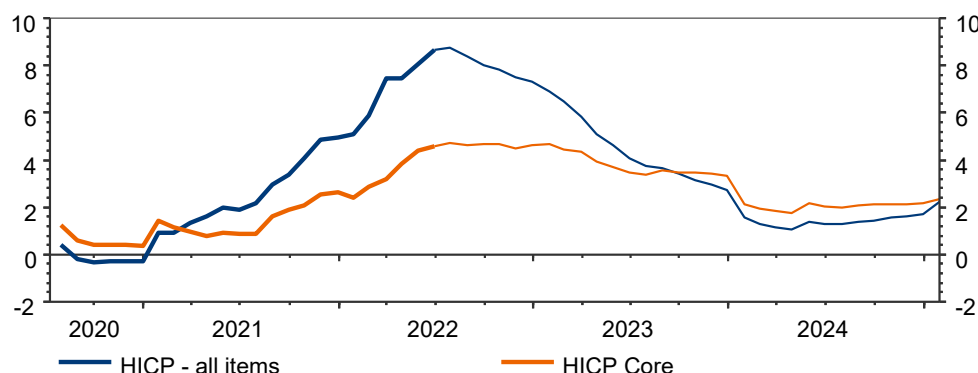
**Aniello Dell'Anno**

Economista - Area euro

**Andrea Volpi**

Economista - Area euro

Eurozona: previsioni d'inflazione

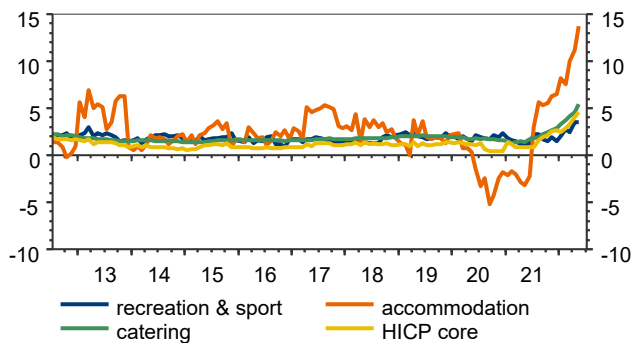


Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

## L'inflazione sarà più alta del previsto ma i rischi rimangono verso l'alto

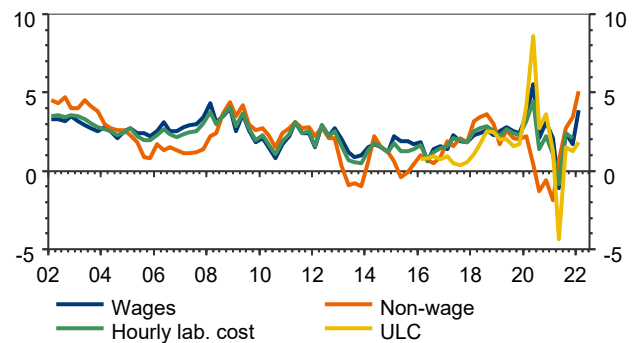
**Nell'area euro, l'inflazione core** (al netto di energia e alimentari freschi) **ha visto una rapida accelerazione negli ultimi mesi, sino a toccare il 4,6% a/a a giugno** (massimo da quando esiste una serie comparabile, ovvero almeno dal 1998). Tuttavia, diversi fattori ci fanno pensare che il picco per l'inflazione sottostante non sia ancora raggiunto (ma potrebbe essere toccato nei primi mesi del 2023). In primo luogo, lo scarto positivo tra stima flash e previsione di consenso che si registra oramai da molti mesi potrebbe sottendere cambiamenti di natura strutturale. Nelle nostre stime, prendendo come riferimento le nostre previsioni di inflazione core nel 2° trimestre, gran parte dell'errore previsivo (circa il 65%) è attribuibile alla sottostima del meccanismo endogeno del trasferimento dei rincari energetici e dell'impatto dei colli di bottiglia all'offerta, il 10% alla sottostima dei prezzi dell'energia mentre il restante 25% (la parte non spiegata dal modello) sarebbe imputabile alla sottostima dei prezzi dei servizi (3,4% a/a in giugno; si nota in particolare una decisa accelerazione nei servizi ricettivi: 13,8% a/a in maggio). La sottostima del meccanismo di trasmissione dei rincari energetici potrebbe persistere nei prossimi mesi.

**Fig. 1 – Torna la domanda, e i prezzi dei servizi di alloggio, ristorazione e intrattenimento salgono**



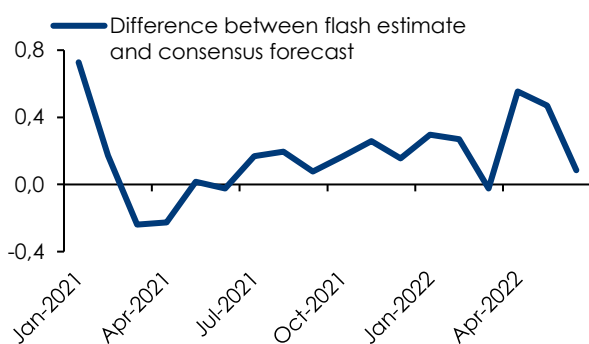
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 2 – I salari sono già in accelerazione (sia pure su ritmi inferiori all'inflazione)**



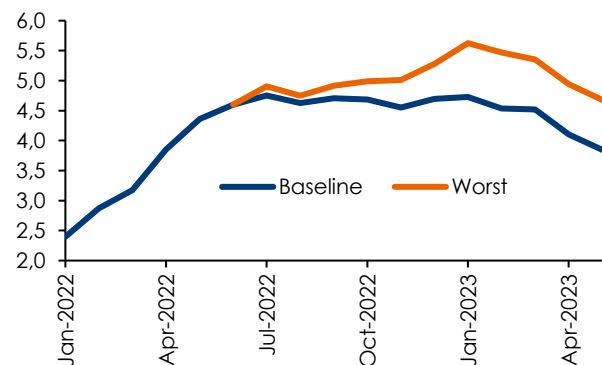
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 3 – L'indice sottostante continua a sorprendere al rialzo**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e Refinitiv

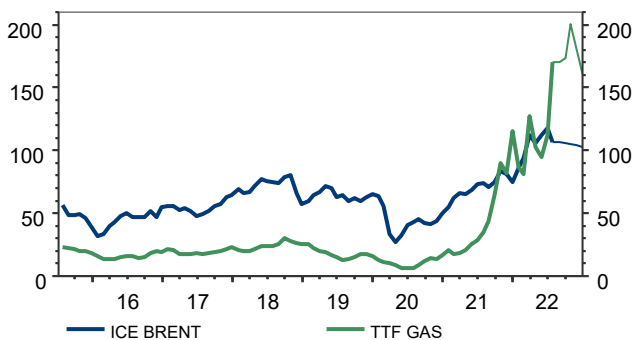
**Fig. 4 – Inflazione core: la trasmissione degli shock implica che il picco potrebbe essere rimandato ai primi mesi del 2023**



Nota: la previsione worst deriva da un modello strutturale che stima l'inflazione core utilizzando lo scenario peggiorativo dei prezzi dell'energia, una proxy del meccanismo di trasmissione, la disoccupazione e una proxy dei colli di bottiglia all'offerta. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

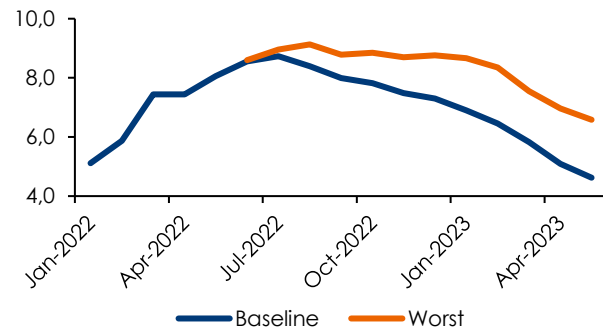
Nei mesi estivi, l'inflazione sarà parzialmente e temporaneamente frenata dalle misure introdotte dai governi nazionali per calmierare i prezzi energetici<sup>1</sup>, ma **nuove spinte dal lato dell'energia potrebbero arrivare in autunno**. Il nostro scenario centrale è stato rivisto al rialzo rispetto a qualche mese fa e prevede una quasi stabilità sulle quotazioni di greggio rispetto ai livelli attuali, attorno ai 104 dollari al barile in media nel 4° trimestre, e viceversa una accelerazione del prezzo del gas naturale, a 180 €/MWh nel 4° trimestre (con un picco attorno ai 200 €/MWh). I prezzi dovrebbero poi calare nel corso del 2023, rimanendo però su livelli storicamente molto elevati. Considerando queste ipotesi, il contributo all'inflazione dell'energia si andrebbe a ridimensionare nel corso del prossimo anno: mentre nel 2022 circa il 40% dell'inflazione risulterebbe spiegato dall'energia, nel 2023 il contributo sarà di soli 0,6pp.

**Fig. 5 – I prezzi di petrolio e gas naturale sono attesi rimanere su livelli elevati nei prossimi mesi**



Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, su dati Bloomberg Finance LP

**Fig. 6– Nell'ipotesi di stabilizzazione dei prezzi energetici, l'inflazione potrebbe toccare un picco nel 3° trimestre**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

In sintesi, **rispetto ad un mese fa abbiamo rivisto al rialzo di due decimi la nostra previsione di inflazione per quest'anno, al 7,5%, e di sette decimi quella per l'anno prossimo, al 4,4%**. La revisione è in buona parte concentrata sull'inflazione core, attesa ora al 4,1% nel 2022 e al 3,8% il prossimo anno. Il picco per l'indice sottostante si toccherebbe nel 3° trimestre 2022; un ritorno sotto il 2% si avrebbe solo nel 2024. Il rallentamento dell'indice generale, atteso da agosto, dovrebbe essere lievemente più pronunciato e legato ad effetti base negativi della componente energia.

**Lo spaccato per Paese dovrebbe vedere la dinamica dei prezzi in Germania e Italia circa in linea con la media dell'Eurozona, con la Spagna ben sopra tale soglia e la Francia al di sotto**. La Germania rimane un "osservato speciale" soprattutto per quanto riguarda la dinamica salariale, visto che le richieste di rinnovi da parte dei sindacati potrebbero innescare effetti di "seconda battuta". Tuttavia, parte del recupero di potere d'acquisto per i lavoratori avverrà tramite bonus one-off, che non dovrebbero creare pressioni sulla tendenza di medio termine dell'inflazione.

**Anche dopo la recente revisione, i rischi sul nostro scenario previsivo restano verso l'alto**, per via di possibili nuovi shock sui prezzi dell'energia nella parte finale dell'anno, nonché di una possibile sottostima dell'impatto del meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari a monte della catena produttiva. Uno scenario estremo di blocco totale dell'import energetico dalla Russia potrebbe spingere il prezzo del gas naturale verso i 300 €/MWh a inizio 2023, accrescendo di almeno +1,1pp la media annua dell'inflazione il prossimo anno, ove si consideri solo il canale diretto. Gli effetti indiretti di trasmissione agli altri comparti farebbero salire il limite superiore dell'intervallo di stima per l'inflazione core nel 2023 (attualmente al 5%). In questo scenario peggiorativo l'inflazione core supererebbe il 5,5% a/a nel 1° trimestre 2023, per poi rallentare lentamente nel corso dell'anno.

<sup>1</sup> Ad esempio, gli interventi governativi hanno contribuito all'inatteso calo dei prezzi che si è registrato in Germania a giugno (-0,1% m/m sulla misura armonizzata); la stima flash dai Länder ha evidenziato una marcata flessione di carburanti e trasporti (scesi, ad esempio, di -4,8% e -6,4% m/m, rispettivamente, in Sassonia), che hanno beneficiato del taglio delle accise su benzina e diesel (in vigore per tre mesi, a partire dal 1° giugno), nonché del ribasso a 9 euro al mese dell'abbonamento per il trasporto pubblico.

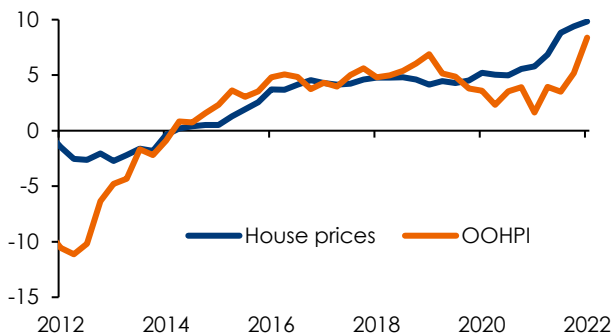
## Con i costi abitativi l'inflazione sarebbe temporaneamente più elevata

Nell'ambito della revisione della strategia di politica monetaria, la BCE ha avviato già dallo scorso anno un progetto per l'**inclusione dei costi delle abitazioni occupate dai proprietari nella misura d'inflazione**. L'obiettivo è quello di rappresentare in maniera più adeguata l'effettiva evoluzione dei prezzi al consumo cui fanno fronte i nuclei famigliari in Eurozona, soprattutto alla luce della robusta crescita dei prezzi immobiliari che non è stata rispecchiata, negli ultimi anni, nelle misure ufficiali d'inflazione. **La BCE ha deciso di utilizzare, a tal fine, l'indice sperimentale OOHPI (Owner-Occupied Housing Price Index)** pubblicato trimestralmente dall'Eurostat. Al momento è ancora prematuro che esso venga inserito nell'IPCA (il progetto potrebbe richiedere non meno di cinque anni), per una serie di criticità legate sia alla composizione dell'indice che alla frequenza con cui viene distribuito, ma viene comunque monitorato regolarmente, congiuntamente agli altri indicatori supplementari d'inflazione, nelle decisioni di politica monetaria.

In un precedente focus<sup>2</sup> avevamo stimato l'**impatto che avrebbe avuto l'inclusione dei costi abitativi sull'indice generale di inflazione**. La BCE ha svolto delle simulazioni<sup>3</sup> con risultati coerenti con un peso dell'indice OOHPI sul totale dell'HICP intorno al 10,5%. In tal caso **nel corso del 2021 l'inflazione headline in Eurozona sarebbe stata in media più elevata di circa 0,3pp mentre l'indice BCE core (al netto di energia e alimentari freschi) sarebbe risultato superiore di mezzo punto percentuale** ma con un impatto maggiore nel secondo semestre dell'anno sull'onda dell'accelerazione dei valori delle abitazioni.

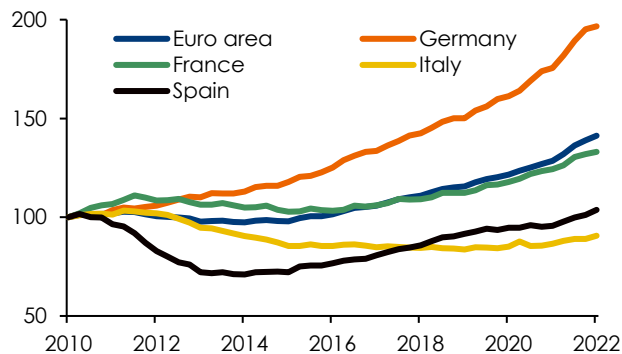
Nel 1° trimestre del 2022, in area euro, i prezzi delle case sono cresciuti dell'1,7% t/t da un precedente 1,9% t/t. La crescita tendenziale è salita al 9,4% dall'8,8% di fine 2021, il ritmo più forte mai registrato dall'inizio delle rilevazioni (almeno dal 2006). Anche la crescita dell'indice dei costi delle abitazioni occupate dai proprietari OOHPI ha accelerato di un punto percentuale fino a raggiungere il record di 8,6% a/a.

**Fig. 7 - Eurozona: crescita a/a dei prezzi delle case e dell'indice OOHPI dei costi abitativi**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 8 - Indici dei prezzi delle abitazioni (1° trimestre 2010=100) nelle principali economie**



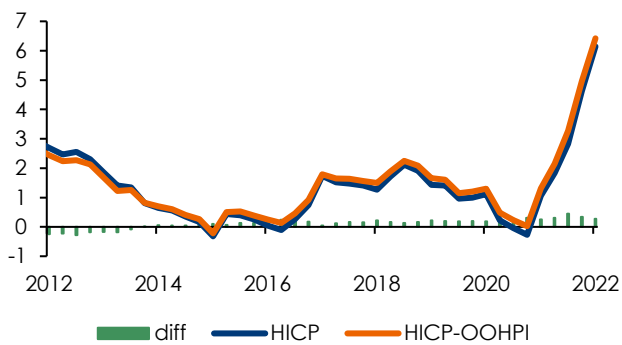
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

<sup>2</sup> Dell'Anno A., Volpi A. "Costo dell'abitazione: quale sarà l'impatto sull'inflazione armonizzata europea", 6 agosto 2021

<sup>3</sup> ECB, "Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank held in Frankfurt am Main on Wednesday and Thursday, 21-22 July 2021", 26 agosto 2021

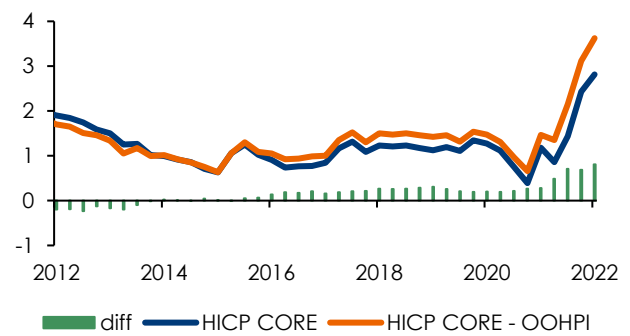
Includendo l'indice dei costi abitativi all'interno del paniere dei prezzi al consumo, otteniamo che **l'inflazione headline nel 1° trimestre del 2022 sarebbe più alta di circa tre decimi (6,4% a/a contro 6,1%) mentre la misura core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) sarebbe superiore di ben 0,8pp al 3,6% a/a.**

**Fig. 9 - Eurozona: impatto sull'inflazione headline dell'inserimento di OOHPI**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

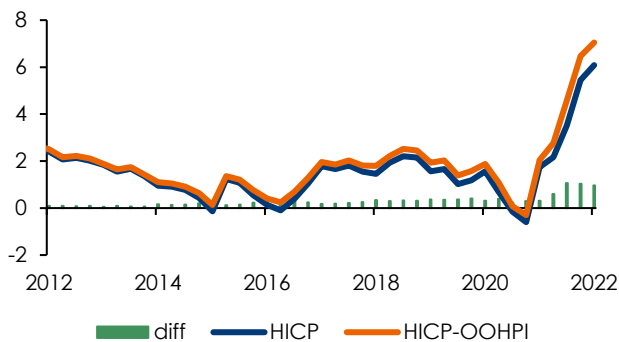
**Fig. 10 - Eurozona: impatto sull'inflazione BCE core dell'inserimento di OOHPI**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

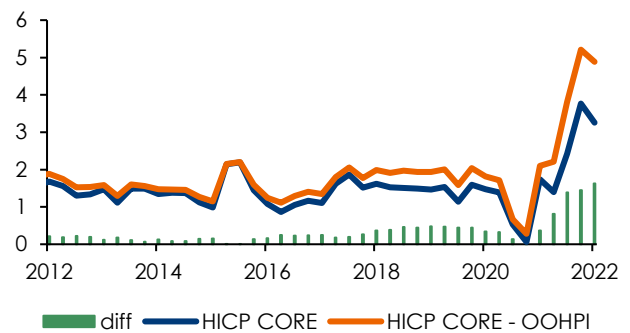
Lo spaccato mostra però un' **ampia divergenza tra Paesi: l'impatto è spiegato prevalentemente dai dati relativi alla Germania**, dove i valori immobiliari hanno mostrato la maggiore vivacità e quindi l'inclusione dei costi abitativi avrebbe l'effetto più ampio. I prezzi delle abitazioni tedesche continuano infatti a crescere a doppia cifra (12% a/a nel 1° trimestre del 2022, da 12,2% di fine 2021), a fronte di una dinamica positiva ma più moderata negli altri Paesi: 7,1% in Francia; 8,5% in Spagna e 4,6% in Italia.

**Fig. 11 - Germania: impatto sull'inflazione headline dell'inserimento di OOHPI**



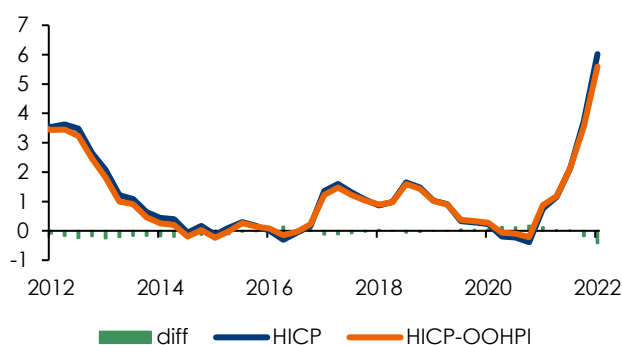
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 12 - Germania: impatto sull'inflazione BCE core dell'inserimento di OOHPI**

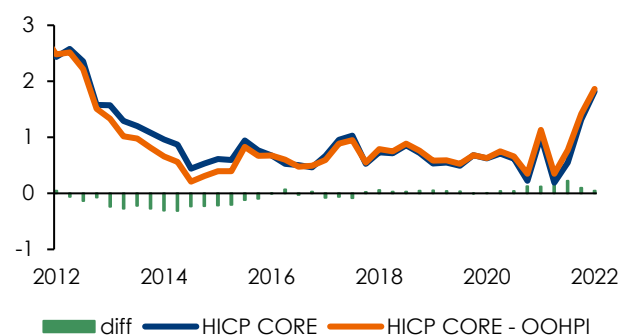


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

In Germania infatti l'inflazione armonizzata *headline* sarebbe risultata più alta di circa un punto percentuale nel 1° trimestre (7% a/a contro 6,1%) mentre l'inflazione core sarebbe stata prossima al 5%, ovvero oltre 1,5pp, al di sopra della misura al netto dei costi abitativi. Tale divario sarebbe decisamente più contenuto negli altri Paesi (al di sotto del mezzo punto percentuale in Francia e Spagna), mentre in Italia l'inflazione *headline* risulterebbe persino inferiore e la dinamica core sarebbe circa invariata.

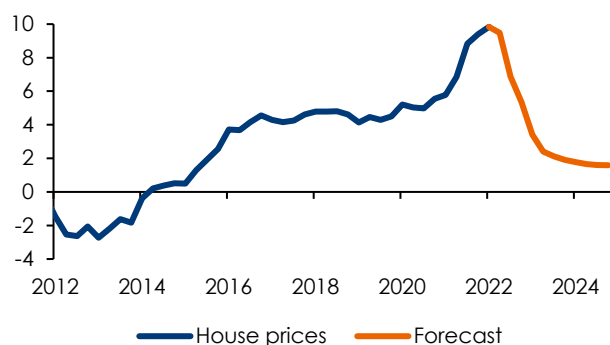
**Fig. 13 - Italia: impatto sull'inflazione headline dell'inserimento di OOHPI**

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

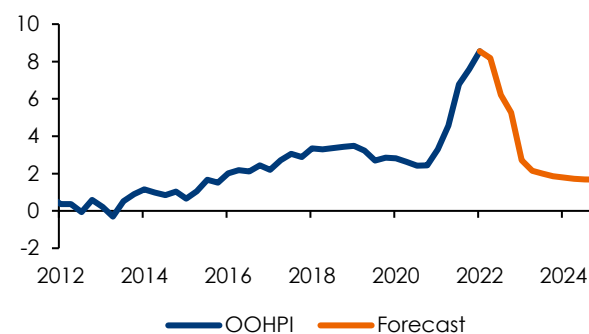
**Fig. 14 - Italia: impatto sull'inflazione BCE core dell'inserimento di OOHPI**

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Ipotizziamo che in area euro la crescita dei prezzi delle case abbia toccato un picco nel 1° trimestre dell'anno, prima di intraprendere un sentiero di progressiva decelerazione in scia al rallentamento ciclico e al processo di normalizzazione della politica monetaria. **Stimiamo la dinamica futura dell'indice OOHPI** con un modello ECM di correzione degli errori sulla base della relazione storica con i valori immobiliari<sup>4</sup>, **e includiamo tali proiezioni nelle nostre nuove previsioni d'inflazione**. I risultati della simulazione suggeriscono che l'effetto positivo sull'inflazione dovrebbe aver già toccato un picco nei trimestri a cavallo tra il 2021 e il 2022, ma **l'inclusione dei costi abitativi dovrebbe continuare ad esercitare pressioni al rialzo sull'inflazione core per tutto il resto dell'anno**.

**Fig. 15 - Eurozona: previsioni crescita a/a dei prezzi delle case**

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, Oxford Economics

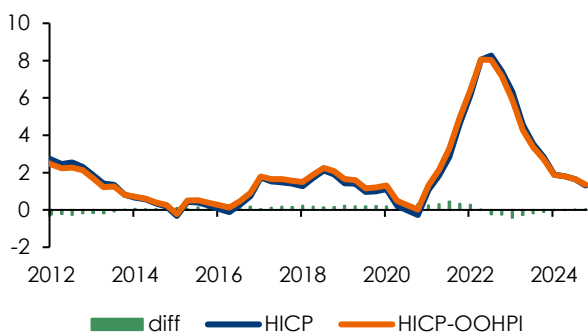
**Fig. 16 - Eurozona: previsioni crescita a/a dell'indice dei costi abitativi**

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

In particolare, l'impatto sull'inflazione headline potrebbe diventare negativo già a partire dal secondo semestre dell'anno, con il picco per l'inflazione che verrebbe quindi toccato nel 2° trimestre e non più durante l'estate (per via di una crescita dell'indice OOHPI a ritmi inferiori al resto del paniere). **L'inflazione core continuerebbe ad essere più elevata nel tutto il resto del 2022 per chiudere l'anno prossimo al 5%** (intorno al 4,5% in media annua contro 4,1% al netto dei costi abitativi). **Nel 2023 invece l'inclusione dei costi abitativi dovrebbe riflettersi in misure d'inflazione lievemente più basse** (4,1% contro 4,3% l'headline; 3,5% contro 3,8% la core) grazie all'attesa decelerazione dei prezzi immobiliari. **Le due misure dovrebbero progressivamente convergere nel medio termine**, con una differenza sostanzialmente nulla a partire dal 2024.

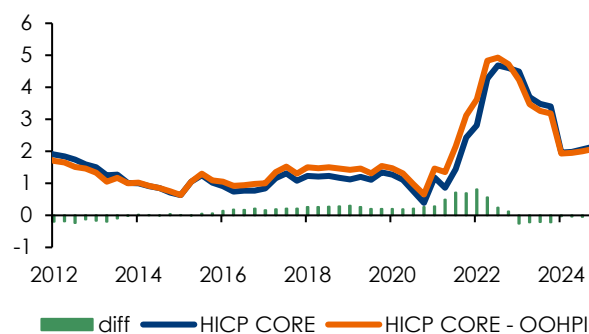
<sup>4</sup>  $\Delta OOHPI_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta HOUSE\_PRICE_t + \alpha_3 (OOHPI_{t-1} - \beta_0 - \beta_1 HOUSE\_PRICE_{t-1}) + \varepsilon_t$

**Fig. 17 - Eurozona: impatto sull'inflazione headline dell'inserimento di OOHPI**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 18 - Eurozona: impatto sull'inflazione BCE core dell'inserimento di OOHPI**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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.-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 Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. 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.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasnpaolo.com

#### International Research Network

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com
---------------	-------	---------------------------------