

Focus Area Euro

Si preannuncia un autunno caldo per i consumatori

La fiammata inflattiva e l'elevata incertezza di fondo per le prospettive economiche dell'Eurozona, riflesse nel crollo del morale dei consumatori, puntano verso una contrazione delle spese private nei prossimi mesi. La crescita delle retribuzioni reali dovrebbe restare negativa, mentre le misure fiscali di sostegno non riusciranno a compensare interamente la perdita di potere d'acquisto da parte delle famiglie. Inoltre, a causa della disuguaglianza nella distribuzione dei risparmi anche l'eventuale utilizzo di parte della liquidità accumulata dopo lo scoppio della pandemia riteniamo non sarà tale da impedire una contrazione delle spese private, in particolare tra l'autunno e l'inverno.

31 agosto 2022

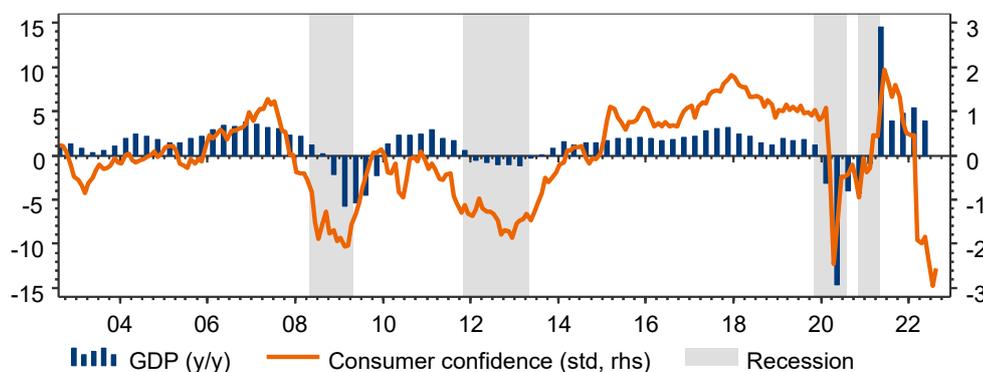
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Andrea Volpi

Economista - Area euro

Il crollo del morale dei consumatori anticipa una contrazione dei consumi nei prossimi mesi e segnala ampi rischi al ribasso per la tenuta del ciclo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, EU Commission DG Ecofin

Lo shock inflattivo peserà sui consumatori, soprattutto quelli più poveri

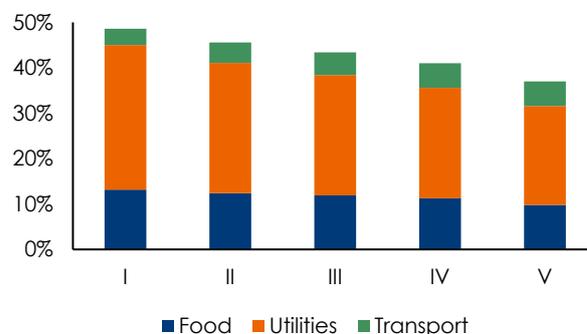
La forte accelerazione dei prezzi al consumo nell'Eurozona è ormai diffusa a tutte le componenti di spesa, ma lo shock è particolarmente severo per energia e alimentari. La domanda di alimenti ed energia è tipicamente anelastica, perciò l'impatto negativo sui consumi totali potrà essere compensato solo attraverso o un aumento del reddito disponibile (derivante per esempio da un incremento dei salari o dell'occupazione, ovvero da misure fiscali di sostegno) o l'utilizzo di risparmi accumulati (in altri termini, da una contrazione del tasso di risparmio). Il crollo del morale dei nuclei famigliari negli ultimi mesi non offre prospettive incoraggianti per le spese private nei prossimi mesi (Fig. 1); saranno soprattutto i consumatori più poveri, che dedicano una porzione relativamente più ampia delle proprie spese a quelle più essenziali (Fig. 2) e che non sono stati in grado di accumulare risparmi durante il periodo pandemico, a subire in misura più marcata l'impatto dell'inflazione.

Fig. 1 - Il calo della fiducia dei consumatori è coerente con una contrazione delle spese



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, EU Commission DG Ecofin

Fig. 2 - I nuclei famigliari più poveri dedicano quasi il 50% delle proprie spese ad alimentari ed energia



Nota: destinazione dei consumi per quintile di reddito. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Nonostante i progressi occupazionali, la crescita dei redditi reali resterà negativa

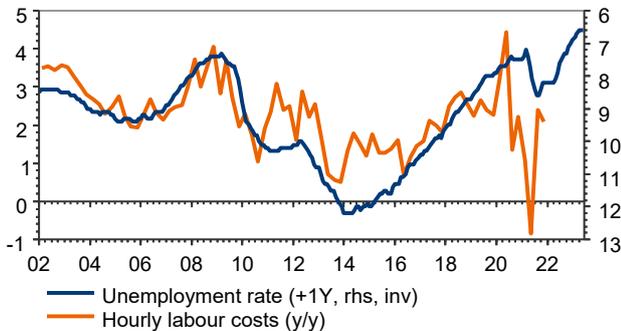
Il mercato del lavoro in area euro resta solido, con un tasso di disoccupazione che si è recentemente stabilizzato su un minimo dall'introduzione della moneta unica; inoltre, il tasso di posizioni vacanti resta su livelli record e anche le ore lavorate hanno recuperato i livelli di fine 2019. Le indagini di fiducia iniziano ad anticipare un rallentamento delle assunzioni nei prossimi mesi, tuttavia continuano a sussistere i presupposti per un aumento delle retribuzioni nel 2° semestre del 2022 (Fig. 3). Infatti, diversi governi nazionali hanno incrementato il livello del salario minimo (ove presente), mentre sindacati e lavoratori stanno spingendo per aumenti retributivi tali da recuperare almeno in parte l'erosione del potere d'acquisto (Fig. 4).

Sulla base della relazione storica con il tasso di disoccupazione, la crescita dei salari orari potrebbe avvicinarsi al 4% a/a nel 2022 che, compatibilmente con una crescita degli occupati intorno al 2%, sarebbe coerente con un aumento dei redditi da lavoro nominali nell'anno in corso, che stimiamo al 5,6%. L'aumento dei salari minimi dovrebbe avere un impatto complessivamente modesto (non più di un paio di decimi sulle retribuzioni medie), visto anche il contenuto grado di trasferimento sul resto del monte salari, mentre la limitata applicazione di sistemi di indicizzazione automatica all'inflazione (che riguarda solo il 3% dei lavoratori del settore privato in area euro) frena le pressioni al rialzo sul costo del lavoro¹. Nel complesso, ci aspettiamo quindi un aumento complessivo dei redditi da lavoro al 5,8% nel 2022, circa in linea con le più recenti stime della BCE, su ritmi però inferiori all'inflazione e quindi in calo di circa il 2% in termini

¹ Dell'Anno A., Volpi A. Focus area euro, 5 maggio 2022. *Disoccupazione ai minimi storici, rischi sui salari?*

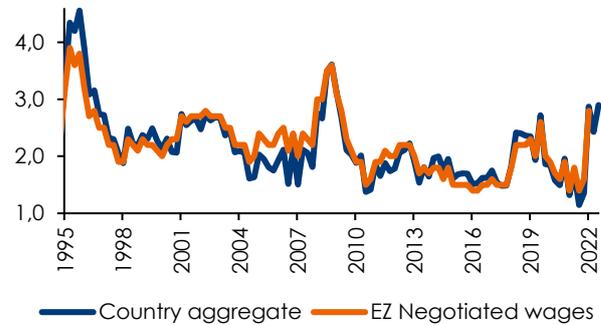
reali (le nostre elaborazioni sono coerenti con un'inflazione media al 7,6% nel 2022 ma i rischi su tale previsione sono al rialzo lasciando ipotizzare una più ampia contrazione dei redditi reali).

Fig. 3 - I recenti progressi occupazionali sono coerenti con una riaccelerazione dei salari



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, BCE

Fig. 4 - I dati nazionali sui più recenti accordi sindacali puntano verso una crescita dei salari negoziati intorno al 3% a/a nel 3° trimestre



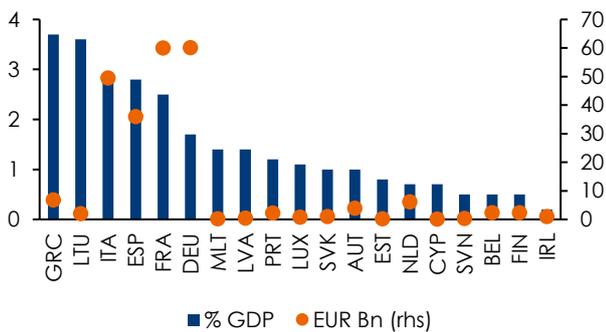
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE, CBS, Deutsche Bundesbank, Istat, MINECO

Peraltro, non escludiamo che la crescita dei salari nominali possa risultare più contenuta del previsto: il grado di inerzia delle dinamiche retributive è particolarmente elevato e il potere contrattuale di lavoratori e sindacati è decisamente più limitato rispetto al passato; inoltre, in un contesto di forte aumento dei costi produttivi e di rallentamento ciclico è possibile che le imprese preferiscano concedere dei bonus temporanei ai dipendenti invece che un aumento permanente degli stipendi.

Il sostegno della politica fiscale potrebbe non essere sufficiente

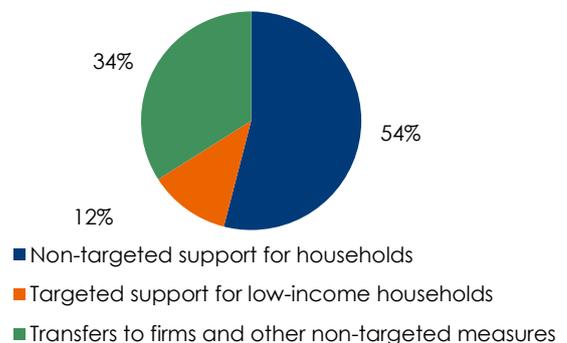
I governi nazionali hanno varato ingenti misure di sostegno per proteggere i consumatori (e le imprese) dallo shock inflattivo (Fig. 5). Nel complesso dell'Eurozona sono stati implementati aiuti per oltre 230 miliardi di euro (quasi il 2% del PIL) di cui si stima che circa il 70% siano destinati ai nuclei familiari (circa 155 miliardi). In particolare, gli stimoli ai consumatori si declinano soprattutto in trasferimenti diretti, riduzione della tassazione sull'energia e, in alcuni casi, nel congelamento delle tariffe energetiche. La gran parte degli aiuti è però generalizzata a tutta la popolazione, mentre poco più del 10% è diretto ai nuclei familiari a basso reddito² (Fig. 6).

Fig. 5 - Misure varate dai governi nazionali per proteggere consumatori e imprese dal rincaro dei prezzi energetici



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bruegel e fonti nazionali

Fig. 6 - Quasi il 70% degli stimoli è dedicato ai consumatori, ma solo poco più del 10% è mirato ai nuclei familiari più poveri



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

² ECB Economic Bulletin, Issue 5/2022. Euro area fiscal policy response to the war in Ukraine and its macroeconomic impact.

Tuttavia, anche tenendo conto degli stimoli fiscali, l'aumento della tassazione in scia all'incremento dei redditi e la progressiva rimozione delle misure straordinarie legate alla pandemia implicano una crescita del reddito disponibile nominale poco sotto al 5% e in diminuzione di circa il 3% in termini reali (Tab. 1). In sintesi, gli aiuti varati non saranno sufficienti a compensare interamente la perdita di potere d'acquisto dovuta all'inflazione.

Tab. 1 – Redditi dei consumatori

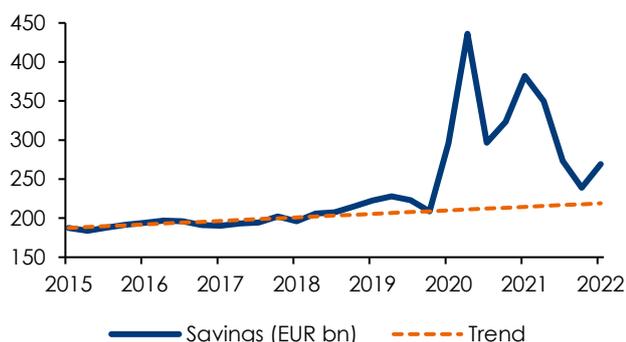
| EUR mld | 2019 | 2020 | 2021 | 2022p |
|--------------------------------------|------|-------|-------|-------|
| Redditi da lavoro (a) | 7530 | 7365 | 7779 | 8230 |
| Var % a/a | 3.4 | -2.2 | 5.6 | 5.8 |
| Redditi da proprietà (b) | 792 | 682 | 695 | 730 |
| Var % a/a | -1.9 | -13.9 | 1.9 | 5.0 |
| Tassazione sui redditi (c) | 1220 | 1191 | 1268 | 1332 |
| Var % a/a | 3.7 | -2.4 | 6.5 | 5.0 |
| Trasferimenti netti (d) | 177 | 422 | 332 | 270 |
| Var % a/a | 22.9 | 138.4 | -21.3 | -18.7 |
| Reddito disponibile (a+b-c+d) | 7279 | 7278 | 7538 | 7898 |
| Var % a/a | 3.1 | 0.0 | 3.6 | 4.8 |
| Var % a/a, reale | 1.9 | -0.3 | 1.0 | -2.8 |

Nota: le nostre elaborazioni sulla crescita reale dei redditi sono coerenti con una previsione d'inflazione in media annua al 7,6% nel 2022. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, BCE

La disuguaglianza nella distribuzione dei risparmi ne limita la capacità di sostegno

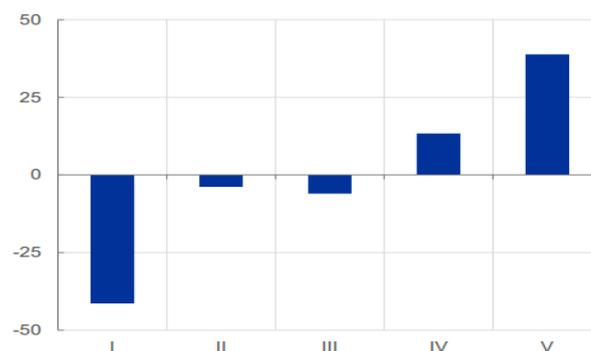
L'ampio ammontare di extra-risparmi disponibili (più di 900 miliardi di euro, oltre il 10% del reddito disponibile lordo, sono i risparmi in eccesso accumulati dallo scoppio della pandemia rispetto al trend pre-pandemico) viene spesso rappresentato come un sostegno che permetterebbe ai consumatori di compensare l'erosione dei redditi e finanziare le spese (Fig. 7). In effetti, anche ipotizzando che parte di questi fondi sia stato incanalato in investimenti relativamente illiquidi, nel caso di un riallineamento del tasso di risparmio rispetto al trend pre-pandemico i consumi privati riuscirebbero a chiudere l'anno in espansione. Evidenze empiriche riportano infatti come, perlomeno nel breve termine, le famiglie ricorrono ai risparmi a scopo di "consumption smoothing" nel caso di shock sul reddito disponibile³.

Fig. 7 - Le famiglie dispongono di oltre 900 miliardi di euro di risparmi in eccesso rispetto al trend pre-pandemico



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 8 - Durante la pandemia solo i nuclei familiari più ricchi sono riusciti ad accumulare risparmi



Nota: distribuzione dei risparmi netti (in % del reddito mensile) per quintile di reddito in area euro, analisi svolta sulle 6 principali economie; dati relativi al periodo gennaio 2020-maggio 2021. Fonte: BCE

³ Cullen, J.B., Friedberg, L., Wolfram, C., *Do households smooth small consumption shocks? Evidence from anticipated and unanticipated variation in home energy costs.*

Tuttavia, per via della distribuzione ineguale dei risparmi, riteniamo che il sostegno effettivo ai consumi possa risultare decisamente più contenuto. Secondo il Consumer Expectations Survey della BCE⁴, durante la pandemia solo i nuclei familiari appartenenti ai due quintili di reddito più ricchi sono riusciti ad accumulare risparmi, mentre i restanti nuclei in media o li hanno lasciati invariati o hanno dovuto attingervi (Fig. 8). Inoltre, i dati per quintile presentano una certa dispersione: secondo l'indagine della BCE non più del 20% dei nuclei familiari ha effettivamente aumentato i risparmi e circa il 16% li ha ridotti, mentre la maggior parte delle famiglie non ha riportato differenze significative rispetto al periodo pre-Covid (il che evidenzia un grado di concentrazione degli extra-risparmi ancora più forte).

La concentrazione degli extra-risparmi tra i nuclei più ricchi (caratterizzati da una minore propensione alla spesa) limita perciò il potenziale di sostegno per i consumi privati, anche perché le famiglie più penalizzate dallo shock inflattivo sono proprio quelle più povere (che come detto dedicano una più alta percentuale della propria spesa ad alimentari ed energia); gli interventi fiscali mirati ai nuclei più poveri non appaiono sufficienti a compensare tale effetto. È quindi probabile che i consumatori meno abbienti siano costretti a ridurre le spese per far fronte allo shock inflattivo. In altri termini, una parte degli extra-risparmi disponibili verrà utilizzata, ma non in misura sufficiente da impedire una contrazione dei consumi nei prossimi trimestri. C'è da aggiungere che l'elevata incertezza di fondo che caratterizza lo scenario macroeconomico, nonché la caduta dei prezzi delle attività finanziarie che di fatto amplifica il calo del reddito disponibile, possano spingere anche i nuclei familiari più benestanti a ridurre la propensione al consumo e aumentare i risparmi a scopo precauzionale.

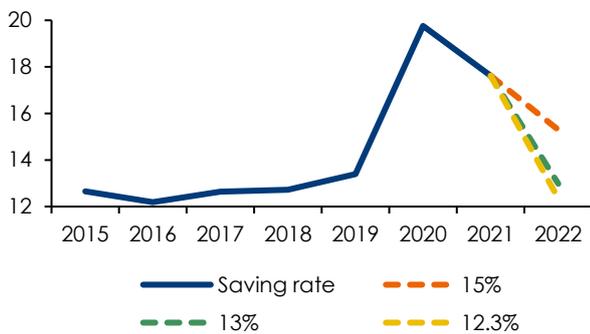
Consumi previsti in calo nei prossimi trimestri

Nel seguito, abbiamo effettuato una analisi di scenario in diverse ipotesi relative al sentiero del tasso di risparmio (Figg. 9-10):

- Nel caso in cui il tasso di risparmio rimanesse stabile intorno al 15%, i consumi privati risulterebbero stagnanti in termini reali nel 2022. Tuttavia, considerando l'effetto di trascinamento favorevole rispetto al 2021 e tenendo conto del probabile rimbalzo delle spese durante la primavera e di una sostanziale stagnazione estiva, perché i consumi risultino stabili in media d'anno dovrebbero contrarsi in misura piuttosto significativa nel 4° trimestre.
- Il nostro scenario centrale ipotizza un ritorno del tasso di risparmio al trend pre-pandemico ovvero intorno al 13%. I consumi reali crescerebbero di circa il 2,9% in media d'anno. Anche in questo caso però ipotizzando una sostanziale stagnazione delle spese durante l'estate i dati sarebbero comunque coerenti con una contrazione congiunturale dei consumi nel 4° trimestre (intorno a -0,2% t/t) e almeno per i primi tre mesi del prossimo anno.
- Perché i consumi risultino invece in crescita anche su base congiunturale nei prossimi trimestri e raggiungano i livelli pre-Covid entro fine 2022, sarebbe necessario un calo del tasso di risparmio al 12,3% dal 17,6% del 2021, al di sotto della media di lungo periodo, in un contesto di rilascio degli extra-risparmi post-pandemici che appare poco verosimile nell'incerto contesto congiunturale corrente.

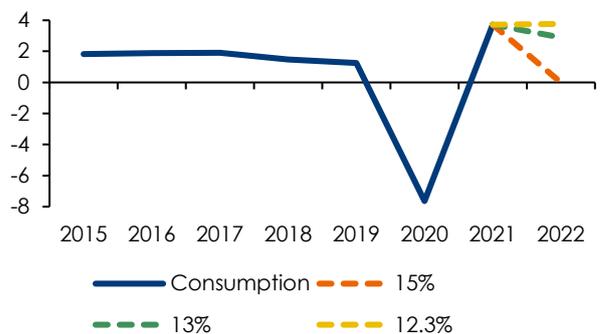
⁴ ECB Economic Bulletin, Issue 5/2022. *Household saving during the COVID-19 pandemic and implications for the recovery of consumption.*

Fig. 9 - Tasso di risparmio nei diversi scenari



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

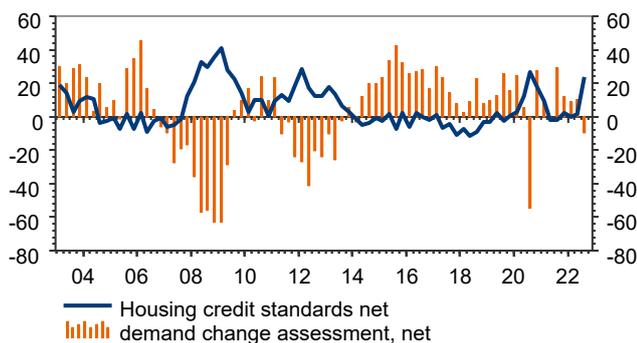
Fig. 10 - Crescita a/a consumi privati nei diversi scenari sul tasso di risparmio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

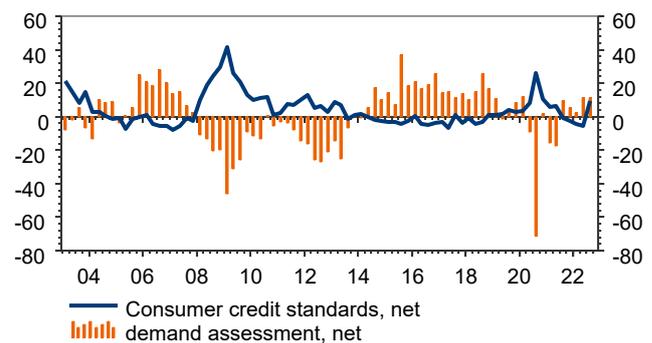
In sintesi, nel nostro scenario centrale la fiammata inflattiva che sta colpendo l'Eurozona non potrà non frenare le spese dei consumatori nella seconda metà del 2022 e, verosimilmente, nella prima parte del 2023; il parziale rilascio degli extra-risparmi post-pandemici non risulterebbe sufficiente a restaurare il potere d'acquisto perduto.

Fig. 11 - La Bank Lending Survey della BCE segnala una restrizione delle condizioni creditizie e un calo della domanda di mutui



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

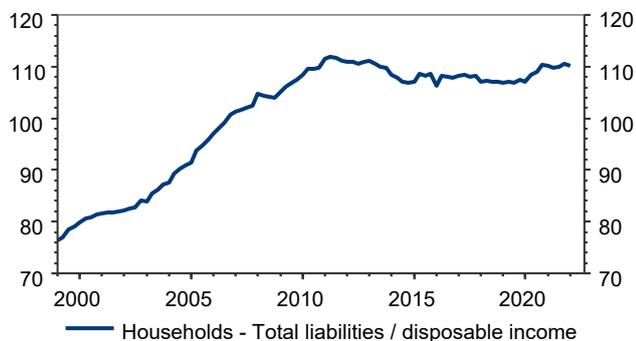
Fig. 12 - Anche nel credito al consumo si registra un inasprimento delle condizioni finanziarie



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

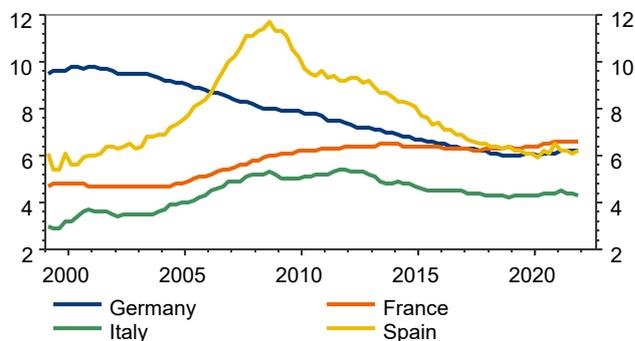
Vi sono infine alcuni fattori finanziari che potrebbero accentuare la debolezza dei consumi: l'incremento in corso dei tassi ufficiali BCE non potrà non riflettersi sui tassi sul credito, mentre gli istituti finanziari iniziano a riportare un inasprimento delle condizioni creditizie (Figg. 11-12); ciò potrebbe pesare in particolare sui consumi di beni durevoli. Nel 2021 il debito delle famiglie è rimasto pressoché stabile intorno al 110% del reddito disponibile e il costo di servizio del debito è su livelli ancora contenuti (Figg. 13-14). Tuttavia, è possibile che in vista di interessi più elevati e di una minore disponibilità di credito, i nuclei famigliari decidano di accumulare i risparmi a scopo di autofinanziamento.

Fig. 13 – Il debito delle famiglie si è stabilizzato intorno al 110% del reddito disponibile



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

Fig. 14 - Il costo di servizio del debito (in rapporto al reddito disponibile) è su livelli ancora relativamente contenuti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank for International Settlements

Conclusioni

In sintesi, ci aspettiamo una contrazione dei consumi privati nei prossimi trimestri. I rischi appaiono però verso il basso: i più recenti sviluppi sul mercato del gas naturale suggeriscono che nei prossimi mesi i prezzi dell'energia e di conseguenza l'inflazione potrebbero risultare più elevati del previsto, lasciando ipotizzare una contrazione ancor più ampia dei redditi in termini reali. Inoltre, lo shock risulterebbe ancor più severo nell'eventualità di un razionamento delle forniture. In quel caso le utenze domestiche potrebbero risultare relativamente più protette rispetto a quelle industriali, tuttavia il forte aumento dei prezzi dovuto a un'offerta insufficiente, oltre a generare una significativa erosione di domanda, avrebbe effetti di seconda battuta piuttosto rilevanti anche sui prezzi dei beni non energetici; ne deriverebbe una contrazione dei consumi privati a tassi superiori al punto percentuale su base congiunturale tra l'autunno e l'inverno.

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 |
|---------------|-------|---------------------------------|