INTESA SANPAOLO

Macro

Focus Area Euro

Germania: prospettive per l'export tra shock di offerta e rallentamento del ciclo globale

25 luglio 2023

Nell'ultimo quinquennio la stagnazione dell'export ha contribuito a spiegare la sottoperformance dell'economia tedesca. La debolezza registrata durante la ripresa post-pandemica potrebbe essere spiegata prevalentemente da fattori di offerta, come l'elevata esposizione alla scarsità di semiconduttori e alla crisi energetica. Lo stock di commesse inevase potrebbe offrire limitato sostegno nei prossimi mesi, e sarà il rallentamento della domanda a prevalere. Stimiamo esportazioni poco più che stagnanti nel 2023 e in recupero solo moderato l'anno prossimo.

- La recente performance dell'economia in Germania si è rivelata nel complesso deludente e appesantita da una debolezza dell'export di beni che riteniamo possa essere spiegata da una combinazione di fattori di domanda e, soprattutto, di offerta.
- Secondo le nostre stime, dopo la pandemia le esportazioni tedesche sono risultate decisamente più deboli rispetto a quanto implicito nei fondamentali di domanda, per via dell'elevata esposizione verso paesi come Cina e Russia, nonché per la specializzazione in settori esposti alle strozzature all'offerta e alla crisi energetica.
- Nei prossimi mesi il riassorbimento dei colli di bottiglia e dello shock sui prezzi energetici potrebbe permettere la lavorazione delle commesse inevase. Tuttavia, gli ordini dall'estero nonché le indagini di fiducia, non mostrano segnali di ripresa. È perciò probabile che nel biennio 2023-24 il raffreddamento della domanda globale limiterà le prospettive di ripresa.
- Prevediamo esportazioni in contrazione nel 2° semestre del 2023 e una ripartenza solo moderata, dell'ordine del 2% in media annua, nel 2024.

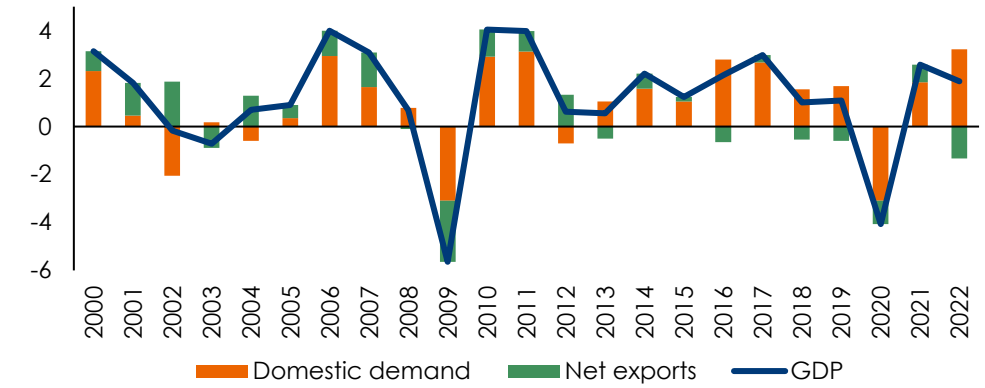
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Andrea Volpi
Economista - Area euro

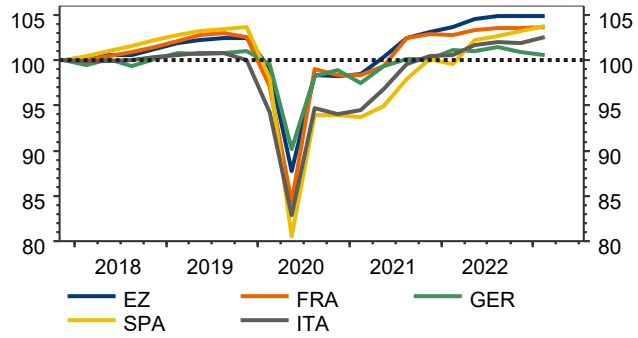
L'apporto negativo degli scambi con l'estero contribuisce a spiegare la sottoperformance tedesca negli ultimi anni



Nota: contributi alla crescita annua del PIL. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis

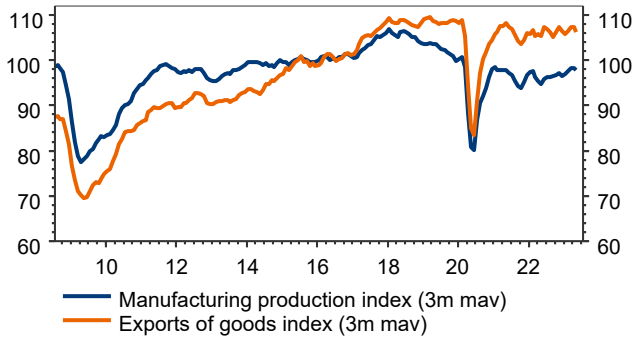
La ripresa post-pandemica in Germania si è rivelata nel complesso deludente e più fiacca rispetto a quella degli altri principali paesi dell'Eurozona (il PIL tedesco non è cresciuto sostanzialmente negli ultimi 5 anni: vedi Fig. 1). **Il canale estero ha contribuito negativamente alla crescita del PIL in ciascun anno dal 2018 al 2022, con la sola eccezione del 2021**. La debolezza dell'export, che pesa per circa il 50% del PIL, è **spiegata dalla sostanziale stagnazione delle vendite estere di beni** (a fronte di una dinamica ancora brillante per i servizi), che si è riflessa anche in una frenata della produzione manifatturiera (Fig. 2).

Fig. 1 – L'economia tedesca ha sottoperformato il resto dell'Eurozona negli ultimi 5 anni



Nota: 2017 T4 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, INSEE, Destatis, INE

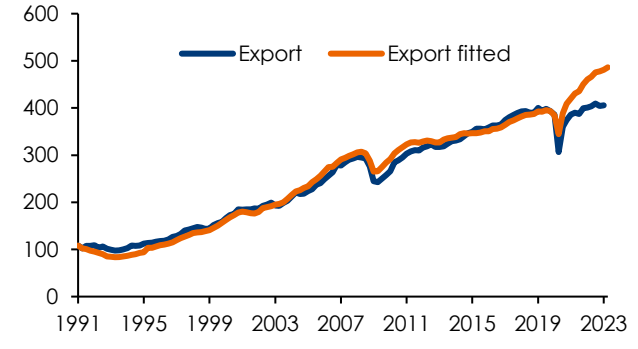
Fig. 2 – Il picco per export di beni e produzione manifatturiera è stato toccato nel 2018



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis, Deutsche Bundesbank

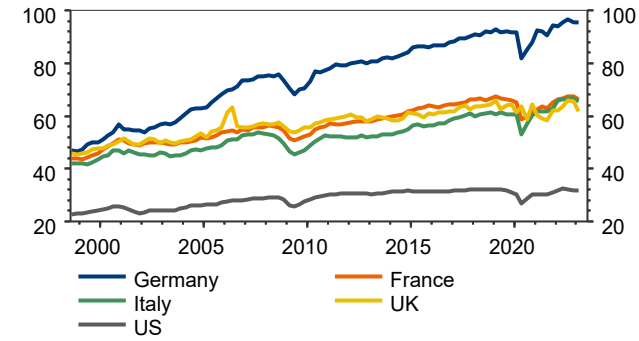
Crediamo che la debolezza dell'export sia spiegata da una combinazione di fattori di domanda e, soprattutto, di offerta. In particolare, questi ultimi hanno contribuito a ridurre la competitività internazionale delle merci tedesche, che già prima della pandemia avevano risentito delle guerre commerciali e degli effetti di Brexit. Abbiamo perciò sviluppato un modello a correzione dell'errore[1] per spiegare l'andamento delle esportazioni sulla base della domanda estera rivolta verso la Germania (corretta per tenere conto della crescita del PIL nei principali mercati di sbocco nonché delle dinamiche valutarie).

Fig. 3 - Modello di *fair value* sulle esportazioni tedesche



Nota: dati in miliardi di euro, modello ECM con domanda estera rivolta verso la Germania e tasso di cambio come variabili esplicative. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Peso del commercio internazionale sul PIL



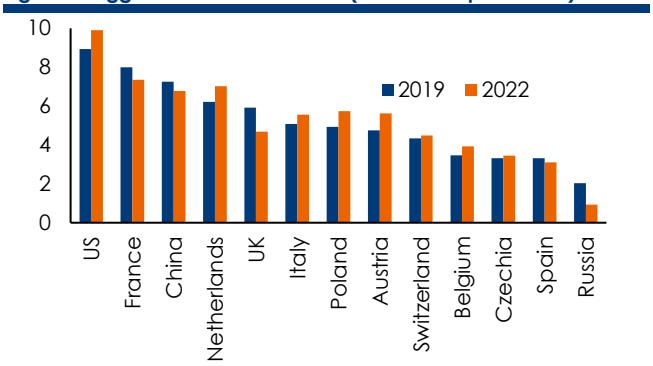
Nota: somma di esportazioni e importazioni, dati espressi in termini reali. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, ONS, BEA

Nonostante la sua semplicità, il modello si dimostra efficace nello stimare l'export e offre una soddisfacente performance previsiva *out-of-sample*. I risultati dell'analisi suggeriscono che,

[1] $\Delta Exp_t = \alpha + \sum_{i=1}^{n} \beta_i \Delta Exp_{t-1} + \gamma \Delta Global_demand_t + \varphi FX_t + \delta(Exp_{t-1} - \theta - \mu Global_demand_{t-1}) + \varepsilon_t$

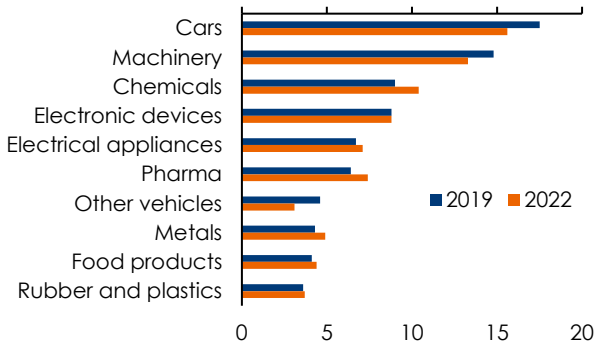
soprattutto **in seguito allo scoppio della pandemia, le esportazioni tedesche sono risultate decisamente più deboli rispetto a quanto implicito nei fondamentali di domanda** proveniente dai principali partner commerciali (Fig. 3).

Fig. 5 – Maggiori mercati di sbocco (in % dell'export totale)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati World Bank, Destatis

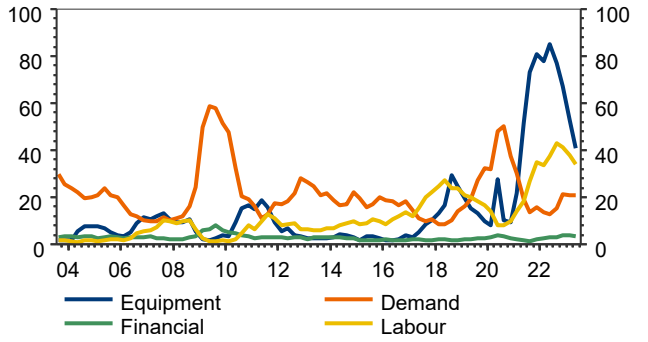
Fig. 6 – Principali esportazioni di beni per settore (% totale)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis

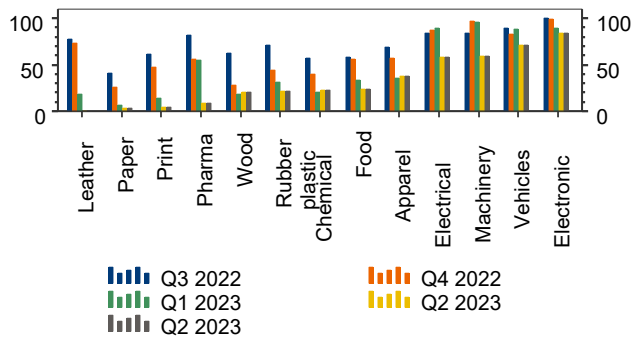
In sostanza, le esportazioni e l'industria tedesche hanno beneficiato solo in parte del rimbalzo dell'economia globale dopo la frenata pandemica. La sottoperformance appare dovuta sia ai legami rilevanti con Cina e Russia (ed Est Europa), sia a fattori legati alla specializzazione settoriale: **i comparti nei quali il sistema produttivo teutonico è maggiormente presente** (Fig. 6) **sono** infatti **gli stessi che sono risultati più esposti alle strozzature lungo le filiere produttive** e alla carenza di semiconduttori (come l'auto, le macchine utensili e l'elettronica), **nonché alla crisi energetica** (per esempio il settore chimico e i metalli).

Fig. 7 - L'industria tedesca è risultata particolarmente penalizzata dalle strozzature all'offerta…



Nota: % di imprese che segnala la presenza di fattori che limitano la produzione. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

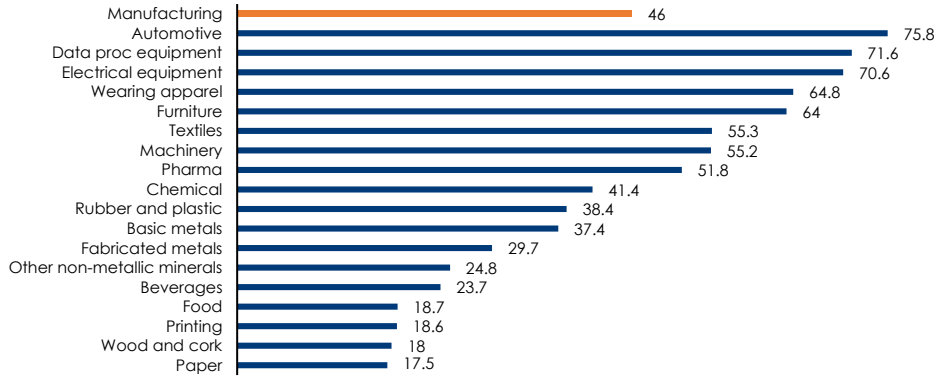
Fig. 8 – … in particolare nei settori più esposti alla domanda estera



Nota: % di imprese che segnalano la scarsità di materiale come limite alla produzione. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

Nell'Eurozona, infatti, l'industria tedesca è stata la più colpita dai colli di bottiglia che si sono creati lungo le catene produttive dopo la pandemia (Fig. 7), anche per via dell'elevata internazionalizzazione: l'export (e la produzione industriale) in Germania presentano un elevato contenuto di input proveniente dalla Cina (Fig. 9) o comunque dall'Asia; in alcuni settori strategici per l'export, come l'elettronica e l'auto, le carenze di materiali non sono ancora completamente riassorbite (Fig. 8). A ciò, nel periodo più recente, si sono aggiunte le problematiche legate agli approvvigionamenti dalla Russia e dall'Est Europa.

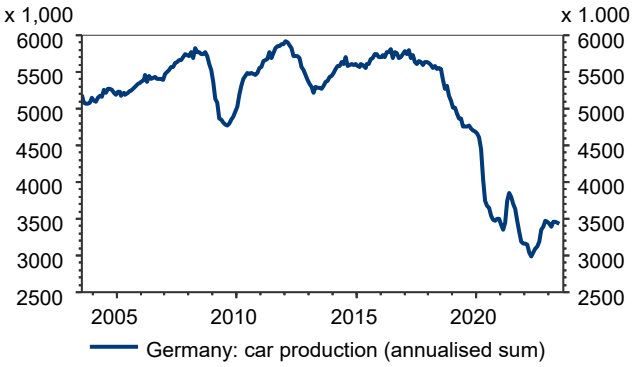
Fig. 9 – Imprese che utilizzano input produttivi provenienti dalla Cina (%)



Fonte: Ifo Institut

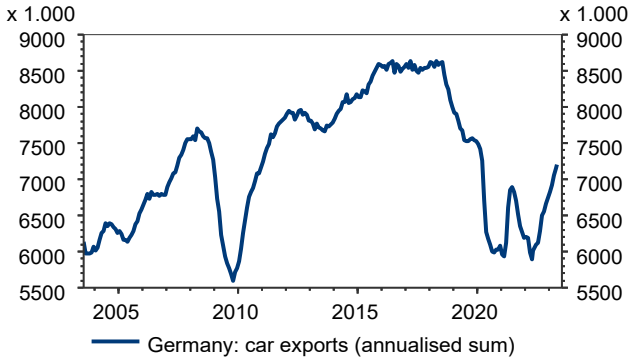
In particolare, il **settore auto**, che da solo pesa per oltre il 15% dell'export tedesco - e che già da prima della pandemia aveva iniziato a perdere quote sul mercato internazionale, penalizzato dalle problematiche relative al controllo delle emissioni inquinanti (Figg. 10 -11) - è stato ulteriormente colpito dalla scarsità di semiconduttori. I più recenti dati di produzione industriale hanno evidenziato un rimbalzo dell'output di veicoli e mezzi di trasporto in scia al completamento delle commesse inevase. Tuttavia, il comparto appare ben lontano dai livelli di attività pre-pandemici, anche per via del ritardo nell'adeguamento delle filiere produttive alla transizione energetica, che alimenta il rischio di perdita di quote di mercato per l'industria automobilistica teutonica.

Fig. 10 – Produzione di auto



Nota: numero di veicoli. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati VDA

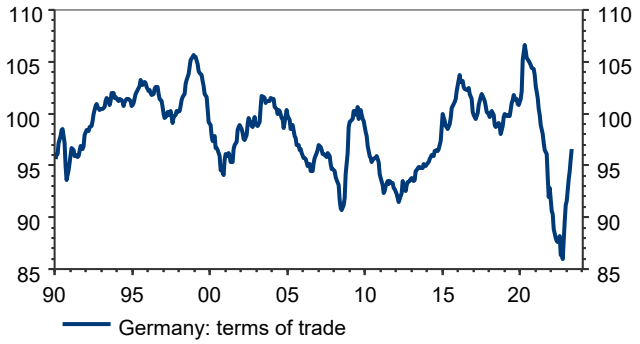
Fig. 11 – Esportazioni di auto



Nota: dati espressi in tonnellate metriche. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis

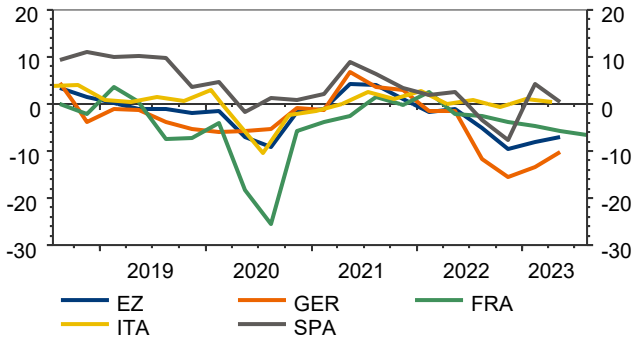
L'elasticità della domanda estera rivolta verso la Germania al prezzo dell'export tedesco è storicamente ridotta per via dell'elevata specializzazione della produzione. Tuttavia, la **crisi energetica** ha generato un ampio shock sulle ragioni di scambio (Fig. 12), contribuendo a ridurre in misura anomala la competitività sui mercati internazionali delle merci germaniche. Ad agosto 2022, la crescita dei prezzi all'import ha toccato un picco a +32,7% rispetto ad un anno prima, contro un incremento di "solo" il 18,6% per i prezzi all'export: le imprese hanno lamentato una significativa perdita di competitività internazionale, solo in parte riassorbita nei trimestri successivi (Fig. 13). I settori più penalizzati sono stati quelli a maggiore intensità di energia, come la chimica, dove sia la produzione che l'export (le due variabili sono strettamente legate in quanto, secondo le stime OCSE, circa l'80% del valore aggiunto generato dal settore viene esportato) hanno registrato ampie flessioni (di oltre -15% ad aprile rispetto ad un anno prima), e le indagini non mostrano per il momento segnali di ripartenza dell'output.

Fig. 12 - La crisi energetica ha generato un ampio shock sulle ragioni di scambio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis

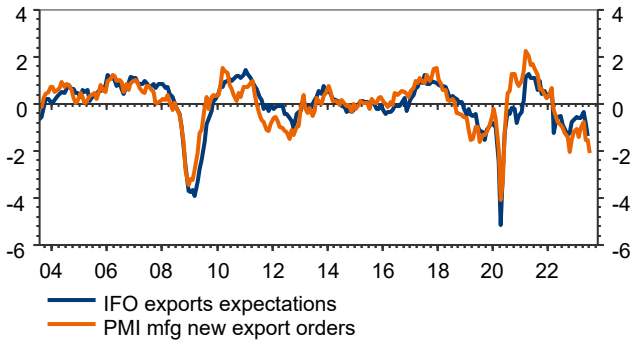
Fig. 13 - Le imprese tedesche sono quelle che lamentano la maggiore perdita di competitività internazionale



Nota: saldo delle opinioni sulla posizione competitiva sui mercati extra-UE
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

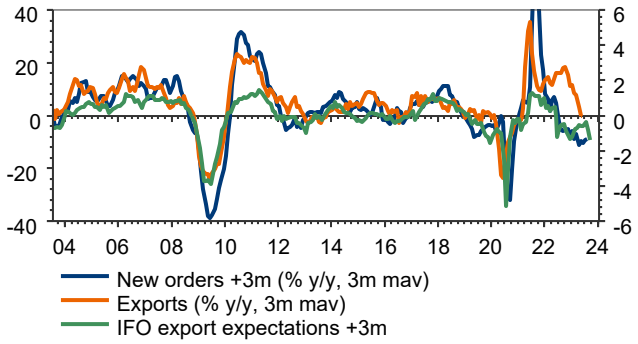
Nei prossimi mesi il riassorbimento delle strozzature all'offerta e dello shock sui prezzi energetici potrebbe permettere la lavorazione delle commesse inevase come sta succedendo nel settore auto, dove il potenziale di recupero rispetto ai livelli pre-pandemici è ancora ampio. Tuttavia, gli ordini dall'estero (in rotta per una contrazione prossima a -5% t/t nel 2° trimestre), nonché le indagini di fiducia, non mostrano segnali di ripresa (Figg. 14-15). In particolare, **le indicazioni delle imprese** sulle scorte di prodotti finiti e sugli acquisti di beni intermedi **suggeriscono che il calo della domanda sembra prevalere sulla presenza di commesse inevase**. In sintesi, se nel 2022 la frenata dell'export poteva essere prevalentemente imputabile a ragioni d'offerta, **è probabile che nel biennio in corso sia cruciale il raffreddamento della domanda globale, che limiterà le prospettive di ripartenza nel biennio 2023-24**.

Fig. 14 - Le indagini mostrano segnali univoci di indebolimento della domanda estera



Nota: indici standardizzati. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IFO Institut, S&P Global

Fig. 15 - Anche i dati sugli ordinativi anticipano un calo dell'export nei prossimi mesi

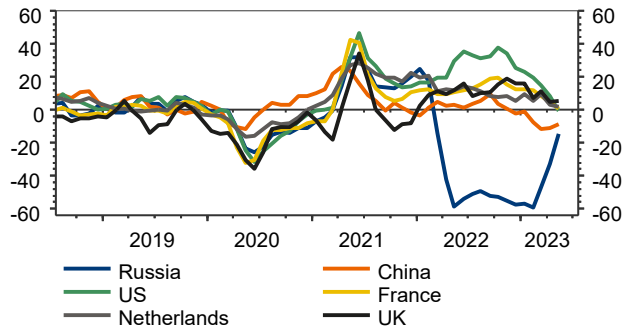


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis, IFO Institut

Analizzando le dinamiche dell'export vero le principali aree geografiche (Fig. 16), si nota un **apporto negativo dalle vendite verso la Cina** (il terzo maggiore mercato di sbocco per l'export tedesco - pesa per circa il 7% del totale), dato che la ripresa del gigante asiatico dopo le riaperture è stata sinora deludente e, nei prossimi trimestri, sarà guidata probabilmente dai servizi piuttosto che dall'industria. **Non appaiono inoltre particolarmente incoraggianti nemmeno le prospettive per la domanda proveniente dagli Stati Uniti** (il primo acquirente di merci tedesche) **e dal resto dell'Eurozona**. Lo scorso anno gli Stati Uniti hanno assorbito quasi il 10% dell'export teutonico, ma i dati relativi ai primi mesi del 2023 sono coerenti con una decisa contrazione delle importazioni statunitensi dalla Germania già dai mesi primaverili, e le prospettive di progressivo rallentamento del ciclo (negli Stati Uniti ci aspettiamo una contenuta contrazione del PIL su base

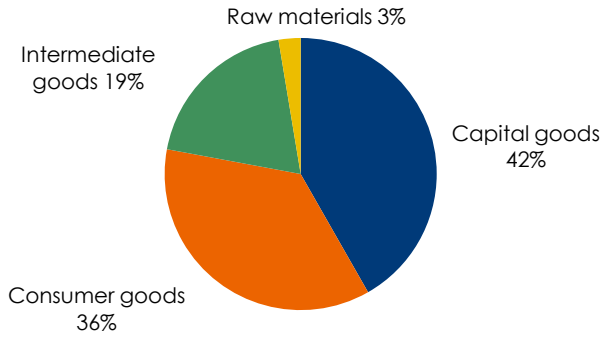
congiunturale nell'ultimo trimestre del 2023) non sono compatibili con un'inversione di tendenza prima del prossimo anno. Inoltre, il rallentamento del ciclo statunitense, che di norma anticipa quello tedesco di circa un trimestre, suggerisce la presenza di rischi al ribasso sull'attività economica anche a inizio 2024. Infine, **oltre il 40% dell'export tedesco è rappresentato da beni strumentali** (Fig. 17), **i più esposti al rialzo dei tassi di interesse**.

Fig. 16 – Le esportazioni verso la Cina restano in territorio negativo, ma rallentano anche le vendite verso gli USA



Nota: var % a/a. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis

Fig. 17 – Le esportazioni di beni strumentali pesano per oltre il 40% del totale dell'export tedesco

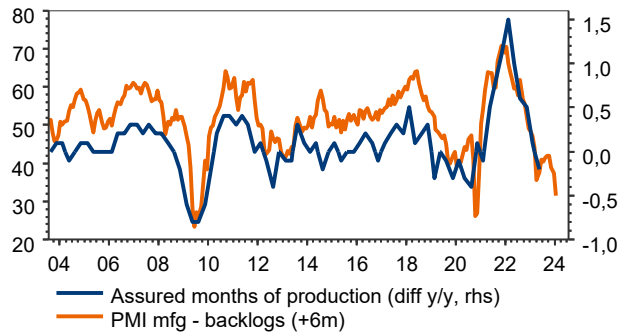


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati World Bank

Per integrare sinteticamente le dinamiche contrastanti di domanda e offerta al fine di comprendere quali prevarranno nel guidare le esportazioni nei prossimi trimestri, abbiamo sviluppato ulteriormente il modello precedentemente stimato, aggiungendo come variabile esplicativa l'indicatore della Commissione Europea sui mesi di lavoro assicurato nel settore industriale (Fig. 18), ipotizzando che esso ritorni gradualmente verso la media storica a fine 2024.

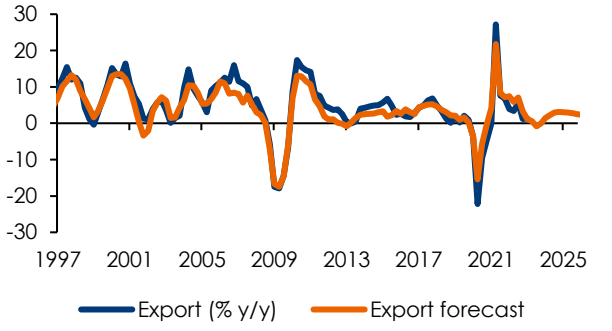
Il risultato è che, nonostante la presenza di commesse inevase in grado attutire gli effetti della frenata del ciclo, riteniamo che saranno questi ultimi a prevalere, **con esportazioni in contrazione nel 2° semestre del 2023, e una ripartenza solo moderata, dell'ordine del 2% in media annua, nel 2024** (Fig. 19).

Fig. 18 – In un contesto di calo della domanda, le commesse inevase offriranno un sostegno solo limitato



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin, S&P Global

Fig. 19 - Le esportazioni rallenteranno ulteriormente nel 2° semestre, si dovrebbe vedere un recupero solo dal 2024

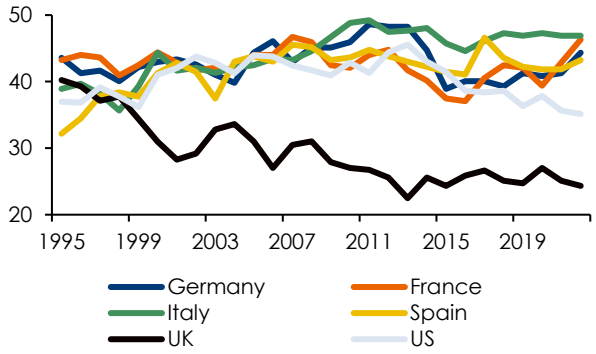


Nota: modello ECM con domanda estera rivolta verso la Germania, tasso di cambio e mesi di produzione assicurata nel settore manifatturiero come variabili esplicative. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Destatis

Vista l'elevata esposizione della Germania alla domanda mondiale (si stima che oltre il 50% dell'occupazione manifatturiera sia dipendente dalle vendite all'estero), le prospettive per le esportazioni appaiono determinanti, anche nel lungo periodo, per la sostenibilità del modello economico tedesco. Secondo gli indicatori UNCTAD, nell'ultimo decennio il grado di

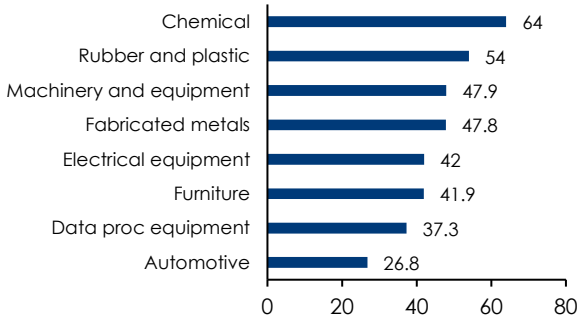
concentrazione settoriale dell'export si è ridotto, ma rimane superiore a quello di Italia e Francia, mentre le rilevazioni sulla competitività internazionale[2] non hanno registrato un significativo peggioramento (le esportazioni tedesche, oltre a presentare un vantaggio comparato per oltre il 40% del totale dell'export, restano leader in alcune nicchie presenti in settori strategici come chimica, trasporti, macchinari ed elettronica). In prospettiva, dopo che la pandemia prima e lo scoppio del conflitto in Ucraina poi hanno mostrato i limiti dell'elevata dipendenza da un singolo fornitore di materie prime strategiche, le imprese tedesche stanno iniziando a ripensare l'esposizione verso alcuni mercati strategici come la Cina[3]. Infine, la necessità della transizione energetica risulterà particolarmente sfidante per un'industria che, pur trainante negli investimenti sull'idrogeno, continua a presentare un impatto ambientale elevato, e dovrà fare i conti con prezzi dell'energia più elevati (e più volatili) rispetto al passato.

Fig. 20 – Prodotti esportati che presentano un vantaggio comparato (% totale)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati UNCTAD

Fig. 21 – Imprese che riportano piani di riduzione della dipendenza dall'import cinese (% totale)



Fonte: Ifo institut

[2] Secondo la definizione UNCTAD, un paese ha un vantaggio competitivo comparato in un determinato prodotto se il rapporto tra le esportazioni di un bene rispetto al totale dell'export è superiore allo stesso rapporto per il resto del mondo.
[3] Baur, A. and Flach, L., 2022, German-Chinese Trade Relations: How Dependent is the German Economy on China? (No. 38), Ifo Institute-Leibniz Institute for Economic Research.

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 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di 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. all'indirizzo https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

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

Intesa Sanpaolo 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

Macroeconomic Analysis	
Luca Mezzomo (Responsabile)	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Macroeconomic Research	
Paolo Mameli (Responsabile)	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Aniello Dell'Anno	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	andrea.volpi@intesasanpaolo.com
Simone Zava	simone.zava@intesasanpaolo.com