

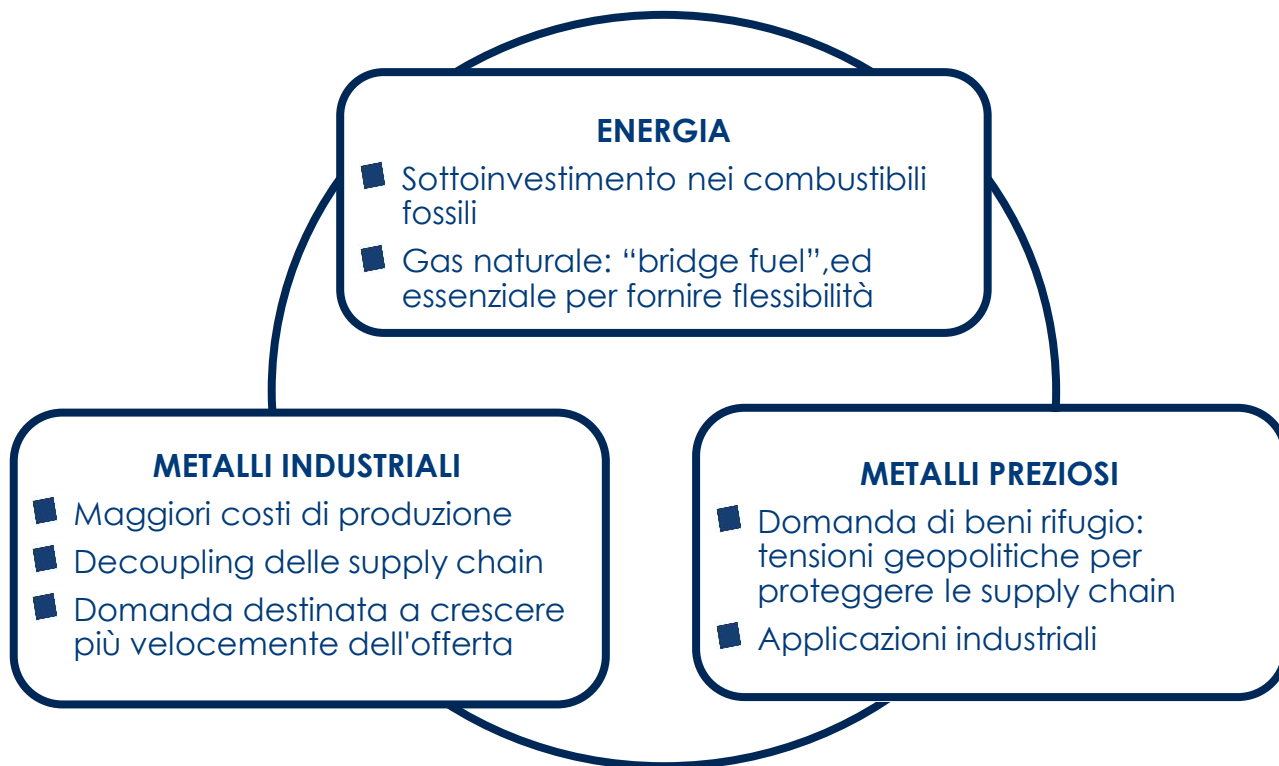


# Materie prime e transizione energetica

**Daniela Corsini, CFA**  
**Rates, FX & Commodities Research**  
**23 luglio 2024**

Documento basato sulle informazioni disponibili al 23 07 2024.  
Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni.

# Transizione energetica... o transizione mineraria?



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo

# Quali commodity beneficeranno dalla transizione? I metalli

## I metalli non ferrosi saranno i primi vincitori: la transizione energetica sarà anche una transizione mineraria.

- Dal 2012 in poi, ogni anno gli uomini hanno estratto più minerali di quanti ne siano stati scavati dall'inizio della vita sulla terra al 1950, e la domanda continua ad aumentare. Nei prossimi anni, il mondo avrà bisogno di **volumi enormi** di metalli per permettere l'adeguamento di economie ed infrastrutture e far fronte alle sfide di cambiamento climatico, crescita demografica ed urbanizzazione. Al ritmo attuale degli **investimenti** nel settore, nei prossimi anni l'offerta complessiva di metalli non ferrosi sarà stabilmente inferiore alla domanda attesa e, a nostro avviso, è quindi necessario un segnale (rialzista) di prezzo per stimolare nuova capacità.
- In aggiunta, nei decenni scorsi si è attinto a gran parte dei giacimenti più ricchi e di facile accesso, e si rileva quindi un calo dei rendimenti nelle miniere in attività ed un diffuso **incremento dei costi marginali di produzione**, complice una maggior consapevolezza degli impatti sociali ed ambientali. A complicare la situazione contribuiscono considerazioni politiche e strategiche. Dal 2022 in poi, molti governi e società desiderano incrementare la quota di importazioni di beni critici da paesi ritenuti «amici» o «virtuosi». Queste considerazioni implicano una, seppur parziale, **duplicazione delle filiere**, con un conseguente, ulteriore incremento dei prezzi e una artificiale riduzione dei volumi disponibili.

## Maggior cautela per i battery metals.

- A differenza dei metalli non ferrosi, litio e cobalto hanno beneficiato di un diverso ciclo di investimenti, maggiormente correlato alla penetrazione sul mercato dei veicoli elettrici. Di conseguenza, entrambi i metalli stanno registrando un **eccesso di offerta** che difficilmente sarà riassorbito nei prossimi due-tre anni. In aggiunta, gli ingenti investimenti in **ricerca e sviluppo** nel settore delle batterie rendono più incerte le attuali stime di domanda futura per entrambi gli elementi.

## I metalli preziosi saranno i secondi vincitori di questa transizione.

- Le **tensioni geopolitiche**, alimentate dal desiderio di controllare giacimenti e corridoi logistici (o, specularmente, di limitarne l'accesso ai concorrenti), resteranno importanti nei prossimi anni. Riteniamo che la domanda ed i prezzi di oro e argento siano destinati a crescere nei prossimi anni grazie alla **domanda di beni rifugio**, al ruolo di riserva di valore e quasi-valuta svolto dall'oro (un asset liquido, universalmente accettato e indipendente dalle azioni di politica monetaria di singole banche centrali), nonché grazie alla domanda per **applicazioni industriali** nel settore energetico.

# I carburanti fossili resteranno comunque importanti

L'impatto della transizione energetica sui carburanti fossili è un punto molto controverso.

- Al momento, non ci sono segnali di inversione della crescita della domanda mondiale né di petrolio né di gas, e **sia nel 2024 che nel 2025 i consumi di questi carburanti fossili sono stimati raggiungere nuovi record**. Tuttavia, resta possibile che il tanto discusso picco di domanda mondiale per il petrolio possa essere raggiunto entro il 2035, mentre il picco di domanda mondiale per il gas possa essere raggiunto 10-15 anni dopo\*. Dal 2010 in poi, il boom dello shale oil, accompagnato da previsioni troppo ottimistiche sulla velocità del phase-out dalle fonti fossili e dal timore di un imminente picco della domanda mondiale e hanno gradualmente alimentano un **sottoinvestimento** strutturale in capacità estrattiva convenzionale e offshore che ha portato ad una ampia **riduzione delle riserve**. La principale eccezione è stata il Medio Oriente, dove le National Oil Companies hanno incrementato sia gli investimenti in giacimenti convenzionali, sia in rinnovabili e nuove tecnologie come ad esempio l'idrogeno.
- Dopo la guerra in Ucraina e la successiva crisi energetica, l'atteggiamento delle oil majors è cambiato ed ha permesso l'avvio di **un nuovo ciclo di investimenti in esplorazioni e capacità estrattiva**, necessario a ripristinare un adeguato livello di riserve mondiali. Al momento, i giacimenti più promettenti sono stati individuati in Namibia, Guyana, Suriname e Mozambico.
- Nonostante l'atteso incremento di offerta mondiale, nel nostro scenario di base prevediamo che i **prezzi degli idrocarburi** si manterranno ancora a lungo vicini agli attuali intervalli di prezzo: **elevati rispetto alla media storica**, ma non troppo alti da innescare una distruzione di domanda mondiale né accelerare la spinta verso la transizione energetica, **e relativamente stabili**. Come discusso in precedenza, il mondo resterà ancora a lungo dipendente da petrolio e gas naturale (anche se auspicabilmente in un prossimo futuro non rappresenteranno più la maggior quota dei nostri consumi energetici), ed i nuovi giacimenti necessiteranno di lunghi tempi di sviluppo ed elevati costi.
- Sottolineiamo che soprattutto la stabilità dei prezzi è attivamente perseguita da quei **paesi produttori** che hanno basato la propria ricchezza sulle rendite petrolifere e ora stanno cercando di **attrarre investimenti per diversificare le proprie economie**. È ad esempio il caso dell'Arabia Saudita, che ha bisogno di investimenti esteri per finanziare il piano Vision 2030 e rendere più resiliente la propria economia. Ovviamente, gli investitori internazionali preferiscono la maggiore stabilità e prevedibilità possibile delle rendite dei governi che stanno finanziando.

\* Nel nostro scenario di base, il picco di domanda mondiale per il petrolio potrebbe essere raggiunto fra il 2030 e il 2035, il picco di domanda per il gas naturale potrebbe essere raggiunto fra il 2045 e il 2050.

# Il gas naturale beneficia delle più brillanti prospettive di crescita della domanda

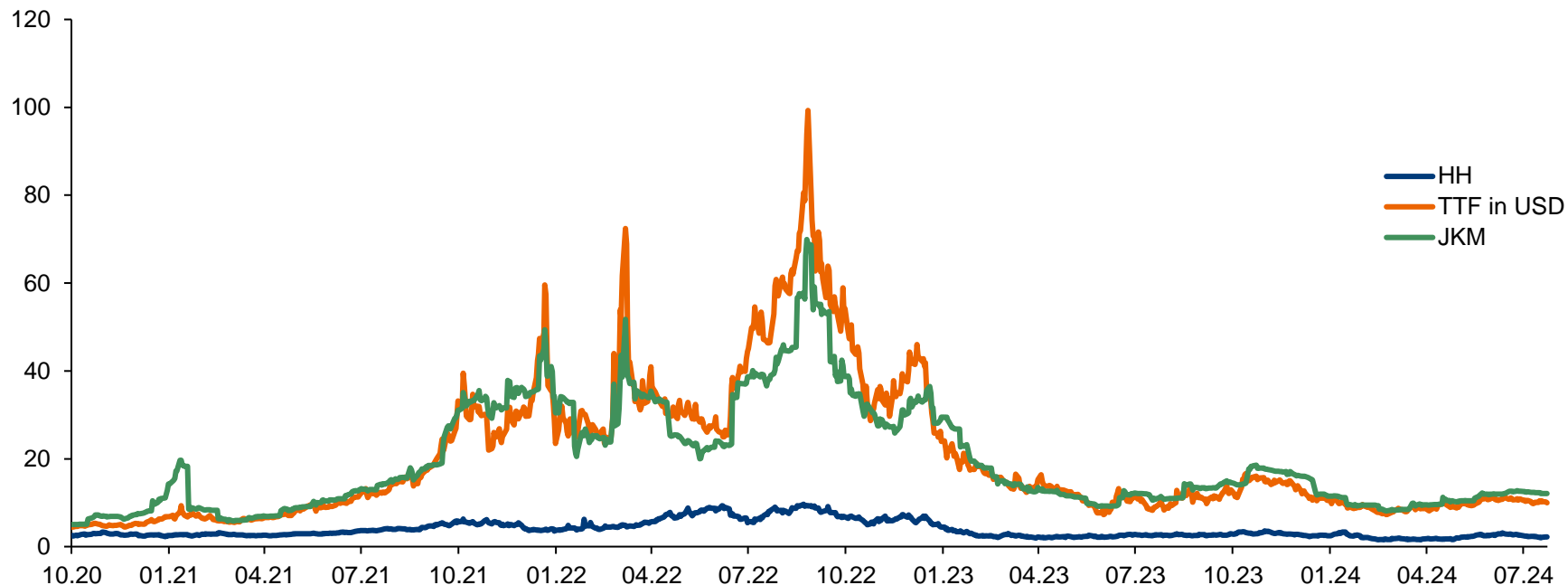
## Gas naturale, necessario per accompagnare la penetrazione delle rinnovabili

- Il gas naturale\* è il carburante fossile che beneficia delle più brillanti prospettive di **crescita della domanda** nei prossimi 20 anni. Infatti, non solo le sue emissioni di gas clima-alteranti nel processo di combustione sono inferiori rispetto a petrolio e carbone, ma soprattutto questo carburante è **al momento insostituibile per garantire flessibilità ai sistemi energetici e bilanciare le reti**. Infatti, nonostante la penetrazione delle rinnovabili, e a causa di essa, il gas naturale resterà essenziale per i sistemi energetici: sino a che non si saranno sviluppate a sufficienza le **interconnessioni delle reti elettriche** all'interno dei singoli Stati e fra diversi Stati, e non sarà diventato efficiente ed economico installare **batterie** per stoccare e successivamente rilasciare l'eccesso di produzione da fotovoltaico ed eolico generato in alcune fasce orarie, il gas resterà essenziale per gestire istantaneamente gli sbilanciamenti fra domanda e offerta di energia elettrica nei momenti in cui il contributo delle rinnovabili è insufficiente.
- **Il gas naturale liquefatto (GNL) garantisce un ulteriore livello di opzionalità** a Stati e utilities. Infatti, la possibilità di ricevere GNL acquistato sui mercati spot solo quando necessario è oggi considerata molto appetibile dai paesi che non possono per vari motivi (geografici, politici, economici) avere gasdotti che li leghino indissolubilmente ai centri di produzione, o che hanno forti fluttuazioni stagionali della domanda che non sono gestibili per con le capacità domestiche di stoccaggio (come gran parte dell'Asia) o che vogliono ridurre strutturalmente i propri consumi nel medio-lungo periodo (come l'Europa, interessata a ridurre le emissioni, ma soprattutto la propria cronica dipendenza da importazioni di materie prime energetiche). **Ovviamente questa opzionalità ha un prezzo: maggiori costi di produzione e trasporto, competizione su scala mondiale che porta ad una maggiore volatilità delle quotazioni** internazionali (e quindi in ogni regione). Ad esempio, i prezzi di gas e GNL aumentano sia in Europa che in Asia quando la domanda in una regione aumenta in modo significativo o quando ci sono problemi all'offerta nei principali paesi esportatori. Le parole chiave che descriveranno la "**nuova normalità**" dei mercati energetici sono: concorrenza, flessibilità e volatilità.

\* Consideriamo sia gas naturale che gas naturale liquefatto (GNL)

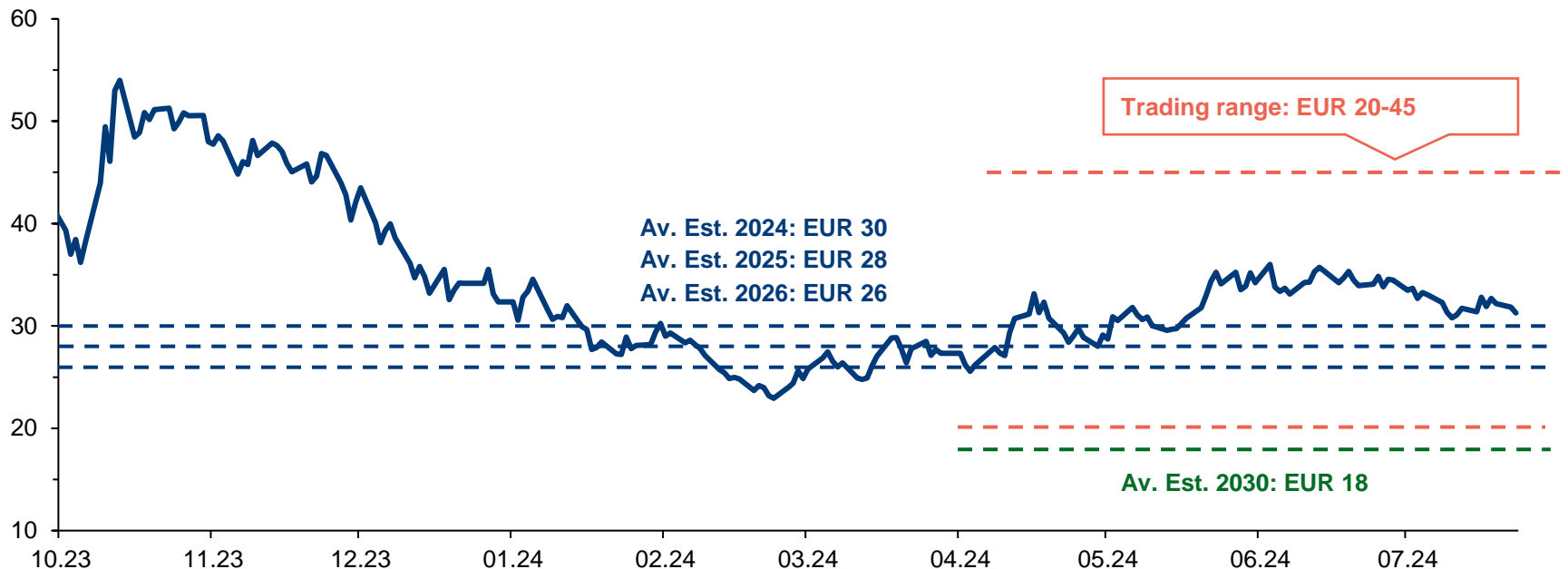
# Gas naturale: in attesa dell'ultimo inverno difficile

Prezzi del gas naturale in USD/MMBtu: TTF in Europa, JKM LNG in Asia e Henry Hub negli Stati Uniti.



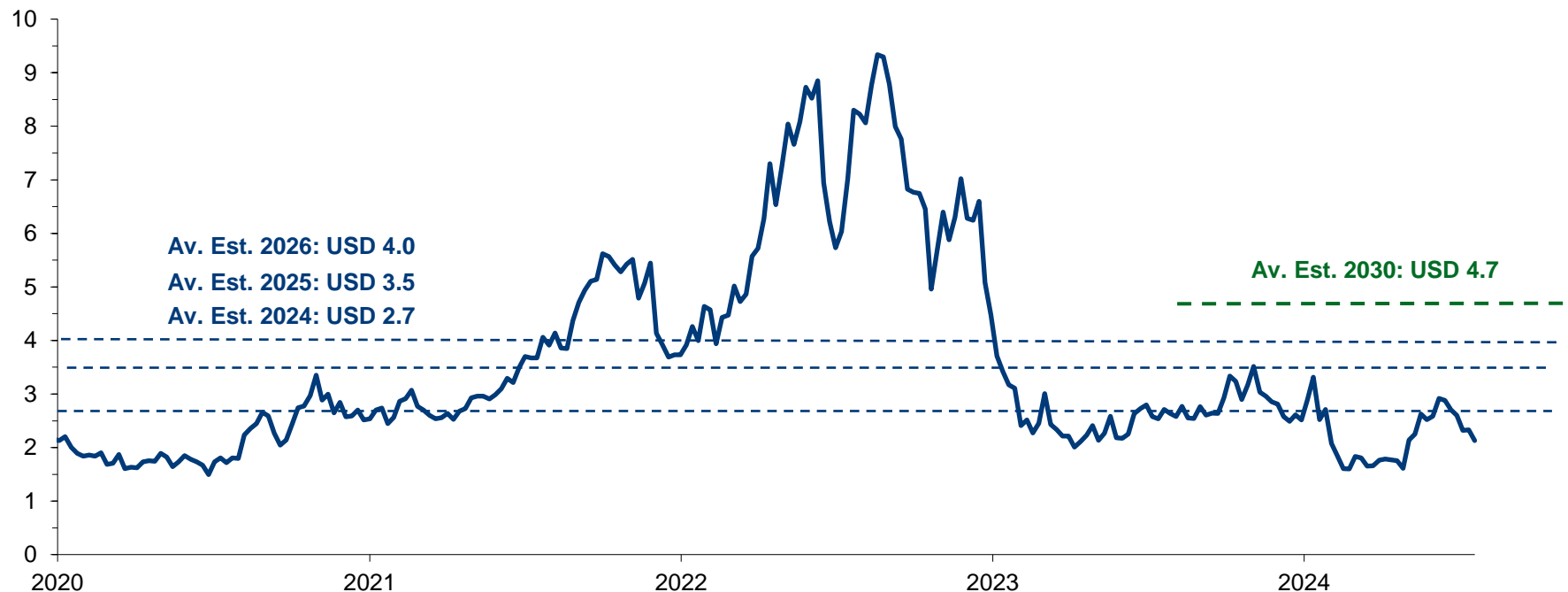
Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# TTF in EUR/MWh: una "nuova normalità" di concorrenza, flessibilità (per gestire rinnovabili e contingenze) e volatilità



Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, dati Bloomberg

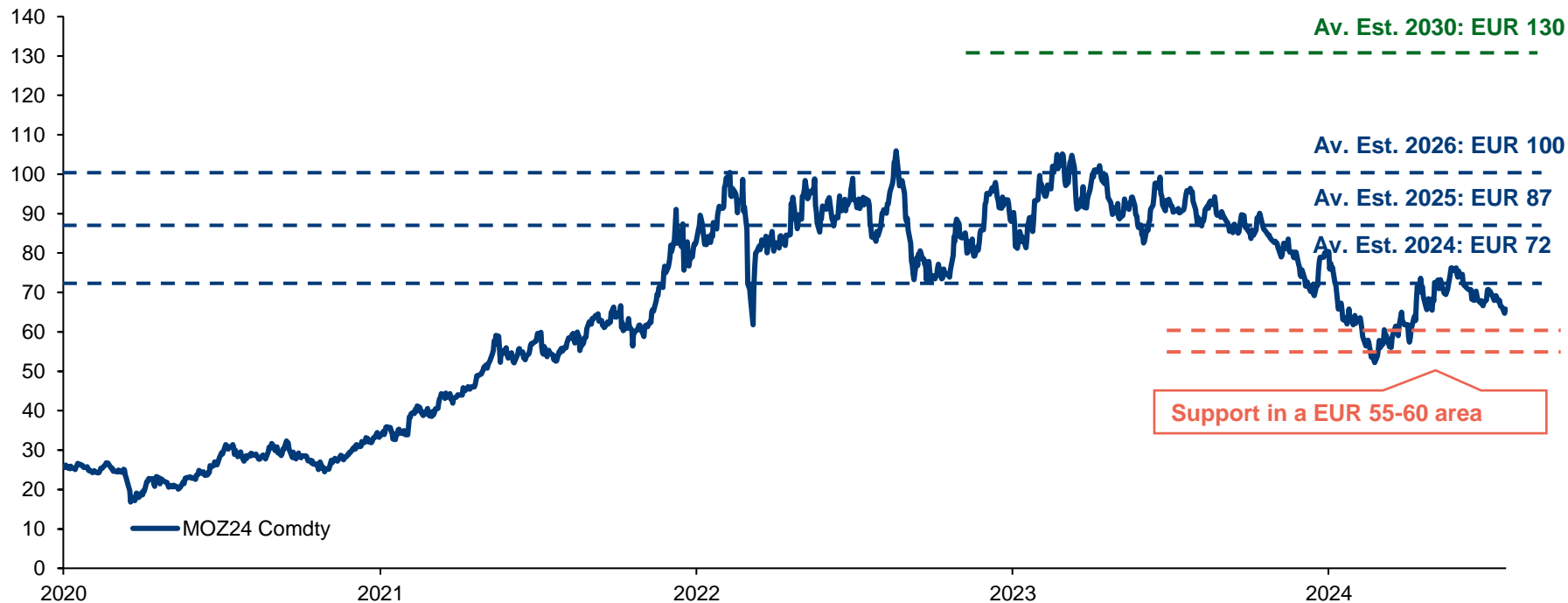
# Henry Hub in USD/MMBtu: prezzi in rialzo guidati dalle esportazioni di GNL, ma ben inferiori ai livelli europei



Source: Intesa Sanpaolo forecasts, Bloomberg data



# EUA in EUR/t: bullish nel lungo termine



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, previsioni Intesa Sanpaolo

# Rame LME 3m in USD/ton: il metallo più importante nella transizione energetica



Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, dati Bloomberg

# Alluminio LME a 3m in USD/ton: sostegno da Russia e alti costi energetici



Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, dati Bloomberg

# Nickel LME 3m in USD/ton: occhi puntati su Indonesia e Russia



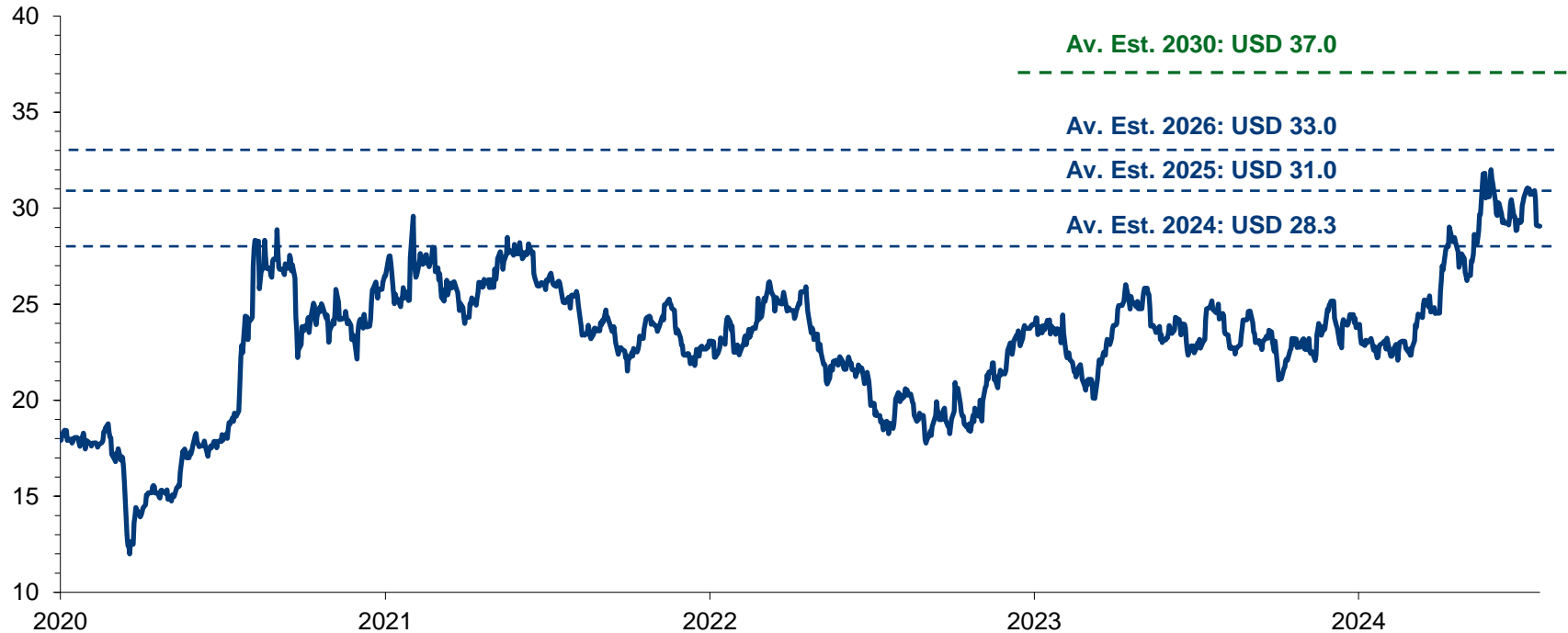
Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, dati Bloomberg

# Oro in USD/oz: politiche monetarie, domanda nei mercati emergenti e ricerca di beni rifugio



Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, dati Bloomberg

# Argento in USD/oz: volatile, ma correlato all'oro



Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, dati Bloomberg

# Platino in USD/oz: speranze nel settore dell'idrogeno



Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, dati Bloomberg

**Grazie!**



## Appendice

### Certificazione degli analisti

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

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

### Comunicazioni specifiche

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

### Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., 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 sfime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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 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 U.S. 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 U.S. Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, U.S.A. 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 il 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

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

### Dati Macroeconomici

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 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.

### Previsioni Comparto Energetico

I commenti sul comparto energetico vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le stime di consenso, se non diversamente specificato, provengono dalle principali Agenzie internazionali sull'energia, su tutte l'IEA (International Energy Agency – che si occupa del settore a livello mondiale), l'EIA (Energy Information Administration – istituto che si occupa specificatamente del settore energetico USA) e l'OPEC. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

### Previsioni Comparto Metalli

I commenti sul comparto metalli vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le stime di consenso sui metalli preziosi, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla GFMS, la storica agenzia di previsioni basata a Londra. Le previsioni riguardano: oro, argento, platino e palladio. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati. Le stime di consenso sui metalli industriali, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla Brook Hunt, agenzia di previsioni indipendente che dal 1975 redige statistiche e previsioni su metalli e minerali, e dal World Bureau of Metal Statistics (WBMS), una struttura indipendente di ricerca sul mercato globale dei metalli industriali che pubblica una serie di analisi statistiche con cadenza mensile, trimestrale e annuale. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

### Previsioni Comparto Agricolo

I commenti sul comparto agricolo vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le stime di consenso sui prodotti agricoli sono molteplici. Ogni singolo paese ha la propria agenzia interna di statistica che stima e prevede i raccolti, la capacità produttiva, la quantità di offerta di prodotti e soprattutto la quantità (assoluta e percentuale) di terra disponibile per la messa a coltura di un determinato prodotto. A livello internazionale le principali agenzie sono: l'USDA (United States Department of Agriculture) che, oltre a fornire i dati relativi al territorio americano, si occupa in generale anche del settore granaglie a livello mondiale mediante il sottocomparto della FAS (Foreign Agricultural Service); l'Economist Intelligence Unit, del Gruppo Economist, che si occupa trasversalmente di tutti i prodotti agricoli a livello mondiale; e la CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), l'agenzia del Governo brasiliano che si occupa di agricoltura (con un occhio di riguardo per il caffè) e che fornisce anche uno sguardo su tutto il continente sudamericano.

Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

## Livelli tecnici

I commenti sui livelli tecnici si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni sui livelli tecnici di interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli tecnici 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. Vi è inoltre un approfondimento legato alla scelta degli opportuni strumenti derivati che meglio rappresentano il comparto o la specifica commodity su cui si vuole investire.

## Raccomandazioni

**Outlook Negativo:** la raccomandazione di outlook Negativo per un settore è un'indicazione di ampio respiro. Essa indica non solo il deteriorarsi delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi il ridursi di una performance di prezzo), ma implica anche la riduzione delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

**Outlook Neutrale:** la raccomandazione di outlook Neutrale per un settore è un'indicazione che abbraccia molti aspetti. Essa indica che la combinazione delle previsioni di prezzo per gli indici e i future e l'insieme delle condizioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) porteranno ad un movimento laterale dei prezzi o delle scorte o della capacità produttiva, registrando perciò performance nulle o minime per il comparto in esame.

**Outlook Positivo:** la raccomandazione di outlook Positivo per un settore è un'indicazione di ampio spettro. Essa indica non solo il miglioramento netto delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi una performance positiva di prezzo), ma implica anche il miglioramento delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

## Frequenza e validità delle previsioni

Le indicazioni di mercato si riferiscono a un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi, salvo diversa indicazione specificata nel testo). Le previsioni sono sviluppate su un orizzonte temporale compreso tra una settimana e 5 anni (salvo diversa indicazione specificata nel testo) e hanno una validità massima di tre mesi.

## 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 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:

Daniela Corsini, Rates FX & Commodities Research, Intesa Sanpaolo, con l'assistenza di  
Andrea Volpi, Macroeconomic Research, Intesa Sanpaolo