

Nota

Ancora dinamici i depositi nelle banche islamiche

Come nei paesi occidentali, anche in molti paesi islamici i depositi bancari hanno mantenuto un andamento dinamico nel 2021.

Nel corso del 2020 e del 2021 si è registrato un forte aumento del risparmio in molti paesi ad economia avanzata e nei paesi emergenti¹. Gran parte del risparmio è stato depositato in banca, la più immediata modalità di destinazione dei fondi liquidi in eccesso sia da parte delle imprese sia delle famiglie, in attesa di definirne l'utilizzo. I principali driver che hanno sostenuto i depositi (saliti in Italia di circa 240 miliardi di euro, a 1.800 miliardi, tra la fine del 2019 e il novembre 2021²) sono stati l'impossibilità a causa del lockdown di effettuare acquisti (risparmio involontario), nonché l'incertezza sull'evoluzione della pandemia e quindi sugli effetti della stessa su economia, lavoro, salari e stipendi (risparmio volontario).

Da più parti ci si attende che tali disponibilità saranno utilizzate per il consumo futuro di beni e servizi, nonché per l'investimento in prodotti finanziari (titoli di stato, fondi, ...) o per l'acquisto della casa, consumi ed investimenti che potranno quindi **sostenere la ripresa economica**³. Tuttavia, poiché gran parte dei nuovi flussi di risparmio sono stati originati dalle famiglie più abbienti, con reddito più elevato, mentre nelle famiglie con reddito più modesto è stata minore la quota di reddito che ha potuto essere accantonata, è ragionevole attendersi che, come varie ricerche svolte a livello internazionale portano a ritenere, i consumi potranno riprendere solo in modo graduale e nel breve termine non intaccheranno in maniera significativa il risparmio generato durante la pandemia.

La presente nota è volta a verificare il recente andamento dei depositi bancari nei principali paesi islamici. Facciamo inoltre il punto sull'adozione delle valute digitali – che grande impatto avranno sui depositi bancari - in tale contesto, dove acceso è il dibattito sulla loro conformità alla Sharia, la legge islamica.

Il peso dei depositi in bilancio e il loro recente andamento

L'esame dei dati riferiti alle banche islamiche – come evidenziato da numerosi studiosi⁴ ed autorità centrali – richiede alcuni importanti premesse. È necessario tenere presente innanzitutto che l'operatività, limitata di fatto ad alcuni decenni e guidata in modo diverso fra i vari paesi, rende difficile l'analisi e la comparazione fra gli stessi. Non poche sono le differenze interpretative sull'utilizzo e la contabilizzazione di talune operazioni.

Non è secondario inoltre tenere presente nell'interpretazione dei dati che non sempre vi è una perfetta corrispondenza fra finanza e osservanza religiosa. A prescindere da ogni valutazione di opportunità, di fatto i musulmani si avvalgono talvolta contemporaneamente di banche islamiche e di banche convenzionali, così come i non-musulmani possono avvalersi delle banche

¹ La presente nota aggiorna la precedente: Intesa Sanpaolo S.p.A., International Research Network, "Depositi bancari e principi islamici", giugno 2021, a cui rimandiamo per l'esame dei principi fondamentali su cui si basa la finanza islamica (soprattutto con riferimento al non pagamento degli interessi, alla partecipazione agli utili e all'assenza del debito), nonché per le caratteristiche tecniche dei depositi e la diffusione dell'Islam nel mondo.

² Per una approfondita analisi si veda Intesa Sanpaolo-Centro Einaudi, "Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani", 2021.

³ La 97 Giornata Mondiale del Risparmio è stata dedicata a "Risparmio privato e risorse europee per la ripartenza del Paese", ottobre 2021. Cfr. Banca, 11/2021.

⁴ Si veda I. Warde, "Islamic Finance in the Global Economy", Edinburgh University Press, 2000. La relativa "giovane età" degli istituti finanziari e dei prodotti che essi offrono, e quindi le incertezze interpretative sulle loro caratteristiche tecniche e giuridiche, inoltre, creano non pochi problemi di contabilizzazione.

23 maggio 2022

Approfondimento

Direzione Studi e Ricerche

International Research Network

Davidia Zucchelli
Economista - Banking

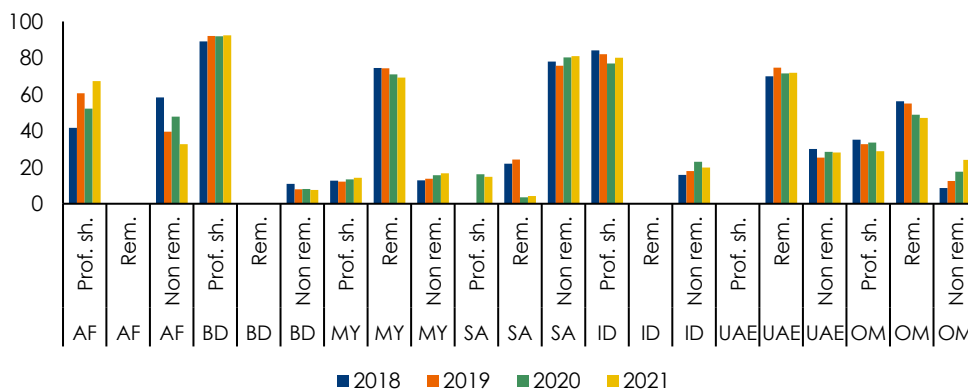
islamiche, in ottica di diversificazione dei propri investimenti e degli operatori finanziari, che mostrano competenze e professionalità specifiche.

Come le banche convenzionali, quelle islamiche ricevono i depositi e finanziano la clientela, imprese e famiglie, ma con rilevanti specificità. Lo schema di raccolta e finanziamento della banca islamica non richiede – nella quasi totalità dei casi – l'obbligo di rimborso⁵. Il modello di finanza islamica infatti si basa su una differente tipologia di attività d'intermediazione finanziaria delle banche fondata sul principio cd. **profit and loss sharing (PLS)**, cioè sulla partecipazione agli utili e alle perdite derivanti dagli investimenti dei propri clienti. Al reddito da interessi tipico dei sistemi finanziari convenzionali si sostituiscono i proventi derivanti da attività compatibili con i precetti della Sharia. Va da sé che la banca deve distinguere adeguatamente i proventi ottenuti dai progetti finanziati con le risorse dei propri clienti, rispetto ai profitti ottenuti sul proprio capitale.

Nel passivo, fra gli strumenti di raccolta, le banche islamiche offrono **tre principali categorie di conti**, che si distinguono essenzialmente in base alle modalità di rimborso e alla destinazione delle somme raccolte: 1) **Depositi a vista in conto corrente non remunerati**, per i quali la banca ottiene l'autorizzazione a investire il denaro depositato in attività Sharia-compliant e non corrisponde alcuna forma di interesse né condivide i profitti con i depositanti, ma si riserva solamente la facoltà di distribuire doni (hiba) in denaro o in natura a sua discrezione, al fine di rendere questi depositi più appetibili e competitivi. 2) **Depositi partecipativi** (investment accounts) che riguardano depositi dei quali la banca non assicura il rimborso. 3) **Depositi partecipativi speciali** (Special Investment Accounts o Profit Sharing Investment Account) ovvero depositi a termine non a capitale garantito.

Ciò premesso, l'analisi dei dati di bilancio di un campione significativo di banche islamiche integrati con i dati di sistema forniti dalle banche centrali, ove disponibili, nei paesi a maggioranza islamica, evidenzia che le componenti remunerate (profit sharing e depositi remunerati) coprono la parte più consistente dei depositi, mentre la componente non remunerata rappresenta il 20% circa del totale depositi in molti paesi.

Depositi (ripartizione per categoria, quote %)



Nota: Prof. sh.=profit sharing, Rem=remunerati; Non rem=non remunerati. Sono stati utilizzati i codici internazionali: AF=Afghanistan, BD=Bangladesh, MY=Malesia, SA= Arabia Saudita, ID=Indonesia, AE= Emirati Arabi Uniti, OM= Oman. Fonte: nostre elaborazioni su dati delle banche centrali e dell'Islamic Financial Services Board (IFSB)

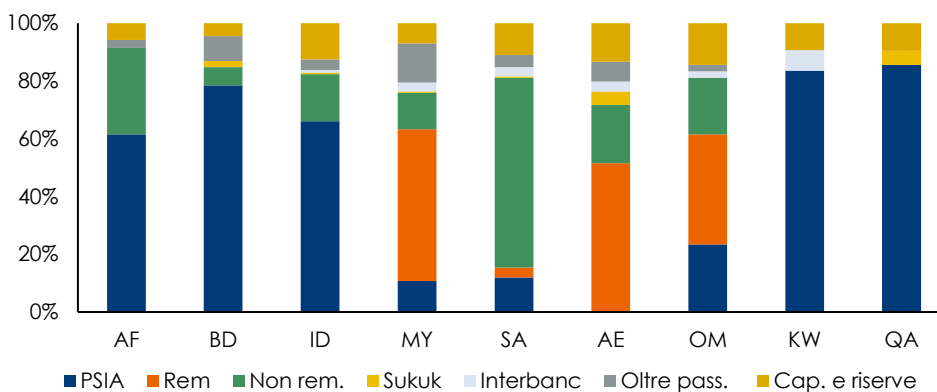
⁵ Cfr. P. Biancone, "Scritti in onore di Pellegrino Capaldo", 2014. Le operazioni delle istituzioni finanziarie risultano dunque più complesse e ciò ha reso necessaria l'elaborazione di standard internazionali specifici da poter seguire per redigere i bilanci di tali istituzioni. Sull'esempio dei principi contabili internazionali IAS/IFRS per le banche convenzionali, gli standard emanati dall'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) forniscono le linee guida e i criteri che occorre utilizzare per poter rappresentare in bilancio, in maniera corretta e veritiera, il patrimonio e il reddito maturato durante l'esercizio. Tuttavia, questo processo di standardizzazione richiede numerosi interventi da parte degli stati a maggioranza islamica, i quali devono recepire i principi emanati dalle istituzioni islamiche internazionali.

L'esame della composizione del passivo inoltre evidenzia la netta prevalenza dei depositi, complessivamente considerati, per una quota attorno all'80% in tutti i paesi, mentre le altre componenti quali i sukuk⁶ rappresentano una quota molto modesta, che si limita a pochi punti percentuali.

La composizione del passivo

L'aggregato "capitale e riserve" supera in molti paesi il 10% del totale.

Totale passivo (composizione per passività, fine settembre o ultima data disponibile)



Nota: per Bangladesh ed Arabia Saudita i dati si riferiscono al giugno 2021, per il Qatar al dicembre 2020. In Kuwaiti e Qatar la categoria PSIA (Profit Sharing Investment Accounts) comprende anche i depositi remunerati e quelli non remunerati, i cui dati non sono disponibili.

Fonte: nostre elaborazioni su dati delle banche centrali e dell'Islamic Financial Services Board (IFSB).

Con riferimento inoltre all'andamento nei depositi nel corso del 2020 e del 2021, emergono tassi di variazione sostenuti. Tuttavia, non si registra una vera e propria impennata così come si è avuto in molti paesi non islamici.

Una dinamica ancora sostenuta

A fronte infatti di una caduta del PIL nel 2020 in tutti i paesi islamici considerati, con la sola eccezione del Bangladesh (+3,4%), si è registrato un aumento dei depositi, ma non tale da poter essere considerato eccezionale. Un'accelerazione si è registrata in Arabia Saudita, Oman e Kuwait con incrementi moderatamente più consistenti rispetto all'anno precedente. Negli altri paesi, soprattutto in Qatar e Malesia, si è, per contro, avuto un rallentamento. Nel 2021, a fronte di una buona ripresa del PIL, tornato positivo in tutti i paesi, i depositi hanno mantenuto tassi di variazione significativi. I dati dell'Egitto evidenziano un'evoluzione singolare, con la tenuta del PIL reale (1,5% nel 2020 e 7,2% nel 2021) e un aumento significativo dei depositi (20,4% e 18,7% rispettivamente), ma in linea con gli anni precedenti (in termini nominali).

Nei due paesi ISP europei considerati in questo lavoro (Albania e Bosnia), con forte presenza islamica, l'andamento dei depositi (riferito all'intero sistema bancario) è significativo nel 2020 (8,1% a/a in Albania e 6,5% in Bosnia), in presenza di un calo del PIL, e solo in leggera accelerazione nel 2021 (9,2% e 10% rispettivamente) con un consistente miglioramento del PIL.

Il confronto con la crisi del 2009 non aiuta molto nell'interpretazione, anche per la mancanza di dati. È noto che la tempesta dei **mutui subprime** ebbe modesti effetti diretti sulle banche islamiche, non esposte nel comparto. Nel 2009, si è avuta un'accelerazione dei depositi, specie

⁶ I sukuk sono certificati a fronte dei quali vi sono delle attività reali, simili agli strumenti asset-backed diffusi sui mercati occidentali. Esistono numerose tipologie di sukūk che possono essere raggruppate in due grandi categorie: i) asset-backed/asset-based sukūk, che hanno come asset sottostanti delle attività che generano un rendimento predeterminato (ad es. iğārah sukūk) e che sono molto simili alle obbligazioni tradizionali; ii) equity-based sukūk, per i quali il rendimento dell'attività sottostante non è predeterminato, ma è basato su una logica di profit and loss sharing (mushārahah o mudārabah sukūk), rendendo questi prodotti più simili a strumenti di capitale.

in Malesia e in Egitto, e una tenuta in Arabia Saudita. Si tratta di una dinamica che appare in linea con i dati riferiti agli ultimi due anni, che può contribuire ad escludere pertanto l'ipotesi di un andamento anomalo dei depositi nel 2020 dovuto alla pandemia.

Depositi nelle banche islamiche e PIL reale nei principali paesi islamici (var. % a/a)

	2008		2009		2019		2020		2021	
	Depositi valuta loc.	PIL reale	Depositi valuta loc.	PIL reale	Depositi valuta loc.	PIL reale	Depositi valuta loc.	PIL reale	Depositi valuta loc.	PIL reale
Indonesia	5,9	7,4	40,4	4,7	12,2	5,0	11,7	-2,0	9,4	3,7
Bangladesh	ND	6,0	ND	5,0	18,0	7,9	17,1	3,4	26,0	6,9
Malesia	4,0	4,8	16,8	-1,5	9,6	4,4	4,7	-5,6	6,6	3,1
Arabia S.	24,7	6,2	22,5	-2,1	10,3	0,3	22,4	-4,1	30,4	3,2
Emirati A.	27,4	3,2	7,7	-5,2	0,1	3,4	2,1	-6,1	3,3	3,8
Oman	ND	8,2	ND	6,1	10,1	-0,8	15,4	-2,8	13,8	2,0
Kuwait	ND	2,5	ND	-7,1	12,1	-0,6	14,1	-8,9	6,7	2,5
Qatar	ND	17,7	ND	12,0	17,0	0,8	8,1	-3,6	ND	1,5
Egitto	6,3*	7,1	13,1*	4,7	17,01*	5,6	20,4*	1,5	18,7*	7,2
Albania	2,6*	7,5	6,8*	3,3	3,8*	2,2	8,1*	-3,3	9,2*	8,4
Bosnia E.	5,5*	3,5	3,8*	-2,3	8,4*	2,91	6,5*	-3,2	10,0*	6,9

Nota: (*) riferiti al settore privato e all'intero sistema bancario; ND= non disponibile.

Fonte: nostre elaborazioni su dati EIU, Bankscope e dell'Islamic Financial Services Board (IFSB)

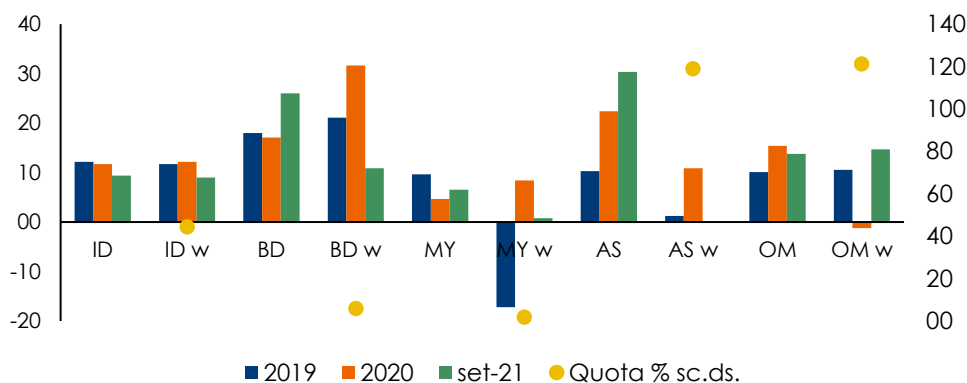
I prodotti islamici possono essere offerti da banche islamiche e dalle cosiddette **Islamic windows**, unità indipendenti nell'ambito del sistema convenzionale. Difficile però è valutare la rispettiva capacità di raccolta. L'ulteriore esame dell'andamento dei depositi presso le banche islamiche rispetto a quelli raccolti dalle Islamic windows mostra un quadro ancora molto diversificato. Ove i dati lo consentono, emerge innanzitutto che il ruolo di queste ultime – misurato dai depositi raccolti rispetto a quelli delle banche islamiche - si limita ad una quota percentuale di pochi punti in Malesia ed in Bangladesh, mentre in Arabia Saudita e in Oman le Islamic windows riescono a raccogliere più delle banche islamiche.

Difficile è altresì ottenere indicazioni univoche significative confrontando le variazioni annuali. Gli incrementi a/a, al settembre 2021, risultano in genere più elevati nelle banche rispetto alle windows, specie in Arabia Saudita, con la sola eccezione dell'Oman dove l'incremento è stato di analoga entità.

La disomogeneità dei dati inoltre non consente l'esatto confronto con l'evoluzione dei depositi nelle sole banche convenzionali dei rispettivi paesi, per il quale peraltro occorre tenere presenti le variazioni strutturali. Nei paesi del Golfo, ad esempio, negli ultimi anni sono state effettuate numerose operazioni di fusione, che in molti casi hanno visto le banche islamiche acquisire banche convenzionali con la successiva incorporazione delle loro attività ed espansione dei volumi intermediati ad esse riferiti. Tutte le operazioni di fusione effettuate nel Golfo nel 2020 hanno riguardato almeno una banca islamica. Pertanto, a fronte di una riduzione media annua dell'1% dell'attivo delle banche convenzionali in Arabia Saudita negli ultimi 5 anni, il settore finanziario islamico ha segnato un rafforzamento medio del 6%.

Banche islamiche vs. Islamic windows

Depositi presso banche islamiche e presso Islamic windows (var % a/a e quota %)



Nota: la quota si riferisce ai depositi presso le Islamic windows rispetto ai depositi raccolti dalle banche islamiche, all'ultima data disponibile (settembre 2021, ma per Arabia Saudita e Bangladesh i dati sono riferiti a giugno 2021).

Fonte: nostre elaborazioni su dati IFSB

Va considerata infine l'offerta da parte di **banche digitali** (denominate "neobanks"), il cui numero sta aumentando con gradualità anche in tutti i paesi islamici, in particolare in Malesia e Indonesia. Le nuove banche digitali possono esercitare una crescente concorrenza sul mercato della raccolta, attirando i depositi soprattutto dei clienti serviti con prodotti di credito (quindi soprattutto le imprese ma anche le famiglie affidate con credito al consumo o mutui), ma le banche incumbent possono continuare a beneficiare di una maggior fiducia presso le famiglie, come sottolineano le agenzie di rating⁷. L'entrata in campo di tali operatori, di dimensioni ancora molto modeste, sempre secondo le agenzie di rating, non dovrebbe intaccare in modo significativo le quote di mercato delle banche incumbent nel breve e medio periodo. La capacità di rafforzamento delle infrastrutture tecnologiche rappresenta un ulteriore vincolo, che potrebbe favorire nel tempo piuttosto l'integrazione con le banche incumbent, come evidenziato nell'ultimo rapporto del FMI⁸ e come è stata l'esperienza recente riportata negli ultimi rapporti annuali del Financial Stability Board⁹.

Banche digitali: integrazione vs. concorrenza con le banche incumbent

Le valute digitali

L'introduzione delle valute digitali avrà un forte impatto sui depositi bancari, ma gli effetti sono ancora molto incerti, oggetto di valutazione da parte di autorità centrali (fra cui in particolare la BCE¹⁰), banche e studiosi.

Le caratteristiche delle **valute digitali** non sono ancora del tutto chiare, ma prima ancora è incerto il ruolo che esse potranno assumere. Non è ancora assodato cioè se esse potranno divenire essenzialmente uno strumento di pagamento, oppure una forma di investimento, introducendo ad esempio un limite alla detenzione o alla remunerazione, come evidenziato da

⁷ Sul fronte dell'attivo, le banche digitali sono focalizzate sulla clientela non ancora servita o non pienamente servita sia dalle banche convenzionali sia da quelle islamiche già operative. I clienti potenziali risultano essere infatti soprattutto gli imprenditori autonomi e le PMI che operano su piattaforme online. Le banche incumbent per contro non operano storicamente con tali clienti soprattutto perché non offrono entrate reddituali stabili e prevedibili. Per poter verificare il grado di rischiosità della clientela affidata, peraltro, le nuove banche digitali possono utilizzare l'ampio set di dati sulle transazioni effettuate ottenibili sulle piattaforme affiliate. Per poter ottenere la licenza infatti è richiesto in genere un lungo periodo (che può giungere a 2 anni) di controllo e verifica da parte delle autorità centrali, che impongono spesso inoltre dei limiti alla crescita dell'attivo, al fine di garantire la stabilità del sistema finanziario.

⁸ IMF, "Global Financial Stability Report: Shockwaves from the war in Ukraine test the financial system's resilience", April 2022.

⁹ Financial Stability Board, "Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2021", December 2021.

¹⁰ ECB, "Report on a digital euro", October 2020.

F. Panetta¹¹. Sotto la pressione della rapida evoluzione tecnologica e della pandemia, che ha accelerato il processo, la BCE parrebbe intenzionata ad introdurre l'euro digitale a fianco delle banconote, non quindi in totale sostituzione di queste ultime, almeno non nell'immediato¹². I progetti diffusi fino ad ora mirano a consentire anche soluzioni private efficienti, per operatori di dimensioni minori.

Le valute digitali in genere, se disegnate per essere di uso semplice e facilmente accessibile, potrebbero favorire anche l'inclusione finanziaria, ed è questo un aspetto a cui i paesi emergenti rivolgono grande attenzione. In effetti, le banche centrali di numerosi paesi nel mondo (circa 80 come indicato da Panetta e dalla BRI¹³), fra cui molti paesi islamici, sono impegnate in progetti di attuazione, non senza provocare una accesa discussione sulla conformità alla Sharia, la legge islamica che nel mondo musulmano guida anche le scelte finanziarie.

Nei paesi islamici la discussione sull'adozione di monete digitali è particolarmente accesa, poiché alle questioni comuni alle monete digitali occidentali quali l'euro – fra cui affidabilità, diffusione, privacy - si aggiungono specifiche valutazioni di adeguatezza alla legge islamica. Secondo la Sharia infatti la moneta deve fondarsi su talune peculiarità, quali la stabilità e il riferimento a assets sottostanti fisici (come l'oro)¹⁴, e non può essere emessa a fini speculativi. Siswanto e altri¹⁵ distinguono fra i commentatori delle valute digitali/criptovalute in ambito islamico in particolare: 1) i contrari, che basano la loro posizione sul fatto che esse non hanno un valore intrinseco, sono anonime e instabili; 2) i favorevoli, che le accomunano alla moneta, come oggetto di scambio, e ritengono che non comportino problemi di usura; 3) i neutrali che sostengono la necessità di studiare ancora il tema in modo più approfondito per poter giungere ad una risposta definitiva.

Come evidenziato da vari autori¹⁶, la loro ammissibilità richiede innanzitutto l'eliminazione di ogni incertezza (gharar) e quindi di ogni attività speculativa. Per contro, un elemento a favore dell'adozione delle valute digitali è dato dal fatto che esse non possono essere alterate o manipolate (per quanto sia dato di capire ad oggi ai non esperti di tecnologia).

¹¹ Panetta Fabio, "Evolution or revolution? The impact of a digital euro on the financial system", ECB, febbraio 2021.

¹² Si veda Panetta F., "Central bank digital currencies: defining the problems, designing the solutions, US Monetary Policy Forum", 2022.

¹³ Panetta F., "The present and future of money in the digital age", ECB, dicembre 2021 e BRI, "Gaining Momentum – Results of the 2021 BIS survey on central bank digital currencies", n.125, 2022.

¹⁴ Si veda in particolare Chowdhury Mohammad Abdul Matin, Dzuljastri Bin Abdul Razak, "Dynamism and Mechanism of Digital currency (Cryptocurrency) towards Islamic Finance", EJIF, dicembre 2019. In alcuni paesi – Dubai e Malesia – sono già state introdotte cryptovalute riferite in particolare all'oro, OneGram e HelloGold.

¹⁵ Siswanto Dodik, Rangga Handika, Aria Farah Mita, "The requirements of cryptocurrency for money, an Islamic view", Heliyon, 2020.

¹⁶ Fra i quali Muedini Fait, "The compatibility of Cryptocurrencies and Islamic Finance", European Journal of Islamic finance", August 2018.

Importanti comunicazioni

Gli economisti 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.

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela.

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, prevede, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, che comprendono 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 le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, ivi incluse le società del loro gruppo, nella produzione di documenti da parte degli economisti 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 Operazioni personali 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. – International Research Network, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Research Department – Head of Department Gregorio De Felice**Coordination International Research Network****e-mail address****Giovanni Barone (Head) and Gianluca Salsecci (Head)**giovanni.barone1@intesasnpaolo.com
gianluca.salsecci@intesasnpaolo.com**ISP Research Department (Headquarter Team)****Macroeconomic Research**

Silvia Guizzo (Asia ex-Japan)

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com

Debora Palmieri (Latin America and Sub-Saharan Africa)

debora.palmieri@intesasnpaolo.com

Francesca Pascali (MENA and EE)

francesca.pascali@intesasnpaolo.com

Antonio Pesce (CEE and SEE Countries and Quantitative Analysis)

antonio.pesce@intesasnpaolo.com

Francesco Martinelli (Data Base and Quantitative Analysis)

francesco.martinelli4@intesasnpaolo.com

Trade & Industry, Banking and Market Research

Wilma Vergi (Trade and Industry)

wilma.vergi@intesasnpaolo.com

Vincenzo Petrignano (Financial Markets)

vincenzo.petrignano@intesasnpaolo.com

Davidia Zucchelli (Banking)

davidia.zucchelli@intesasnpaolo.com

ISP International Subsidiaries Research Departments:**VUB (Slovakia, Czech Republic and Poland)**

Zdenko Štefanides (Head)

zstefanides@vub.sk

Michal Lehuta

mlehuta1@vub.sk

Jacob Obst

jobst@vub.sk

CIB (Hungary)

Mariann Trippon (Head)

trippon.mariann@cib.hu

Andras Bukovszki

bukovszki.andras@cib.hu

PBZ (Croatia, Bosnia I Hercegovina and Slovenia)

Ivana Jovic (Head)

ivana.jovic@pbz.hr

Ana Lokin

ana.lokin@pbz.hr

Ivan Odrčić

ivan.odrcic@pbz.hr

Banca Intesa (Serbia)

Marija Savic (Head)

marija.v.savic@bancaintesa.rs

Tijana Matijasevic

tijana.matijasevic@bancaintesa.rs

Milos Drezga

milos.drezga@bancaintesa.rs

Jelena Draskovic

jelena.draskovic@bancaintesa.rs

Alexbank (Egypt)

Samer Halim (Head)

samer.halim@alexbank.com

Mariam Massoud

mariam.massoud@alexbank.com

Aly Fayad

aly.fayad@alexbank.com

Mayada Hassan

mayada.hassan@alexbank.com

ISP International Subsidiaries Research Contacts:**Intesa Sanpaolo Bank (Albania)**

Kledi Gjordeni

kledi.gjordeni@intesasnpaolobank.al

Intesa Sanpaolo Bank (Romania)

Marius Pacurari (Head)

marius.pacurari@intesasnpaolo.ro

Pravex Bank (Ukraine)

Artem Krasovskiy

artem.krasovskiy@pravex.ua

Eduard Nazarenko

eduard.nazarenko@pravex.ua

Eximbank (Moldova)

Natalia Mihalas

natalia.mihalas@eximbank.com

Olga Pislă

olga.pisla@eximbank.com