

**INTESA**  **SANPAOLO**

# **Perché il petrolio è relativamente stabile nonostante i rischi geopolitici e i problemi di transito attraverso il Mar Rosso?**

Daniela Corsini  
Direzione Studi e Ricerche  
08 febbraio 2024

# Executive summary

**I mercati del greggio mostrano una relativa stabilità nonostante i rischi geopolitici in Medio Oriente e i problemi al transito di petrolio e gas attraverso il Mar Rosso.** Ciò si spiega principalmente con un mix di mercati ben forniti e preoccupazioni macroeconomiche legate al rallentamento dell'economia globale.

## ■ Le forniture sono adeguate, per ora:

- L'OPEC+ sta artificialmente limitando la produzione per proteggere l'equilibrio di mercato (o la stabilità dei prezzi?), ma l'aderenza ai target di produzione potrebbe mostrare nuove crepe e la spare capacity (ovvero la capacità produttiva inutilizzata) è elevata;
- Le scorte globali sono vicine alla media quinquennale e sono destinate ad aumentare;
- Le scorte statunitensi sono basse, ma la produzione di greggio degli Stati Uniti raggiungerà probabilmente nuovi record nel 2025.

## ■ I rischi legati alla domanda sono orientati al ribasso:

- La crescita globale sta rallentando;
- La Cina sta affrontando diversi problemi, tra cui una grave crisi nel settore immobiliare;
- La ripresa post-pandemica nel settore dell'aviazione è quasi completata.

## Rischi geopolitici e politiche dell'OPEC+ contribuiscono a sostenere i prezzi e la backwardation.

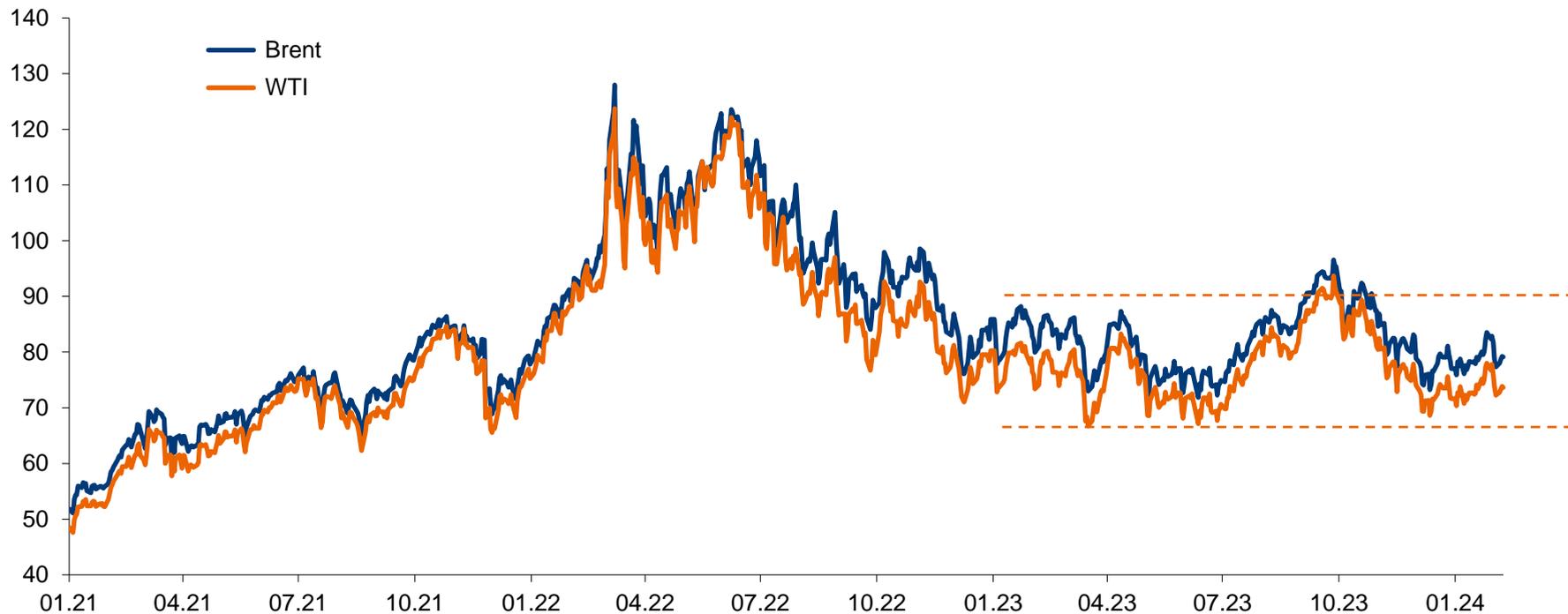
- Le tensioni in Medio Oriente e la guerra in Ucraina contribuiscono a mantenere un modesto, ma positivo, premio al rischio geopolitico ed alimentano la backwardation lungo la curva forward del Brent;
- È improbabile che l'OPEC+ abbandoni i tagli obbligatori e volontari alla produzione in tempi brevi.

## I margini di raffinazione sono ben sostenuti da problemi logistici, ritardi e alti tassi di utilizzo delle raffinerie.

- L'ULSD è attualmente ben supportato e i margini di raffinazione sono relativamente elevati;
- Se i rischi geopolitici si attenuassero e il rallentamento globale si rivelasse peggiore del previsto, i margini potrebbero ridursi più rapidamente di quanto atteso al momento.

# Sinora, una relativa stabilità

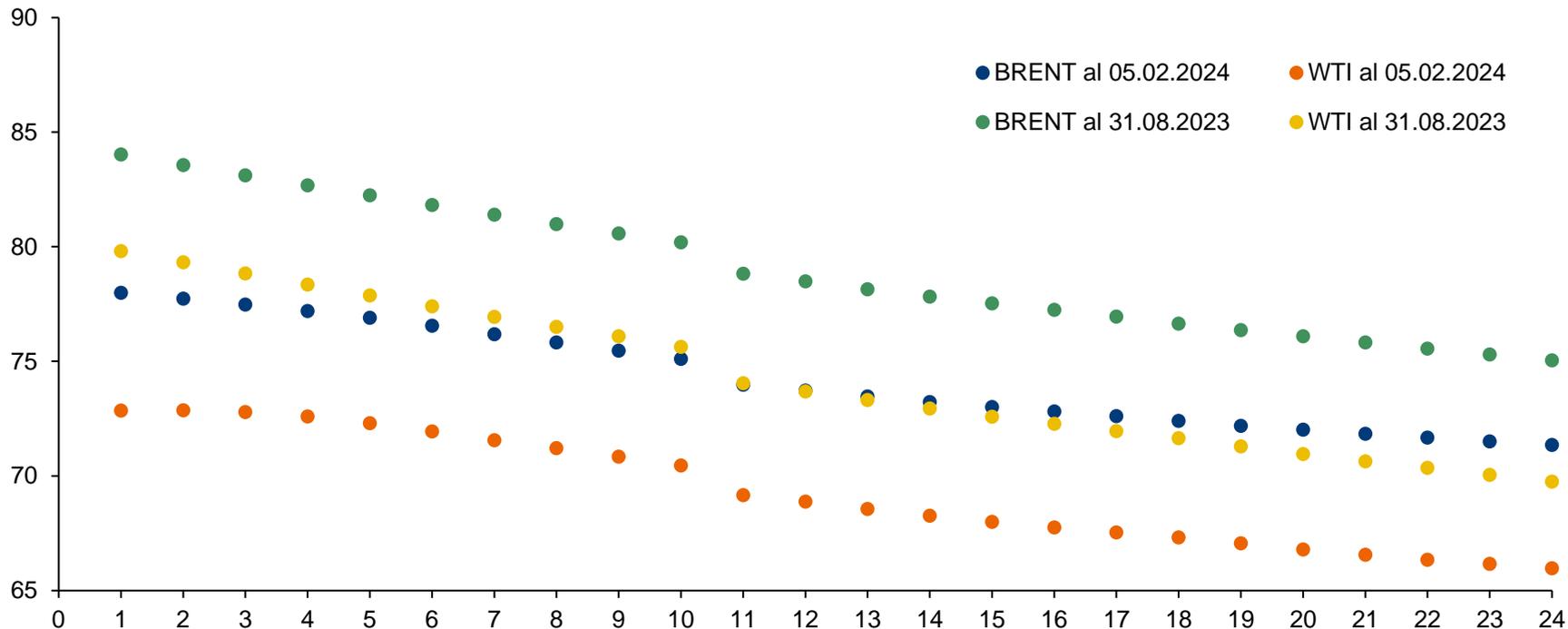
Prezzi del petrolio Brent e WTI in USD/barile



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Backwardation, ma il WTI è più debole del Brent

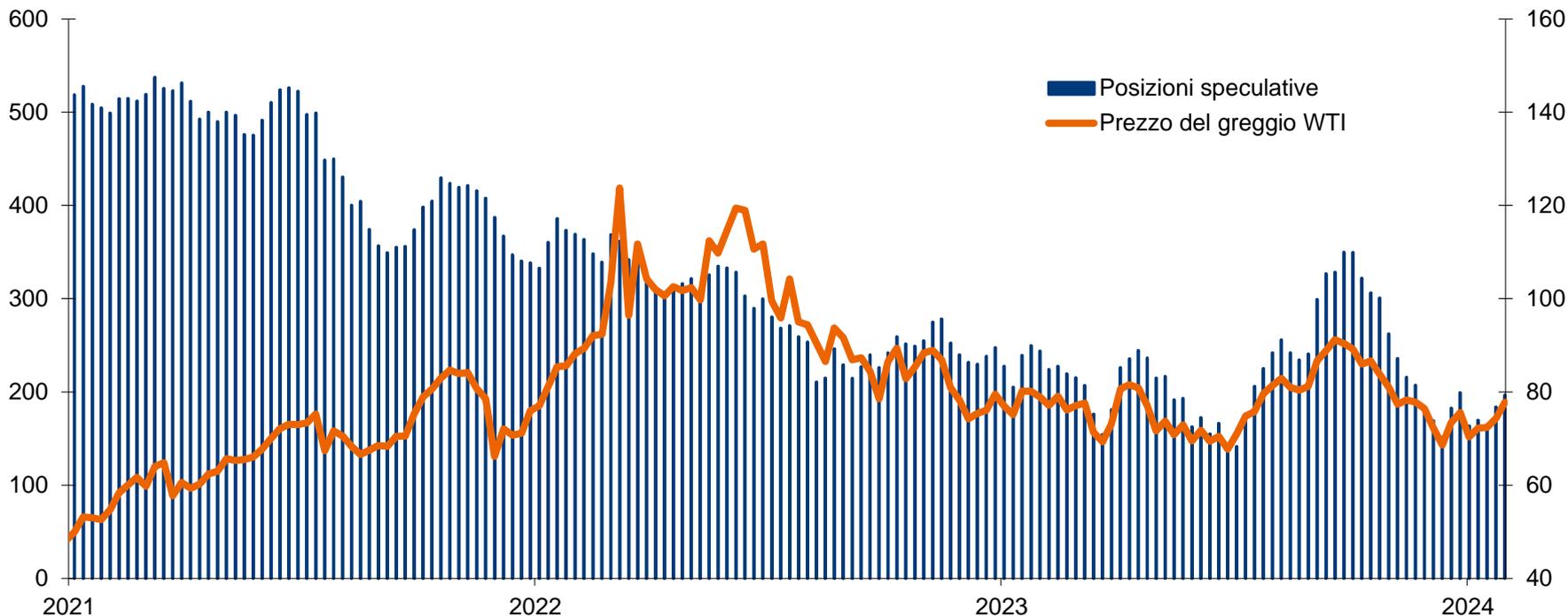
## Curve forward di Brent e WTI in USD/barile



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Gli speculatori monitorano i rischi geopolitici

Posizioni speculative e prezzo del greggio WTI (scala destra)



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati U.S. CFTC

# Un deficit nel 1T24, poi un surplus

L'U.S. Energy Information Administration (EIA) prevede che, dopo un surplus di 0,7 mb/g nel 2023, il mercato mondiale potrebbe registrare un deficit medio di 0,1 mb/g nel 2024 (ma tutto concentrato nel primo trimestre) e tornare a un surplus medio di 0,5 mb/g nel 2025.

## EIA, STEO FEBBRAIO 2024

	World Demand	Non-OPEC Supply	US Supply	OPEC LNG Supply	OPEC Crude Supply	Call on OPEC crude *	Market balance **
<b>2023</b>	101.0	69.6	12.9	5.3	26.9	26.2	0.7
<b>2024</b>	102.4	70.3	13.1	5.3	26.7	26.8	-0.1
<i>Variazione a/a</i>	<i>1.4</i>	<i>0.8</i>	<i>0.2</i>	<i>0.0</i>	<i>-0.2</i>	<i>0.6</i>	
<b>2025</b>	103.7	71.5	13.5	5.3	27.4	26.9	0.5
<i>Variazione a/a</i>	<i>1.3</i>	<i>1.2</i>	<i>0.4</i>	<i>0.0</i>	<i>0.7</i>	<i>0.1</i>	

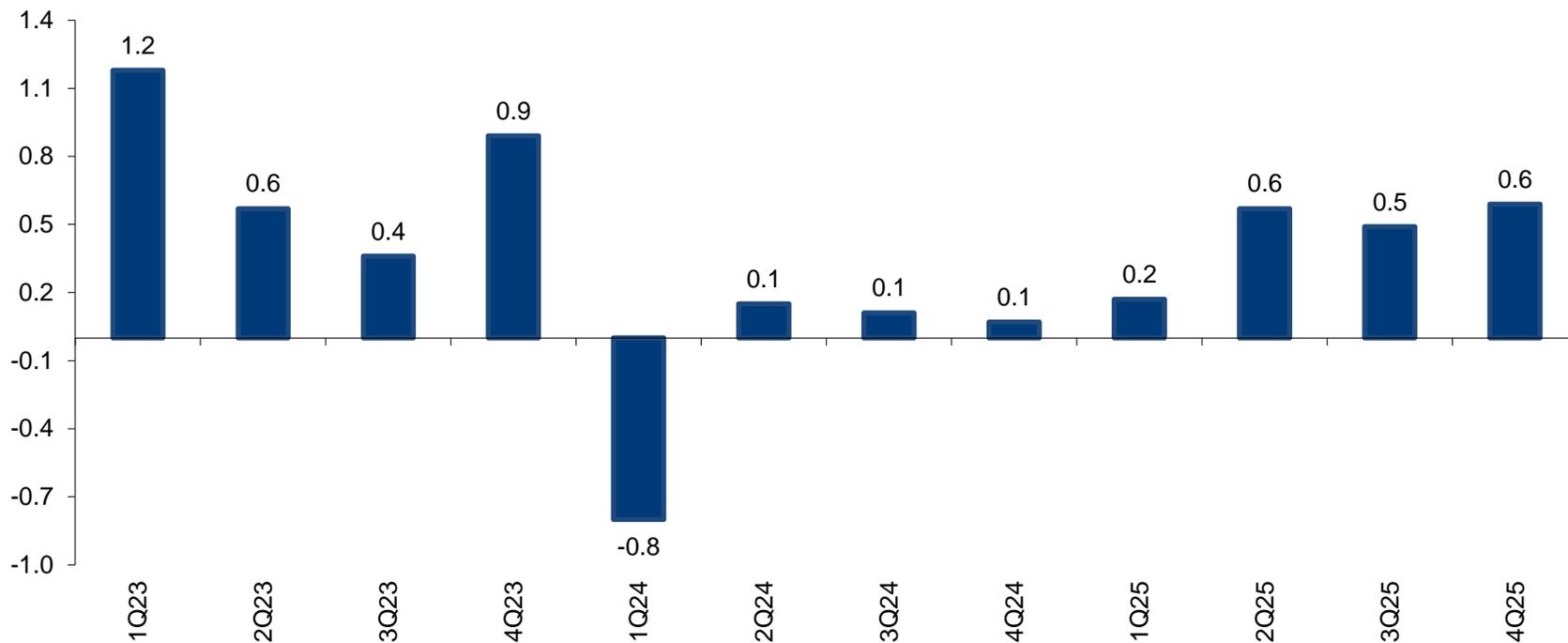
Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati U.S. EIA, Short-Term Energy Outlook.

\* "Call on OPEC crude = World Consumption - Non OPEC Supply - OPEC LNG supply"

\*\* "Market balance = OPEC crude supply - Call on OPEC crude"

# Mercati ben forniti per buona parte dei prossimi anni

U.S. EIA, stima del bilancio di mercato in mb/g

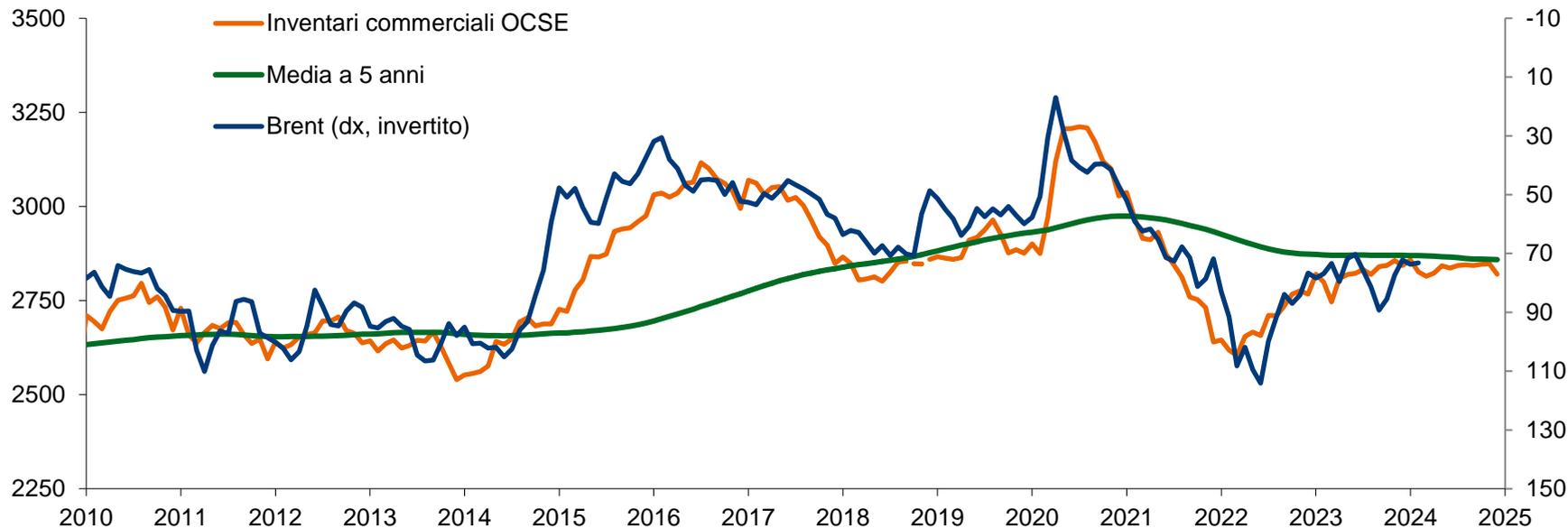


Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati EIA

# Le scorte potrebbero aumentare leggermente nel 2024

Le scorte di greggio e prodotti petroliferi detenute nei Paesi OCSE sono destinate ad aumentare in misura modesta, avvicinandosi alla media dei cinque anni.

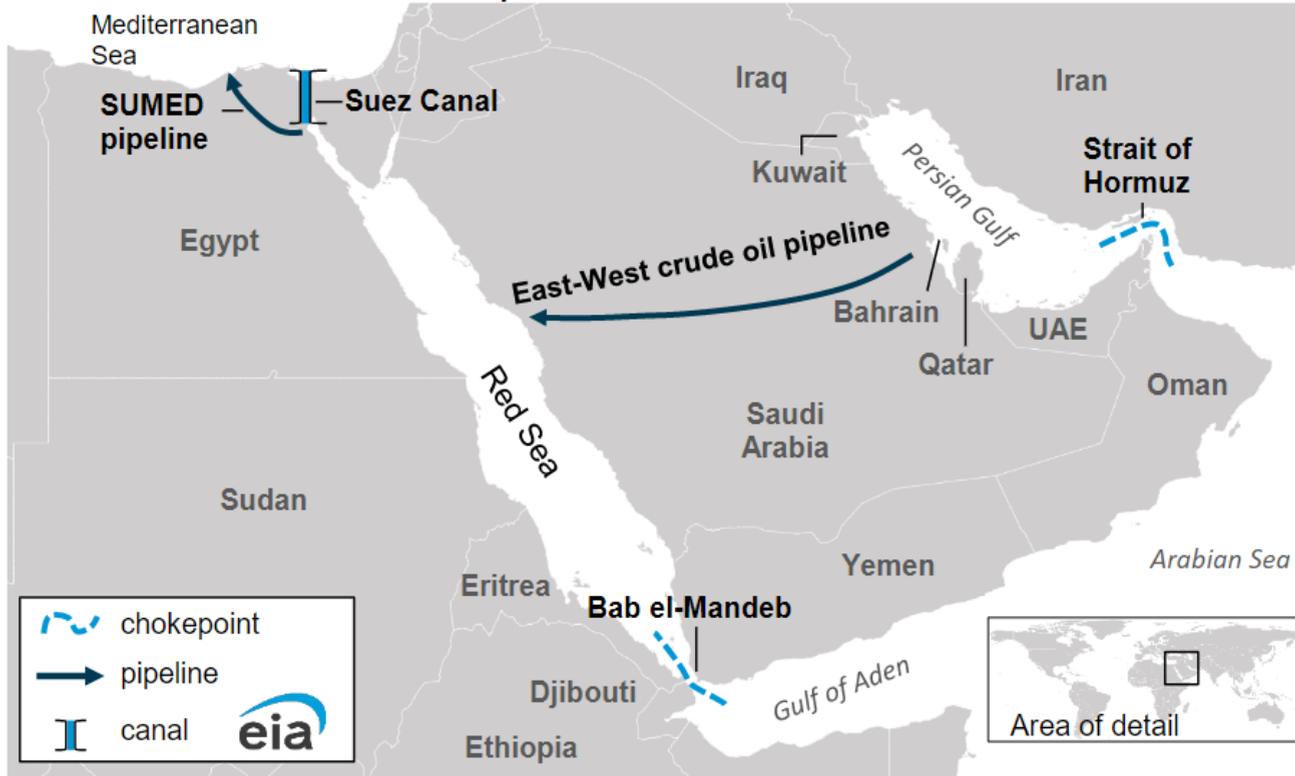
## Scorte commerciali OCSE in mb e loro media quinquennale, prezzo del Brent (scala destra, invertita)



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, previsioni dell'International Energy Agency (IEA)

# I rischi geopolitici sono una preoccupazione

## Arabian Peninsula maritime chokepoints

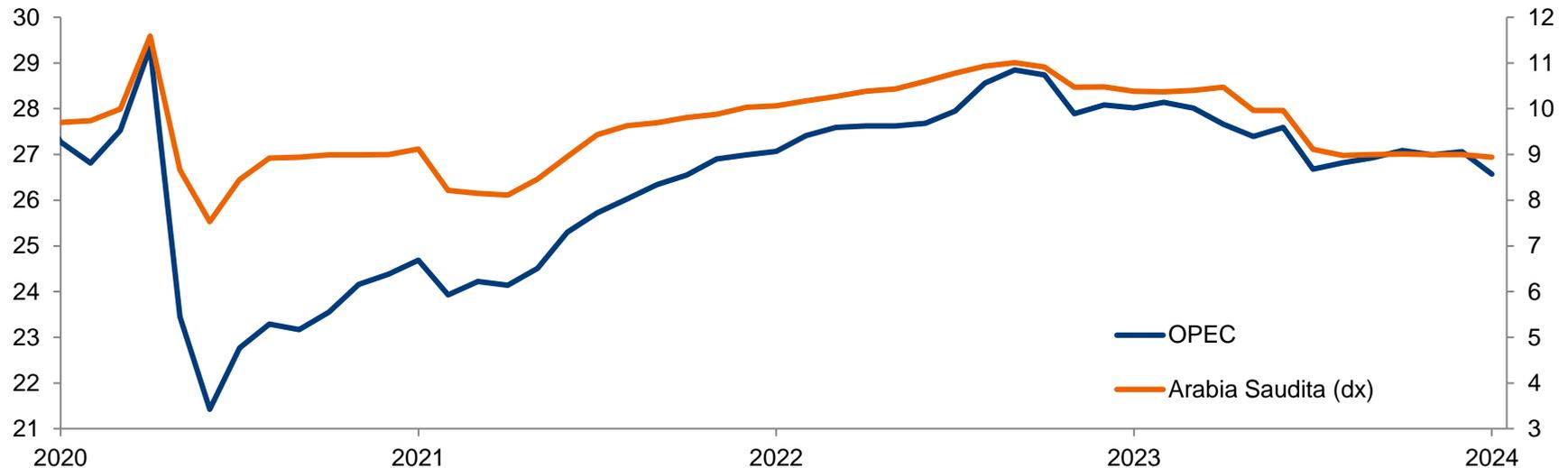


Fonte: U.S. Energy Information Administration, <https://www.eia.gov/todayinenergy/detail.php?id=61025>

# L'OPEC+ mantiene un rigido controllo sulla produzione...

Oltre ai tagli di produzione congiunti, pari a circa 3,66 mb/g, **il 30 novembre** l'OPEC+ ha annunciato **ulteriori tagli volontari di 2,2 mb/g in vigore sino a marzo 2024**. L'Arabia Saudita taglierà di 1 mb/g; la Russia si è impegnata a ridurre l'output di 0,5 mb/g. Pochi membri stanno sostenendo l'onere rimanente: Iraq con 223 kb/g; Emirati Arabi Uniti con 163 kb/g; Kuwait con 135 kb/g; Kazakistan con 82 kb/g; Algeria con 51 kb/g; Oman con 42 kb/g. ).

**Produzione totale di greggio nei Paesi OPEC e in Arabia Saudita (scala destra) in mb/g**

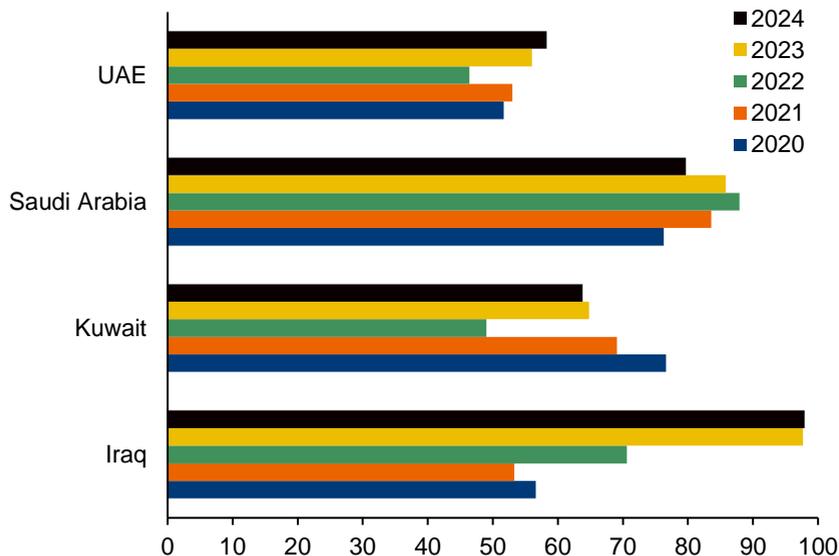


Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## ... per sostenere i prezzi e finanziare la spesa pubblica

Molti Paesi dell'area MENA hanno bisogno di **alti prezzi di petrolio di breakeven**. Di solito, livelli elevati implicano maggiori sforzi per sostenere i prezzi tramite tagli alla produzione o minacce geopolitiche. Per **l'Arabia Saudita**, il FMI stima un breakeven di **80 dollari**. Fitch Ratings stima più di **90 dollari**. Bloomberg Economics stima **108 dollari**, includendo la spesa domestica del fondo sovrano.

Prezzi del petrolio di equilibrio fiscale in USD/b per alcuni paesi OPEC...



...e per alcuni produttori dell'area MENA

	Fiscal breakeven oil prices					
	Media				Proiezioni	
	2000-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Algeria	102	90	111	110	118	145
Bahrain	83	121	132	137	108	97
Iran	86	547	272	269	307	317
Iraq	76	57	53	71	98	98
Kuwait	47	77	69	49	65	64
Libia	72	142	52	68	68	64
Oman	69	86	77	63	54	55
Qatar	45	49	47	45	46	42
Arabia Saudita	80	76	84	88	86	80
Emirati Arabi Uniti	50	52	53	46	56	58

Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati dell'International Monetary Fund (IMF), Regional Economic Outlook Middle East and Central Asia, 10.2023

# La produzione USA sta raggiungendo nuovi record...

La produzione di greggio degli Stati Uniti ha raggiunto un **nuovo record storico** ed è destinata a crescere ulteriormente: nel 4Q25, la **produzione USA** potrebbe attestarsi su una media di 13,6 mb/g, mentre le **esportazioni** di greggio e prodotti petroliferi potrebbero registrare una impressionante media di 2,9 mb/g.

Produzione nazionale di greggio degli Stati Uniti, in mb/g

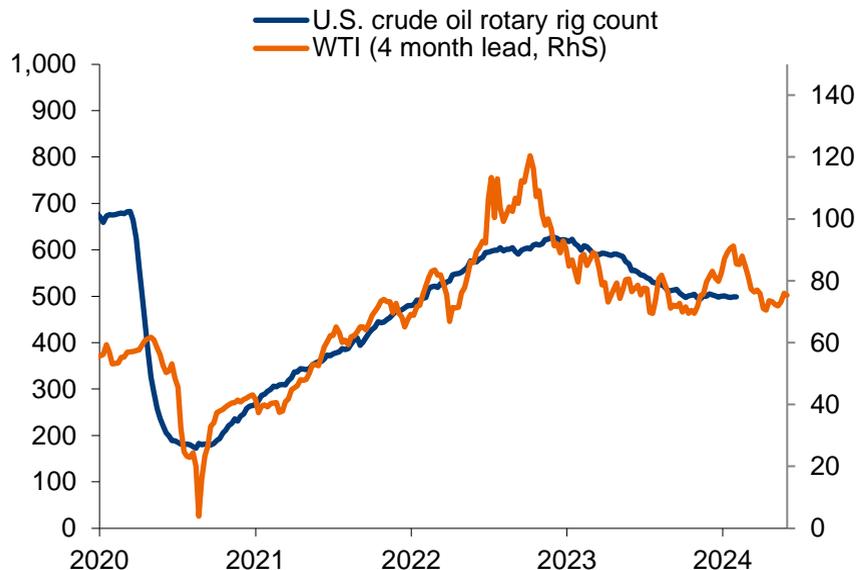


Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, previsioni U.S. EIA

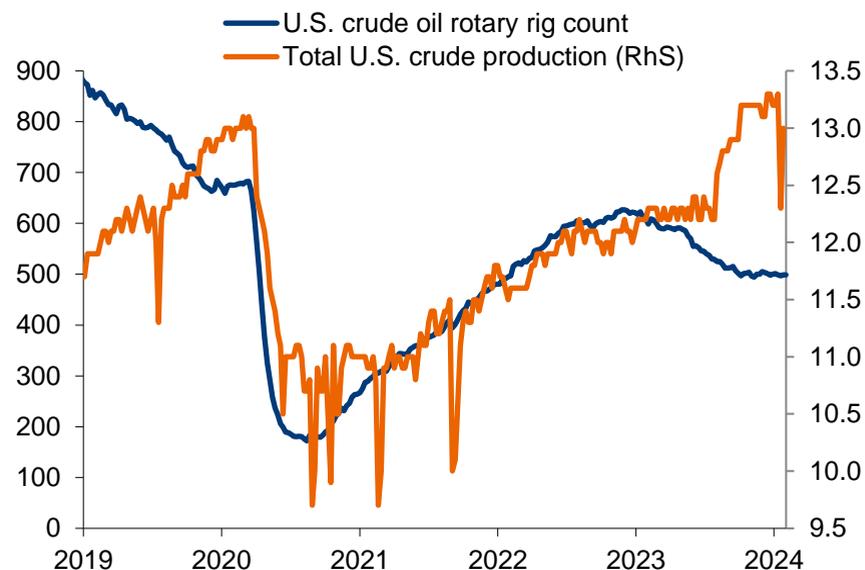
# ...grazie ai produttori di shale oil

L'EIA prevede che i produttori di shale oil aumenteranno l'output, stimolati dai margini elevati.

U.S. crude oil rig count e prezzo del WTI



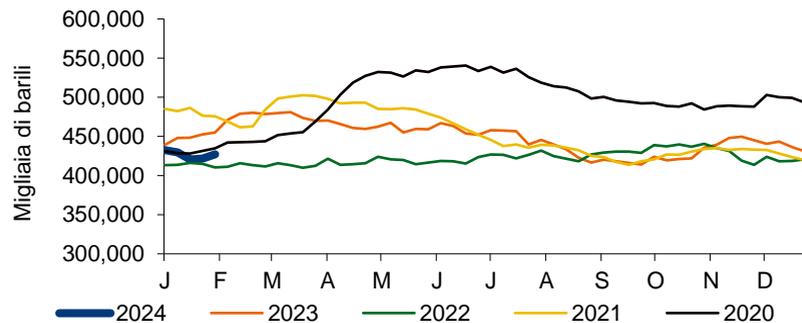
U.S. crude oil rig count e U.S. crude output



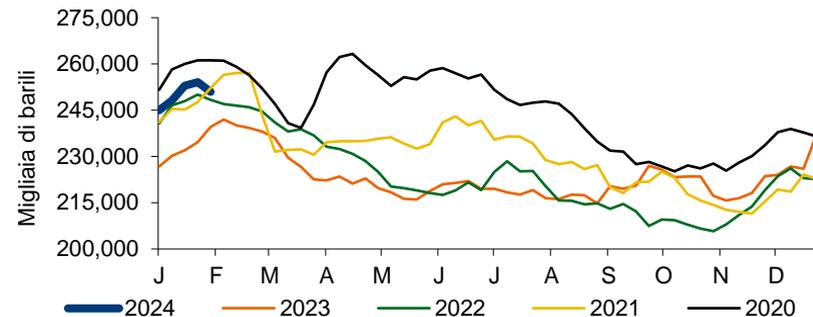
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, EIA, Baker Hughes

# Negli Stati Uniti, le scorte di greggio sono basse...

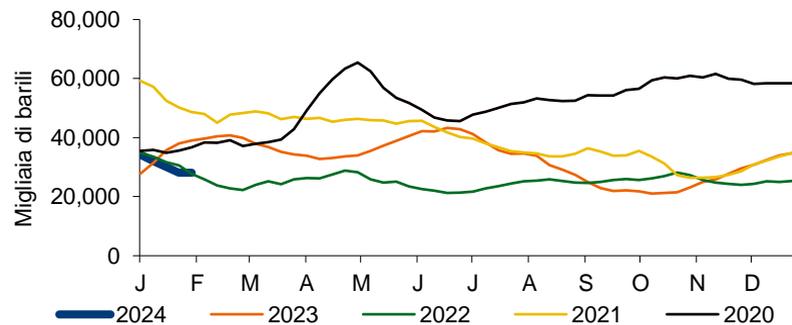
## Scorte totali di petrolio greggio



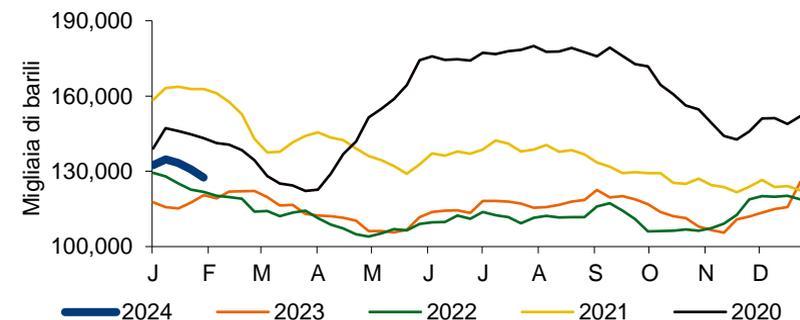
## Scorte di benzina



## Scorte di greggio a Cushing



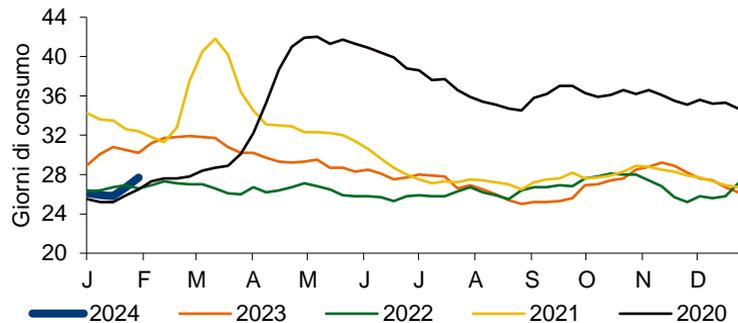
## Scorte di distillati



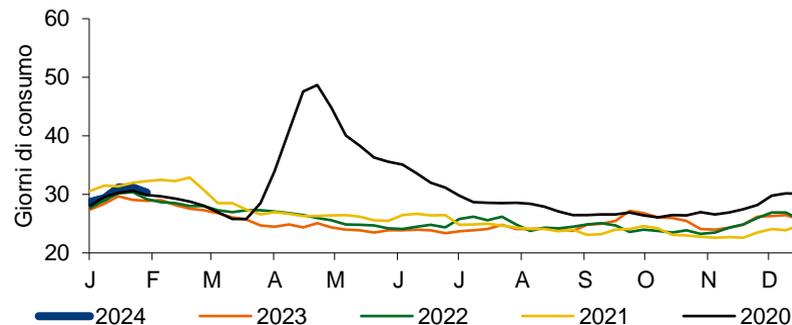
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del U.S. Department of Energy (DOE)

# ...nonostante il record di produzione di greggio

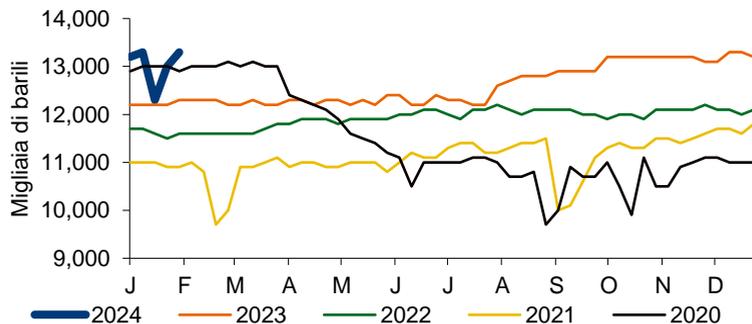
## Scorte di greggio in termini di giorni di consumo



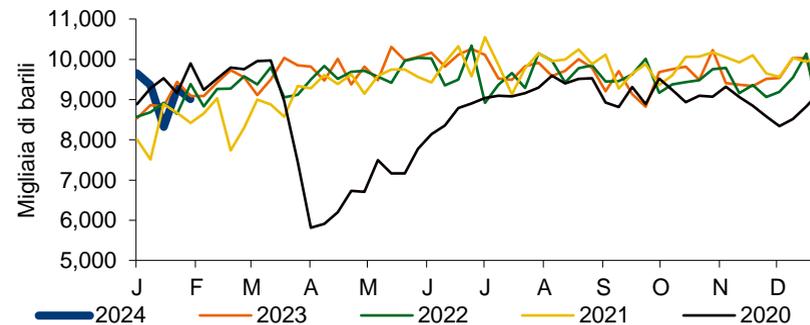
## Scorte di benzina in termini di giorni di consumo



## Produzione di greggio

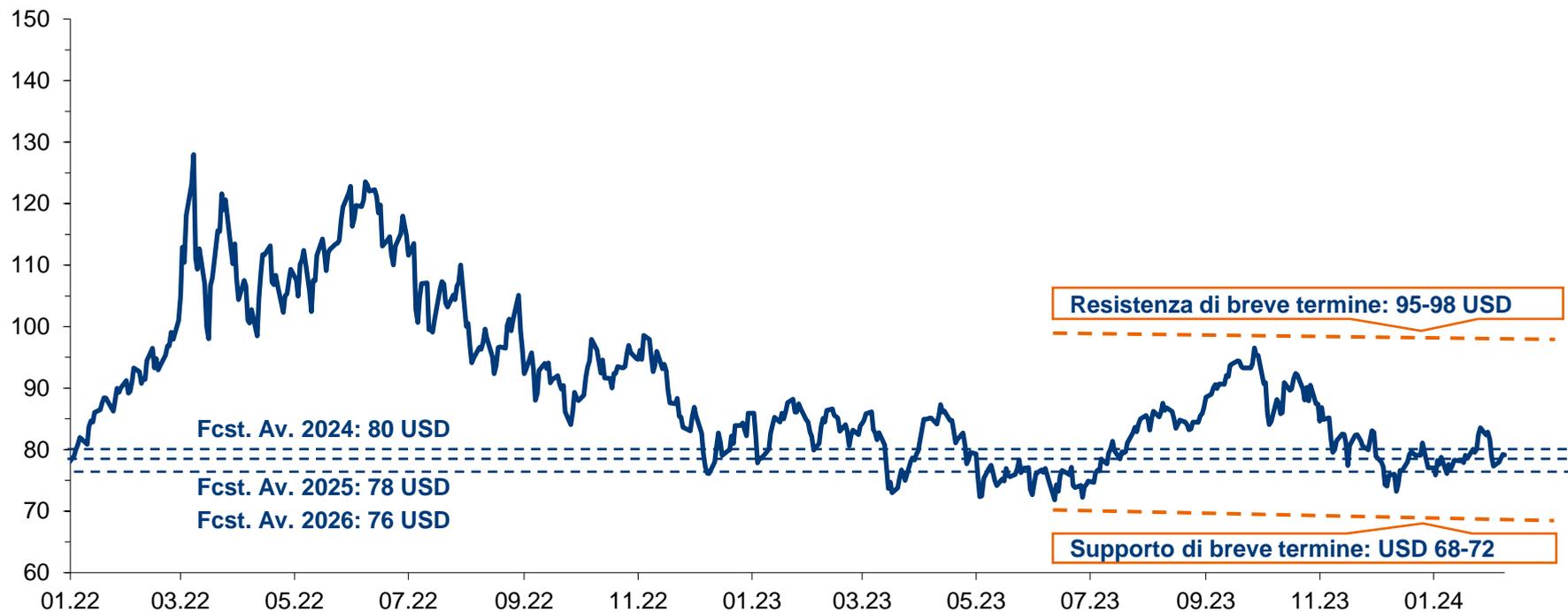


## Produzione di benzina



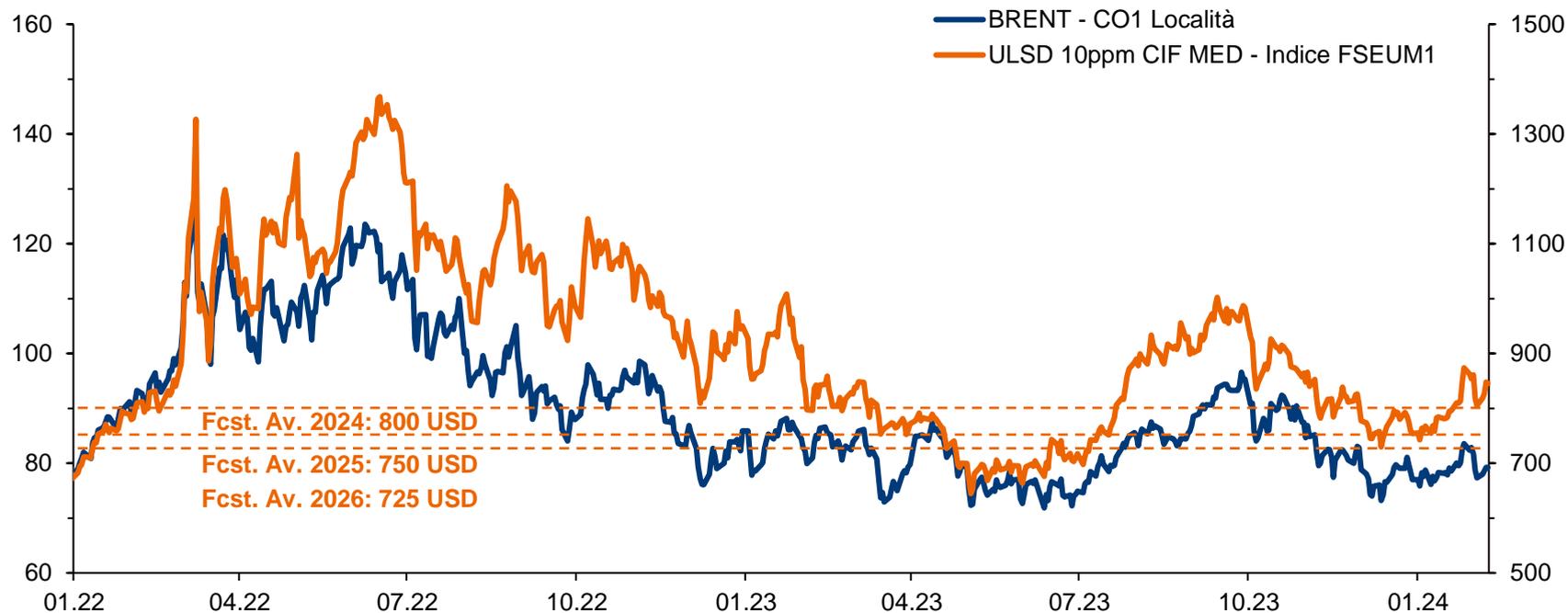
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del U.S. Department of Energy (DOE)

# Brent in USD/bbl



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

# ULSD CIF MED in USD/ton



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

**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-Datstream. 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-Datstream. 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-Datstream. 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-Datstream. 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.intesasampaolo.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.intesasampaolo.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.intesasampaolo.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, CFA, Direzione Studi e Ricerche, Intesa Sanpaolo