

Focus Francia

PNRR francese: “green” e potenziato da risorse nazionali. Impatto molto concentrato sul 2021

Il *Plan National de Relance et de Résilience* presentato dal Governo francese, finanziato da sovvenzioni europee e risorse nazionali, si inserisce in un più ampio piano *France Relance* da 100 miliardi di euro. Il PNRR transalpino è molto “green” e punta non solo su investimenti pubblici, ma anche su tagli fiscali soprattutto alle imprese. L’impatto sul PIL sarà concentrato sul biennio 2021-22 (anzi gli effetti aggiuntivi sono massimi nell’anno in corso, grazie a risorse pre-finanziate nel budget 2021), in un quadro di finanza pubblica caratterizzato da elevati livelli di debito, che non sembrano destinati a ridursi nei prossimi anni.

Il 29 aprile il Governo francese ha inviato alla Commissione Europea il **“Plan National de Relance et de Résilience” (PNRR) da 55 miliardi** (circa il 2,3% del PIL) declinato in **69 interventi e 24 riforme programmati nel periodo 2020-23** che rispondono alle priorità definite dall’Unione Europea, finalizzato a sostenere la ripresa dopo la severa crisi economico-sanitaria e ad instradare il Paese su un sentiero di crescita sostenibile nei prossimi anni. Il piano presentato a Bruxelles prevede l’utilizzo dei **40 miliardi di sovvenzioni europee** allocati alla Francia nell’ambito della Recovery and Resilience Facility (RRF) e il possibile uso di almeno una parte di fondi REACT-EU (circa 3 miliardi nel 2021). **Non verrà invece sfruttata la linea di credito comunitaria** e per i restanti 12-15 miliardi (in base alle ipotesi di utilizzo dei fondi REACT-EU) verranno impiegate risorse nazionali. **Il PNRR si colloca all’interno di un più ampio programma di stimolo di più lungo termine (fino al 2025) da 100 miliardi (“France Relance”).**

In termini di tempistiche, alla luce dei dati e delle informazioni disponibili contenute nei documenti programmatici, **la maggior parte delle risorse (circa l’80% del totale di France Relance) dovrebbe risultare concentrata nel biennio 2021-22** (Figura 1), con la parte di competenza per l’anno in corso che è già stata pre-finanziata con fondi nazionali nella Legge di Bilancio del 2021. L’obiettivo del Governo è infatti quello di implementare la maggior parte degli interventi all’inizio del periodo previsto al fine di sostenere la ripresa dopo la severa crisi sanitaria, in modo da riportare l’economia sui livelli di attività pre-COVID nel 2022 ed amplificare il potenziale di crescita del PIL.

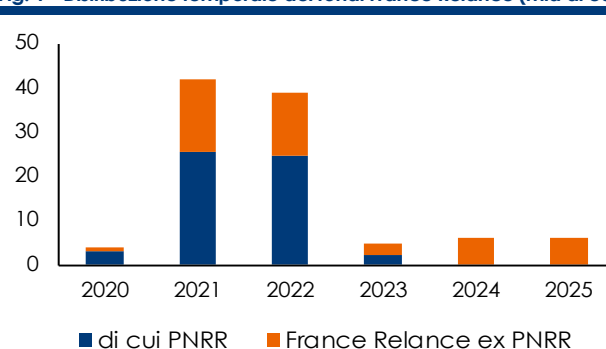
Il PNRR è declinato lungo 9 componenti principali (Tabella 1) **che si articolano in modo tale da rispettare le 6 priorità strategiche trasversali definite dall’UE.** In particolare, sono ecologia e digitalizzazione (obiettivi su cui la Commissione pone dei minimi di spesa pari rispettivamente al

Tab. 1 - Francia: Plan National de Relance et de Résilience

Componenti	Mld di euro	In % del PIL	di cui di cui sovvenzioni UE (mld)
Rinnovo energetico	6.7	0.3	5.8
Ecologia e biodiversità	3.2	0.1	2.1
Infrastruttura e mobilità verde	8.8	0.4	7.0
Energia e tecnologia verde	7.2	0.3	5.3
Finanziamento imprese	0.25	0.0	0.25
Sovranità e indipendenza tecnologica	5.2	0.2	3.2
Transizione digitale	3.1	0.1	2.1
Occupazione e competenze	11.3	0.5	7.5
Sanità	9.8	0.4	7.7
Totale	55.55	2.3	40.95

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su Plan National de Relance et de Résilience

Fig. 1 - Distribuzione temporale dei fondi France Relance (mld di euro)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su France Relance, Loi Budget 2021, Plan National de Relance et de Résilience, Programme de Stabilité 2021-27

18 maggio 2021

Direzione Studi e Ricerche

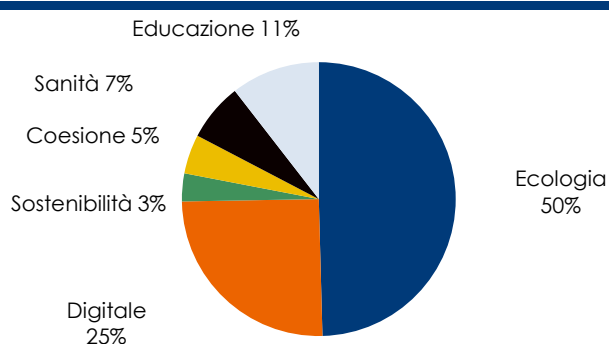
Macroeconomic Research

Andrea Volpi

Economista - Area euro

37% e al 20%) che occupano il peso più rilevante tra le risorse chieste all'Europa, per un totale pari al 75% del totale (Figura 2); in particolare, alla transizione "green" è dedicata ben la metà delle risorse complessive. Le misure previste includono ecoincentivi per la ristrutturazione degli edifici (pubblici, privati e stabilimenti produttivi) e per l'acquisto di veicoli non inquinanti; incentivi per le imprese per ridurre le emissioni inquinanti e investire in innovazione; aiuti per le filiere strategiche; investimenti in sanità e infrastrutture; spese per la digitalizzazione della pubblica amministrazione e per la formazione. Una significativa porzione dei fondi (quasi il 14% del PNRR) è inoltre dedicata alla riduzione dei contributi a carico delle imprese in modo da favorire l'occupazione dei giovani. La singola misura con più risorse allocate (oltre 5 mld) è infatti quella che offre incentivi alle imprese che aprono contratti di apprendistato, seguita dagli investimenti nella rete ferroviaria (4,7 mld utilizzati come aumento di capitale per SNCF) e dai fondi per i rinnovi termici degli edifici pubblici (4 mld).

Fig. 2 – Utilizzo fondi UE lungo le linee strategiche trasversali comunitarie



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su Plan National de Relance et de Résilience

Per gli investimenti in tecnologie particolarmente innovative con potenziali effetti di più lungo periodo (come la ricerca per lo sviluppo dell'idrogeno) il Governo sfrutta **PIA4**, la quarta edizione del programma *Programme d'Investissement d'Avenir*, per un totale di 20 miliardi di euro (la prima edizione fu inaugurata nel 2010) di cui 9,5 inclusi nel PNRR con obiettivi di spesa per il triennio 2021-23, mentre i restanti 10,5 rientrano in *France Relance* con un orizzonte di utilizzo a più lungo termine.

In aggiunta ai 55 miliardi di fondi previsti dal PNRR, France Relance prevede ulteriori 45 miliardi di spesa (Tabella 3) distribuiti tra: garanzie al credito e taglio della tassazione per le imprese; misure di welfare in risposta all'emergenza economico-sanitaria nel biennio 2020-21 (*Activité partielle de longue durée* e *Rentrée scolaire*) non inclusi in precedenti disegni di legge; investimenti. Gli investimenti saranno in particolare in ricerca e innovazione (10,5 mld attraverso PIA4); sanità (6 mld per il programma *Segur de la Santé*); settori strategici (5,5 mld effettuati attraverso le banche pubbliche *Banque des Territoires* e *Bpifrance*). Infine, il Governo programma 10 miliardi annui di taglio della tassazione alle imprese; al momento i fondi sono stati allocati solo per il biennio 2021-22 ma è già stata indicata la volontà di rendere strutturale tale misura.

Tab. 2 - Distribuzione delle sovvenzioni per ecologia e digitale (miliardi di euro)

Componenti	Ecologia	Digitale	Altro
Rinnovo energetico	5.8	-	-
Ecologia e biodiversità	0.9	-	1.2
Infrastruttura e mobilità verde	6.5	-	0.5
Energia e tecnologia verde	4.6	0.7	-
Finanziamento imprese	-	-	0.25
Sovranità tecnologica	0.2	2.4	0.6
Transizione digitale	-	1.4	0.7
Occupazione e competenze	0.3	2.9	4.3
Sanità	2.0	2.9	2.8
Totale	20.3	10.3	10.35
In % delle sovvenzioni	50	25	25

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su Plan National de Relance et de Résilience

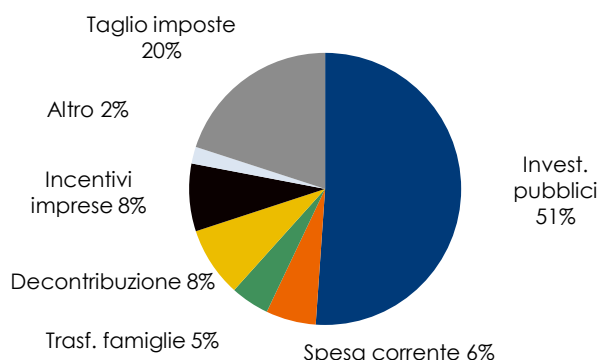
Tab. 3 - France Relance

Misure	Mld di euro	In % del PIL
PNRR	55.55	2.3
di cui sovvenzioni UE	40.95	2.1
di cui PIA4	9.5	0.4
PIA4	10.5	0.4
Taglio imposte imprese (2021-22)	20.0	0.8
Garanzie al credito	2.0	0.1
Segur de la Santé (investimenti sanità)	6.0	0.2
Unedic (APLD)	2.2	0.1
CNAF (Rentrée scolaire)	0.5	0.0
Banque des Territoires	3.0	0.1
Bpifrance	2.5	0.1
Totale	100.05	4.1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su France Relance, Plan National de Relance et de Résilience, Programme de Stabilité 2021-27

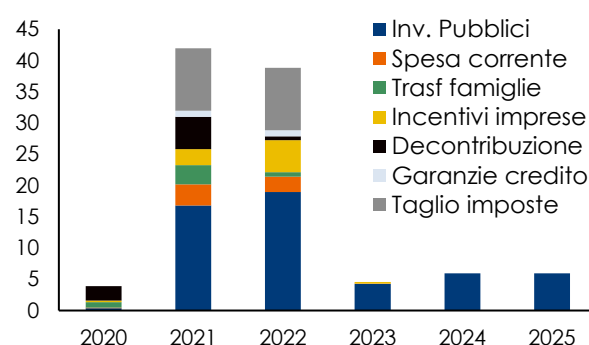
Analizzando le singole misure contenute nei documenti programmatici stimiamo che nel complesso del programma *France Relance* (PNRR compreso), **circa il 50% delle risorse verranno dedicate ad investimenti pubblici** (Figura 3), **seguiti dal taglio delle imposte sulle imprese** (che con 10 miliardi annui pesa per il 20%; la misura è finanziata per ora sino al 2022, anche se il Governo ha manifestato l'intenzione di renderla strutturale). Le imprese possono inoltre beneficiare di **incentivi** e di un **alleggerimento degli obblighi contributivi** (8% del piano per ciascuna categoria). Più contenute invece le risorse destinate alla **spesa corrente** (6% del totale) e ai **trasferimenti alle famiglie** (5%) che dovrebbero inoltre risultare concentrate prevalentemente nel biennio 2021-22 (Figura 4).

Fig. 3 - Composizione di France Relance per canale di domanda



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su France Relance, Loi Budget 2021, Plan National de Relance et de Résilience, Programme de Stabilité 2021-27

Fig. 4 - Allocations temporale dei fondi per canale di domanda

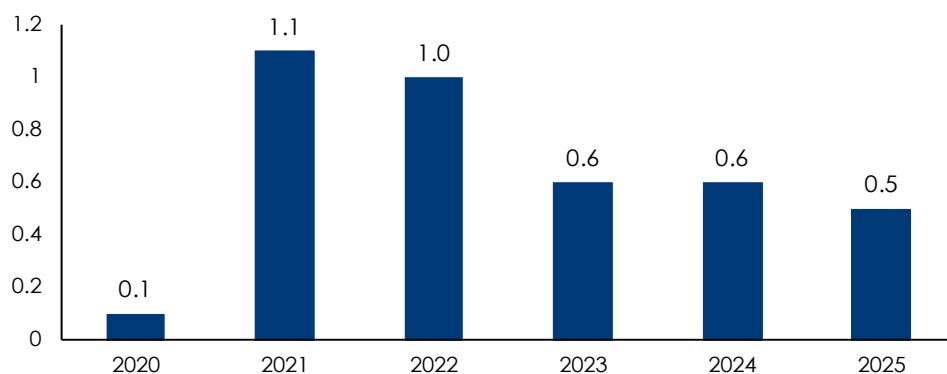


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su France Relance, Loi Budget 2021, Plan National de Relance et de Résilience, Programme de Stabilité 2021-27

Per stimare l'**impatto macroeconomico** di *France Relance* fino al 2025 il Governo ipotizza che il taglio della tassazione sulle imprese diventi permanente a partire dal 2023 e non considera eventuali *spill-over* positivi derivanti dall'attuazione simultanea dei PNRR negli altri Paesi europei. L'analisi evidenzia come i primi esborsi effettuati lo scorso anno dovrebbero aver sostenuto l'attività economica per circa 0,1 punti percentuali nel 2020 mentre nel biennio 2021-22, periodo in cui dovrebbero risultare concentrata la maggioranza dei fondi, l'effetto dovrebbe raggiungere una media di 1pp all'anno e portare alla creazione di 240 mila nuovi posti di lavoro. Nel periodo 2023-25 l'impatto dei fondi dovrebbe invece risultare più contenuto, intorno a 0,5pp all'anno, ma l'efficacia degli investimenti in innovazione (in particolare di quelli all'interno del piano d'investimenti PIA4), del taglio della tassazione per le imprese e delle 21 riforme in cantiere potrebbero generare, nel lungo termine, un aumento della crescita potenziale di 0,9pp grazie ad una maggiore efficienza della pubblica amministrazione e al miglioramento della produttività e della competitività del Paese. Il Governo sottolinea come le **stime** contenute nel documento

presentato a Bruxelles siano **caute e collocate nella fascia bassa tra le diverse simulazioni effettuate in fase di analisi**.

Fig. 5 - Impatto di France Relance sul PIL (scostamenti in punti percentuali del livello del PIL rispetto ad uno scenario senza piano)



Fonte: Plan National de Relance et de Résilience, DG Trésor

All'interno del PNRR il Governo ha infatti presentato un elenco di 21 **riforme** (Tabella 5) che si collocano in un percorso di continuità con quelle iniziate a partire dal 2017 nel corso del quinquennio Macron, per esempio relative a mercato del lavoro e fiscalità, e che rispondono alle raccomandazioni inviate negli anni scorsi dalla Commissione Europea in materia fiscale, sociale, ambientale e digitale. In aggiunta gli interventi presentati all'interno del PNRR il Governo segnala anche la volontà di portare a termine la controversa riforma delle pensioni (senza però offrire indicazioni più precise su contenuti e tempistiche).

Il Piano *France Relance* si inserisce all'interno di un **quadro fiscale caratterizzato da elevati livelli di debito e deficit pubblico rispetto al PIL** che sono saliti drasticamente nel corso del 2020 a causa sia delle misure di sostegno varate in risposta all'emergenza sanitaria che del marcato calo del prodotto interno lordo. L'impatto del piano sulla spesa dovrebbe risultare complessivamente modesto: le sovvenzioni comunitarie incluse nel PNRR non comportano infatti un impatto diretto sulla spesa, mentre parte delle risorse proprie rimanenti (per esempio gli investimenti effettuati da *Banque des Territoires* e *Bpifrance*) non rientrano nella definizione di spesa delle amministrazioni pubbliche ai sensi delle regole di Maastricht. L'effetto dei tagli fiscali sulla dinamica delle entrate potrebbe essere mitigato dall'impatto favorevole sulla crescita del PIL.

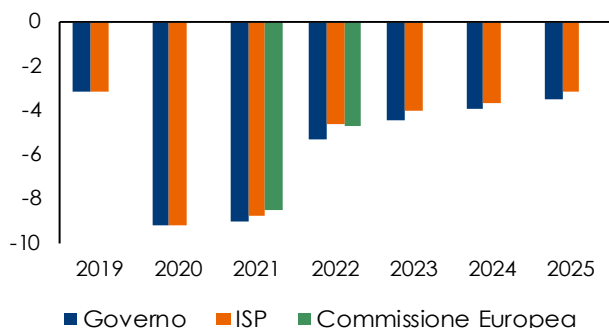
Secondo le previsioni predisposte dal Governo nel **Programma di Stabilità per il 2021-27** inviato alla Commissione Europea, la politica fiscale dovrebbe rimanere ampiamente espansiva nel 2021 e il **rapporto deficit/PIL**, dopo aver toccato un picco nel 2020, dovrebbe intradarsi su un **trend di graduale ridimensionamento** grazie al progressivo venir meno delle misure straordinarie di sostegno, all'impatto degli stabilizzatori automatici e alla ripresa economica. Nel complesso però, l'indebitamento netto dovrebbe comunque rimanere su livelli relativamente elevati, superiori a quelli pre-COVID e alla soglia del 3% del PIL fino al 2027 (ovvero, più a lungo che nella media degli altri Paesi dell'Eurozona). Anche il **debito pubblico** dovrebbe rimanere ben al di sopra del 110% del PIL, e, a differenza del deficit, **non è visto su un trend di calo ma di sostanziale stabilizzazione**, complici disavanzi primari in progressivo riassorbimento ma persistentemente negativi.

Tab. 4 – I numeri del Programma di Stabilità, le previsioni Intesa Sanpaolo e della Commissione Europea

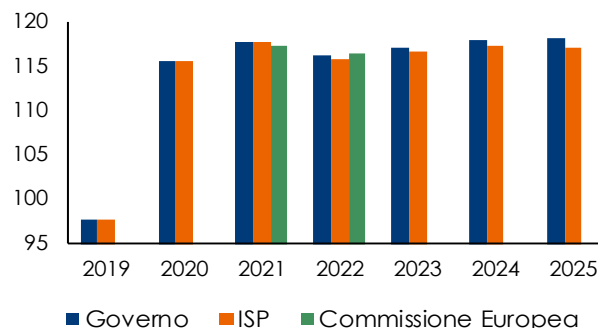
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Governo – Programma di Stabilità 2021-27									
PIL (var %)	1.5	-8.2	5.0	4.0	2.3	1.6	1.4	1.4	1.4
Deficit	-3.1	-9.2	-9.0	-5.3	-4.4	-3.9	-3.5	-3.2	-2.8
Avanzo primario	-1.6	-7.9	-7.8	-4.2	-3.3	-2.7	-2.1	-1.6	-1.0
Interessi passivi	1.5	1.3	1.3	1.1	1.1	1.2	1.3	1.5	1.8
Debito	97.6	115.7	117.8	116.3	117.2	118.0	118.3	118.2	117.7
Intesa Sanpaolo									
PIL (var %)	1.5	-8.2	5.8	4.8	1.7	1.3	1.4	-	-
Deficit	-3.1	-9.2	-8.8	-4.6	-4.0	-3.7	-3.2	-	-
Avanzo primario	-1.6	-7.9	-7.5	-3.5	-2.9	-2.5	-1.9	-	-
Interessi passivi	1.5	1.3	1.3	1.1	1.1	1.2	1.3	-	-
Debito	97.6	115.7	117.9	115.8	116.6	117.2	117.0	-	-
Commissione Europea									
PIL (var %)	1.5	-8.2	5.7	4.2	-	-	-	-	-
Deficit	-3.1	-9.2	-8.5	-4.7	-	-	-	-	-
Avanzo primario	-1.6	-7.9	-7.3	-3.6	-	-	-	-	-
Interessi passivi	1.5	1.3	1.2	1.1	-	-	-	-	-
Debito	97.6	115.7	117.4	116.4	-	-	-	-	-

Nota: se non specificato diversamente i dati sono espressi in percentuale sul PIL. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, Programme de Stabilité 2021-27, European Commission Spring Forecast

Il Governo francese ha incorporato nei documenti di finanza pubblica previsioni di crescita del PIL piuttosto caute rispetto sia alle stime recentemente pubblicate dalla Commissione Europea in occasione delle Spring Economic Forecast, sia rispetto alle nostre previsioni (Tabella 4). In ogni caso, **la Francia è uno dei pochi Paesi dell'Eurozona che**, in base a tutte le proiezioni disponibili, **non vedrà una tendenza alla riduzione del rapporto debito/PIL nei prossimi anni.**

Fig. 6 - Previsioni deficit/PIL (%)


Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, Programme de Stabilité 2021, European Commission

Fig. 7 - Previsioni debito/PIL (%)


Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, Programme de Stabilité 2021, European Commission

All'interno del **PNRR** è inclusa anche una **riforma per la governance sulla finanza pubblica** finalizzata a determinare degli obiettivi di sostenibilità e di riduzione degli squilibri fiscali in linea con le indicazioni della neonata Commissione Arthuis "sul futuro delle finanze pubbliche". Al momento è ancora prematuro trarre conclusioni sia sull'effettivo potenziale di trasformazione per la gestione della politica fiscale che sull'effettiva entrata in vigore della norma, che è probabile assuma un importante ruolo nel dibattito politico sia interno (in vista delle elezioni Presidenziali in calendario per il prossimo anno) sia in sede europea (con la Presidenza francese del Consiglio dell'Unione Europea nel primo semestre del 2022).

Per quanto riguarda infine la **governance del piano di ripresa**, il controllo sulla gestione dei fondi e sulla realizzazione dei progetti è articolato su più livelli, nazionale e locale, in una struttura piramidale. A livello nazionale il controllo centrale è delegato a un Comitato nazionale (*Comité*

de Suivi) guidato congiuntamente dal Primo Ministro e dal Ministro dell'Economia che si occupa di seguire l'esecuzione delle misure incluse nel piano di rilancio e di coordinare le attività a livello interministeriale su base mensile in modo da verificare l'avanzamento dei progetti in cantiere. I singoli ministeri saranno quindi responsabili a livello nazionale per i progetti rientranti nelle proprie competenze, mentre l'effettiva applicazione delle misure verrà gestita a livello territoriale sfruttando strutture già esistenti interne alle Prefetture, con i sottoprefetti che saranno i responsabili del controllo su base locale.

In sintesi, i principali messaggi dell'analisi fatta su PNRR e Programma di Stabilità francesi riteniamo siano i seguenti:

- La Francia, come l'Italia, ha scelto di accompagnare l'utilizzo delle risorse europee nell'ambito del PNRR con ulteriori interventi finanziati con **risorse nazionali**; a differenza dell'Italia, il Paese transalpino non farà ricorso ai prestiti ma solo alle sovvenzioni previste nell'ambito della RRF;
- L'impatto sul PIL (a differenza che per la maggior parte degli altri Paesi) appare concentrato sulla parte iniziale del periodo ovvero sul 2021-22 (anzi **l'impatto "aggiuntivo" appare massimo proprio nel 2021**, grazie a interventi pre-finanziati con fondi nazionali);
- Tra i principali Paesi, la Francia è quello che nel PNRR ha dato la maggiore **priorità alla transizione "verde"** (ben il 50% delle risorse, contro il 40% ad esempio dell'Italia), e che ha dedicato la minore quota agli investimenti ("solo" la metà delle risorse complessive), a vantaggio di **tagli fiscali, soprattutto per le imprese**;
- Sul versante della finanza pubblica, i rischi rispetto ai target governativi appaiono limitati, in quanto il Governo ha adottato **ipotesi di crescita del PIL piuttosto caute**; tuttavia, la Francia è uno dei pochi Paesi dell'Eurozona che **non vedrà** (nemmeno nel profilo programmatico del Governo) **un calo del rapporto debito/PIL** nei prossimi anni.

Tab. 5 - Le riforme contenute nel PNRR

Riforma	Descrizione	Ipotesi tempistiche di realizzazione
Rinnovo energetico		
Riforma politiche abitative	Modifica delle politiche di edilizia sociale e dei sostegni relativi	2021-23
Riforma regolamentazione termica degli edifici	Modernizzazione delle regole per la gestione energetica degli edifici per ridurre l'impatto ambientale	2022
Ecologia e biodiversità		
Progetto di legge Clima e Resilienza	Interventi per limitare l'inquinamento (campagne di comunicazione e introduzione di aree a zero emissioni)	2021
Sviluppo economia circolare	Definizione obiettivi di riciclaggio e definizione di una strategia nazionale	2021
Infrastruttura e mobilità verde		
Budget verde	Classificazione della spesa pubblica per impatto ambientale	2022
Riforma della mobilità	Modifica della legislazione sui veicoli inquinanti e della gestione delle reti ferroviarie e di trasporto locali	2021-22
Energia e tecnologia verde		
Riforma governance piano PIA	Costituzione di un comitato di sorveglianza e di pilotaggio interministeriale	2021
Finanziamento imprese		
Legge ASAP per la semplificazione azione pubblica	Semplificazione procedure amministrative ed esecutive	2021
Riforma contributo imprese alla trasformazione ambientale	Normative sulla trasparenza energetica delle imprese e sulla parità di trattamento di genere	2023
Sovranità tecnologica e indipendenza		
Riforma Legge Programmazione Ricerca	Legge per modificare allocazione risorse, favorire i contatti tra società e mondo scientifico, permettere aumento stipendi personale degli enti di ricerca	2020-2022
Transizione digitale		
Riforma trasformazione funzione pubblica	Dopo la creazione del Ministero per la Trasformazione Pubblica nel 2020 l'obiettivo è di modificare il rapporto con i cittadini e di creare un'amministrazione più rappresentativa della società	2022
Riforma semplificazione funzione pubblica locale	Applicazione legge 28/03/2003 sull'autonomia legislativa delle autorità locali	2021
Riforma P.JL 4D - semplificazione funzione pubblica locale	Semplificazione delle procedure amministrative, decentramento dell'autorità su base locale in materia di transizione ecologica, politiche abitative, educazione e sanità, maggiore autonomia finanziaria per le autorità locali e riforma del regime costituzionale delle collettività d'Oltremare	2022
Riforma governance finanze pubbliche	Fissazione di obiettivi di sostenibilità per il debito pubblico e definizione di una traiettoria di ridimensionamento del debito	2021-23
Riforma valutazione della qualità della spesa pubblica	Creazione di strumenti di valutazione per la qualità della spesa pubblica, alla luce degli obiettivi di sostenibilità del debito	2021-23
Occupazione e competenze		
Riforma Assurance Chomage	Riforma dei sussidi di disoccupazione con modifica delle condizioni d'indennizzo per tenere conto anche dei cambiamenti effettuati durante la crisi sanitaria	2021-22
Riforma Activité Partielle	Riforma dello schema di lavoro ad orario ridotto per tenere conto anche dei cambiamenti effettuati durante la crisi sanitaria	2021
Riforma Pole Emploi	Ristrutturazione Pole Emploi per favorire l'incontro tra la domanda e l'offerta	2022
Riforma sicurezza sul lavoro	Nuova legge sulla sicurezza sul lavoro	2021
Sanità		
Riforma sistema sanitario	Semplificazione del sistema sanitario, definizione di una nuova politica d'investimento per la sanità, ristrutturazione sistema sanitario territoriale	2021
Riforma previdenza sociale	Creazione di una branca previdenziale specifica per favorire l'autonomia di anziani e portatori di disabilità	2021

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su Plan National de Relance et de Résilience

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-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

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

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.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 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.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 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.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

62170

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

Alessio Tiberi

62985

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

62128

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

Lorenzo Biagioli

lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com

Aniello Dell'Anno

63071

aniello.dellanno@intesasanpaolo.com

Giovanna Mossetti

62110

giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com

Andrea Volpi

62339

andrea.volpi@intesasanpaolo.com