

Focus Spagna

Un PNRR concentrato sul 2021-23, che punta tutto sugli investimenti pubblici. L'impatto stimato dal Governo appare ottimistico

Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza della Spagna prevede un impiego di risorse comunitarie per 70 mld di euro nel triennio 2021-2023, esclusivamente nella forma di sovvenzioni, rinviando al futuro la decisione finale circa l'effettivo utilizzo di ulteriori 70 mld in forma di prestiti nel triennio successivo. La Spagna destina circa il 70% delle risorse a progetti funzionali alla transizione verde e digitale; la gran parte delle risorse verrà impiegata in investimenti pubblici. Nelle stime del Governo, il Piano contribuirà alla crescita del PIL per 2 punti percentuali in media d'anno, e favorirà la creazione di 840 mila nuovi posti di lavoro: tale stima, specie nel confronto con quelle dei Governi degli altri grandi Paesi UE, appare ottimistica.

Tra i diversi PNRR che i Paesi membri hanno fatto pervenire alla Commissione UE¹, quello della Spagna risulta tra quelli maggiormente carenti dal punto di vista del grado di dettaglio, in particolare in merito alle modalità concrete e alle tempistiche di impiego dei fondi nel corso del periodo considerato. Il Governo spagnolo ha espressamente indicato nel testo del documento come l'attuale contesto di incertezza connesso alla pandemia di COVID-19 e all'effettivo percorso di recupero dell'economia abbia suggerito di non svolgere ipotesi che andassero oltre il 2023. **Allo stato attuale, dunque, l'importo complessivo del quale la Spagna potrà beneficiare, costituito esclusivamente da sovvenzioni e tutto concentrato nel triennio 2021-23, è pari a 70 miliardi di euro.** Il Governo non esclude il ricorso a ulteriori 70 miliardi sotto forma di prestiti nel triennio successivo, ma tale eventualità è da considerarsi oggi come ipotetica (la decisione è rinviata ai prossimi anni).

Tab. 1 – Allocazione temporale di sovvenzioni e prestiti nell'ambito del programma "Next Gen EU"²

RFF + React-EU					
GRANTS			LOANS*		
2021	2022	2023	2024	2025	2026
70 mld			70 mld		

Nota: (*) l'eventualità che la Spagna, per il periodo 2024-2026, impieghi effettivamente la quota di prestiti prevista nella seconda parte del Programma deve considerarsi al momento soltanto ipotetica. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su PNRR spagnolo

¹ La valutazione dei singoli Piani nazionali da parte dei competenti organi europei sarà svolta sulla base di 4 aree di giudizio (pertinenza, efficacia, efficienza e coerenza) e 11 criteri. Per ogni criterio è previsto un voto decrescente da A a C. Non è da escludere la possibilità che il contenuto dei Programmi possa subire modifiche, nel corso delle prossime settimane, soprattutto laddove si rendesse necessario, da parte dei Paesi membri, fornire chiarimenti e integrazioni al PNRR consegnato. Se l'esito delle verifiche dovesse risultare positivo, la relativa proposta di decisione (*Council execution decision*) sarà sottoposta entro giugno al Consiglio, il quale dovrà pronunciarsi in via definitiva entro il mese di luglio. Infine, qualora l'iter di approvazione previsto dovesse essere rispettato, sempre entro luglio l'UE dovrebbe rilasciare il 13% dei fondi previsti da ogni singolo Piano risultato idoneo (nel caso della Spagna, l'anticipo equivale a poco più di 9 miliardi). Il Regolamento prevede anche la possibilità che i Paesi membri possano richiedere interventi di modifica al Piano, anche dopo l'avvenuta approvazione da parte della Commissione, dando avvio in tal modo a un nuovo processo di verifica.

² Il Programma di Recovery Fund UE (EUR 750 mld, di cui 390 mld in Sovvenzioni e 360 in prestiti) si compone di due principali strumenti, il Recovery and Resilience Facility (R&RF), per un totale di EUR 672,5 mld e il React EU (Recovery Assistance for Cohesion and the Territories of Europe), pari a EUR 47,5 mld, cui si vanno ad aggiungere fondi minori, quali il Just Transition Fund da EUR 10 mld, Invest EU, EUR 5,6 mld, RescEU, EUR 1,9 mld, Sviluppo Rurale (FEASR), EUR 7,5 mld e Horizon Europe, EUR 5 mld. Il React EU, in particolare, rappresenta un ponte tra la programmazione 2014-2020 e 2021-2027 e consentirà di rifinanziare gli attuali programmi operativi 2014-2020 dei Fondi strutturali e di investimento, ovvero proporre di nuovi. A far data dallo scorso dicembre 2020, ogni Paese membro ha potuto presentare alla Commissione UE la propria richiesta di utilizzo dei relativi fondi.

1 giugno 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Lorenzo Biagioli
Economista - Area euro

La Spagna ha già inserito tra le voci di spesa della propria Legge di Bilancio per l'anno 2021 ben 26,6 miliardi di interventi pre-finanziati con risorse nazionali, che troveranno copertura per 24,2 mld nei fondi della RRF (Recovery and Resilience Facility) e per i restanti 2,4 mld nel programma ReactEU (Recovery Assistance for Cohesion and the Territories of Europe).

Tab. 2 - Incidenza del PNRR in % al PIL

	EUR Mln	% PIL 2021
RRF	58,000	4.86
React EU	12,000	1.00
RRF + React EU (sovvenzioni)	70,000	5.86

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su PNRR spagnolo

Il PNRR spagnolo destina il **40,3% degli investimenti complessivi alla realizzazione della transizione verde e il 29,6% alla trasformazione digitale**, in linea con gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite e con le specifiche raccomandazioni delle istituzioni UE. L'architettura del Programma consta di **4 pilastri principali: transizione verde, trasformazione digitale, coesione sociale e territoriale, parità di genere**.

Queste quattro linee d'azione dovrebbero consentire alla Spagna di conseguire una crescita significativa già nel breve termine (per il 2021 il Governo stima un recupero del PIL del 6,5%), attraverso un aumento dell'occupazione e della produttività. Le singole politiche attuative appaiono coerenti con un recupero dell'economia nel 2° semestre 2021, ma **l'impatto maggiore è previsto per il 2022, quando la Spagna dovrebbe chiudere l'output gap**. La maggior parte degli interventi previsti risulta di natura orizzontale ossia agisce trasversalmente tra i diversi settori economici; tuttavia, alcuni di essi mirano specificamente a promuovere la modernizzazione di singoli comparti come il commercio, il turismo e l'agro-alimentare.

Il documento finale si articola in 10 missioni e 30 politiche attuative. A livello di singole misure, il PNRR iberico è composto di **212 interventi specifici, di cui 110 investimenti e 102 progetti di riforma**. Nonostante venga espressamente ricompresa tra le 10 *lever policies* del proprio PNRR, alla modernizzazione del sistema fiscale non è stata per ora assegnata alcuna risorsa.

Tab. 3 – Le 10 missioni del PNRR della Spagna

	EUR Mln	%
Agenda urbana e rurale, lotta contro lo spopolamento e sviluppo dell'agricoltura	14,407	20.7
Infrastrutture ed ecosistema resiliente	10,400	15.0
Transizione energetica equa e inclusiva	6,385	9.2
Modernizzazione della PA	4,315	6.2
Modernizzazione e digitalizzazione del tessuto industriale e delle PMI, recupero del turismo e impulso all'imprenditorialità	16,075	23.1
Patto per la scienza e per l'innovazione. Rafforzamento del sistema sanitario nazionale	4,949	7.1
Istruzione e conoscenza. Formazione continua e sviluppo permanente delle capacità	7,317	10.5
Nuova economia dell'assistenza domiciliare e politiche per l'impiego	4,855	7.0
Impulso all'industria della cultura e dello sport	825	1.2
Modernizzazione del sistema fiscale per una crescita sostenibile e inclusiva	-	0.0

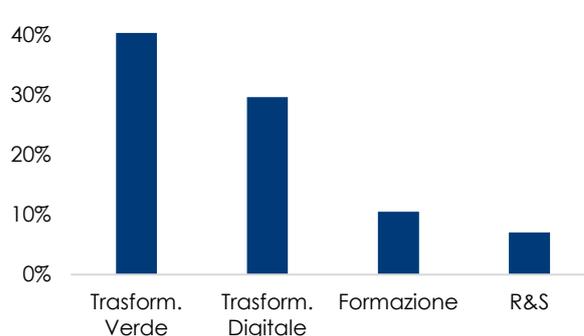
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su PNRR spagnolo

Fig. 1 – Le 10 missioni del PNRR...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su PNRR spagnolo

Fig. 2 – ... e i 4 pilastri



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su PNRR spagnolo

Sebbene ad oggi non sia disponibile un dettaglio per classificazione di spesa, **le risorse del PNRR dovrebbero essere allocate quasi interamente per maggiori investimenti pubblici**. Infatti, il Governo si è prefisso l'obiettivo di raddoppiare l'incidenza degli investimenti pubblici sul PIL, al 4% dall'attuale 2% (il livello minimo tra le principali economie dell'Eurozona), dopo che tale percentuale è calata vistosamente negli ultimi anni (avendo toccato un picco attorno al 5% nel 2009). Tra i principali progetti di investimento che la Spagna si propone di realizzare nel periodo 2021-2023, quelli che assorbiranno maggiori risorse sono descritti in Tabella 4 (v. in fondo al documento).

Nelle stime del Governo, il PNRR dovrebbe consentire alla Spagna di recuperare i livelli di PIL pre-crisi entro la fine del 2022, aggiungendo 2pp in media d'anno alla crescita attesa in assenza del Programma e generando 840 mila nuovi posti di lavoro (12 nuovi occupati ogni milione investito).

Il Governo assume un moltiplicatore di poco superiore a 1 nella fase iniziale e poi in aumento negli anni successivi; gli interventi in tema di digitalizzazione e di R&S sono quelli che dovrebbero esprimere valori del moltiplicatore superiori alla media. L'AIReF³ ha espresso dei dubbi circa l'impatto del PNRR stimato dal Governo, ritenendo necessario disporre di un maggior grado di dettaglio circa l'attuazione delle specifiche misure contenute nel Piano.

In effetti, **l'impatto stimato dal Governo del PNRR sul livello medio del PIL (rispetto allo scenario base) nel 2021-23 è più ottimistico rispetto a quello presentato da altri Paesi** (Spagna: +2% medio sul triennio 2021-23; Francia +0,6% e Italia +1,2% in media sull'intero periodo 2021-26). Viceversa, **l'impatto stimato dal Governo spagnolo sul tasso di crescita potenziale dell'economia, nel medio-lungo termine, è pari a +0,4%**: tale valutazione è più cauta di quella fatta da altri Governi (Francia: +0,9%, Italia: +0,8%).

Come per tutti i PNRR degli altri Paesi UE, potrebbero emergere rischi al ribasso sull'impatto del programma in caso di utilizzo non pieno dei fondi. La Spagna ha avuto un grado di assorbimento dei fondi UE piuttosto bassa in passato, pari a circa il 50% nell'ambito del Multiannual Financial Framework (MMF) 2007-13 e pari al 40% nel periodo 2014-20. Tuttavia, nel caso del MMF, i programmi operativi connessi ai finanziamenti UE erano stati approvati con ritardo, il che aveva determinato un effetto a catena sull'avvio della spesa dei fondi. La struttura del programma Next

³ L'Autorità indipendente per la responsabilità fiscale spagnola (*Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal Española*, AIReF) è un organo statale per il controllo fiscale. Scopo principale dell'ente è quello di sorvegliare la sostenibilità delle finanze pubbliche, come "mezzo per garantire la crescita economica e il benessere della società spagnola". Il presidente dell'AIReF, che ha iniziato ad operare nel 2014, è nominato dal Consiglio dei Ministri su proposta del Ministro delle Finanze. Prima della nomina, il candidato deve comparire davanti alla corrispondente Commissione del Congresso, che approva la candidatura a maggioranza assoluta. La sua sede è a Madrid.

Gen-EU e la relativa timeline dovrebbero invece consentire di incrementare in misura sostanziale la percentuale di assorbimento delle risorse.

Connesso al tasso di assorbimento è anche il tema relativo a **controlli e sistemi di audit**. La Spagna, analogamente ad altri Paesi UE, impiegherà le strutture amministrative già esistenti, implementando uno specifico coordinamento con gli organi competenti in sede UE. Gli aspetti dell'attività di controllo che, in particolare, richiederanno un adeguamento agli **specifici requisiti richiesti dal Next Gen-EU** sono quelli relativi a prevenzione, individuazione e correzione delle frodi, corruzione, conflitto di interessi, doppio finanziamento.

Il sistema di controlli si svilupperà su 3 livelli:

- Controllo di primo livello attraverso lo stesso ente che dovrà realizzare gli investimenti, il quale dovrà non solo conservare tutti i dati pertinenti attraverso un sistema informatico integrato di gestione del Piano, ma realizzare altresì un monitoraggio di tutte le informazioni correlate, facilitando l'accesso al database da parte degli organi di controllo della Commissione e dell'Ufficio europeo di lotta antifrode (OLAF);
- Controllo di secondo livello (ex-ante), realizzato prima che siano autorizzate le spese per gli investimenti, attraverso la verifica di un soggetto qualificato e indipendente (sul quale dovrebbero emergere maggiori dettagli nelle prossime settimane);
- Controllo di terzo livello (ex-post), realizzato successivamente al perfezionamento degli investimenti, attraverso l'IGAE (Intervencion General de la Administracion del Estado).

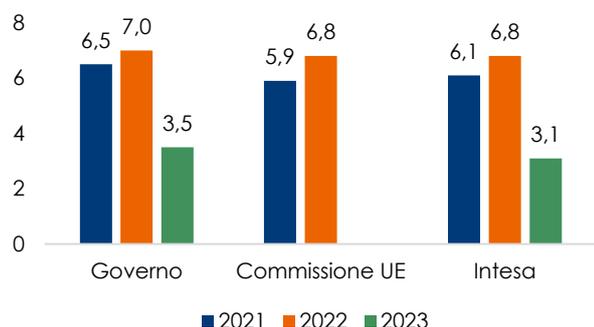
L'IGAE, la principale autorità di controllo, è assoggettata al Ministero delle Finanze, responsabile in ultima istanza del sistema di verifica. Nello svolgimento della propria attività, l'IGAE si avvale anche del Servizio nazionale anti-frode, che a sua volta opera di concerto con l'OLAF (European Anti-Fraud Office). La sovrastruttura di monitoraggio e controllo così realizzata dovrebbe consentire al Paese di conseguire questi obiettivi primari:

- Garantire l'affidabilità dei soggetti sia pubblici che privati coinvolti e la completa realizzazione degli investimenti finanziati.
- Prevenire, individuare e correggere eventuali frodi, corruzione, conflitti di interesse (anche potenziale) e doppi finanziamenti.
- Migliorare l'affidabilità dei sistemi amministrativi di controllo, già esistenti, migliorandone la struttura organizzativa e adeguandoli al nuovo approccio introdotto dal Recovery Fund.

Il PNRR si inserisce in un quadro di finanza pubblica che presenta alcuni rischi. Nel recente Programma di Stabilità, il Governo ha rivisto al rialzo la stima iniziale sul deficit 2021, a 8,4% da un precedente 7,7% (comunque in calo rispetto all'11% del 2020). Dunque, **la Spagna sarebbe l'unico tra i principali Paesi della UE in cui la politica fiscale quest'anno è decisamente meno espansiva rispetto all'anno scorso.**

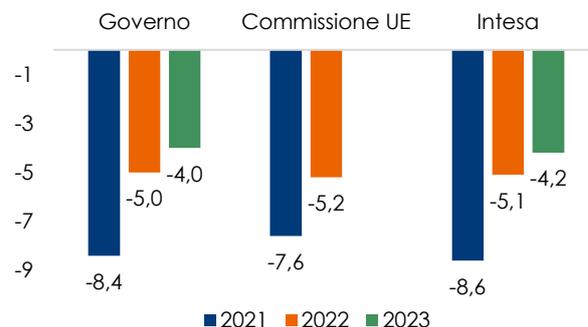
Il disavanzo è atteso ridursi ulteriormente nei prossimi anni, al 5% nel 2022, al 4% nel 2023 e al 3,2% nel 2024 (la soglia del 3% non sarà in ogni caso raggiunta prima del 2025). Il Governo ha anche rivisto al ribasso la stima sulla crescita del PIL nel 2021, a 6,5% da un precedente 9,8%. Tuttavia, anche dopo la revisione, **le stime di crescita governative sono più ottimistiche rispetto sia alle proiezioni della Commissione che alle nostre previsioni; pertanto, da ciò potrebbero emergere rischi al rialzo su deficit e debito** (atteso ridursi in misura graduale nei prossimi anni).

Fig. 3 – Previsioni sul tasso di crescita % annua del PIL



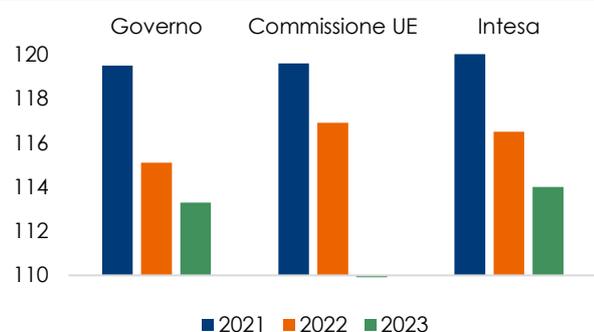
Fonte: Governo, Commissione UE, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Previsioni sul rapporto deficit/PIL



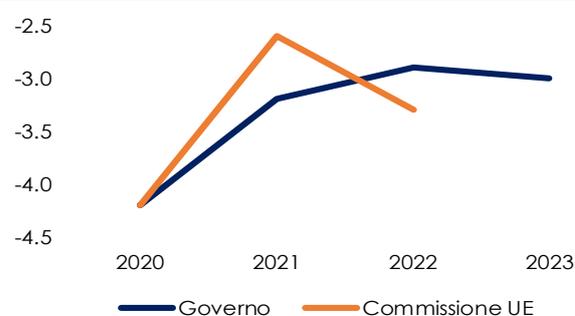
Fonte: Governo, Commissione UE, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Previsioni sul rapporto debito/PIL



Fonte: Governo, Commissione UE, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Previsioni sul disavanzo corretto per il ciclo (in % del PIL potenziale)



Fonte: Governo, Commissione UE

In sintesi:

- A differenza dell'Italia, la Spagna farà ricorso **unicamente ai contributi a fondo perduto** previsti dal Programma Next Gen per 70 miliardi; l'utilizzo è **tutto concentrato sul triennio 2021-23** (il ricorso a prestiti per ulteriori 70 mld nel periodo 2014-16 non è escluso del tutto ma al momento è da considerarsi come solo eventuale); infatti, a differenza degli altri Paesi, la Spagna limita la programmazione degli interventi al 2023, e sembra aver scelto di non accompagnare il ricorso ai fondi europei con risorse nazionali aggiuntive;
- In ogni caso, l'impatto del PNRR spagnolo è tangibile già dall'anno in corso, grazie ai **26,6 miliardi di interventi pre-finanziati nel budget 2021** in attesa dell'attivazione delle risorse europee;
- Il Governo spagnolo assume un **moltiplicatore degli interventi piuttosto elevato**, e appare più fiducioso di altri esecutivi europei in merito agli effetti del Piano sulla crescita; ciò si riflette in **assunzioni ottimistiche sulla crescita del PIL** incluse nei documenti ufficiali di finanza pubblica; eventuali delusioni potrebbero far emergere **rischi al rialzo sulle previsioni ufficiali su deficit e debito**.

Tab. 4 – Gli investimenti “core” del PNRR spagnolo

Area	Tipologia di intervento	Investimento complessivo (EUR Mln)
Mobilità sostenibile nelle aree urbane e metropolitane.	Obiettivo principale è quello della decarbonizzazione della mobilità urbana, il miglioramento della qualità dell'aria e della vita nelle città. Il progetto dovrebbe consentire di poter sfruttare le opportunità economiche, sociali e industriali connesse a questo tipo di trasformazione. La realizzazione dell'investimento passa per un ammodernamento delle infrastrutture esistenti ed una ottimizzazione del trasporto urbano e metropolitano.	6,536
Interconnessione delle infrastrutture nei trasporti	Il miglioramento delle infrastrutture al servizio della mobilità dovrebbe contribuire positivamente sia allo sviluppo dei territori che alla coesione sociale (uno dei cardini del NextGenEU), oltre ad apportare un deciso aumento della produttività e attrattività del Paese verso investitori stranieri.	6,667
Piano Nazionale per le competenze digitali (digital skills)	Attraverso questo progetto, la Spagna dovrebbe conseguire un duplice scopo: da un lato la riconversione di parte dell'edilizia popolare in edifici energeticamente efficienti, dall'altro fornire al settore delle costruzioni quell'impulso necessario alla creazione di nuovi posti di lavoro, già nel breve periodo	6,820
Energie rinnovabili	Il Piano Nazionale di Energia e Clima (PNIEC) (2021-2030) prevede una crescita significativa del ricorso a energie rinnovabili, le quali, nel 2030, dovrebbero rappresentare il 74% delle risorse complessivamente disponibili e raggiungere il 42% degli utenti finali.	3,165
Modernizzazione della PA	Tra i più importanti obiettivi dell'attuale Governo figura un radicale intervento di riforma e modernizzazione della Pubblica Amministrazione. Attraverso il PNRR si dovrebbe poter mettere a disposizione del tessuto produttivo nazionale una PA integrata ed in linea con gli standard dei Paesi europei più virtuosi. Questa riforma, trasversale all'intero sistema economico, passa per 4 punti cardine: 1) digitalizzazione 2) miglioramento della formazione del personale e riduzione della stagionalità degli impieghi 3) transizione energetica 4) nuovo modello di governance	4,315
Politica Industriale “España 2030”	L'Industria manifatturiera (escluso il settore energetico), rappresenta il 12,3% del valore aggiunto dell'economia spagnola. Gli obiettivi che il Governo si propone di conseguire sono: 1) trasformazione digitale del settore dell'industria e dei servizi 2) aumento dell'attuale apporto all'economia interna e crescita dimensionale delle imprese nazionali 3) miglioramento dell'efficienza nella gestione idrica, energetica e delle emissioni, oltre che dei rifiuti, nel quadro dello sviluppo di un'economia circolare.	3,782
PMI	Come in Italia, anche in Spagna l'incidenza delle PMI sull'economia nazionale è rilevante. La dimensione ed il grado di diversità degli ambiti produttivi che connotano questo segmento (in particolare le micro-imprese) richiedono investimenti specifici, atti ad accrescere la competitività del settore, oltre a promuovere crescita e occupazione. Questa parte del PNRR ricomprende al suo interno una serie di investimenti e riforme mirate a sostenerne la produttività e la crescita dimensionale.	4,894
Piano di modernizzazione e competitività del settore turistico	In Spagna, il settore del turismo contribuisce al PIL per il 12,3% e all'occupazione per il 13,7%. Il PNRR include i seguenti interventi: 1) trasformazione dell'attuale modello turistico, orientandolo maggiormente verso sostenibilità ambientale e socioeconomica 2) trasformazione digitale delle strutture ricettive 3) attuazione di specifici piani di resilienza nei territori extra-peninsulari 4) impulso alla competitività.	3,400
Piano Nazionale per le competenze digitali (digital skills)	Scopo del Piano Nazionale per le competenze digitali è quello di consentire ai cittadini spagnoli di ricevere adeguata formazione ed inclusione digitale, senza che vengano lasciati indietro quei soggetti che altrimenti non prenderebbero parte al processo di trasformazione digitale della società e dell'economia. Nello specifico, la concreta realizzazione del progetto prevede che si presti maggiore attenzione, nei confronti della popolazione presente nelle zone in declino demografico.	3,593

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su PNRR spagnolo

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.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.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

62170

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

62985

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

62128

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Lorenzo Biagioli

lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com

Aniello Dell'Anno

63071

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

Giovanna Mossetti

62110

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

62339

andrea.volpi@intesasnpaolo.com