

Focus Germania

Un PNRR in formato “ridotto”, che punta sul digitale

Il PNRR tedesco è di dimensioni più contenute rispetto a quello degli altri tre grandi Paesi UE, e si caratterizza per la quota più alta destinata alla digitalizzazione (oltre il 50%), e quella più bassa (meno del 10%) riservata alla parte “libera” (al netto di transizione digitale e verde). Non vi sono particolari rischi sul quadro di finanza pubblica.

Lo scorso 27 aprile il Governo ha presentato alla stampa il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (*Der Deutsche Aufbau- und Resilienzplan, DARP*)¹. **Il Piano tedesco, il meno ambizioso tra i principali Paesi dell'area euro, ammonta a 27,9 miliardi di euro**, di cui 25,6 miliardi finanziati attraverso le sovvenzioni della Recovery and Resilience Facility (RRF) e i restanti 2,3 miliardi attraverso i fondi REACT EU. **La Germania non utilizzerà, invece, la linea di credito** prevista dal Programma comunitario. Al momento, il documento rimane caratterizzato da incertezza sulla distribuzione temporale delle risorse e da incompletezza di informazione sui fondi nazionali che affiancheranno le risorse europee.

La più importante priorità indicata dal Governo è la digitalizzazione, cui saranno destinati oltre 14 miliardi (poco più della metà del piano e ben oltre la soglia del 20% stabilita dall'UE); alle politiche ambientali e alla transizione energetica saranno destinati 11,3 miliardi. Con riferimento a quest'ultima voce, 3,3 miliardi serviranno a finanziare la decarbonizzazione, la ricerca sull'idrogeno e la transizione delle imprese verso l'economia dell'idrogeno; sono previsti incentivi per la mobilità elettrica (auto, bus e mezzi pesanti elettrici, mezzi di trasporto su rotaia) nonché investimenti in infrastrutture, per un totale di circa 5,5 miliardi. Il Piano comprende, inoltre, incentivi per l'efficientamento degli edifici e per ristrutturazioni edilizie che consentano di migliorare la classe di energia degli stabili (2,5 miliardi). Nel complesso, **il Governo prevede di spendere oltre il 90% delle risorse NGEU in digitalizzazione e politiche per l'ambiente**.

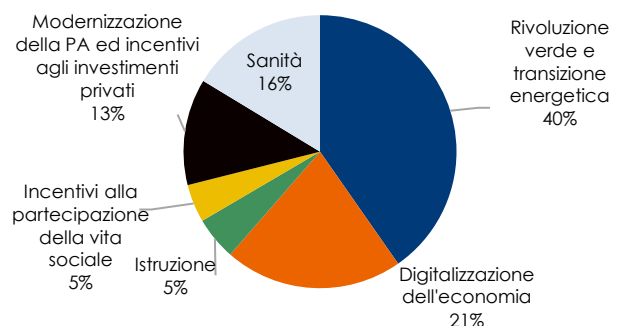
Una parte rilevante dell'uso dei fondi europei avverrà nell'ambito del progetto IPCEI (*Important Projects of Common European Interest*), realizzato di concerto con la Francia. Il piano, che si sviluppa su tre direzioni fondamentali² e sarà finanziato per circa 3,8 miliardi, ha come obiettivo la costruzione di un'economia ecosostenibile capace di competere a livello internazionale. Una

Tab. 1 - Der Deutsche Aufbau- und Resilienzplan, DARP

Componenti	Mld	Quota in digitale (Mld)	Quota in ambiente (Mld)
Politiche ambientali e transizione energetica	11.26		11.26
Digitalizzazione dell'economia	5.90	5.90	
Istruzione	1.44	1.44	
Incentivi alla partecipazione della vita sociale	1.26	0.03	
Modernizzazione della PA ed incentivi agli investimenti privati	3.52	3.81	
Sanità	4.56	3.47	
Totale	27.95	14.65	11.26

Fonte: Bundesfinanzministerium

Fig. 1 - Distribuzione dei fondi lungo le aree strategiche definite dall'



Fonte: Bundesfinanzministerium

¹ Der Deutsche Aufbau- und Resilienzplan, DARP.

² Il progetto si occuperà di 1) ricerca e sviluppo sull'idrogeno (1,5 miliardi), 2) investimenti in microelettronica e tecnologie delle comunicazioni (1,5 miliardi) e 3) investimenti in cloud e data processing (0,75 miliardi).

27 maggio 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Aniello Dell'Anno

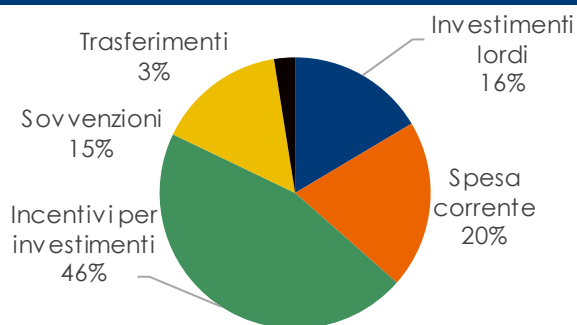
Economista - Area euro

parte dei fondi verrà utilizzata per una progressiva digitalizzazione del sistema scolastico, per misure in grado di garantire una maggiore inclusione sociale e per la sanità. Il Piano, infatti, prevede spese per il miglioramento delle infrastrutture digitali delle scuole e per l'acquisto di dispositivi elettronici (nel complesso 1,3 miliardi). Saranno investiti circa 3 miliardi nel sistema sanitario, per potenziare le strutture ospedaliere e migliorare le infrastrutture tecnologiche, attraverso il programma "Zukunftsprogramm Krankenhäuser" ("Future-Proof Hospitals").

Accanto alle misure di spesa, il Piano prevede **riforme per ridurre gli ostacoli agli investimenti**: l'obiettivo principale è quello di velocizzare la macchina decisionale e burocratica, così da accelerare il processo implementativo degli investimenti sia pubblici che privati. Collegata al progetto precedente è la creazione dell'*Online Access Act*, un sistema centralizzato capace di offrire servizi amministrativi in tempi rapidi e garantire un facile accesso agli atti della PA a cittadini e imprese, finanziato per 3 miliardi. Inoltre, una conferenza Stato centrale-Länder, guidata dalla Cancelleria federale, affronterà specificamente, insieme ai Länder, il processo di semplificazione degli iter decisionali per gli investimenti³. Nell'insieme, queste riforme porteranno a una modernizzazione del settore pubblico.

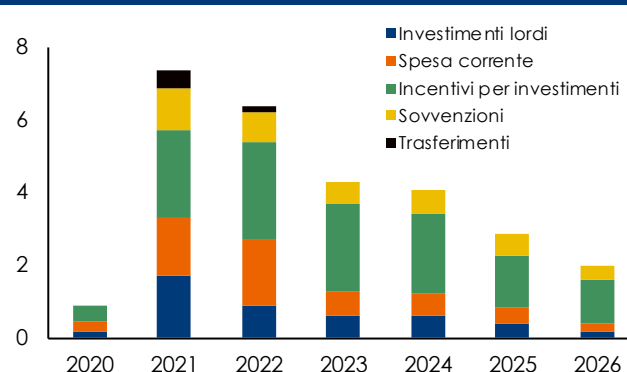
Secondo l'istituto di ricerca economica DIW, **il 61,7% delle risorse servirà a finanziare investimenti pubblici e incentivi a investimenti privati. In particolare, saranno preponderanti proprio gli incentivi agli investimenti delle aziende private** (quasi la metà del totale). Per il resto, il 20,5% è costituito da spesa corrente, il 15,3% da sovvenzioni alle imprese e il 2,5% da trasferimenti alle famiglie. Con riferimento all'allocazione temporale delle risorse, l'impatto aggiuntivo sarà massimo nel 2021, e circa metà della spesa sarà concentrata nel biennio 2021-22. In ogni caso, le cifre in rapporto al PIL sono ben più modeste di quelle in gioco negli altri tre grandi Paesi dell'Eurozona: **le misure finanziate attraverso RRF ammonterebbero allo 0,3% del PIL nel 2021 e allo 0,1% nel 2022.**

Fig. 2 - Stima della distribuzione delle risorse fra le componenti di spesa



Fonte: Istituto DIW

Fig. 3 - Stima della distribuzione temporale dei fondi DARP



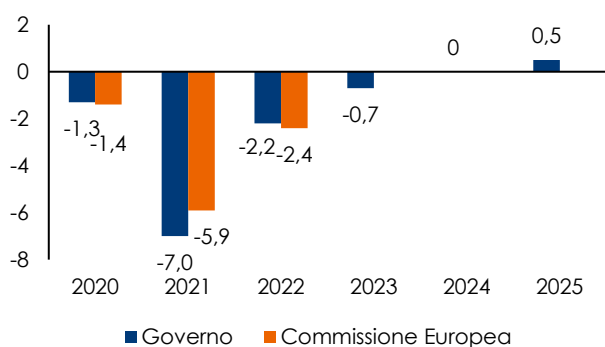
Fonte: Istituto DIW

Secondo l'istituto DIW, il piano avrà un **impatto sulla crescita di lungo periodo**: nel 2040, il PIL risulterebbe più alto dell'1,89% rispetto allo scenario base che non tiene conto degli effetti del Piano; l'impatto sull'occupazione sarebbe pari a +0,5%. L'istituto stima un PIL più alto di +0,19% con un orizzonte a due anni e di +0,62% con un orizzonte a cinque anni.

³ Il Governo tedesco aumenterà in modo significativo i finanziamenti per l'agenzia di consulenza PD - Berater der öffentlichen Hand GmbH, per sostenere le autorità locali nell'allocazione efficace ed efficiente dei finanziamenti per gli investimenti.

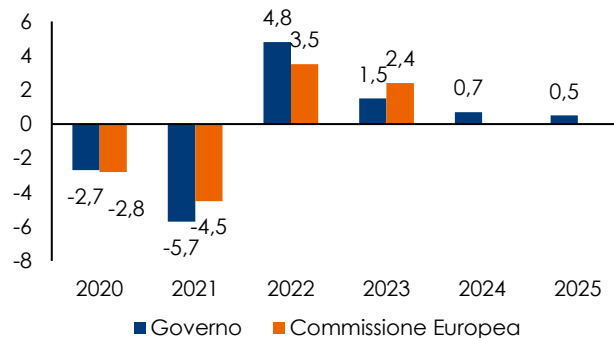
Il Piano per la ripresa e la resilienza si inserisce all'interno di un quadro di politica fiscale espansiva⁴, come dimostra la dinamica del saldo primario corretto per il ciclo economico (Fig. 4 e 5). Anzi, **quest'anno la politica fiscale appare molto più accomodante che nel 2020**. Sul saldo del 2021 pesano un terzo pacchetto di aiuti anti-COVID (*Überbrückungshilfe III*) e ritardi nei pagamenti delle misure di sostegno approvate nel 2020 ma con effetti sull'anno in corso (tra l'1% e il 2% del PIL, secondo le stime della Commissione Europea). Nel Programma di Stabilità 2021, il Governo fa accenno a un pacchetto di stimolo da 50 miliardi da destinare a temi cruciali per la crescita di lungo periodo (cambiamento climatico, digitalizzazione e cambiamento demografico); al momento, non è chiaro l'orizzonte temporale di queste misure, e se esse includano o meno le risorse europee nell'ambito del programma "Next Gen EU".

Fig. 4 - Saldo primario corretto per il ciclo (in % del PIL)



Fonte: Ameco, Bundesfinanzministerium

Fig. 5 - Variazione saldo primario corretto per il ciclo



Fonte: Ameco, Bundesfinanzministerium

Il quadro di finanza pubblica rimane soggetto a incertezza nel breve periodo (come si evince dalle divergenze tra le previsioni di Governo, Commissione Europea e Bundesbank), ma non desta preoccupazioni nel medio termine. **Il Governo stima che il rapporto deficit/PIL possa toccare il 9% quest'anno (dal 4,2% del 2020)**, con un disavanzo federale a 6,75%. Ad aprile, il Parlamento ha approvato un aumento dello spazio di bilancio da 60 miliardi, che ha portato l'indebitamento netto ad oltre 240 miliardi (circa il 6,9% del PIL)⁵; tuttavia, è possibile che l'utilizzo effettivo di tale spazio fiscale sia inferiore. Le previsioni contenute nel Programma di Stabilità ipotizzano l'utilizzo completo dell'extra-budget approvato dal Parlamento. Di contro, **la Commissione Europea stima un rapporto deficit/PIL al 7,5%**. Il punto e mezzo di differenza tra le due previsioni sarebbe spiegato solo in parte dalla maggiore crescita del PIL stimata dalla UE, che peserebbe per circa tre decimi sul rapporto, ma per la maggior parte dal fatto che le proiezioni della Commissione sono a legislazione invariata quindi non includono gli effetti di misure non ancora approvate. Il debito pubblico è atteso in salita da tutti i principali previsori quest'anno (74,3% del PIL per il Governo, 73,2% secondo la Commissione), e in calo già dal 2022. **La nostra stima è per un rapporto deficit/PIL al 7,3% nel 2021**: la previsione sconta un tasso di crescita più alto rispetto alla stima del Governo, e un non pieno utilizzo dell'extra-budget approvato dal Parlamento. Il peggioramento dei conti pubblici, comunque, non desta preoccupazioni per il medio/lungo periodo: vediamo il debito calare in misura maggiore rispetto a quanto indicato dal Governo dal 2022.

⁴ Programma di Stabilità 2021

⁵ La differenza tra l'indebitamento netto previsto nel budget federale per il 2021 (6,9% del PIL) e il deficit del Governo federale (circa 6,75% del PIL) è spiegata dalle voci *off-budget*.

Tab. 2 - Le previsioni del Governo, della Commissione Europea e di Intesa Sanpaolo

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Governo-Programma di stabilità 2021-25							
PIL (var%)	0.6	-4.9	3.0	2.6	1.2	1.2	1.2
Deficit	1.5	-4.2	-9.0	-3.0	-1.5	-0.5	0
Avanzo primario	2.3	-3.5	-8.2	-2.5	-1.0	0	0.5
Deficit strutturale	1.0	-2.0	-7.7	-2.7	-1.2	-0.5	0
Debito	57.9	69.8	74.5	74.0	73.2	72.0	69.2
Commissione UE							
PIL (var%)	0.6	-4.9	3.4	4.1			
Deficit	1.5	-4.2	-7.5	-2.5			
Avanzo primario	2.3	-3.5	-7.0	-2.0			
Deficit strutturale	1.0	-1.8	-6.2	-2.5			
Debito	57.9	69.8	73.1	72.2			
Intesa Sanpaolo							
PIL (var. %)	0.6	-4.9	3.6	4.3	1.5	1.4	1.3
Deficit	1.5	-4.2	-7.3	-2.1	-0.6	0.4	0.9
Avanzo primario	2.3	-3.5	-6.8	-1.6	-0.1	0.9	1.4
Debito	57.9	69.8	73.7	71.7	70.1	67.7	65.0

Fonte: Deutsches Stabilitätsprogramm 2021, European Commission Spring Forecasts, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le stime di crescita che il Governo include nel Programma di Stabilità sono molto caute: il documento assume un aumento del PIL del 3% nel 2021, seguito da un rallentamento al 2,6% nel 2022. Vediamo una crescita più forte quest'anno (3,6%), e soprattutto condividiamo l'idea della maggior parte dei previsori di una accelerazione, e non di una frenata, nel 2022 (nostra stima: 4,3%). Il fatto che le ipotesi di crescita assunte dal Governo siano particolarmente caute, assieme al probabile non pieno utilizzo dell'indebitamento aggiuntivo approvato dal Parlamento, indica che i rischi sulle proiezioni su deficit e debito del Governo siano a nostro avviso al ribasso (ovvero, è probabile che i principali indicatori di finanza pubblica manifestino un'evoluzione a consuntivo migliore di quella attesa dall'esecutivo).

In sintesi:

- Il PNRR tedesco è, per entità delle risorse utilizzate, decisamente **più ridotto** rispetto a quello degli altri maggiori Paesi dell'Eurozona;
- A confronto con gli altri grandi Paesi dell'Eurozona, la Germania è quello che più ha puntato sul **digitale**, e che riserva oltre il 90% delle risorse a transizione digitale e "verde";
- Il PNRR tedesco punta soprattutto su **incentivi a investimenti privati**, più che su investimenti pubblici, e accompagna gli stanziamenti con riforme finalizzate a semplificare i procedimenti e ridurre gli ostacoli ai processi di investimento; è anche verosimile, come in altri Paesi, che il piano sia accompagnato dall'uso di risorse nazionali, su cui però al momento manca un grado di dettaglio adeguato;
- Il PNRR si innesta su un contesto di politica fiscale molto più espansiva quest'anno rispetto all'anno scorso; tuttavia il quadro di finanza pubblica non desta preoccupazioni nel medio termine: anzi riteniamo che possano emergere **sorprese in senso migliorativo** rispetto alle previsioni governative su deficit e debito.

Tab. 3 - Le misure e le riforme contenute nel PNRR

Componenti	Investimenti e riforme	EUR Mln
Decarbonizzazione, rinnovabili e idrogeno	Investimento sull'idrogeno nell'ambito IPCEI	1,500.0
	Programma di decarbonizzazione dell'industria	449.3
	Programma pilota su accordi in materia di cambiamento climatico (Carbon Contracts for Difference)	550.0
	Ricerca sulla protezione del clima (Klimaschutzforschung)	60.0
	Ricerca nell'ambito della strategia nazionale per l'idrogeno	700.0
Cambiamento climatico e mobilità	Sovvenzioni per la costruzione di infrastrutture per la mobilità elettrica	700.0
	Linee guida per il finanziamento dell'elettromobilità	75.0
	Incentivi per promuovere le vendite di veicoli elettrici	2,500.0
	Esenzione fiscale per dieci anni sui veicoli elettrici	295.0
	Promozione dell'acquisto di autobus ad impatto ambientale ridotto	1,085.0
	Elettrificazione del trasporto ferroviario	227.0
	Incentivi alle industrie automobilistiche per investimenti in idrogeno e per le industrie fornitrici di idrogeno	545.9
Cambiamento climatico ed edilizia	Sviluppo delle costruzioni in legno	20.0
	Laboratori comunali a sostegno del settore energetico	57.0
	Ristrutturazione ed efficientamento energetico degli edifici (BEG-bonus innovazione)	2,500.0
Dati come materia prima per il futuro	Nuova politica dell'analisi dei dati per la Germania	516.0
	Microelettronica e Tecnologie di comunicazione (Programma IPCEI)	1,500.0
	IPCEI - Next Generation of Cloud Infrastructure and Services (IPCEI-CIS)	750.0
Digitalizzazione	Incentivi per la digitalizzazione delle imprese	1,898.5
	Sviluppo di reti di formazione	38.0
	Centri di ricerca e sviluppo per digitalizzazione e tecnologia	700.0
	Investimenti nel sistema ferroviario	500.0
Digitale ed educazione	Dispositivi tecnologici per gli insegnanti	500.0
	Piattaforma educativa	630.0
	Centri di eccellenza educativa	205.0
	Modernizzazione delle istituzioni scolastiche	100.0
Rafforzare la partecipazione sociale	Fondo speciale per l'assistenza all'infanzia (Kinderbetreuungsfinanzierung 2020 - 2021)	500.0
	Garanzia sociale 2021	
	Apprendistato	725.0
	Catching Up Action Program	
	Digitalizzazione del sistema pensionistico	34.3
Potenziamento del sistema sanitario	Digitalizzazione e ammodernamento tecnologico della sanità	813.9
	Ospedali del futuro (Zukunftsprogramm Krankenhäuser)	3,000.0
	Investimenti per ricerca contro SARS-CoV-2	750.0
Modernizzazione della PA	Sistema di identità europea	200.0
	Digitalizzazione amministrativa - Legge sull'accesso online (OZG)	3,000.0
	Modernizzazione delle pubbliche amministrazioni (Registermodernisierungsgesetz RegMoG)	275.0
Abbattimento delle barriere per gli investimenti	Programma congiunto del Governo e Länder per un'amministrazione vicina alle imprese	
	Servizi di consulenza	50.0
	Nuove strategie per il settore dei trasporti	
Totale		27,949.9

Fonte: Bundesfinanzministerium

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