

Focus Francia

Budget 2022 tra fine del “whatever it takes” fiscale e avvio del “whatever it costs” elettorale

5 novembre 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Lorenzo Biagioli
Economista - Area euro

Nel corso del 2022, la Francia dovrebbe avviare un percorso di progressiva normalizzazione dei conti pubblici (annunciato a più riprese come fine del “whatever it takes fiscale”), grazie agli effetti della ripresa economica e al venir meno di gran parte delle misure di sostegno richieste dall'emergenza sanitaria. Nelle intenzioni del Governo, il debito nazionale dovrebbe confermarsi sostanzialmente stabile attorno al 114% del PIL nel 2022-2023, per poi moderare progressivamente negli anni successivi; l'indebitamento netto, dopo il -8,1% del 2021, è atteso al -5% del PIL nel 2022 (livelli entrambi rivisti, rispetto alla bozza di settembre della PLF 2022, da -8,4% e -4,8%).

Il **Projet de Loi de Finances 2022** (PLF), presentato dal Governo lo scorso 22 settembre, è in questi giorni in discussione all'Assemblea Nazionale (che ne ha approvato la prima parte il 19 ottobre in prima lettura, seppure introducendo alcune modifiche alla parte del testo relativa alle Entrate¹). La **disponibilità di un aggiornamento favorevole al quadro macroeconomico**, tuttavia, ha consentito al Ministro delle Finanze, Bruno Le Maire, di correggere parzialmente il contenuto della manovra, modificando di conseguenza traiettoria fiscale ed interventi previsti sia per l'anno in corso che per il 2022. Nel dettaglio:

- per il 2021 è ora attesa una **crescita del 6,25%, da un precedente 6%**, coerente con un mercato del lavoro capace di creare più occupati rispetto a quanto inizialmente stimato, ed un maggiore gettito fiscale, pari a **4,7 mld**, che consentiranno al **deficit di portarsi a -8,1% del PIL, dal -8,4%** indicato inizialmente in PLF 2022.
- di conseguenza, il Governo ha deciso di usare gli “spazi fiscali” creatisi quest'anno per rendere più espansivo il budget 2022 con un pacchetto espansivo aggiuntivo da **10,2 mld, che sposta verso il basso di due decimi il disavanzo atteso, da -4,8% -5% del PIL** (mentre resta confermato l'obiettivo di un **debito pubblico prossimo al 114%** nel biennio 2022-23).

La strategia implementata dal Governo in questi giorni (definita dal Ministro delle Finanze Le Maire “Invest and Protect”) consegue non solo al miglioramento del quadro economico sottostante, ma anche alla **necessità di intervenire a sostegno del potere d'acquisto delle famiglie** (il dettaglio dei singoli interventi proposti è riportato più in basso), qualora le spinte inflazionistiche si rivelassero meno transitorie rispetto alle attuali attese.

L'obiettivo dichiarato del Governo resta quello della progressiva “normalizzazione” della politica fiscale – che tuttavia non dovrebbe risultare troppo penalizzante per famiglie e imprese. Come illustrato in Tab.1, l'esecutivo, per l'anno prossimo, prospetta infatti un **miglioramento del disavanzo di quasi tre punti (al 5%, dall'8,1% atteso per quest'anno), derivante da:**

- una **diminuzione di 1,3pp della componente ciclica del disavanzo**, ottenuta grazie all'azione degli stabilizzatori automatici. Dopo la **revisione al 6,25% per quest'anno², il PIL è atteso in crescita del 4% nel 2022;**
- un **miglioramento ancora più marcato, di 1,9pp, per il deficit strutturale**, conseguente al venir meno della maggior parte delle misure di sostegno approvate³ durante la fase più acuta della crisi (tra le quali il Fondo di Solidarietà destinato a imprese e lavoratori autonomi, parzialmente finanziato attraverso fondi UE e sostituito con un programma di aiuti nazionale meno generoso quanto a modalità di concessione degli aiuti). Inoltre, le risorse già stanziata a valere sul 2021 per contrastare gli effetti negativi della pandemia e rimaste utilizzate (pari

¹ La parte relativa alle “spese” del progetto di legge sarà esaminata dai deputati dal 25 ottobre al 12 novembre 2021.

² Stime del Governo francese, riportate nella [bozza di legge di bilancio 2022](#) e successivamente aggiornate dal Ministro delle Finanze Bruno Le Maire lo scorso 21 ottobre.

³ 69,7 miliardi di euro nel 2020 e 63,7 miliardi di euro nel 2021, più il piano di ripresa per un impatto di 21,7 miliardi di euro nel 2021.

a 8 mld di euro, ovvero lo 0,3% del PIL) contribuiranno parimenti alla riduzione del deficit l'anno prossimo;

- infine, un parziale apporto negativo all'indebitamento netto per il prossimo anno, stimato dal Governo in **-0,2pp**, è dato dalla **maggiore spesa una tantum** (si tratta soprattutto di interventi per la spesa sanitaria e di perdite da garanzie statali).

Tab.1 - Target governativi di finanza pubblica (corretti per tenere conto dei successivi interventi governativi)

	2019	2020	2021	2022
Debt	97.5	115.0	115.6	114
General government balance, of which:	-3.1	-9.1	-8.1	-5.0
<i>cyclical components</i>	0.4	-4.3	-1.2	0.1
<i>structural balance (% of potential GDP)</i>	-2.5	-1.9	-6.8	-4.9
<i>one-offs (% of potential GDP)</i>	-1.0	-2.8	-0.1	-0.2
Structural adjustment (% of potential GDP)	-0.2	0.6	-4.9	2.1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo francese

Il disavanzo da finanziare nel 2021 (grazie a maggiori entrate fiscali per 4,7 mld, grazie alla maggiore crescita di PIL e occupazione) **si riduce ulteriormente a 192,7 mld**, rispetto ai 220,1 mld previsti dalla legge di bilancio rivista (LFR) del 2021, adottata nel luglio 2021. Lo scalino più ampio – nonostante le nuove misure annunciate da 10,2 mld – è previsto proprio **per il 2022 (-153,3 mld il disavanzo aggiornato atteso)**, quando il deficit dovrebbe migliorare sensibilmente grazie a maggiori entrate fiscali nette attese (+13,4 mld) e minori spese collegate all'emergenza sanitaria (+36,7 mld) – vedi Tab. 2.

Tra le **principali misure contenute nel progetto di legge di budget 2022** evidenziamo:

- la diminuzione, a completamento di un percorso di riforma fiscale pluriennale, dell'aliquota standard dell'imposta sulle società – al fine di accrescere la competitività – che passerà al 25% per tutte le imprese (ad inizio quinquennio era al 33,3%); la riduzione progressiva dell'aliquota, nei cinque anni, avrà determinato minori entrate per 11 mld di euro; anche i lavoratori autonomi dovrebbero poter beneficiare di misure fiscali favorevoli;
- la conferma del contributo (2 mld di euro) previsto dal piano "MaPrimeRénov'" per incentivare l'ammodernamento energetico delle abitazioni;
- la riduzione (ulteriore) del numero di famiglie soggette a *taxe d'habitation*, cioè all'imposta sulla prima casa (versata a favore degli enti locali); il tributo sull'abitazione principale, che in media si aggira attorno ai 600 euro a famiglia, vede attualmente esente l'80% dei contribuenti⁴; l'imposta sulle "prime case" sarà poi abolita per tutti i contribuenti, dal 2023; il costo per l'erario ammonta a oltre 17 miliardi di euro (le coperture oggi predisposte per il 2022-23 ammontano a quasi 5 miliardi);
- un aumento degli stanziamenti per l'istruzione, cui saranno destinati nel 2022 quasi 1,7 miliardi di euro aggiuntivi, di cui 700 milioni per finanziare le rivalutazioni salariali degli insegnanti; sarà accresciuto anche l'importo destinato all'istruzione superiore e alla ricerca (+900 milioni di euro);
- tra gli stanziamenti per gli altri ministeri, 1,7 mld di euro in più saranno destinati al Ministero della Difesa, così come aumenteranno le risorse destinate all'Interno (+1,5 mld) e alla Giustizia, che vedrà aumentare per il secondo anno consecutivo il budget a propria disposizione (+8%, pari a 700 mln);
- l'abolizione di due tasse sui TGV per incoraggiare lo sviluppo del settore ferroviario;
- in materia di prevenzione dei rischi, l'innalzamento del bilancio del fondo "grandi rischi naturali" che passerà a 235 milioni di euro nel 2022 (contro i 137 milioni del 2017);

⁴ Nel suo programma per la presidenza del 2017, Emmanuel Macron aveva promesso di esonerare quattro francesi su cinque dalla tassa di abitazione sulla residenza principale.

- il mantenimento fino alla fine del 2022 dell'aliquota IVA ridotta al 5,5% per i dispositivi di protezione individuale e i prodotti d'igiene per la lotta contro il Covid-19;
- dal complesso delle misure, risulta un ulteriore calo della pressione fiscale, al 43,5% del PIL da 43,7% nel 2021; sarebbe il tasso più basso da dieci anni (nel 2017 si era al 45,1%).

Nelle more dell'approvazione della Legge di Bilancio, il Governo ha poi proposto un ulteriore pacchetto espansivo da 10,2 miliardi. Il Primo Ministro Jean Castex ha indicato come circa 38 milioni di cittadini con reddito mensile inferiore ai 2000 euro riceveranno un **bonus di 100 euro**, per compensare gli effetti negativi dell'inflazione, connessi al rincaro delle tariffe energetiche⁵ (il Governo stima in **3,82 mld** il costo legato a misure atte a preservare il potere d'acquisto **tra il 2021 e il 2022**). Le misure per **calmierare le tariffe di gas ed elettricità inciderebbero rispettivamente per 1,2 e 5,9 mld nel 2022**.

A nostro avviso, **le stime sul disavanzo 2021 potrebbero essere ulteriormente riviste in senso migliorativo**. Le previsioni aggiornate del Governo francese circa la crescita attesa nel 2021 appaiono infatti "caute" dopo la diffusione del dato preliminare relativo al PIL nel terzo trimestre (+3,0% t/t, ampiamente sopra il consenso, che si posizionava a +2,1% t/t). **La crescita acquisita per il 2021 (al netto di revisioni verso il basso⁶), si è portata infatti a 6,6%**, lasciando presupporre un aggiustamento automatico del deficit per l'anno in corso forse anche superiore a quanto non fosse stato stimato dal Governo ad ottobre.

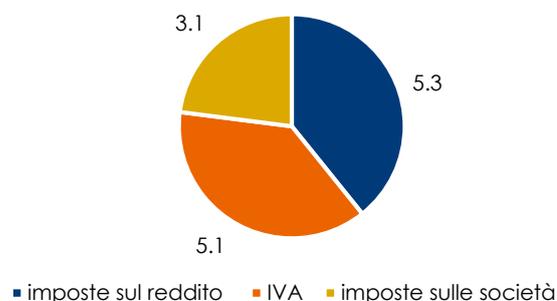
Il balzo più ampio del previsto del PIL nel 3° trimestre, trainato da tassi di crescita molto ampi per consumi privati e pubblici, attesi moderare successivamente, ci suggerisce di **rivedere verso il basso la nostra stima sul PIL nel quarto trimestre** (a **0,2% t/t, da 1,0% t/t della stima precedente**). Sulla base di quest'ipotesi, nel 2021 il PIL della Francia registrerebbe comunque una crescita del 6,6%; di conseguenza, nel nostro scenario, il deficit si porterebbe a -7,9% nel 2021 e -4,8% il prossimo anno.

Tab. 2 – Bilancio 2022 (importi in mld, corretti con le modifiche più recenti al budget)

Disavanzo 2021	-192.7
Diminuzione degli stanziamenti "Piano crisi sanitaria"	36.7
Maggiori spese discrezionali	-10.5
Ulteriori stanziamenti previsti dal <i>Plan de Relance</i>	13.8
Minore contribuzione ai fondi AFD ⁷	1.3
Accantonamenti fondo per la riduzione del debito ⁸	-1.9
Diminuzione degli esborsi missione "Investimenti per il futuro"	0.5
Variazione delle entrate fiscali nette	13.4
Variazione delle entrate non fiscali	-3.3
Variazione del saldo dei conti speciali	3.8
Spese extra ⁹	-10.2
Altre voci	0.3
Disavanzo 2022	-148.8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Francese

Fig. 1 – Spaccato dell'aumento delle entrate fiscali nette attese per il 2022 (vs 2021), indicate nella bozza di PLF 2022. (importi in mld)



Nota: le stime non tengono conto dei 4,7 mld di maggiore gettito fiscale per il 2021, indicati dal Governo lo scorso 21 ottobre. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Francese

⁵ L'annuncio ha fatto seguito alle dichiarazioni di voler comunque tenere bloccati i listini del gas, e tagliare la tassazione sulla corrente elettrica.

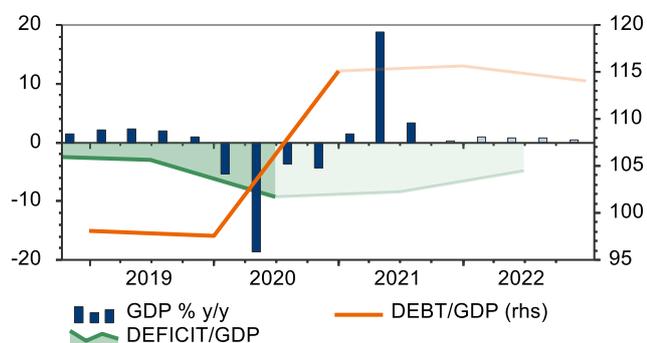
⁶ La lettura finale del PIL, relativa al terzo trimestre 2021, è prevista per il prossimo 30 novembre.

⁷ Il Bilancio predisposto in bozza della PLF 2022 prevede per il prossimo anno una minore contribuzione dello Stato francese al rafforzamento del capitale dell'AFD (*Agence française de développement*).

⁸ Il Ministero delle Finanze ha deciso di destinare, ogni anno, una parte delle entrate al rimborso del debito ereditato dalla crisi sanitaria, secondo un piano di recupero che dovrebbe completarsi soltanto nel 2042 (l'aumento del debito causato dalla pandemia è stimato infatti in circa 165 mld). Nel 2022, l'ammontare di questo primo accantonamento sarà pari a 1,9 miliardi di euro.

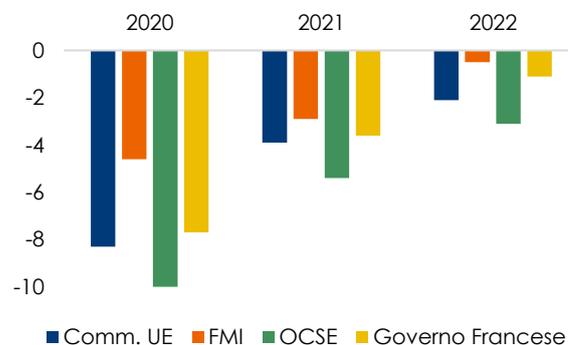
⁹ Annunciate dal Governo francese dopo la presentazione della bozza di PLF dello scorso 22 settembre, e nelle more dell'approvazione della parte del testo relativa alle spese, il cui iter di verifica dovrebbe concludersi il 12 novembre.

Fig. 2 – Avvio della “normalizzazione” dei conti pubblici



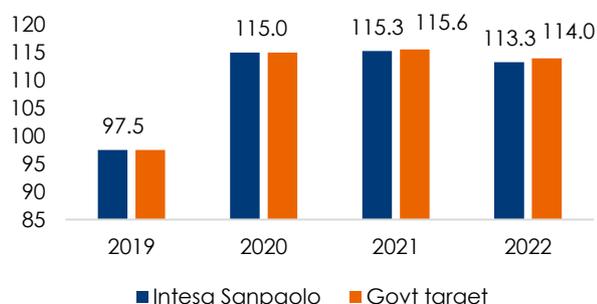
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE e Governo Francese

Fig. 3 – L'output gap è atteso chiudersi quasi completamente nel 2022



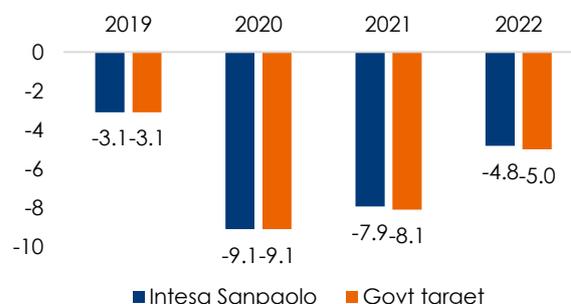
Fonte: aggiornamento di aprile 2021 al Programma di Stabilità del Governo

Fig. 4 – Debito/PIL, obiettivi governativi e stime Intesa Sanpaolo



Fonte: Governo francese, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Deficit/PIL, obiettivi governativi e stime Intesa Sanpaolo



Fonte: Governo francese, previsioni Intesa Sanpaolo

Tra le **assunzioni** del Governo nella Legge di Bilancio ricordiamo:

- la progressiva eliminazione, entro la fine del 2021, di tutte le restrizioni anti-COVID attualmente in vigore nel Paese (verranno però mantenute misure parzialmente restrittive sugli spostamenti internazionali);
- ipotesi sulle variabili esogene che includono un prezzo del Brent a 69 USD e un tasso di cambio EUR/USD a 1,17 (evidentemente, soprattutto in merito alla prima ipotesi potrebbero materializzarsi dei rischi al rialzo per la crescita e al ribasso per l'inflazione);
- una robusta crescita, stimata al 4% nel 2022 (più alta delle stime di consenso, che si posizionavano al 3,8%¹⁰); l'espansione sarebbe trainata dalla domanda interna; i principali elementi positivi dello scenario sono: un mercato del lavoro che si è dimostrato resiliente (il numero degli occupati a metà 2021 aveva già recuperato i livelli registrati prima della pandemia¹¹), un tasso di vaccinazione superiore alla media europea, l'elevato stock di risparmio in eccesso accumulato dalle famiglie.

Al netto del percorso virtuoso di finanza pubblica che la Francia dovrebbe intraprendere dal prossimo anno, il Presidente Macron ha posto una certa enfasi sulla necessità di coniugare tali obiettivi con la realizzazione di maggiori investimenti, anche attraverso il ricorso ai **30 mld** di euro che residuano dal programma **France Relance** per il 2022. Tra le **risorse aggiuntive** di cui il

¹⁰ Fonte: Consensus Forecast, Consensus Economics, Ottobre 2021.

¹¹ Resta tuttavia ancora un divario con le medie pre-crisi per quanto concerne il numero di ore settimanali lavorate.

Governo potrebbe disporre per il prossimo anno, figurano anche **23 mld** (pari circa all'1% del PIL) risultanti dalla differenza tra i 70 mld del Programma France Relance per il 2021 (100 mld l'importo complessivo del piano), ed i 47 mld effettivamente impiegati fino ad oggi. Infine, più di recente, sempre **Macron** ha annunciato di voler destinare **30 mld (in aggiunta ai 100 mld del piano France Relance)** a favore di interventi di decarbonizzazione, finanziamento di start-up e incremento della produzione di semilavorati e microchip, in modo da rendere il Paese meno esposto a futuri shock di offerta internazionale.

L'attendibilità delle previsioni di spesa per il 2022 potrebbe anche essere condizionata dall'insediamento del nuovo Presidente della Repubblica in seguito alle elezioni del prossimo aprile. I programmi elettorali dei principali candidati Presidenti prevedono infatti indicazioni di **extra-budget** che – seppure declinate all'interno di un piano pluriennale – potrebbero modificare verso l'alto il profilo della spesa pubblica già dal 2022. Oltre al già richiamato piano da 30 mld per maggiori investimenti, ulteriori **2,8 mld** dovrebbero venire aggiunti alle risorse già destinate al programma pluriennale **France 2030**, mentre nelle prossime settimane il Presidente Macron dovrebbe dettagliare i contenuti di un progetto di **formazione professionale**, il cui costo è stimato in **1,2 mld**. **Marine Le Pen**, anticipando i temi della campagna elettorale, ha annunciato uno "shock di potere d'acquisto", per restituire alle famiglie francesi circa **200 euro al mese** attraverso una serie di misure che condurranno necessariamente a minori entrate, tra le quali: **l'abbassamento al 5,5%, dell'aliquota IVA sulla benzina** (che nella relativa tabella delle aliquote, passerebbe a bene di prima necessità), la **modifica dell'imposta sui redditi** delle famiglie di classe media, con due figli a carico (tale da restituire **circa 560 euro all'anno a famiglia**), oltre alla **gratuità dei mezzi di trasporto** per studenti e lavoratori (fuori dagli orari di punta). La candidata Marine le Pen, ha già anticipato come ulteriori misure a sostegno delle famiglie e dell'economia reale, saranno annunciate nei prossimi mesi.

In conclusione, l'insieme delle misure contenute nel PLF 2022 attenua significativamente la "stretta" implicita l'anno prossimo, conseguente al venir meno delle misure di supporto approvate nel 2020-21. La riduzione del deficit resta infatti vincolata proprio a minori spese per l'emergenza sanitaria ed agli effetti positivi prodotti dal ciclo economico. Proprio in relazione alla ripresa del ciclo superiore al previsto, pensiamo che gli obiettivi governativi su deficit e debito nel 2021-22 possano essere raggiunti e persino superati. Guardando agli anni successivi, resta l'incertezza della copertura che sarà effettivamente richiesta per aumentare gli investimenti pubblici inclusi nel piano del Presidente Macron, ovvero finanziare le politiche di welfare che figurano nel programma di Marine le Pen.

Al riguardo, alcune perplessità sono state sollevate anche dall'**Haut Conseil des finances publiques (HCFP)**, il quale ha espresso un **giudizio non favorevole** sul documento di bilancio presentato il 22 settembre, ritenuto lacunoso, in quanto non le consente di esprimersi sulla attendibilità della traiettoria fiscale indicata dal Governo. Nel giudicare le stime di crescita inserite nella bozza di legge di bilancio per il 2021 e 2022 (6% e 4%) rispettivamente "cauta e plausibile", l'HICP ha sollevato alcune critiche rispetto alla modalità di approvazione di future voci di spesa (segnatamente, maggiori investimenti connessi al programma France 2030), che saranno oggetto di approvazione successiva attraverso specifici emendamenti alla Legge di bilancio.

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.fiberi@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

International Economics

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com
---------------	-------	----------------------------------