

Focus Francia

Francia: in aumento i rischi sulla finanza pubblica

Dopo un 2023 che si è chiuso con dati di finanza pubblica decisamente peggiori rispetto alle stime, il Governo ha limato le proiezioni di crescita del PIL sul 2024 e ridimensionato gli obiettivi fiscali, portando l'indebitamento atteso al 5,1% del PIL contro il 4,4% previsto in precedenza. Anche per gli anni seguenti si registra una revisione in senso peggiorativo del disavanzo, e si prospetta un ulteriore aumento del rapporto debito/PIL. Il Programma di Stabilità, pur rispettando in linea teorica l'aggiustamento richiesto per un Paese sotto procedura d'infrazione per deficit eccessivo, è basato su tagli alla spesa piuttosto ambiziosi che non sono ancora stati dettagliati e anche l'Haut Conseil des Finances Publiques lo ha valutato come mancante di coerenza e credibilità. Nel più lungo periodo sarà inoltre necessario il raggiungimento di un leggero avanzo primario per ottenere un calo del rapporto debito/PIL. Sul fronte ciclico riteniamo che l'economia francese possa riguadagnare spinta nei prossimi trimestri. Confermiamo le nostre stime di crescita del PIL di 0,7% nel 2024 e 1,4% nel 2025, circa in linea con il consenso ma inferiori a quelle governative.

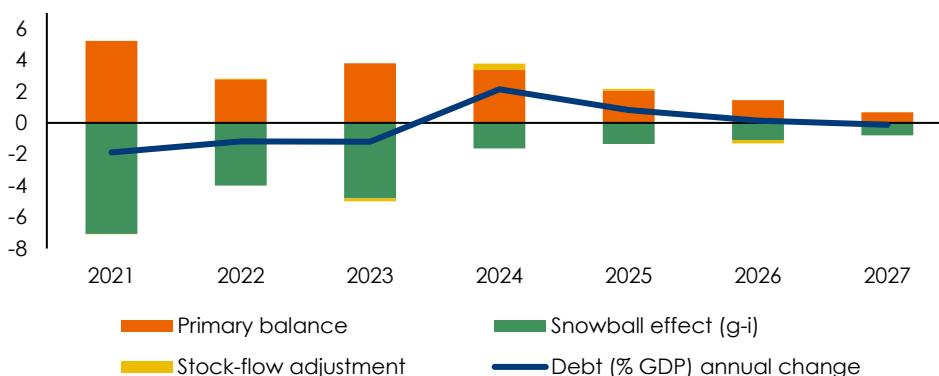
24 aprile 2024

Research Department

Macroeconomic Research

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Nonostante una crescita del PIL nominale superiore al costo medio del debito, il persistente disavanzo primario dovrebbe impedire un calo del rapporto debito/PIL nei prossimi anni



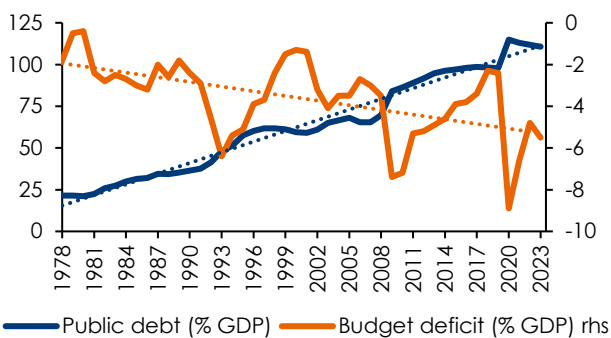
Nota: contributi alla variazione annua del rapporto debito/PIL. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

Il quadro per la finanza pubblica

Un 2023 peggiore delle attese

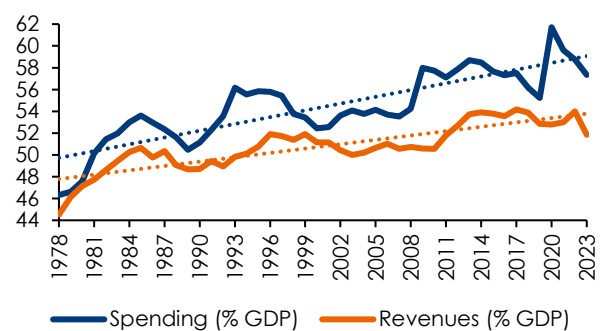
In Francia il 2023 si è chiuso con dati di finanza pubblica peggiori rispetto ai target governativi. Secondo le stime preliminari INSEE, **il deficit si è attestato al 5,5% del PIL contro il 4,9% atteso, in aumento rispetto al 4,8% dell'anno precedente**. I numeri a consuntivo sul 2023 implicano che a giugno, dopo le elezioni europee, **la Commissione aprirà con ogni probabilità una procedura d'infrazione per disavanzo eccessivo sulla Francia** (i Paesi UE che hanno registrato un deficit superiore al 3% del PIL nel 2023 sono Belgio, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Ungheria, Malta, Polonia, Romania, Slovacchia).

La tendenza è in peggioramento sia per il disavanzo che per il debito



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

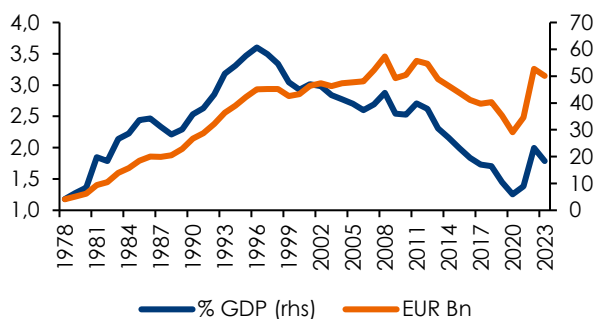
La spesa pubblica pesa per il 57,3% del PIL, le entrate ammontano al 51,9%



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

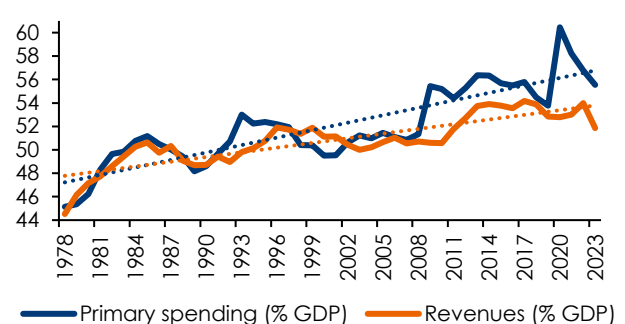
Il dato peggiore delle attese governative sul 2023 è dovuto a una crescita delle entrate che è rallentata più del previsto (al 2% a/a, da 7,4% precedente) **a fronte di una maggiore resilienza delle spese** (3,7% da 4%); l'elasticità delle entrate al PIL nominale (cresciuto del 6,2%) è stata dunque molto bassa. In particolare, gli incassi hanno risentito del taglio della tassazione CVAE alle imprese, della cancellazione della tassa d'abitazione nonché dell'aumento inferiore al previsto sia dei consumi nominali che del monte-redditi da lavoro, che è riflesso in una riduzione del gettito fiscale. Il peso di entrate e uscite si è quindi ridotto rispetto ai picchi storici toccati negli anni precedenti, pur rimanendo, rispettivamente al 51,9% e al 57,3%, tra i più alti nell'Eurozona. Anche il peso degli interessi passivi è diminuito (all'1,8% del PIL, dal 2% del 2022) per via della minore spesa sui titoli di Stato indicizzati all'inflazione. **Il debito pubblico in rapporto al PIL è calato al 110,6%, contro il 109,7% previsto, dal 111,9% di fine 2022**.

Spesa per interessi



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

Il saldo primario è strutturalmente in disavanzo



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

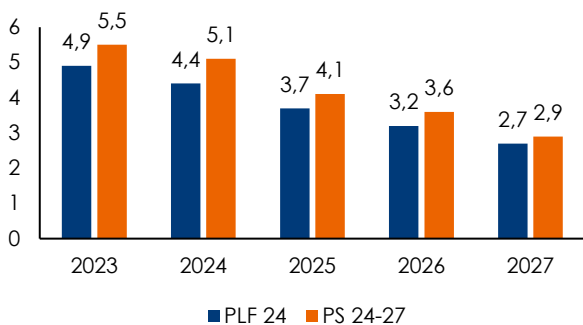
Nonostante la definitiva cancellazione delle politiche di supporto implementate in risposta alla pandemia, l'evoluzione dei conti pubblici continua a risentire degli strascichi delle misure varate durante la crisi energetica, con un costo netto pari a 25 miliardi (quasi un punto di PIL) nel 2023,

che ha fatto risalire il deficit dopo la discesa dei due anni precedenti. Tuttavia, in prospettiva storica, i dati evidenziano una **tendenza di crescita dell'indebitamento netto francese negli ultimi 40 anni** che, a differenza per esempio del caso italiano, non è **imputabile** da un aumento del peso percentuale della spesa per interessi ma **ad un saldo primario strutturalmente in disavanzo**.

Il Programma di Stabilità 2024-27: analisi e valutazioni

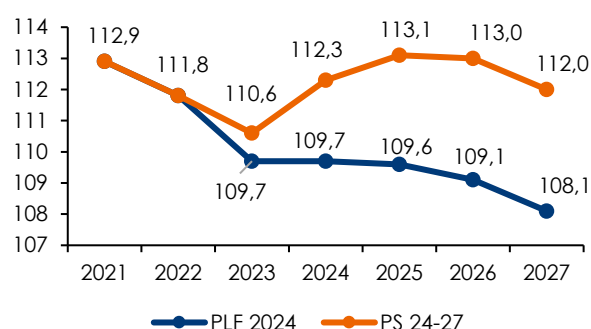
Nel nuovo Programma di Stabilità recentemente pubblicato, **l'obiettivo di deficit per il 2024 è stato rivisto al 5,1% del PIL** contro il 4,4% programmato dalla legge di bilancio, nonostante il venir meno quasi completo delle misure contro il caro energia (il cui costo netto è previsto ridursi a 5,2 miliardi nel 2024 e a 1,3 miliardi nel 2025), e nonostante l'annuncio, fatto lo scorso febbraio, di tagli alla spesa per 10 miliardi aggiuntivi rispetto a quanto preventivato dal budget 2024. **Si prevede poi un calo piuttosto marcato, al 4,1% (da 3,7%), nel 2025, sulla base di ipotesi di revisione della spesa che però al momento sono ancora in fase di definizione, e che verranno delineate solo in occasione della preparazione della legge di bilancio per il 2025.** L'indebitamento netto dovrebbe quindi scendere al 3,6% del PIL nel 2026 (da 3,2%) e al 2,9% nel 2027 (da 2,7%). Il debito pubblico dovrebbe quindi salire al 112,3% del PIL quest'anno, stabilizzarsi intorno al 113% nel 2025-26 prima di tornare a calare, al 112% nel 2027.

Revisione al rialzo per le stime di indebitamento netto (in % del PIL) su tutto l'orizzonte previsto



Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo francese

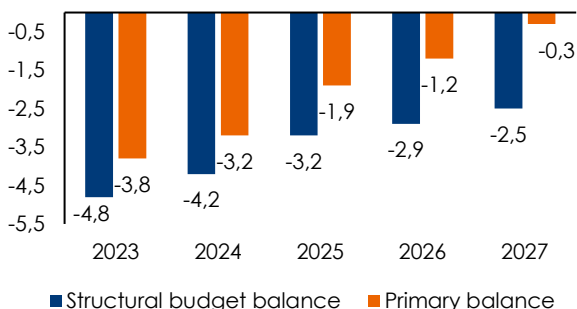
A differenza delle precedenti stime, il Governo si attende ora un aumento del rapporto debito/PIL nei prossimi anni



Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo francese

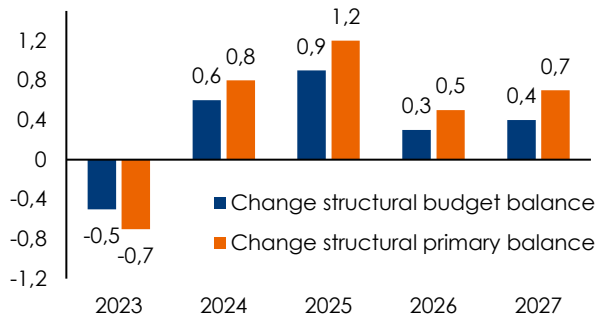
Le revisioni dei target fiscali risentono anche di limature al ribasso per le **stime di crescita del PIL** che però, soprattutto per l'anno in corso (1%, da 1,4% previsto in precedenza) restano superiori alle previsioni sia nostre che di consenso che della stessa Banque de France. Più realistica la revisione sul 2025, a 1,4% da un precedente 1,7%, ora in linea con le nostre proiezioni. Desti infine qualche dubbio l'ipotesi di un'accelerazione della crescita del PIL alla fine dell'orizzonte previsto (a 1,7% nel 2026 e 1,8% nel 2027), superiore a quella potenziale (stimata a 1,35%) pur in presenza di un output gap stimato in territorio ancora negativo dal Tesoro anche a fine 2027.

Saldo primario e saldo strutturale (% PIL)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo francese

Aggiustamento strutturale e aggiustamento strutturale primario



Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo francese

Il dato peggiore delle attese relativo all'anno appena trascorso non ci ha sorpreso in quanto avevamo più volte segnalato nei mesi scorsi la presenza di significativi rischi al rialzo su indebitamento e debito, anche sulla scia di dati mensili sul fabbisogno poco coerenti con i precedenti obiettivi governativi. Tuttavia, la revisione al rialzo anche delle stime di indebitamento per il 2024, ben al di sopra rispetto alle nostre previsioni iniziali (che peraltro scontavano un tasso di crescita del PIL reale più basso) ci appare un segnale della rinuncia dell'esecutivo a un maggior rigore fiscale; inoltre, **l'assenza di dettagli sui programmi di revisione della spesa nel periodo 2025-27 suggerisce la presenza di rischi sull'effettiva capacità del Governo di rispettare i target**. Se confermati, i numeri delineati dal Programma di Stabilità appaiono comunque sufficienti per rispettare le regole del braccio correttivo del nuovo Patto di Stabilità e Crescita (un aggiustamento strutturale medio di almeno mezzo punto percentuale all'anno). Tuttavia, è probabile che la Commissione Europea possa sollevare qualche perplessità circa i rischi di non centrare gli obiettivi soprattutto per il 2025. In ogni caso, la contrattazione con la Commissione in merito alle stime sul deficit 2025 si giocherà, anche sulla base delle traiettorie pluriennali sul debito previste dal nuovo quadro regolatorio UE, quest'estate (entro settembre), quando il Governo, in vista della legge di bilancio per il prossimo anno, dovrà giocoforza fornire maggiori dettagli su come intende implementare i tagli di spesa promessi.

Lo stesso **Haut Conseil des Finances Publiques ha valutato il Programma di Stabilità come mancante di credibilità e di coerenza**. Oltre a lamentare l'assenza di dettagli sulla spending review, l'organo ha segnalato che il piano di riduzione della spesa pubblica annunciato dal Governo per i prossimi anni non ha precedenti, e che, per essere raggiunto, esso necessita di strumenti di implementazione rigorosa e di controllo che al momento non sono ancora stati nemmeno definiti. Inoltre, l'aggiustamento fiscale previsto potrebbe avere un impatto non trascurabile sull'attività economica poco coerente con le previsioni di crescita del PIL del Governo.

Previsioni a confronto

Programma di Stabilità 2024-27	2023	2024p	2025p	2026p	2027p
PIL reale	0.9	1.0	1.4	1.7	1.8
Deflatore del PIL	5.5	2.6	1.7	1.6	1.6
Saldo primario	-3.8	-3.2	-1.9	-1.2	-0.3
Interessi (% PIL)	1.7	1.9	2.1	2.3	2.6
Deficit (% PIL)	-5.5	-5.1	-4.1	-3.6	-2.9
Debito (% PIL)	110.6	112.3	113.1	112.9	112.0
Previsioni Intesa Sanpaolo	2023	2024p	2025p	2026p	2027p
PIL reale	0.9	0.7	1.4	1.5	1.5
Deflatore del PIL	5.5	2.6	1.8	1.6	1.6
Saldo primario	-3.8	-3.4	-2.1	-1.4	-0.7
Interessi (% PIL)	1.7	1.9	2.1	2.3	2.6
Deficit (% PIL)	-5.5	-5.3	-4.2	-3.8	-3.3
Debito (% PIL)	110.6	112.7	113.6	113.7	113.6

Fonte: Intesa Sanpaolo, Programme de Stabilité 2024-27

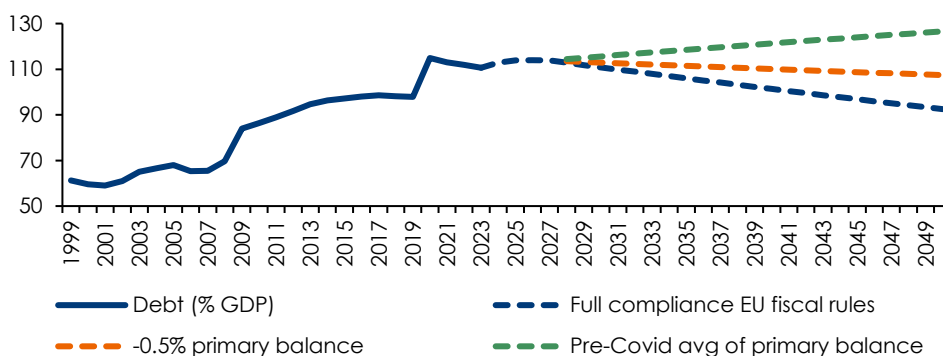
Le nostre previsioni sui principali indicatori di finanza pubblica sono meno ottimistiche di quelle del Governo, in quanto assumono ritmi di crescita del PIL più moderati, nonché una implementazione minore del previsto dei tagli di spesa attesi per i prossimi anni. In ogni caso, anche le nostre stime configurerebbero un sostanziale rispetto del braccio correttivo delle nuove regole fiscali UE (un aggiustamento strutturale di almeno mezzo punto percentuale all'anno). Tuttavia, **non ci aspettiamo un ritorno dell'indebitamento netto sotto il 3% del PIL prima del 2028, e ci attendiamo che il debito possa salire più di quanto preventivato dall'esecutivo già nell'anno in corso, toccando un picco sopra il 113,5% del PIL nel 2026**. Come segnalato dall'Haut Conseil des Finances Publiques, in attesa di maggiori dettagli sui programmi di spesa, continuiamo a ritenere che **i rischi** su indebitamento e debito nei prossimi anni **restano rivolti verso l'alto**.

Prospettive di lungo periodo

Una volta che il deficit sarà sceso sotto la soglia del 3% del PIL (nelle nostre stime, non prima del 2028), il focus dell'aggiustamento da concordare con la Commissione UE tornerà (nel braccio preventivo del nuovo Patto) sul debito pubblico, che in base alle nuove regole fiscali dovrà calare in media di un punto all'anno. Verosimilmente, pertanto, sarà compito del prossimo Presidente della Repubblica implementare un più rigoroso consolidamento fiscale. Ipotizzando una crescita del PIL reale intorno a 1,5%, un deflatore del PIL all'1,6% ed un costo medio del debito pari al 2,4%, **stimiamo che a regime sarà necessaria una convergenza verso un avanzo primario positivo (almeno 0,2%) per ottenere il calo del rapporto debito/PIL richiesto dalle regole europee.**

Il vantaggio della Francia è che può beneficiare di uno "snow-ball effect" favorevole (una crescita del PIL nominale superiore al costo del medio del debito), a differenza per esempio dell'Italia, che viceversa necessiterà nei prossimi anni di un ampio avanzo primario per far calare il rapporto debito/PIL. Inoltre, nel lungo periodo la Francia può beneficiare di dinamiche demografiche meno sfavorevoli e di una politica industriale più attiva, che implicano minori rischi al ribasso per la crescita potenziale. Tuttavia, **l'ultima volta che la Francia ha registrato un pareggio del saldo primario è stato nel biennio 2006-07; il principale elemento di incertezza continua a provenire dal lato politico**, soprattutto nel caso in cui dovesse riproporsi il contesto di instabilità della maggioranza parlamentare che già caratterizza la legislatura corrente e limita l'approvazione di riforme e misure politicamente poco accettabili; inoltre, l'eventualità della vittoria alle elezioni presidenziali di esponenti di partiti poco inclini alla disciplina fiscale (e alla collaborazione con la UE) non può essere esclusa nei prossimi anni.

Evoluzione del rapporto debito/PIL in diversi scenari a partire dal 2028



Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo

Abbiamo elaborato **tre scenari alternativi** sull'evoluzione del rapporto debito/PIL dal 2028:

- Ritorno verso un leggero **disavanzo primario**, intorno a **-0,5%** del PIL, come nel 2018: il rapporto debito/PIL calerebbe in misura solo modesta (in media di -0,3pp all'anno), attestandosi nel 2050 ancora al di sopra del 105%;
- Ritorno al **disavanzo primario registrato in media nel quinquennio precedente alla pandemia (-1,4%** del PIL): il debito tornerebbe a salire, raggiungendo il 130% del PIL nel 2050;
- **Disavanzo primario pari a -0,8% del PIL**: il rapporto debito/PIL si stabilizzerebbe sui livelli di fine 2027 (circa il 113%).

La debt sustainability analysis della Commissione Europea, pubblicata nel più recente Debt Sustainability Monitor e riproposta nell'in-depth review di aprile, suggerisce come, in una simulazione a politiche invariate (sulla base però del precedente Programma di Stabilità e delle Previsioni di Autunno della Commissione) con ipotesi di saldo primario strutturale stabilmente in disavanzo intorno al -2,4% del PIL, il debito pubblico potrebbe salire maggiormente nei prossimi anni fino a circa il 130% del PIL già nel 2034.

Prospettive di crescita circa in linea con la media Eurozona

Nonostante previsioni di crescita del PIL inferiori a quelle del Governo, riteniamo che nel 2024-25 l'economia francese possa continuare a espandersi a ritmi circa in linea con la media dell'Eurozona, mantenendo pertanto una performance migliore rispetto all'economia tedesca. Dopo la sostanziale stagnazione registrata nel 2° semestre dello scorso anno, **ci aspettiamo un ritorno a ritmi di crescita positivi già da inizio 2024** e un'**accelerazione più sostenuta a partire dall'estate**, compatibile con un'**espansione in media annua a 0,7%**. **La crescita economica è quindi attesa consolidarsi nel 2025 intorno a 1,4%**.

Nel 1° trimestre dovrebbero essere stati i servizi a trainare l'espansione, a fronte di una stagnazione nel commercio e di una possibile contrazione per manifattura, costruzioni e utility. Nella più recente Enquête mensuelle de conjoncture, la Banque de France ha stimato una **crescita del PIL di 0,2% t/t**, circa in linea con quanto emerge dai nostri modelli di nowcasting. Non ci aspettiamo ritmi di crescita più sostenuti in quanto la rimozione di alcune misure fiscali di supporto, e i ritardi nelle manutenzioni delle raffinerie, potrebbero aver contribuito a frenare l'attività.

Dal 2° trimestre, dovrebbe tornare trainante la ripartenza dei consumi privati, sulla scia dell'attenuazione delle pressioni sui prezzi (a marzo l'inflazione è scesa al 2,3% a/a da un precedente 3%, e prevediamo che si attesti al 2,5% in media nel 2024 e al 2% nel 2025). Gli Investimenti delle imprese dovrebbero infine iniziare a riprendersi solo a partire **dalla seconda metà dell'anno** quando **il ritmo di crescita congiunturale del PIL potrebbe assestarsi su una media di 0,4%**. Potrebbe essere al contrario necessario attendere almeno la fine del 2024 e l'inizio del 2025 prima di assistere a una ripartenza delle costruzioni. In linea con esperienze passate comparabili, non assumiamo un significativo impatto permanente da parte dei giochi olimpici estivi sulla crescita del PIL nell'anno in corso: in altre parole, eventuali sorprese al rialzo sui dati di PIL nel 3° trimestre potrebbero invertirsi nei trimestri successivi.

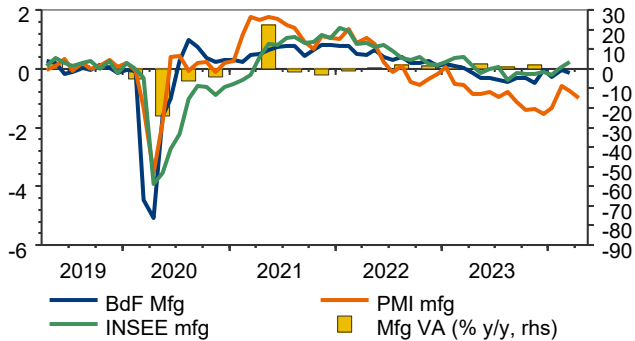
Per quanto riguarda infine **l'impatto sulla crescita degli obiettivi di maggior rigore fiscale**, per via della natura dei tagli annunciati **sul 2024 ci aspettiamo un impatto complessivamente contenuto** e riflesso prevalentemente sulla spesa corrente delle amministrazioni pubbliche. **Nel 2025** invece, quando il Governo ipotizza un aggiustamento del saldo primario strutturale di oltre 1 punto, **l'effetto potrebbe risultare più ampio** ma per il momento, in attesa di maggiori dettagli sui programmi di spesa, assumiamo una realizzazione solo parziale dei tagli e crediamo che **la definitiva normalizzazione delle condizioni creditizie e inflattive l'anno prossimo possa impedire alla politica fiscale di rappresentare un fattore tale da mettere a rischio la ripresa.**

Previsioni

	2023			2024p			2025p						
	2023	2024p	2025p	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.9	0.7	1.4	0.6	0.7	0.8	0.3	0.7	1.0	1.2	1.4	1.5	1.5
- t/t				0.0	0.1	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	0.7	0.8	1.4	0.5	0.0	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	1.2	-0.2	2.6	0.2	-0.8	-0.4	0.3	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
Consumi pubblici	0.5	0.7	0.6	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Esportazioni	1.5	1.4	2.3	-0.7	0.0	0.5	0.3	0.8	-0.3	0.8	0.8	0.8	0.8
Importazioni	-0.1	1.1	3.9	-0.4	-2.3	1.5	0.4	0.8	0.8	1.1	1.1	1.1	1.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.1	0.5	-0.3	-0.6	0.6	0.0	0.0	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	-0.8	-0.7	-0.5										
Deficit pubblico (% PIL)	-5.5	-5.3	-4.2										
Debito pubblico (% PIL)	110.6	112.7	113.6										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	5.7	2.5	2.0	5.5	4.2	3.0	2.4	2.3	2.4	2.3	2.4	1.9	1.4
Produzione industriale (a/a)	0.4	0.8	2.7	0.1	1.6	0.5	0.2	0.7	1.7	2.5	2.7	3.0	2.7
Disoccupazione (ILO, %)	7.3	7.6	7.5	7.5	7.5	7.5	7.6	7.6	7.6	7.5	7.5	7.4	7.4

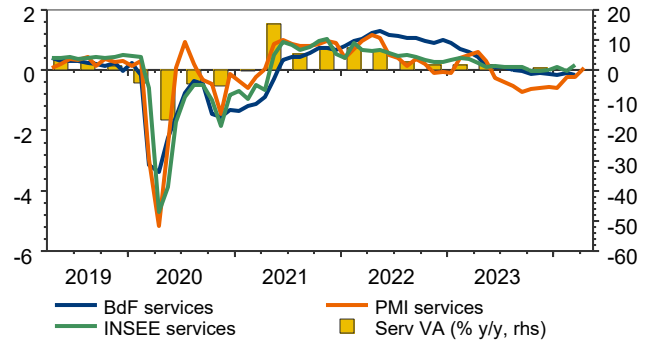
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

Le indagini di fiducia manifatturiere iniziano ad offrire segnali di superamento del punto di minimo del ciclo nell'industria



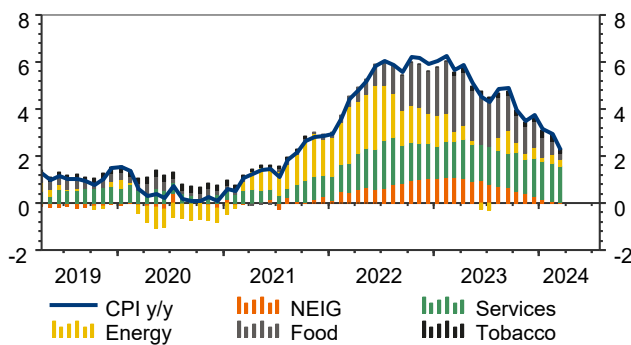
Nota: indici di fiducia standardizzati. Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE, Banque de France, S&P Global

I servizi potrebbero aver sostenuto il PIL a inizio anno, e nei prossimi trimestri beneficeranno della ripresa della domanda interna



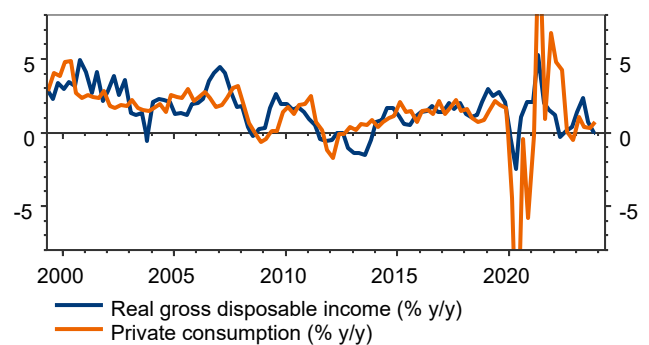
Nota: indici di fiducia standardizzati. Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE, Banque de France, S&P Global

L'inflazione è in fase discendente



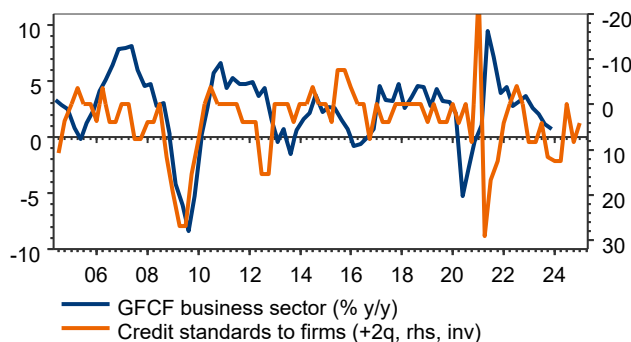
Nota: contributi all'inflazione. Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

Nei prossimi mesi il recupero del potere d'acquisto in concomitanza con il calo dell'inflazione sosterrà i consumi



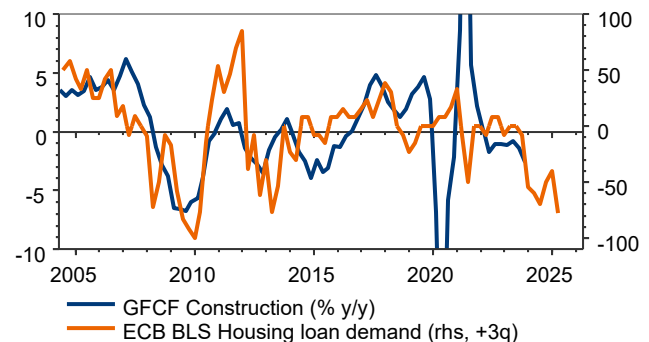
Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

Gli investimenti delle imprese potrebbero riprendersi dalla seconda metà del 2024



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE, BCE

Potrebbe essere necessario attendere il 2025 prima di una ripartenza delle costruzioni



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE, BCE

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

Le opinioni e 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 da Research Department 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 S.p.A. 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 Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com