

## Focus Spagna

### Tra i “primi della classe” nell’Eurozona

Tra le principali economie europee la Spagna è quella che negli ultimi trimestri ha registrato la miglior performance. Nel biennio 2022-23 la crescita è stata trainata da spesa pubblica ed esportazioni, nonché da un aumento della popolazione superiore rispetto al resto dell’Eurozona. Le dinamiche di crescita pro-capite sono infatti meno brillanti di quelle aggregate ma le prospettive per la domanda interna sono favorevoli e puntano verso un consolidamento della ripresa nei prossimi trimestri. Anche l’afflusso di fondi europei e l’attivazione degli investimenti previsti dal Piano di Ripresa e Resilienza dovrebbero contribuire a sostenere l’attività fino ad almeno il 2026. I ritmi registrati tra fine 2023 e inizio 2024 saranno difficilmente ripetibili, ma ci aspettiamo che l’economia spagnola possa continuare a sovraperformare il resto dell’Eurozona sia nel 2024 che nel 2025, quando prevediamo una crescita del PIL rispettivamente al 2,2% e all’1,8%. Sul fronte fiscale, il governo dovrà presentare a settembre un piano di aggiustamento strutturale più restrittivo rispetto a quanto previsto dal programma di stabilità dello scorso anno, ma l’instabilità politica potrebbe limitare o ritardare il processo di consolidamento della finanza pubblica.

- Tra fine 2023 e inizio 2024 la crescita spagnola ha sorpreso al rialzo, con una stabilizzazione del ritmo congiunturale di espansione PIL sui livelli medi registrati nel quinquennio precedente la pandemia. La ripresa è stata trainata dalle esportazioni di servizi e dalla spesa pubblica, a fronte di investimenti ancora deboli. I consumi privati sono tornati a riguadagnare spinta grazie anche ad un impatto meno severo della crisi energetica rispetto al resto dell’area euro.
- Anche l’aumento della popolazione contribuisce a spiegare la sovraperformance dell’economia. La Spagna è infatti il paese in cui la popolazione in età da lavoro è cresciuta di più da fine 2019; l’apporto demografico si riflette in una crescita del PIL pro-capite meno brillante rispetto al dato aggregato.
- I ritmi di espansione del PIL registrati tra il 4° trimestre del 2023 e i primi tre mesi del 2024 sono difficilmente ripetibili in quanto è probabile una normalizzazione del contributo di turismo e spesa pubblica; in ogni caso, riteniamo che i fondamentali restino favorevoli e che, con il consolidamento della domanda interna, la fase di espansione possa proseguire, sia pure a ritmi più moderati, nei prossimi trimestri. La tenuta del mercato del lavoro, la riduzione dell’indebitamento del settore privato, la fine della stretta monetaria e l’afflusso dei fondi europei dovrebbero consentire a consumi e investimenti di crescere intorno al 2% in media d’anno nel 2024-25.
- A settembre il governo spagnolo dovrà presentare un piano fiscale che preveda un aggiustamento tra i due e i tre punti di PIL in sette anni: si tratterebbe di una stretta superiore a quella prevista dal più recente programma di stabilità. Nel biennio 2025-26 la spesa finanziata dai fondi NGEU dovrebbe ammorbidirne l’effetto restrittivo, ma a partire dal 2027 l’impatto negativo sulla crescita potrebbe risultare più ampio. La composizione del piano sarà rilevante: l’elevata componente strutturale del disavanzo segnala rischi sugli obiettivi di contenimento della spesa, e il contesto corrente di instabilità politica e difficile gestione delle spinte indipendentiste potrebbe complicare, se non ritardare, il consolidamento fiscale.

23 maggio 2024

Research Department

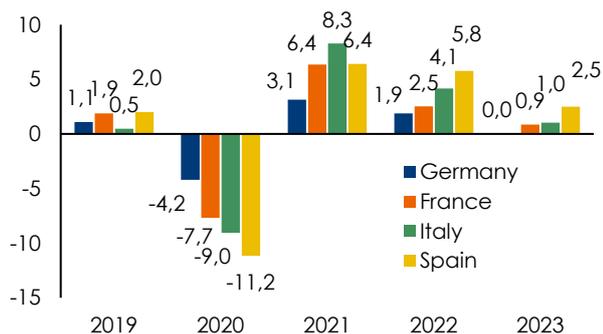
Macroeconomic Research

Andrea Volpi

Economista - Area euro

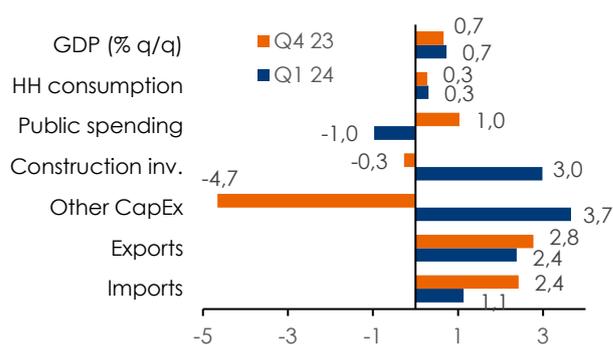
Tra le principali economie europee, la Spagna è stata quella più penalizzata dalla pandemia nel 2020, con una contrazione del PIL di oltre l'11%. La ripresa successiva è stata inizialmente deludente, con un recupero dei livelli di attività economica di fine 2019 solo durante l'estate del 2022, in ritardo rispetto agli altri paesi. Dopo un 2021 fiacco, l'economia ha però riguadagnato spinta, risultando quella più brillante tra i "Big 4" nel biennio 2022-23, quando il tasso di crescita congiunturale medio del PIL è tornato sui ritmi registrati nel quinquennio precedente la pandemia (intorno a 0,7% t/t).

**Fig. 1 – In Spagna la ripresa ha accelerato tra il 2022 e il 2023**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

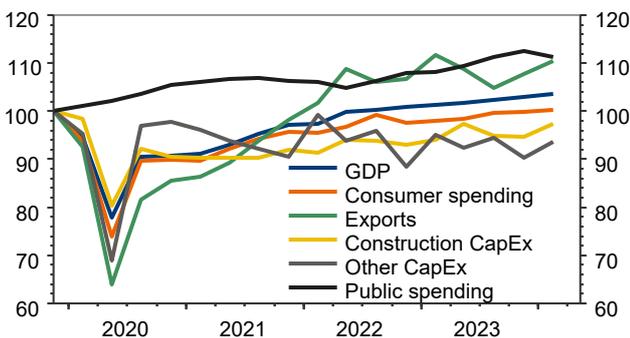
**Fig. 2 – Le esportazioni nette e il rimbalzo degli investimenti hanno trainato la crescita nel 1° trimestre del 2024**



Fonte: Intesa Sanpaolo, INE

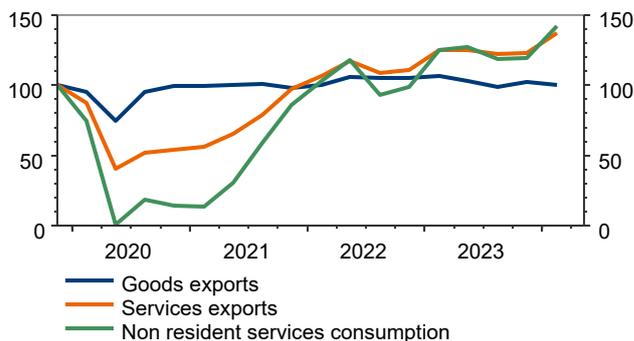
Tra fine 2023 e inizio 2024 la crescita ha sorpreso al rialzo, stabilizzandosi allo 0,7% t/t; il ritmo di espansione tendenziale ha accelerato al 2,4% nel 1° trimestre 2024, dal 2,1% degli ultimi tre mesi dello scorso anno; in sostanza, la Spagna ha mostrato una **decisa sovraperformance rispetto alla media dell'Eurozona** (+0,3% t/t, 0,4% a/a). Lo spaccato del dato aggregato evidenzia come l'espansione a inizio anno sia stata trainata dalla **domanda estera** (con un contributo positivo di +0,5%), grazie ad esportazioni in crescita a ritmi superiori alle importazioni (2,4% t/t vs 1,1%). L'export ha peraltro decelerato rispetto al 2,8% t/t di fine 2023, frenato dalla contrazione delle vendite verso l'estero di beni (-1,7% t/t da 3,7%) a fronte di una decisa accelerazione per i servizi (+11,1% t/t da 0,8%), sostenuti dal comparto turistico (+19% t/t da 1%).

**Fig. 3 – La ripresa post-pandemica è stata guidata da esportazioni e spesa pubblica**



Nota: 4° trimestre 2019 = 100. Fonte: Intesa Sanpaolo, INE

**Fig. 4 – Le esportazioni sono state trainate dai servizi, in particolare dai servizi turistici**



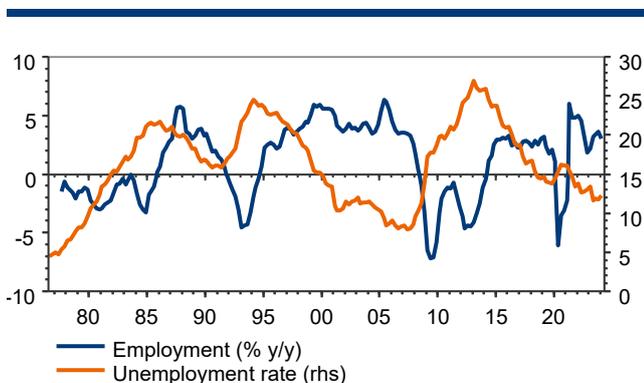
Nota: 4° trimestre 2019 = 100. Fonte: Intesa Sanpaolo, INE

Più contenuto l'apporto alla crescita della **domanda interna** al netto delle scorte (+0,2%); si evidenzia comunque un rimbalzo per gli investimenti fissi (2,6% t/t da -1,6%) e una stabilizzazione dell'espansione dei consumi privati (0,3% t/t). Il progresso degli investimenti è risultato diffuso a tutte le principali componenti, ma il maggior dinamismo si registra per strutture non residenziali (6,9% t/t da -1,6%) e mezzi di trasporto (9,8% t/t da -4,5%); in flessione solo la spesa in prodotti della

proprietà intellettuale (per il secondo trimestre, a -0,3% t/t da -1,2%) e quella in costruzioni residenziali (-0,3% t/t da 0,9%). In ogni caso, gli investimenti sono la sola componente di domanda che non ha ancora recuperato i livelli pre-pandemici: edifici residenziali e mezzi di trasporto registrano i divari più ampi rispetto a fine 2019 (rispettivamente -8,2% e -16,8%).

Lo spaccato delle componenti relative ai dati di contabilità nazionale nel 4° trimestre ricalca le dinamiche del recupero post-pandemico in Spagna. **La ripresa si configura come piuttosto squilibrata verso le esportazioni di servizi e la spesa pubblica, a fronte di investimenti ancora deboli.** È in particolare il comparto turistico (ma non solo, vista la solida dinamica registrata anche dalle altre tipologie di servizi) a mostrare la maggior brillantezza, a fronte di un export di beni penalizzato dal rallentamento della domanda nel resto dell'Eurozona. In particolare, l'arrivo di **flussi turistici internazionali**, meno stagionali e ad elevata capacità di spesa, è risultato trainante anche a fine 2023 (nel 4° trimestre gli arrivi di turisti esteri sono risultati superiori di oltre il 10% rispetto allo stesso periodo del 2019).

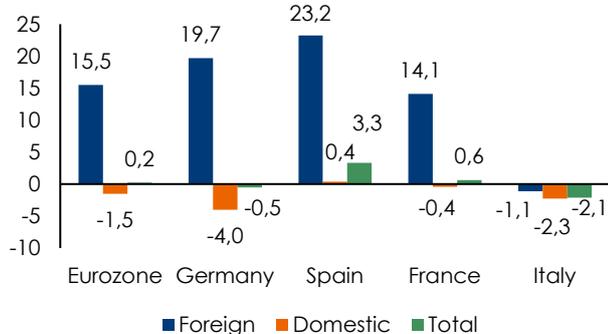
Fig. 5 – Il mercato del lavoro rimane robusto



Fonte: Intesa Sanpaolo, INE

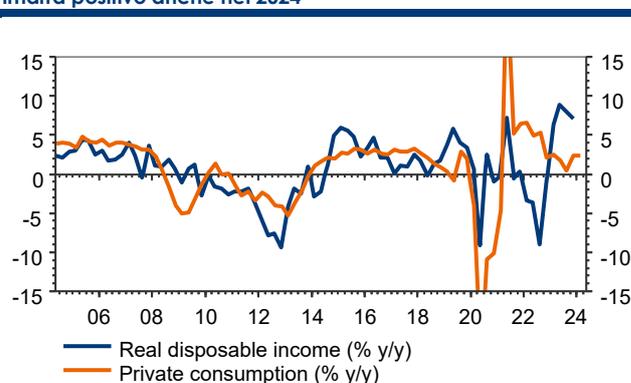
La ripresa dei **consumi privati**, inizialmente partita con ritardo rispetto agli altri paesi, ha guadagnato slancio a partire dal 2022 grazie alla minore esposizione alla crisi energetica, per via delle peculiarità del sistema di approvvigionamento iberico di gas e della pronta risposta di politica fiscale che ha contribuito a limitare le spinte inflattive. Anche il mercato del lavoro ha sostenuto la ripartenza delle spese private, ed è atteso confermarsi in buona salute anche quest'anno. Il tasso di disoccupazione si è dimezzato rispetto al picco toccato nel 2013, scendendo al 12,2% a inizio 2024, e gli occupati hanno ormai superato la soglia dei 21 milioni (il precedente picco del 2007) grazie anche all'afflusso di lavoratori stranieri.

Fig. 7 – Crescita (%) della popolazione in età lavorativa da fine 2019 a fine 2023



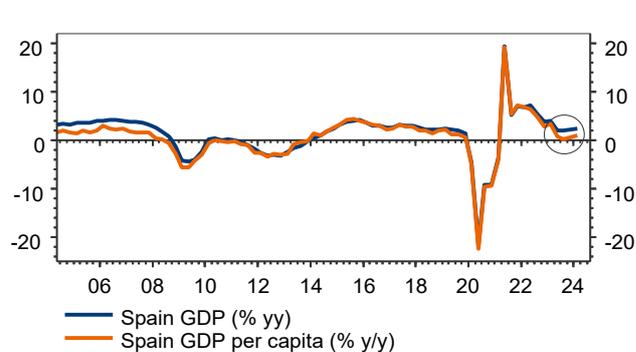
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Fig. 6 – Il potere d'acquisto è tornato a crescere nel 2023, e rimarrà positivo anche nel 2024



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, INE

Fig. 8 – La crescita del PIL pro-capite è risultata meno dinamica rispetto a quella aggregata, soprattutto nel 2023

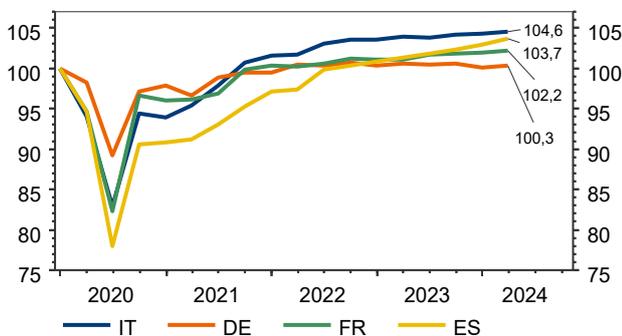


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

### L'aumento della popolazione contribuisce infatti a spiegare la sovraperformance dell'economia.

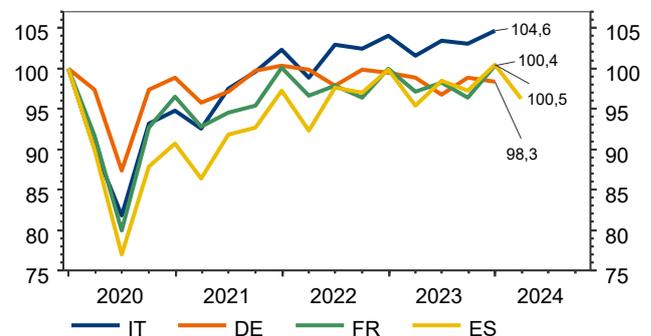
Tra i principali paesi, è proprio la Spagna quello in cui la popolazione in età da lavoro è cresciuta di più da fine 2019 (+3,3%, a fronte di un calo del -2,1% in Italia e di una sostanziale stagnazione in Germania e Francia); l'incremento è spiegato quasi interamente dall'apporto di nuovi lavoratori provenienti dall'estero. Il ruolo delle dinamiche demografiche si riflette in una crescita del PIL pro-capite inferiore a quella aggregata (anche il divario rispetto al resto dell'Eurozona si fa meno ampio). **A fine 2023 infatti il livello del PIL pro-capite spagnolo**, così come quello francese, **si trovava solo lo 0,5% al di sopra di quello raggiunto nel 4° trimestre del 2019**. Al contrario, si conferma la sovraperformance italiana con un progresso del 4,5% e la debolezza tedesca dove il divario da colmare è ancora ampio e superiore all'1,5%.

**Fig. 9 - Il PIL spagnolo nel 1° trimestre 2024 risultava più alto del 3,7% rispetto ai livelli di fine 2019 (tra i "Big 4", solo l'Italia ha fatto lievemente meglio)**



Nota: 4° trimestre 2019 = 100. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

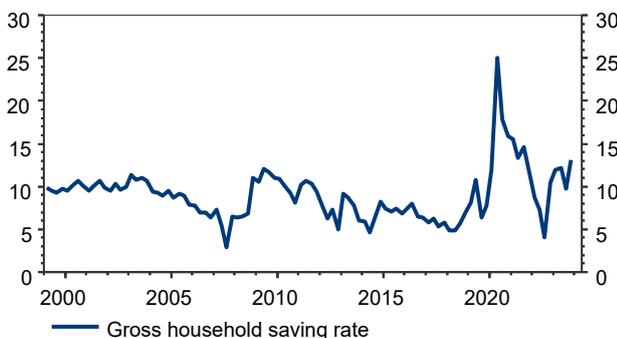
**Fig. 10 - Il PIL pro-capite spagnolo a fine 2023 si trovava solo lo 0,5% al di sopra dei livelli precedenti alla pandemia**



Nota: 4° trimestre 2019 = 100, dati non destagionalizzati. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

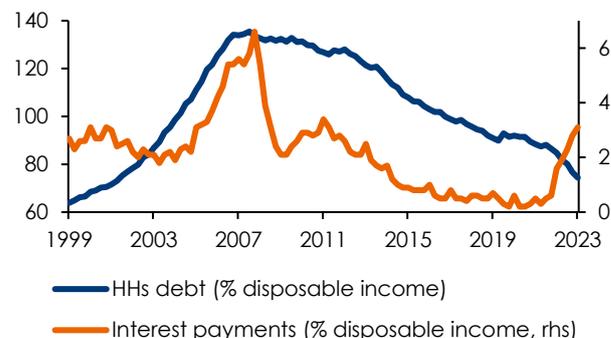
**Riteniamo che i fondamentali dell'economia spagnola restino favorevoli e che, con il consolidamento della domanda interna, la fase di espansione congiunturale possa continuare anche nei prossimi trimestri, sia pure verosimilmente su ritmi più moderati rispetto a quelli visti sino a inizio 2024.** Ci aspettiamo che gli occupati possano continuare ad aumentare, ma a velocità più contenute, come suggerito da intenzioni di assunzione ancora favorevoli. Anche le retribuzioni sono cresciute a ritmi sostenuti, del 5,4% medio nel 2023. Le più recenti negoziazioni contrattuali suggeriscono che la crescita dei salari potrebbe aver toccato un picco a fine 2023, ma l'aumento del salario minimo (+5% a gennaio 2024) e la tenuta della domanda di lavoro dovrebbero impedire una brusca decelerazione e permettere alla crescita del reddito disponibile di rimanere superiore all'inflazione, come già accaduto l'anno scorso.

**Fig. 11 - La crescita dei consumi è risultata inferiore a quella dei redditi, generando un aumento del tasso di risparmio**



Fonte: Intesa Sanpaolo, INE

**Fig. 12 - I consumatori con disponibilità liquide hanno usato i risparmi per ridurre l'indebitamento**

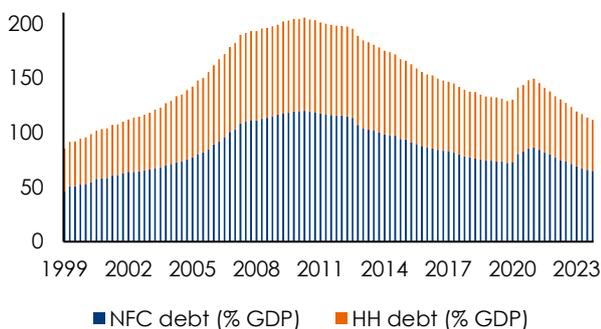


Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

L'incremento del potere d'acquisto nel 2023 ha permesso ai consumatori di aumentare simultaneamente i consumi e la propensione al risparmio, utilizzando la liquidità accumulata per ridurre l'indebitamento e riducendo così l'esposizione alla salita dei tassi d'interesse (la spesa per interessi in rapporto al reddito disponibile è salita bruscamente l'anno scorso fino al 3,1% nel 4° trimestre 2023, ma è rimasta al di sotto del precedente picco toccato nel 2011). I dati aggregati nascondono però una certa eterogeneità per classi di reddito: i nuclei familiari con minori disponibilità hanno registrato un maggior ricorso al credito al consumo per finanziare le spese (nonché ad un aumento delle ore lavorate), in misura superiore rispetto a quanto visto in altre economie europee<sup>1</sup>. **Grazie al sostegno offerto dal mercato del lavoro e dal processo di miglioramento dei conti delle famiglie, riteniamo che i consumi possano crescere intorno al 2% in media d'anno nel 2024-25.**

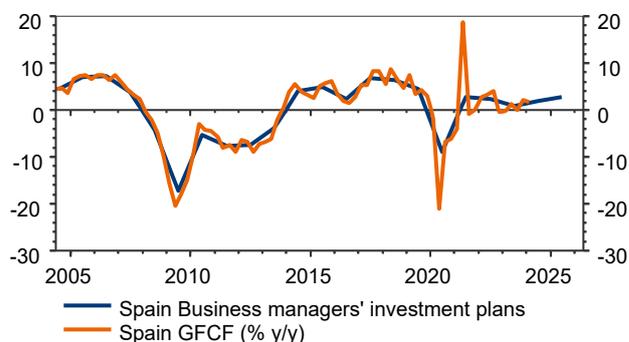
La **riduzione dell'indebitamento del settore privato** ha riguardato anche le passività delle imprese non finanziarie, scese al 65% del PIL (un minimo dal 2002), in un contesto in cui le aziende hanno ridotto il ricorso ai prestiti a fronte di interessi passivi in aumento. Secondo la Banca di Spagna, infatti, la percentuale di imprese con elevati livelli di indebitamento netto (superiori a dieci volte i profitti) è diminuita nel corso dell'anno, portandosi al 18,2% a fine 2023 contro il 20% dell'anno precedente. Il processo di deleveraging si è però riflesso in un calo degli **investimenti**, e le componenti di spesa delle imprese maggiormente penalizzate sono state proprio quelle più esposte al rialzo dei tassi, come i beni strumentali. Il caso spagnolo è risultato da questo punto di vista emblematico: la Spagna è l'unico paese in cui gli investimenti in beni capitali, oltre ad essersi contratti nel 2023, non hanno ancora recuperato i livelli pre-pandemici.

**Fig. 13 – La riduzione del debito privato ha riguardato sia i consumatori che le imprese**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Banco de España

**Fig. 14 – Le imprese programmano un moderato aumento degli investimenti nel 2024**

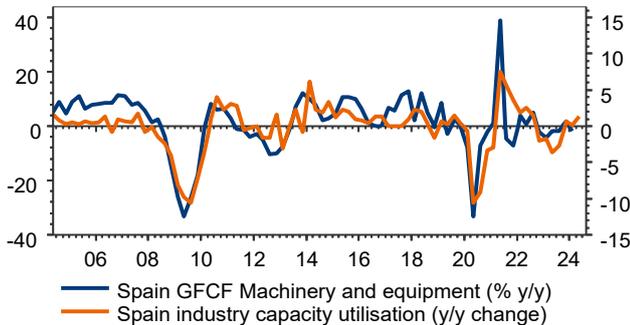


Fonte: Intesa Sanpaolo, INE, AMECO

In ogni caso, il trasferimento degli effetti della stretta monetaria al costo del servizio del debito dovrebbe essere in via di esaurimento, mentre non si registrano segnali preoccupanti di vulnerabilità finanziaria del settore privato. I dati sull'utilizzo di capacità produttiva nell'industria offrono spunti incoraggianti già per il trimestre in corso: ci aspettiamo che **nel 2024 gli investimenti possano mostrare un maggior vigore, con una crescita che stimiamo al 2,1% quest'anno, e in accelerazione al 2,5% l'anno prossimo**. Le imprese segnalano infatti un incremento dei piani di investimento sulla scia di aspettative di rafforzamento della domanda, tagli dei tassi e condizioni creditizie meno restrittive.

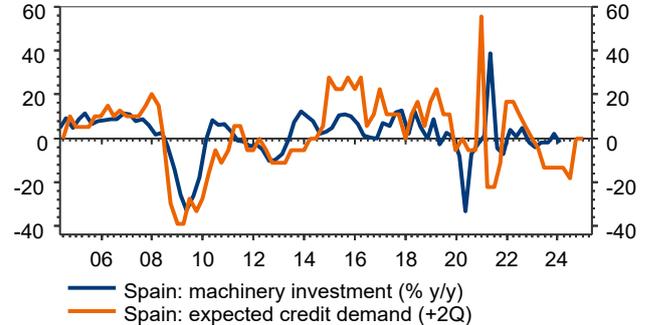
<sup>1</sup> Martínez Carrascal, Carmen (2024) "Spanish and euro area household's response to rising prices" Economic Bulletin – Banco de España, 2024/Q1, 07

**Fig. 15 – Il maggior utilizzo della capacità produttiva è incoraggiante per la ripresa degli investimenti in macchinari**



Fonte: Intesa Sanpaolo, INE, Ministerio de Industria y Turismo

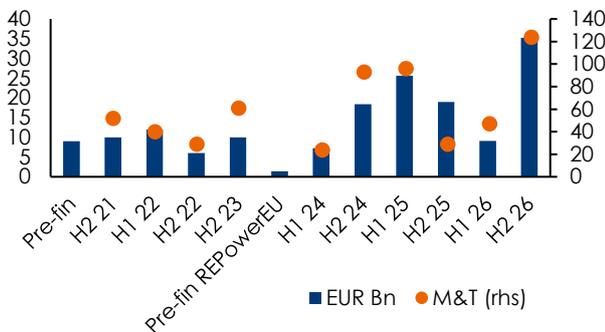
**Fig. 16 - Gli istituti finanziari iniziano a segnalare un recupero per la domanda di credito delle imprese per finanziare gli investimenti**



Fonte: Intesa Sanpaolo, INE, BCE

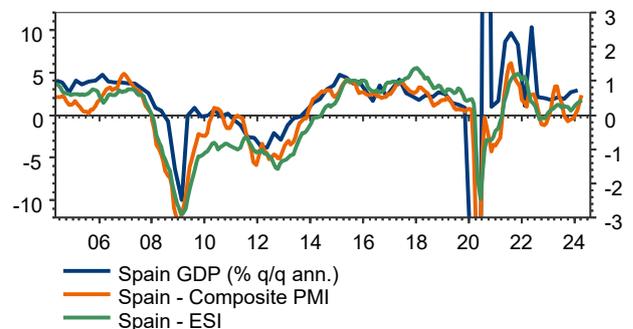
Infine, **anche l'apporto sugli investimenti, pubblici e privati, dei fondi NGEU dovrebbe iniziare a farsi consistente nell'anno in corso e rimanere robusto anche nel biennio 2025-26.** A fine 2023, era stato allocato circa il 95% dei fondi previsti dalla prima parte del piano (su un totale di 69,5 miliardi). Se si escludono però le risorse dedicate a soggetti privati, la spesa pubblica effettiva è risultata inferiore, probabilmente non maggiore di 10 miliardi di euro. Tuttavia, con molte risorse già canalizzate verso l'economia e con l'arrivo dei fondi legati all'addendum (tra il 2024 e il 2026 sono attesi fino a 83,2 miliardi di prestiti e ulteriori sovvenzioni per 10,3 miliardi), il 2024 potrebbe essere l'anno dell'accelerazione della spesa effettiva finanziata dal piano.

**Fig. 17 – Timeline delle tranche di pagamento dei fondi NGEU e del numero di condizioni previste dal Piano di Ripresa e Resilienza spagnolo**



Fonte: Intesa Sanpaolo, La Moncloa

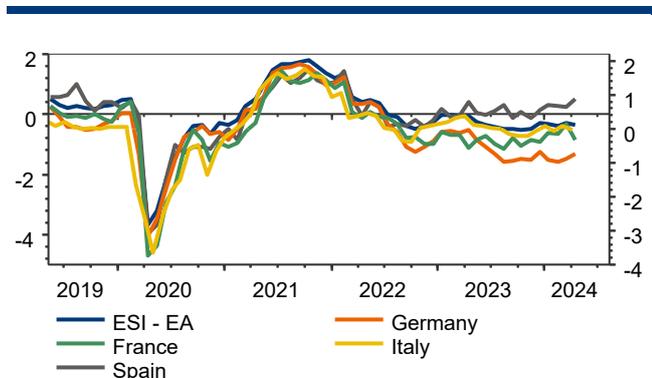
**Fig. 18 – Indagini di fiducia e crescita del PIL**



Nota: gli indici di fiducia sono standardizzati. Fonte: Intesa Sanpaolo, INE, EU Commission DG Ecofin, S&P Global

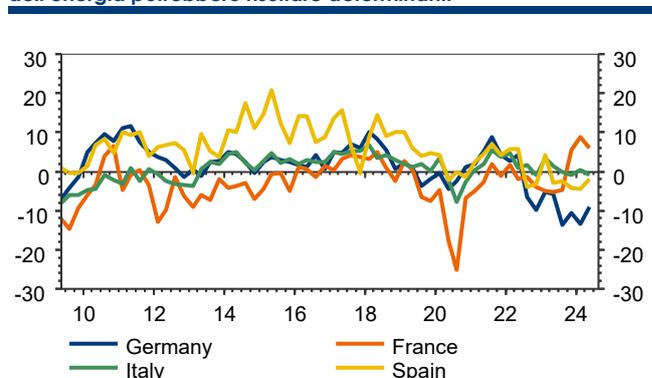
**È possibile che i ritmi di crescita del PIL registrati tra fine 2023 e inizio 2024 non vengano ripetuti nei prossimi trimestri:** una moderazione "fisiologica" già dal trimestre in corso appare probabile per via di una "normalizzazione" del contributo offerto dal comparto turistico e dalla spesa pubblica. In ogni caso, le indagini di fiducia non mostrano segnali di deterioramento; **ci aspettiamo che nel corso del biennio 2024-25 la domanda interna possa riguadagnare spinta,** grazie anche al sostegno derivante dai fondi europei. **Nella seconda metà dell'anno, inoltre, l'export di beni riteniamo beneficerà della ripartenza della domanda dei principali partner commerciali** (Francia, Germania e Italia). Inoltre, grazie a costi dell'energia più bassi che nel resto dell'Eurozona, e ai progressi sul fronte della transizione verso le energie rinnovabili (che già contribuiscono a spiegare la migliore tenuta del comparto manifatturiero rispetto agli altri paesi), la Spagna dovrebbe rimanere competitiva sui mercati esteri (nonostante il recente aumento del costo del lavoro per unità di prodotto su livelli superiori alla media del decennio pre-pandemico).

**Fig. 19 – Le indagini della Commissione Europea confermano la sovraperformance della Spagna rispetto al resto dell'Eurozona**



Nota: gli indici di fiducia sono standardizzati. Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

**Fig. 20 – Valutazioni delle imprese sulla posizione competitiva nei mercati di sbocco: prima della pandemia la Spagna aveva beneficiato del calo del costo del lavoro, adesso i più bassi prezzi dell'energia potrebbero risultare determinanti**

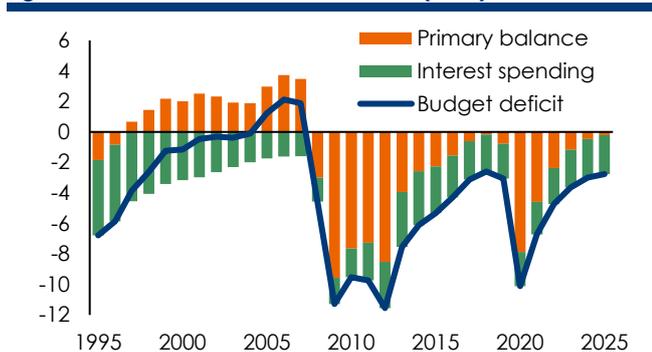


Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

L'economia spagnola dovrebbe quindi continuare a sovraperformare il resto dell'Eurozona nei prossimi trimestri, con ritmi di crescita ancora sostenuti (intorno a 0,4-0,5% t/t in media). **Prevediamo una crescita del PIL reale al 2,2% nel 2024 e a 1,8% nel 2025.**

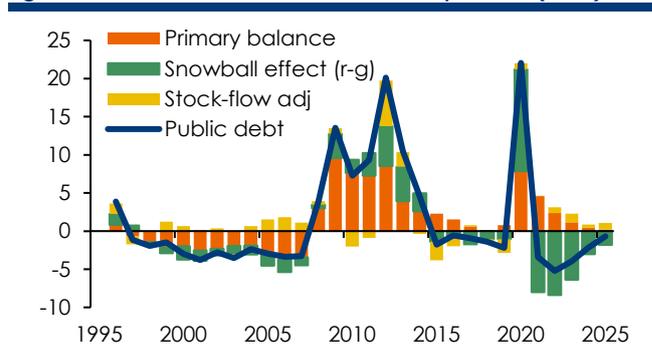
Sul fronte fiscale, il 2023 si è chiuso con un disavanzo migliore delle attese (3,6% del PIL contro il 3,9% previsto dalla legge di bilancio), grazie anche a una crescita del PIL nominale superiore al previsto; il debito pubblico è sceso al 107,7% del PIL da 111,6% di un anno prima. **L'indebitamento netto potrebbe toccare il 3% del PIL nel 2024, mentre il debito pubblico potrà continuare a calare nei prossimi anni, grazie a una differenza ancora positiva tra tasso di crescita del PIL nominale e costo medio del debito.** La Commissione Europea, nell'aggiornamento primaverile delle proiezioni di finanza pubblica, prevede che nel 2025 disavanzo e debito possano calare ancora, rispettivamente al 2,8% e al 104,8% del PIL.

**Fig. 21 – Contributi all'indebitamento netto (% PIL)**



Fonte: Intesa Sanpaolo, previsioni AMECO

**Fig. 22 – Contributi alla variazione del debito pubblico (% PIL)**



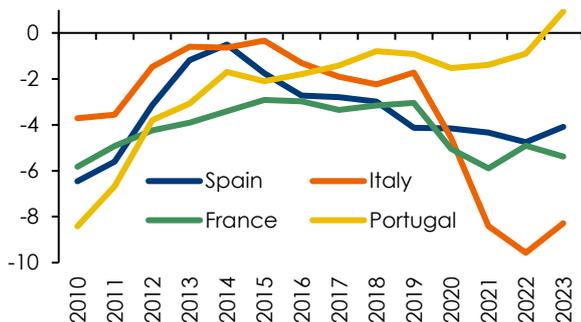
Fonte: Intesa Sanpaolo, previsioni AMECO

Tuttavia, il consolidamento delle finanze pubbliche potrebbe essere complicato o ritardato dall'attuale fase di instabilità politica (il governo può godere solo di una risicata maggioranza parlamentare, con l'appoggio esterno dei partiti indipendentisti). Prima delle elezioni catalane il governo aveva annunciato che non avrebbe presentato in parlamento il budget 2024 (già in ritardo per via delle elezioni politiche dello scorso anno), ma che avrebbe esteso all'anno corrente la legge di bilancio relativa al 2023, come previsto dall'articolo 134.4 della Costituzione. L'esecutivo si concentrerà pertanto sulla manovra per il **2025**, quando **sarà richiesta una**

**restrizione superiore a quella attesa sulla base delle stime a politiche invariate della Commissione Europea** (secondo cui l'aggiustamento strutturale sarebbe pari ad appena un decimo di PIL).

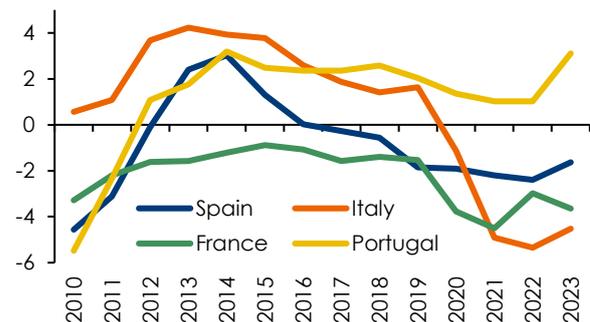
L'apertura di una procedura d'infrazione per disavanzo eccessivo da parte della Commissione Europea a giugno non è scontata (il deficit nel 2023 era superiore al 3% del PIL, ma le proiezioni per il 2024 sono coerenti con la correzione necessaria per un ritorno alla soglia di Maastricht). Tuttavia, alla luce delle nuove regole del Patto di Stabilità, **a partire dall'anno prossimo sarà necessario un aggiustamento strutturale medio annuo tra 0,4 e 0,6 punti percentuali, a seconda della scelta di un piano di spesa a sette o a quattro anni.**

Fig. 23 – Saldo strutturale (% PIL)



Fonte: Intesa Sanpaolo, AMECO

Fig. 24 – Saldo primario corretto per il ciclo (% PIL)



Fonte: Intesa Sanpaolo, AMECO

**A settembre, dunque, il governo spagnolo dovrà presentare un piano che includa una correzione fiscale complessiva tra i due e i tre punti di PIL, da attuarsi verosimilmente in sette anni.** Nel biennio 2025-26 la spesa finanziata dai fondi NGEU dovrebbe ammorbidirne l'impatto restrittivo, ma a partire dal 2027 i possibili effetti avversi sulla crescita potrebbero risultare più significativi. La composizione del piano sarà rilevante affinché esso risulti sostenibile: **l'elevata componente strutturale del disavanzo spagnolo rappresenta un rischio per gli obiettivi di controllo della spesa pubblica; inoltre, come detto, il contesto corrente di instabilità politica e di difficile gestione delle spinte indipendentiste potrebbe complicare, se non ritardare, il consolidamento fiscale.**

## 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)

Alessio Tiberi

[luca.mezzomo@intesasnpaolo.com](mailto:luca.mezzomo@intesasnpaolo.com)

[alessio.tiberi@intesasnpaolo.com](mailto:alessio.tiberi@intesasnpaolo.com)

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

[paolo.mameli@intesasnpaolo.com](mailto:paolo.mameli@intesasnpaolo.com)

[mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com](mailto:mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com)

[andrea.volpi@intesasnpaolo.com](mailto:andrea.volpi@intesasnpaolo.com)