

Focus Italia

Il PNRR italiano: “lavori in corso”

Il PNRR italiano appare ben “incardinato”, e le prime scadenze previste per il 2° e 3° trimestre di quest’anno sono state rispettate o sono in via di completamento. Il piano concordato con la Commissione include in tutto 528 scadenze, tra “traguardi” e “obiettivi”, ma la condizionalità appare ridotta nella parte iniziale del programma. In ogni caso, lo sforzo richiesto entro fine anno in tema di riforme appare sfidante.

Lo scorso 13 agosto, la Commissione europea ha erogato all’Italia a titolo di prefinanziamento 24,9 miliardi di euro, pari al 13% dell’importo totale (191,5 miliardi) deliberato a favore del Paese in sovvenzioni (68,9 miliardi) e prestiti (122,6 miliardi) nel quadro del Dispositivo per la Ripresa e la Resilienza. Come noto, ai 191,5 miliardi del DRR propriamente detto si aggiungono oltre 13 miliardi provenienti dal programma React-EU (dei quali sono stati già assegnati all’Italia, lo scorso 17 settembre, 4,7 miliardi) e oltre 30 miliardi che il Governo Draghi ha messo a disposizione attraverso la creazione di un Fondo complementare finanziato con risorse nazionali, portando così il piano di rilancio italiano a oltre 235 miliardi; tuttavia, l’analisi qui proposta si concentra sui 191,5 miliardi del PNRR in senso stretto.

In precedenza, la Commissione aveva diffuso l’[allegato](#) della proposta di decisione di esecuzione del Consiglio relativa all’approvazione della valutazione del Piano per la Ripresa e la Resilienza dell’Italia, un documento da 621 pagine che contiene i dettagli riguardanti sia la distribuzione temporale delle *tranche* di finanziamento, sia la descrizione delle condizioni richieste per l’esborso delle varie rate. Al netto del pre-finanziamento da 24,9 miliardi, i 191,5 miliardi destinati all’Italia saranno erogati in 10 rate alla fine di ciascun semestre (l’ultima a metà 2026); ogni rata avrà un importo variabile tra 12,6 e 24,1 miliardi (vedi Figura 1). **La distribuzione degli esborsi non è uniforme nel tempo ma è più marcata nel periodo iniziale del programma** (evidentemente, questo effetto è amplificato dall’anticipo già versato ad agosto). È in particolare la componente del sostegno finanziario non rimborsabile (ovvero delle sovvenzioni) a concentrarsi nei primi semestri dell’orizzonte (ciascuna delle prime tre rate vale 11,5 miliardi, più del doppio della media delle sette rate successive).

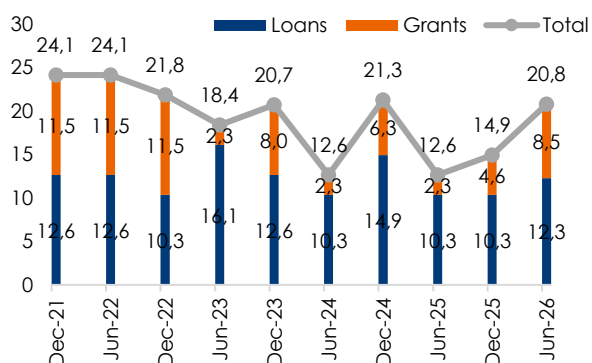
21 settembre 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

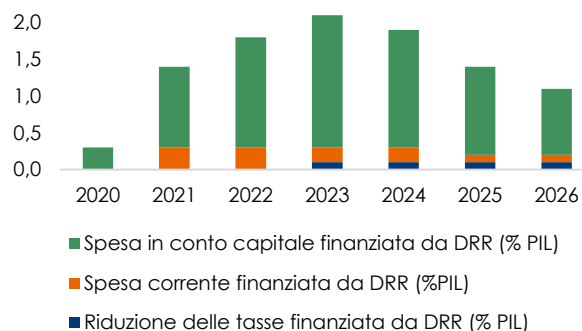
Paolo Mameli
Economista - Italia

Fig. 1 – Le erogazioni previste per l’Italia nell’ambito del Dispositivo di Ripresa e Resilienza (miliardi di euro)



Nota: la ripartizione non tiene conto dell’anticipo da 24,9 miliardi erogato all’Italia lo scorso agosto. Fonte: PNRR, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Aumenti di spesa e riduzioni di entrate finanziati con le erogazioni del Dispositivo di Ripresa e Resilienza (in % del PIL)

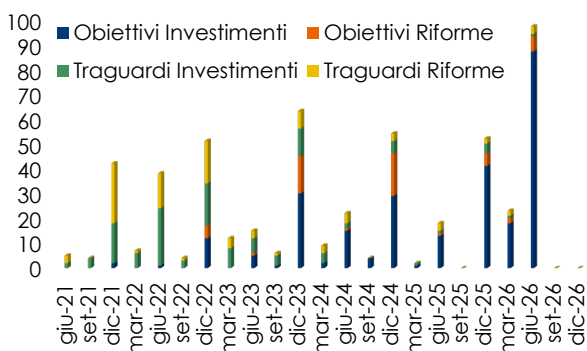


Fonte: DEF 2021, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Se dunque l'erogazione dei fondi è soggetta ad accentuato *frontloading*, **assai più dilazionate nel tempo sono le tempistiche che l'Italia ha scelto per "spendere" i fondi ricevuti** (Figura 2). Ciò è in parte spiegato dal fatto che l'Italia (a differenza di altri Paesi europei) ha optato per concentrare gli interventi (l'84% del totale) sulla spesa in conto capitale (a fronte di incrementi contenuti della spesa corrente e di riduzioni marginali del carico fiscale), che giocoforza richiede un tempo di attuazione più lungo. Inoltre, l'Italia, a differenza di altri Paesi, ha scelto di finanziare in gran parte (per il 64% del DRR in senso stretto e per il 70% del PNRR in senso lato) progetti di investimento nuovi ovvero non inclusi in precedenti provvedimenti normativi (il che evidentemente richiede maggiori tempi di implementazione). Ciò è in coerenza con il fatto che **gli obiettivi che l'Italia ha concordato in merito alla tempistica degli investimenti sono assai più dilazionati rispetto a quelli relativi alle riforme**, e si addensano nella parte finale dell'orizzonte del Piano (vedi Figura 3 e *infra*).

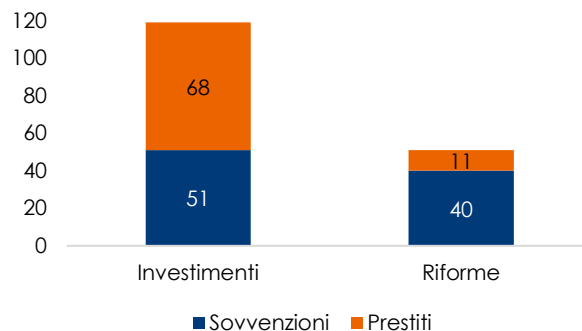
Il documento pattuito tra l'Italia e la Commissione include anche, come detto, il dettaglio delle condizioni che dovranno essere rispettate per ottenere le varie *tranche*, e che riguardano l'attuazione sia degli investimenti che delle riforme inclusi nel PNRR dell'Italia. **Tali condizioni sono ben 528¹: si tratta di 314 "obiettivi" di tipo quantitativo (target) e di 214 "traguardi" di ordine qualitativo (milestone)**. Dell'insieme di queste 528 condizioni, 380 riguardano gli investimenti (261 gli obiettivi e 119 i traguardi) e 148 le riforme (53 gli obiettivi e 95 i traguardi).

Fig. 3 – "Obiettivi" e "Traguardi" previsti dal PNRR italiano (numero di condizioni richieste per trimestre)



Fonte: PNRR, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Numero di investimenti e di riforme incluse nel PNRR italiano (distinte per modalità di finanziamento)

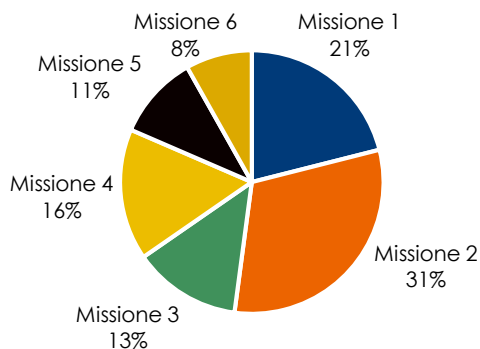


Fonte: PNRR, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel complesso, il piano italiano consta di 119 progetti di investimento e 51 riforme; i primi sono finanziati all'incirca in egual misura da sovvenzioni e prestiti, le seconde quasi esclusivamente dai trasferimenti a fondo perduto (Figura 4). Il maggior numero di condizioni (con riferimento sia agli investimenti che alle riforme) riguarda la missione 1 (Digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura) e la missione 2 (Rivoluzione verde e transizione ecologica). In particolare, per la missione 1, l'incidenza delle condizioni è percentualmente doppia rispetto a quella dell'allocazione delle risorse per questa specifica missione (Figure 5 e 6).

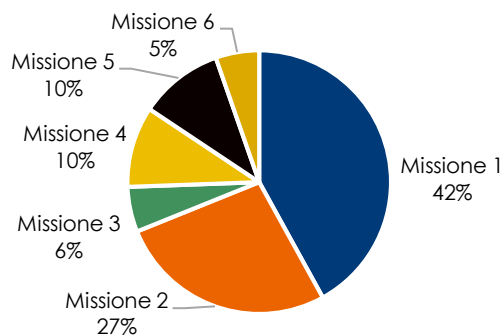
¹ Da notare che il numero di condizioni è aumentato nella versione finale del documento concordato tra Governo e Commissione: le schede tecniche del PNRR italiano inviate a Bruxelles in vista della trattativa contenevano 419 condizioni (214 "obiettivi" e 205 "traguardi"); pertanto, rispetto alla bozza inviata dal Governo italiano, la Commissione ha incrementato sensibilmente gli obiettivi, introducendo diversi target intermedi negli anni centrali dell'orizzonte del Piano (2023-24).

Fig. 5 – Allocazione delle risorse finanziarie nelle 6 missioni che compongono il PNRR italiano (in % del totale)



Nota: Missione 1 = Digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura, Missione 2 = Rivoluzione verde e transizione ecologica, Missione 3 = Infrastrutture per una mobilità sostenibile, Missione 4 = Istruzione e ricerca, Missione 5 = Inclusione e coesione, Missione 6 = Salute.
Fonte: PNRR, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Numero di condizioni richieste per investimenti e riforme nelle 6 missioni che compongono il PNRR italiano (in % del totale)

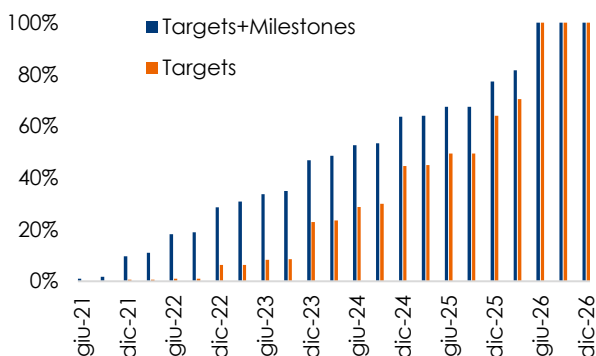


Nota: Missione 1 = Digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura, Missione 2 = Rivoluzione verde e transizione ecologica, Missione 3 = Infrastrutture per una mobilità sostenibile, Missione 4 = Istruzione e ricerca, Missione 5 = Inclusione e coesione, Missione 6 = Salute.
Fonte: PNRR, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Come si vede dalla Figura 3, le “condizioni” poste dalla Commissione sono piuttosto sbilanciate sulla parte finale dell’orizzonte del Piano. Ciò è vero per quanto riguarda in particolare gli investimenti (soprattutto per ciò che concerne le condizioni più direttamente misurabili ovvero gli “obiettivi”: la scadenza di ben 87 “target” sui progetti di investimento è l’ultima in calendario ovvero metà 2026), mentre la tempistica delle riforme e quella dei “traguardi” è più ravvicinata. In altre parole, i tempi sono piuttosto serrati per l’approvazione delle riforme (alcune delle quali sono necessarie in via preliminare per predisporre il quadro normativo in cui implementare i progetti), mentre i termini per il completamento degli investimenti si addensano maggiormente verso il 2025-26.

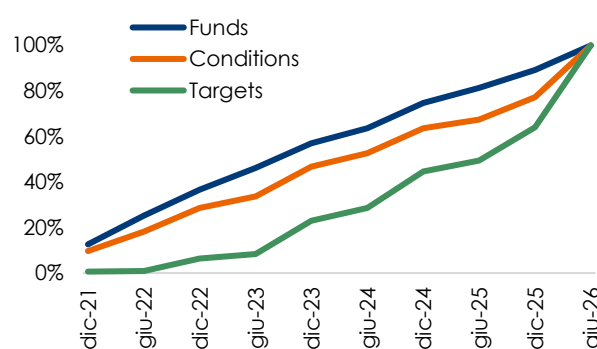
L’esborso dei fondi è previsto per il 37% entro la fine del 2022 e per il 57% entro la fine del 2023, mentre sugli stessi orizzonti sono in calendario appena il 29% e il 37% delle condizioni (ma si tratta in gran parte di “traguardi” non direttamente misurabili: per gli “obiettivi”, queste percentuali si riducono al 6% e al 23% rispettivamente: Figure 7 e 8).

Fig. 7 – Numero di condizioni (“obiettivi”+“traguardi”) o solo “traguardi”) richieste a fine trimestre (in % del totale)



Fonte: PNRR, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Numero di condizioni (“obiettivi”+“traguardi”) o solo “traguardi”) richieste a fine semestre (in % del totale), a confronto con la progressione dei fondi che saranno erogati all’Italia (in % del totale)



Fonte: PNRR, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Delle 528 condizioni, 51 sono richieste già entro quest’anno: 5 entro il 30 giugno, 4 entro il 3° trimestre e ben 42 entro fine anno. In gran parte si tratta di “traguardi” qualitativi. Quelli che dovevano essere completati entro il 2° trimestre sono stati nella sostanza realizzati attraverso:

- il decreto-legge 31 maggio 2021, n. 77 (poi convertito nella legge n. 108 del 29 luglio), su:
 - **governance** del PNRR,
 - **semplificazione** delle procedure amministrative;
 - semplificazione del sistema degli **appalti** pubblici;
- il decreto-legge 9 giugno 2021, n. 80 (poi convertito nella legge n. 113 del 6 agosto), sulle **assunzioni temporanee nella PA** per l'implementazione del piano; la condizione richiesta era il reclutamento di 2800 tecnici per rafforzare le amministrazioni pubbliche del Sud e di 1000 esperti da impiegare per tre anni a supporto delle amministrazioni nella gestione delle nuove procedure; a dire il vero, il bando per l'assunzione dei 2800 tecnici al Sud ha coperto solo poco più della metà dei posti disponibili, ma il Ministro della Funzione Pubblica ha annunciato che sarà lanciato tra settembre e ottobre un nuovo bando, che dovrebbe raggiungere i risultati prefissati;
- l'ultima condizione richiesta era che il Ministero dello sviluppo economico pubblicasse il **bando contenente l'invito alle imprese a manifestare interesse per gli IPCEI** (Importanti Progetti di Comune Interesse Europeo) che verranno finanziati attraverso le risorse del PNRR; peraltro, con le risorse europee potranno essere finanziati anche IPCEI già approvati come quelli sulle batterie agli ioni di litio e i componenti microelettronici (i relativi decreti del MISE, dello scorso 7 luglio, sono stati pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale il 19 agosto).

I 4 traguardi da completare **entro la fine di questo mese** sono: 1) rifinanziamento del fondo 394/81 gestito da SIMEST per l'internazionalizzazione delle PMI; 2) varo di un decreto ministeriale di approvazione dei criteri per la selezione dei progetti proposti dai comuni nell'ambito dei progetti "faro" di economia circolare; 3) adozione di un decreto ministeriale per l'approvazione di un piano operativo per un sistema avanzato e integrato di monitoraggio e previsione per l'individuazione dei rischi idrologici; 4) adozione di un decreto ministeriale che istituisca il "Fondo Impresa Donna" a sostegno dell'imprenditorialità femminile. Secondo fonti di stampa, i ministeri competenti sono al lavoro almeno per il completamento delle ultime due condizioni elencate². Nel complesso, tali condizioni richiedono principalmente l'adozione di decreti ministeriali e sembrano poter essere completate entro breve tempo.

Più sfidante sarà la realizzazione delle condizioni richieste entro la fine dell'anno: ben 42, anche se ancora una volta si tratta in gran parte di "traguardi" qualitativi (40 su 42). I 2 "target" quantitativi, che riguardano gli investimenti, appaiono in via di completamento: si tratta di avviare le procedure per l'assunzione di almeno 168 dipendenti per l'Ufficio per il processo e i tribunali amministrativi, e di completare le procedure di assunzione di un pool di 1000 esperti da impiegare per tre anni a supporto delle amministrazioni nella gestione delle nuove procedure per fornire assistenza tecnica. Il bando per le assunzioni di addetti all'Ufficio del processo (da ben 8171 posti) si chiude il 23 settembre, ed è in cantiere un altro bando, sempre del Ministero di Giustizia, per 5410 figure tecniche (tra cui ingegneri, architetti e geometri) per il rafforzamento amministrativo delle strutture sui territori. È scaduto invece il 20 settembre il concorso per 500 project manager (ingegneri, statistici, informatici, economisti, giuristi e matematici) da destinare al Ministero dell'Economia e altri dicasteri. Il Ministro per l'Innovazione Tecnologica ha inoltre in cantiere il bando per 405 figure professionali che si occuperanno della digitalizzazione della PA. Non sono da escludere in ogni caso ritardi nel reperire alcune figure professionali (trattandosi di contratti di natura temporanea), tenuto conto anche della numerosità delle assunzioni da

² Il Ministero della Transizione Ecologica avrebbe in corso un'interlocuzione con la Protezione Civile per lo sviluppo del piano operativo per l'individuazione dei rischi idrogeologici; il Ministero per lo Sviluppo Economico, insieme agli altri dicasteri competenti, è al lavoro per l'adozione del Fondo a sostegno dell'imprenditoria femminile.

centrare nel corso dell'orizzonte del programma (il decreto PA prevede la copertura di circa 24 mila posti di lavoro).

Gli altri "traguardi" sugli investimenti, sebbene numerosi (16), appaiono anch'essi di non difficile realizzazione: 10 di essi prevedono l'introduzione di provvedimenti propedeutici per dare inizio a nuovi progetti, e 4 la definizione delle politiche di investimento nel settore del turismo³. Soprattutto, due tra i più importanti interventi sono già stati avviati: si tratta della normativa per la proroga di "Ecobonus" e "Sismabonus" e di quella per mettere i crediti d'imposta "Transizione 4.0" a disposizione dei potenziali beneficiari.

La sfida maggiore (ben 24 milestone) riguarderà le riforme da approvare entro fine anno. Tra queste, vi sono 3 riforme "abilitanti" e 5 importanti riforme "orizzontali"⁴:

■ Riforme **abilitanti**:

- entrata in vigore di tutte le leggi, regolamenti e provvedimenti attuativi per il sistema degli **appalti pubblici**;
- riforma del quadro di **revisione della spesa pubblica** (*spending review*), che ne migliori l'efficacia rafforzando il ruolo del Ministero dell'Economia e delle Finanze nella valutazione ex ante, nei processi di monitoraggio e nella valutazione ex post;
- adozione di una **relazione** per orientare le azioni del Governo volte a **ridurre l'evasione fiscale** dovuta alla omessa fatturazione, in particolare nei settori più esposti all'evasione fiscale, anche attraverso incentivi mirati per i consumatori;

■ Riforme **orizzontali**:

- riforma del **processo civile**, che preveda almeno i seguenti provvedimenti: i) introduzione di una procedura semplificata a livello di primo grado/processo e miglioramento dell'applicazione delle "procedure di filtraggio" in fase di appello, compreso l'uso diffuso delle procedure semplificate e la tipologia di cause in cui il giudice decide in composizione monocratica; ii) garanzia dell'effettiva fissazione di scadenze vincolanti per i procedimenti e un calendario per la raccolta delle prove e la presentazione elettronica di tutti gli atti e documenti pertinenti; iii) riforma del ricorso alla mediazione e alla risoluzione alternativa delle controversie, unitamente alla mediazione assistita, all'arbitrato e a qualsiasi altra alternativa possibile per rendere tali istituti più efficaci nel ridurre la pressione sul Sistema giudiziario civile, anche mediante incentivi; iv) riforma della procedura di esecuzione forzata per ridurre i tempi medi attuali, anche rendendo più rapida e meno costosa l'esecuzione forzata per gli importi dichiarati come dovuti; riforma dell'attuale sistema di quantificazione e recuperabilità delle spese legali per ridurre le controversie futuri; v) introduzione di un sistema di monitoraggio a livello dei tribunali e aumento della produttività dei tribunali civili attraverso incentivi per garantire una durata ragionevole dei procedimenti e prestazioni uniformi in tutti i tribunali;
- riforma del **processo penale**, che preveda almeno i seguenti provvedimenti: i) la revisione del sistema di notifica, ii) un uso più diffuso di procedure semplificate, iii) un uso più diffuso del deposito elettronico dei documenti, iv) norme semplificate in materia di prove, v) la fissazione di termini per la durata dell'indagine preliminare e misure per evitare la stagnazione nella fase investigativa, vi) l'estensione della possibilità di

³ Secondo fonti di stampa, il Ministro per il Turismo avrebbe inviato alla Presidenza del Consiglio i testi per il decreto chiamato a istituire il Fondo per la riqualificazione delle strutture ricettive attraverso il credito d'imposta. Il Ministero sarebbe al lavoro anche per la riforma delle guide turistiche (per la quale la tempistica fissata dal PNRR è fine 2023).

⁴ Come noto, il PNRR distingue tre diverse tipologie di riforme: orizzontali o di contesto (misure d'interesse generale), abilitanti (interventi funzionali a garantire l'attuazione del piano) e settoriali (riferite a singole missioni o comunque ad ambiti specifici).

estinguere il reato in caso di risarcimento del danno, vii) l'introduzione di un sistema di monitoraggio a livello di tribunale e l'aumento della produttività dei tribunali penali mediante incentivi per garantire una durata ragionevole dei procedimenti e l'uniformità delle prestazioni in tutti i tribunali;

- riforma del quadro legislativo in materia di **insolvenza**, che comprenda almeno i seguenti provvedimenti: i) il riesame delle modalità di risoluzione extragiudiziale per individuare i settori in cui possono essere necessari ulteriori miglioramenti al fine di incentivare le parti interessate ad avvalersi maggiormente di tali procedimenti; ii) l'attuazione di meccanismi di allerta precoce e di accesso alle informazioni prima della fase di insolvenza; iii) il passaggio alla specializzazione degli organi giudiziari (sezioni specializzate in diritto commerciale/procedure di insolvenza), come pure istituzioni per la fase pregiudizionale, al fine di gestire i procedimenti di insolvenza; iv) la certezza che i creditori garantiti siano pagati in primo luogo (ossia prima dei crediti fiscali e dei crediti da lavoro); v) la possibilità per le imprese di accordare diritti di garanzia non possessori;
- estensione al **Fondo Complementare** nazionale della metodologia adottata per il PNRR (con un sistema di traguardi e obiettivi);
- istituzione di un sistema di archiviazione per **monitorare l'attuazione del PNRR**.

Sono 16⁵ invece le scadenze che riguardano le riforme **settoriali**. Gli interventi sono molto specifici e quindi potenzialmente meno onerosi rispetto all'approvazione delle riforme orizzontali e abilitanti, ma richiedono una attività legislativa molto fitta da qui a fine anno. Inoltre, alcuni provvedimenti potrebbero presentare insidie (per esempio la riforma del sistema di istruzione terziaria, oppure la creazione del programma "Garanzia di occupabilità dei lavoratori e del "Piano Nazionale Nuove Competenze", che richiederebbero, se intesi in senso ampio, una riforma, oltre che un potenziamento, delle politiche attive del lavoro).

Evidentemente, **gli scogli maggiori sono rappresentati dalla riforma del processo civile, del processo penale e del regime di insolvenza**. La scadenza di fine 2021 prevede però solo l'approvazione delle leggi delega, mentre l'adozione dei relativi provvedimenti legislativi è in calendario entro la fine del 2022 e quella dei decreti attuativi entro la metà del 2023. Ad oggi, la Camera ha approvato la legge delega sul processo penale, ma è già arrivata in aula al Senato anche la riforma del processo civile. Più indietro è il cammino della riforma in materia di insolvenza.

C'è da ricordare che **le erogazioni finanziarie saranno sospese solo in caso di inadempimenti gravi** delle condizioni richieste. Il **regolamento** del DRR stabilisce, all'articolo 52, che "l'erogazione dei fondi nell'ambito del dispositivo è subordinata al conseguimento soddisfacente, da parte degli Stati membri, dei pertinenti traguardi e obiettivi". "Qualora, in via eccezionale, uno o più Stati membri ritengano che vi siano gravi scostamenti dal conseguimento soddisfacente dei pertinenti traguardi e obiettivi, essi possono chiedere che il Presidente del Consiglio europeo rinvi la questione al successivo Consiglio europeo". Se non tutti i traguardi e obiettivi associati a una

⁵ Entro fine 2021, è richiesta l'entrata in vigore di: 1) decreti legge per la riforma "Processo di acquisto ICT"; 2) decreti legge per la riforma "Cloud first e interoperabilità"; 3) decreto legislativo per promuovere la produzione e il consumo di gas rinnovabile; 4) decreto legge per semplificare i criteri di valutazione di progetti relativi al TPL; 5) protocolli d'intesa tra MiTE e alcune regioni per ridurre la frammentazione del numero di operatori fornitori di servizi idrici; 6) programma nazionale di controllo dell'inquinamento atmosferico; 7) modifica legislativa per accelerare l'iter di approvazione dei contratti di programma tra MIMS e RFI; 8) modifica normativa che riduce il tempo di autorizzazione dei progetti ferroviari; 9) linee guida per classificazione del rischio e la valutazione della sicurezza dei ponti; 10) trasferimento della titolarità di ponti e viadotti di strade di 2° livello ai titolari di strade di 1° livello; 11) decreto riguardante lo Sportello Unico Doganale; 12) riforma dell'istruzione terziaria (classi di laurea, lauree abilitanti e dottorati); 13) modifica delle norme vigenti in materia di alloggi per studenti; 14) decreto interministeriale che istituisce il programma GOL (garanzia di occupabilità dei lavoratori) e il Piano nazionale nuove competenze; 15) legge quadro sulle disabilità; 16) regolamento per semplificare le procedure e rafforzare il ruolo del commissario nelle zone economiche speciali (ZES).

rata sono stati raggiunti in modo soddisfacente, la Commissione può effettuare un pagamento parziale, e il resto del pagamento della rata (sia che si tratti di prestito o sovvenzione) sarà sospeso. Lo Stato membro può continuare con l'attuazione del resto del piano, e, dopo aver presentato le sue osservazioni, dispone di sei mesi per adottare le misure necessarie. Se ciò non viene fatto entro sei mesi, la Commissione può ridurre l'importo complessivo del contributo finanziario⁶.

In sintesi:

- **La condizionalità richiesta dal PNRR italiano appare piuttosto blanda nel periodo iniziale del programma:** la maggior parte delle condizioni riguarda le riforme ed è di natura qualitativa, quindi il giudizio della Commissione potrebbe essere almeno in parte discrezionale e perciò soggetto a considerazioni di natura anche politica (e le erogazioni saranno sospese solo in caso di gravi inadempienze);
- **Cionondimeno, il volume di legislazione richiesto da qui a fine anno è di portata rilevante, in particolare in tema di riforme,** sia nel merito delle questioni (soprattutto sul nodo della legislazione sul processo penale e civile e sull'insolvenza) sia per la quantità dei provvedimenti legislativi richiesti in ambito settoriale.

⁶ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ganda_21_3014

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

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

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

62170

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

62985

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

62128

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Lorenzo Biagioli

lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com

Aniello Dell'Anno

63071

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

Giovanna Mossetti

62110

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

62339

andrea.volpi@intesasnpaolo.com