

Nota

Cina

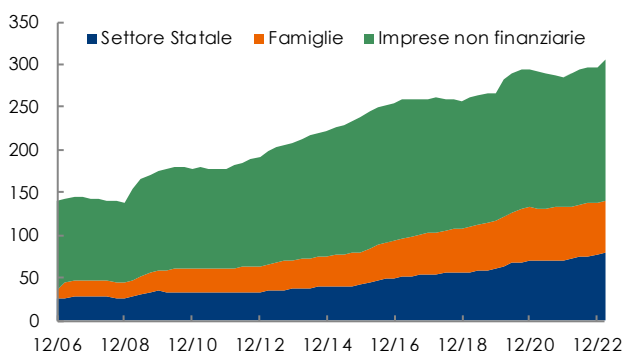
La crisi immobiliare riporta l'attenzione sul debito e sui rischi finanziari¹

La rapida crescita economica della Cina, essenzialmente trainata dagli investimenti e finanziata con un forte aumento del credito, ha comportato un **rapido aumento dell'indebitamento dopo la crisi finanziaria del 2008**, principalmente delle imprese - soprattutto immobiliari - ma anche delle famiglie e, più recentemente, degli enti locali. La perdurante **debolezza del mercato immobiliare** costituisce la **maggior fonte di rischio sistemico per la Cina** data la rilevanza che ha il settore per l'economia del Paese.

Le recenti difficoltà di alcune grandi imprese immobiliari e di alcuni governi locali stanno riaccendendo l'attenzione di analisti e investitori sui **rischi finanziari derivanti dall'elevato indebitamento**. L'articolo cerca di evidenziare brevemente tali rischi analizzando la **composizione del debito** dei vari agenti economici e **le interconnessioni con il settore immobiliare**.

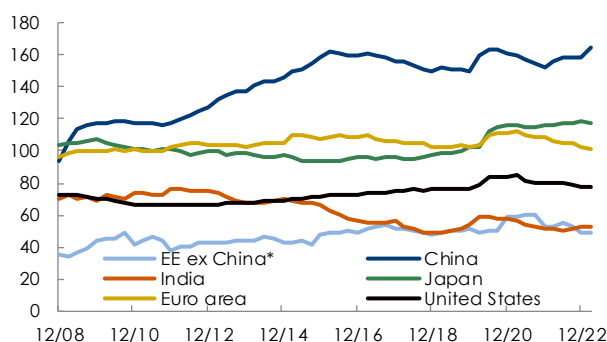
Secondo i dati della *Bank for International Settlement (BIS)* **l'indebitamento totale del settore non finanziario** (corrispondente al credito totale erogato a famiglie, imprese non finanziarie e settore statale) **è salito velocemente e in maniera costante da 138,9% del PIL a fine 2008 a 266,4% a fine 2019**. L'aumento del credito e della spesa pubblica per sostenere l'economia durante la pandemia, nonché una crescita nominale del PIL tra le più basse dalla crisi finanziaria asiatica del 1998 (2,7% nel 2020 e 5,3% nel 2022), hanno fatto ulteriormente salire il debito totale che, dopo un'oscillazione tra il 2020 e il 2021, **ha raggiunto il 297,2% del PIL a fine 2022** (fig. 1) ed è salito ulteriormente fino a 306,5% alla fine del 1° trimestre 2023. Il debito è **per la maggior parte domestico** mentre quello estero, incluso nel calcolo del totale, è contenuto, e pari a 11,2% del PIL a fine 2022 (Banca Mondiale). Le stime del Fondo Monetario Internazionale (FMI) e della Banca Mondiale posizionano il debito totale tra 284% e 287% del PIL, alcuni punti percentuali in più rispetto a quelle di fonte nazionale (Center for National Balance Sheet: 273,1% a fine 2022) e in meno rispetto a quelle della BIS, con differenze dovute all'inclusione di voci diverse nella definizione del debito delle imprese e di quello del settore statale, in particolare per quanto riguarda il debito dei veicoli finanziari dei governi locali (Local Government Financing Vehicles, LGFV).

Fig. 1 - Credito al settore non finanziario (in % del PIL)



Fonte: BIS

Fig. 2 - Credito alle imprese non finanziarie (% del PIL)



Nota: (*) economie emergenti esclusa la Cina, stima Intesa Sanpaolo su dati BIS e IMF. Fonte: BIS, IMF

31/10/2023

Approfondimento

Direzione Studi e Ricerche

International Research Network

Silvia Guizzo

Economista - Asia ex-Giappone

An English version of this report is available on the Intesa Sanpaolo intranet site

¹ Questo Approfondimento è stato preparato come contributo alla seconda parte del Rapporto Annuale - ICCF- (Italy China Council Foundation) Cina 2023, presentato dalla Fondazione Italia Cina il 26 ottobre 2023.

Il debito delle imprese

Gran parte dell'aumento del debito totale è spiegato in primo luogo dal **rapido incremento dell'indebitamento delle imprese non finanziarie**, in particolare immobiliari², **salito da 93,9% del PIL nel 2008 a 159,5% nel 2016**. Le imprese si sono **indebitate non solo verso il settore bancario, ma anche verso il settore finanziario non bancario** (cosiddetto *shadow banking* o settore bancario ombra) che si è espanso rapidamente dopo il 2008, arrivando a coprire una quota rispetto al PIL che secondo alcune stime ha toccato un picco al di sopra del 60% tra il 2016 e il 2017³. Ai tradizionali tipi di finanziamenti erogati dal settore finanziario non bancario (prodotti di gestione del risparmio, prestiti dei trust e prestiti tra imprese, tra i principali) se ne sono poi aggiunti di nuovi, grazie allo sviluppo delle **piattaforme finanziarie online**. Queste hanno infatti **allargato il campo delle loro attività al di là della mera fornitura di servizi di pagamento verso** i prestiti peer-to-peer, la presa di fondi a deposito, l'attività assicurativa e di **erogazione del credito**⁴. L'ampliamento delle fonti e delle tipologie di finanziamento da un lato ha fornito un importante sostegno alle piccole e medie imprese (PMI) e alle famiglie, ma dall'altro ha presentato nuove sfide per i regolatori nell'azione di riduzione dei rischi finanziari.

A partire dal 2015 le Autorità hanno lanciato una campagna di ridimensionamento del credito non bancario, riuscendo a stabilizzare il debito delle imprese non finanziarie intorno al 150% del PIL tra il 2018 e il 2019. Il debito è però poi salito di oltre 10 punti percentuali nel primo anno di pandemia, per scendere temporaneamente in seguito alla restrizione del credito alle imprese immobiliari (soprattutto attraverso l'imposizione delle Tre Linee Rosse⁵ dalla metà del 2020 e di altre misure restrittive varate fino a metà 2021) e alla campagna di regolamentazione delle piattaforme online, finanziarie e non, avviata successivamente. Il **debito delle imprese non finanziarie** è poi risalito, **a 158,2% a fine 2022, e a 165,1% nel 1° trimestre del 2023**, un livello **tra i più elevati al mondo**, sia rispetto a paesi industrializzati sia rispetto ai paesi emergenti (fig. 2). Inoltre, la Cina è il terzo paese in Asia, dopo India e Thailandia, ad avere una significativa **concentrazione del debito (oltre il 25%) in imprese con tassi di copertura della spesa per interessi inferiori a uno**⁶ (valore che segnalerebbe una predisposizione al fallimento), specialmente nel settore immobiliare e delle costruzioni.

Il **settore immobiliare è estremamente rilevante per l'economia del paese** (gli investimenti del settore erano pari all'11% del PIL e al 23,2% del totale degli investimenti fissi nominali nel 2022) **e fortemente indebitato**, con un rapporto tra passività e attività dell'81% rispetto a 56,6% delle imprese industriali (nel 2022). **La restrizione del credito al settore immobiliare**, esacerbata tra il 2020 e il 2021, aveva lo scopo di imporre una maggiore disciplina di bilancio alle società del settore, ridurre il rischio finanziario ed evitare un eccessivo aumento dei prezzi delle abitazioni. Per le Autorità contenere la speculazione nel mercato immobiliare è diventato infatti un obiettivo strategico di importanza nazionale, strumentale al raggiungimento sia della "prosperità comune" sia di una maggiore indipendenza tecnologica, aiutando ad incanalare più credito verso settori innovativi, strategici per lo sviluppo nel lungo termine. La restrizione **ha però finito, insieme al rallentamento dell'economia provocato dalla pandemia e dalla strategia di tolleranza zero sul Covid-19, per limitare eccessivamente la liquidità di molte imprese immobiliari**, fino a portare alla bancarotta di Evergrande e mettere in serie difficoltà finanziarie diverse imprese del settore.

² Per quanto riguarda il solo credito bancario, la quota di quello diretto al settore immobiliare ha toccato un picco del 29% del totale nel 2019 (e del 45% del nuovo credito erogato nel 2016).

³ "Financial risks in China's corporate sector: real estate and beyond", [ECB Economic Bulletin, Issue 2/2022](#).

⁴ Il credito erogato dalle grandi piattaforme tecnologiche è stimato oltre il 2% del credito bancario e il 4% del PIL pro capite. Vedi nota 2.

⁵ Limitazioni al finanziamento delle imprese immobiliari sul mercato obbligazionario in base al rispetto di tre condizioni riguardanti i loro principali parametri patrimoniali. Altre limitazioni al credito bancario verso le imprese immobiliari sono state imposte anche alle banche (Due Linee Rosse).

⁶ T. Helbling, S.J. Peiris, M. Petrescu: "Asia Must Monitor Rising Corporate Debt Amid Higher Interest Rates", IMF Blog, 24 May 2023.

L'elevato indebitamento delle imprese non finanziarie, nonché il rapido invecchiamento della popolazione e segnali ancora negativi sulle prospettive del mercato immobiliare⁷, hanno portato recentemente diversi commentatori⁸ a paragonare la situazione della Cina a quella del Giappone negli anni '80. Essi paventano la **possibilità che il Paese sperimenti una recessione di bilancio simile a quella in cui il Giappone entrò poi negli anni Novanta** quando, **in seguito allo scoppio della bolla nel mercato azionario e in quello immobiliare**, molte imprese fallirono e/o si trovarono costrette a ridurre l'indebitamento limitando gli investimenti anche in presenza di bassi tassi di interesse. Alcuni analisti circoscrivono il paragone, sottolineando che nonostante le molte similitudini, **diversamente dal Giappone**, nella situazione attuale i **segnali di recessione da bilancio sembrano per ora essere concentrati nel settore immobiliare**⁹. Al contrario, **la situazione apparirebbe migliore nel resto delle imprese private**, le quali godono di una situazione patrimoniale più solida e hanno quindi margini per aumentare il debito e finanziare nuovi investimenti. L'attuale rallentamento degli investimenti del settore privato (-0,6% a/a nei primi nove mesi del 2023) e la parca domanda di credito potrebbero infatti essere attribuibili più alla **bassa fiducia degli imprenditori**, sul cui recupero le Autorità stanno attivamente lavorando, e a un **livello di scorte nei magazzini eccessivamente elevato a fine pandemia**, che a problemi di bilancio.

Debito pubblico e situazione debitoria degli enti locali

Anche il **debito pubblico** ha subito un **significativo aumento, in particolare quello dei governi locali e dei loro veicoli finanziari**, utilizzati per reperire ulteriori finanziamenti superando le limitazioni alla spesa imposte dalle quote sulle emissioni obbligazionarie e dal tetto sul debito. Ricordiamo infatti che, nonostante i governi locali detengano poco più del 50% delle entrate totali dello Stato, sono responsabili di oltre l'80% delle spese. **In seguito alla pandemia**, secondo i dati della BIS, **il debito pubblico è salito di oltre 16 punti percentuali dal 2019 portandosi a 77,7% del PIL nel 2022**, e a 79,4% del PIL nel 1° trimestre del 2023. Le Autorità, per sostenere l'economia, hanno finanziato un forte aumento degli investimenti in infrastrutture con obbligazioni speciali emesse dai governi locali, i quali hanno subito contemporaneamente, oltre alla normale riduzione delle entrate fiscali dovuta al rallentamento dell'attività economica e al taglio delle imposte, anche quella causata dal drastico calo delle vendite dei diritti di godimento della proprietà dei terreni in seguito alla crisi del mercato immobiliare. Questo tipo di entrate, pari al 36,5% delle entrate totali nel 2022, sono scese del 23,3% a/a nel 2022 e del 19,8% a/a nei primi nove mesi del 2023.

Il crescente fabbisogno finanziario, solo parzialmente coperto da trasferimenti intergovernativi, **ha quindi contribuito all'aumento del debito dei governi locali e dei loro veicoli finanziari**. Il debito di questi ultimi è stato parzialmente incluso nel calcolo del di quello dei governi locali dal 2014¹⁰. I governi locali non sono legalmente responsabili di questo debito ma, poiché molti LGFV, pur esercitando alcune attività di mercato o compiendo operazioni commerciali come imprese pubbliche non finanziarie¹¹, producono beni e servizi pubblici finanziati anche con trasferimenti dai governi locali, parte di esso viene considerato debito dello stato o debito potenziale dello

⁷ La contrazione degli investimenti in edilizia (-6,7% nella prima metà del 2023 dopo un calo dell'8,4% nel 2022) è stata accompagnata da un'ulteriore diminuzione sia dell'indice di clima (che resta ai minimi dal 2004) sia, negli ultimi mesi, dei prezzi medi delle abitazioni soprattutto nelle città meno grandi.

⁸ Si veda per esempio: George Magnus "Is China turning Japanese?", LSE blog, 8 March 2023 e Leo Lewis "[China's economy is looking at a new wave of Japanification](#)", Financial Times, 26 February 2023.

⁹ Si veda Natixis: China Thematic Research – corporate Monitor Series 2023, 19 luglio 2023; Joe Leahy, "China's corporate woes are narrower than 'Japanification' fears", Financial Times, 18 July 2023.

¹⁰ Il debito dei veicoli finanziari dei governi locali era considerato interamente fuori bilancio dalle Autorità cinesi fino a prima del 2014, anno in cui, in seguito alla revisione del National Audit Office (NAO), due terzi del debito esistente dei LGFV è stato ufficialmente riconosciuto come passività statale dei governi locali ed entrato nel calcolo del debito dei governi locali.

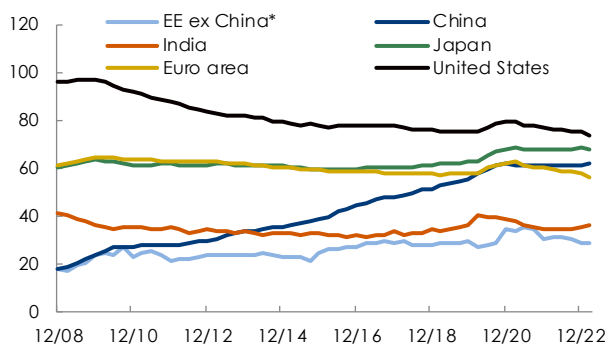
¹¹ Si veda anche: "LGFVs: Government Units or Nonfinancial Public Corporations?" in Appendix III. China: Augmented Fiscal Data, People's Republic of China 2014 Article IV Consultation, July 2014.

stato¹². Il FMI, includendo queste poste nel calcolo, parla pertanto di **“debito aumentato” e di “debito aumentato potenziale”**, che risulta superiore a quello calcolato delle Autorità cinesi.

Il FMI stima che il **debito dei LGFV** sia stato **pari al 48% del PIL a fine 2022**¹³. Quest'ultimo, sommato a un **debito esplicito dei governi locali del 30% del PIL e a quello del governo centrale del 22%** porta, insieme ad altro potenziale debito addizionale legato a particolari fondi governativi, la **stima del debito pubblico “aumentato” a 110% del PIL nel 2022** (fig. 4). Il FMI sottolinea che mentre il debito pubblico secondo la definizione delle Autorità (51,5% del PIL nel 2022) rimane gestibile, quello aumentato e il crescente fabbisogno finanziario ad esso associato rimangono elevati. Il debito in entrambe le definizioni è atteso in aumento nei prossimi anni con una stabilizzazione intorno al 2037¹⁴.

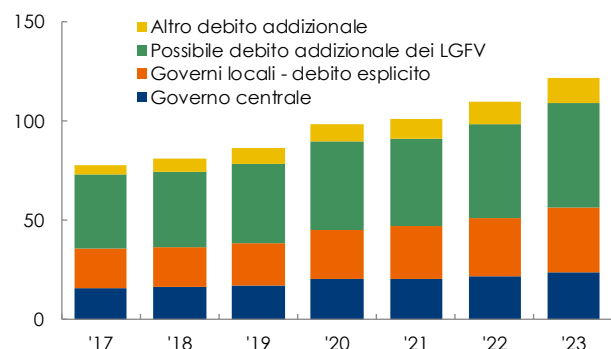
Diversi fattori mitigano i rischi finanziari legati alla sostenibilità del debito: la maggior parte di esso è domestico, i tassi di interesse sono bassi e lo stato è un creditore netto. Inoltre, il conto finanziario e dei capitali non è completamente aperto, il governo dispone di ampia liquidità con depositi fiscali pari a circa un terzo del PIL e il sistema bancario ha un'elevata capacità di prestito. **Tuttavia**, lo storno del mercato obbligazionario nel 4° trimestre del 2022, la mancata ripresa del mercato immobiliare nel 2023 e le interconnessioni tra settore finanziario bancario e non bancario hanno riportato in auge le **preoccupazioni riguardo la sostenibilità del debito dei LGFV, e quindi dei governi locali**.

Fig. 3- Credito alle famiglie (in % del PIL)



Nota: (*) economie emergenti esclusa la Cina, stima Intesa Sanpaolo su dati BIS e IMF. Fonte: BIS, IMF

Fig. 4 – Debito del settore statale (in % del PIL)



Nota: (*) debito legato ai fondi a contribuzione speciale e a quelli a guida governativa. Fonte: IMF

Diversi analisti documentano infatti un **peggioramento dei bilanci dei veicoli finanziari di molti enti locali tra il 2021 e il 2022** a causa del calo delle entrate. Le richieste di assistenza di alcuni governi locali, come quelli delle città di Guiyang (capitale della provincia del Guizhou) e di Hohhot (capitale della Mongolia Interna), hanno contribuito ad aumentare i timori degli investitori, provocando un ulteriore aumento gli spread delle obbligazioni emesse dai LGFV delle province con i bilanci peggiori. Un recente studio del Rhodium Group¹⁵, che analizza i bilanci di quasi 2900 LGFV, sottolinea un aumento della quota di debito a breve termine, che ha toccato il 25,7% nel 2022, una diminuzione dei ricavi sull'attivo (ROA mediano in calo e molto basso, intorno a 1% nel 2022, rispetto al 4,6% delle società quotate in borsa) e del tasso di copertura della spesa per interessi (mediana del campione analizzato scesa da 0,69 nel 2021 a 0,49 nel 2022). Lo studio rileva che solo circa un quinto dei LGFV analizzati ha sufficiente liquidità per far fronte al pagamento dei debiti a breve termine e coprire la spesa per interessi. Il **peggioramento**

¹² “China Economic Update – June 2023 – World Bank e vari Article IV sulla Cina del Fondo Monetario Internazionale.

¹³ People's Republic of China 2022 Article IV Consultation - IMF Country Report No. 23/67, February 2023.

¹⁴ Vedi nota precedente.

¹⁵ Allen Feng and Logan Wright: “Tapped out”, Rhodium Group Note, 1 June 2023.

dei bilanci dei LGFV e **l'aumento delle pressioni sul loro debito** sono fattori preoccupanti, a maggior ragione per le **interconnessioni tra il settore immobiliare e il settore bancario e non bancario**, e **richiederanno maggiori interventi da parte delle Autorità**.

L'esposizione del sistema bancario al settore immobiliare resta significativa, con i mutui e i prestiti alle imprese immobiliari che rappresentano rispettivamente il 17% e il 6% del totale dei prestiti bancari nel 2° trimestre del 2023. **Anche se a livello aggregato i rischi per il sistema bancario appaiono contenuti¹⁶, un aumento delle insolvenze delle imprese immobiliari e dei LGFV potrebbe imporre perdite significative ad alcune banche, in particolare nelle province caratterizzate da un basso reddito**, un debito elevato e ampie consistenze di progetti immobiliari non completati, ossia province che hanno meno capacità di spesa per poter intervenire in eventuali salvataggi. Tra le banche largamente esposte al mercato immobiliare che potrebbero avere problemi di bilancio spiccano le **banche commerciali rurali**, dove il rapporto dei crediti incagliati sul totale attivo è ben più alto rispetto alle altre (3,25% rispetto a una media di 1,29% per l'intero aggregato delle banche commerciali) e le misure di moratoria sui prestiti introdotte con la pandemia potrebbero aver maggiormente mascherato un deterioramento della qualità del credito.

Le insolvenze dei LGFV avrebbero inoltre un **impatto negativo anche sulle istituzioni finanziarie non bancarie**, rendendo la posizione delle piccole banche ulteriormente delicata data la loro significativa esposizione anche verso tali istituzioni. Il FMI rileva che queste ultime sono inoltre **particolarmente esposte verso i LGFV e il settore immobiliare**, sia attraverso le attività delle **società fiduciarie** (trust), che tipicamente finanziano le prime fasi dei progetti immobiliari come l'acquisto dei terreni, sia attraverso i **prodotti finanziari** offerti, quali quelli **di gestione del risparmio** (*Wealth Management Products*, WMP). La raccolta da tali prodotti è infatti investita in modo diretto nelle obbligazioni emesse dalle imprese immobiliari e dai LGFV e in modo indiretto nelle stesse società fiduciarie. Il FMI stima che l'esposizione verso il settore immobiliare e i LGFV potrebbe essere pari al 14% delle attività gestite da WMP (4,2 trilioni di CNY) e al 23% dell'attivo delle società di trust (3,3 trilioni di CNY)¹⁷.

Il debito delle famiglie

Un sensibile deterioramento del mercato immobiliare e dei bilanci dei LGFV potrebbe infine imporre **perdite significative anche ai detentori di prodotti di gestione del risparmio e dei trust, come sono anche le famiglie**. Esse sono inoltre già direttamente esposte verso il settore immobiliare, sia attraverso gli anticipi sull'acquisto di abitazioni di prossima costruzione sia attraverso i mutui, e sono sottoposte a vincoli di bilancio più stringenti a causa di un **indebitamento in rapida crescita**. Il debito delle famiglie è infatti **più che triplicato rispetto al 2008**, arrivando a 56% del PIL nel 2019, per stabilizzarsi **poco sopra 61% tra il 2020 e il 2022** (62% alla fine del 1° trimestre 2023), al di sopra della media dei paesi emergenti e **vicino a quello dei paesi industrializzati**, nonché ora **superiore a quello dell'area euro** (fig. 3). La **maggior parte del debito è composto proprio da finanziamenti per l'acquisto di abitazioni** (54%), le quali costituiscono la gran parte della ricchezza delle famiglie e una rilevante forma di investimento in un contesto di offerta ancora limitata, seppur in costante crescita, di prodotti di investimento finanziario alternativi. La velocità di incremento e il livello raggiunto dal debito delle famiglie aumenta i rischi di stabilità finanziaria soprattutto alla luce della persistente debolezza del mercato immobiliare, della difficoltà di molte imprese del settore a completare i progetti avviati e della mancanza di una regolamentazione della bancarotta personale (esiste come progetto pilota solo a Shenzhen) che impedisce una corretta risoluzione del debito. La stessa People's Bank of China

¹⁶ World Bank – China Economic Update – June 2023.

¹⁷ IMF Financial Stability Report, April 2023.

(PBoC) dal 2019 ha auspicato un maggior monitoraggio del debito delle famiglie e dei rischi che vi gravano in una prospettiva macroprudenziale¹⁸.

Conclusioni

La **persistente debolezza del settore immobiliare costituisce la maggiore fonte di rischio sistemico per l'economia cinese**, a causa non solo dell'impatto di ulteriori fallimenti delle imprese immobiliari sui bilanci delle banche - soprattutto di quelle più piccole - e delle interconnessioni tra settore finanziario bancario e non bancario, ma anche della riduzione delle entrate fiscali dei governi locali e delle difficoltà dei loro veicoli finanziari. A questi fattori si somma l'effetto negativo sui bilanci delle famiglie, già gravate da un indebitamento in rapida crescita che ne limita la capacità di ampliare i consumi. Tutti questi elementi continuano a rimanere una fonte di rischio sia per la stabilità finanziaria sia per la dinamica economica e lasciano i rischi al ribasso sullo scenario di crescita del Paese nel medio termine.

Le Autorità, pur continuando a preferire uno stimolo fiscale e monetario mirato e contenuto, stanno continuando a varare **misure per rianimare l'economia e il settore immobiliare nonché per contenere i rischi finanziari**. Le **misure a sostegno del settore immobiliare varate da fine 2022**, sia dal lato della domanda (allentamento delle misure antispeculative a livello locale, diminuzione delle caparre e dei tassi sui mutui) sia da quello dell'offerta (allentamento delle restrizioni al credito al settore immobiliare, facilitazione delle fusioni e acquisizioni) **non sono ancora riuscite a risollevarne le sorti e le prospettive del settore nel breve termine restano negative**. Il **peggioramento dei bilanci dei LGFV e l'aumento delle pressioni sul loro debito** sono **ulteriori fattori preoccupanti**, a maggior ragione per le interconnessioni tra il settore immobiliare e il settore bancario e non bancario, e **richiederanno maggiori interventi da parte delle Autorità, soprattutto sul fronte fiscale**.

L'allentamento fiscale e monetario, nonché **la vigilanza e gli sforzi delle Autorità** per limitare i rischi finanziari e il contagio tra gli operatori, supportano ancora uno **scenario centrale di decelerazione economica contenuta**, senza una crisi sistemica, con **previsioni di consenso** (Bloomberg) **a 4,5% nel 2024 e nel 2025, da 5,1% nel 2023**. Nonostante ciò, la **probabilità di uno scenario alternativo caratterizzato da una crisi finanziaria e da un maggiore rallentamento dell'economia**, accompagnato da possibili proteste sociali, **non può essere considerata del tutto trascurabile**. Le conseguenze, comunque mitigate dalle risorse di cui il Paese dispone (margine fiscale a livello di governo centrale e riserve in valuta estera ancora elevate), potrebbero essere significative sia all'interno del Paese, data la dimensione del sistema bancario e la crescita di forme di credito alternative, sia all'esterno, considerato il peso assunto dall'economia e dall'interscambio cinese nel mondo.

¹⁸ [China Financial Stability Report 2019](#).

Importanti comunicazioni

Gli economisti 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.

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, prevede, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, che comprendono 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 le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, ivi incluse le società del loro gruppo, nella produzione di documenti da parte degli economisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed Operazioni personali di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

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

Intesa Sanpaolo Research Department – Head of Department Gregorio De Felice**Coordination International Research Network****e-mail address****Giovanni Barone (Head)**

giovanni.barone1@intesasnpaolo.com

ISP Research Department (Headquarter Team)**Macroeconomic Research**

Silvia Guizzo (Asia ex-Japan)

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com

Debora Palmieri (Latin America and Sub-Saharan Africa)

debora.palmieri@intesasnpaolo.com

Francesca Pascali (MENA and EE)

francesca.pascali@intesasnpaolo.com

Antonio Pesce (CEE and SEE Countries and Quantitative Analysis)

antonio.pesce@intesasnpaolo.com

Francesco Martinelli (Data Base and Quantitative Analysis)

francesco.martinelli4@intesasnpaolo.com

Trade & Industry, Banking and Market Research

Wilma Vergi (Trade and Industry)

wilma.vergi@intesasnpaolo.com

Vincenzo Petrignano (Financial Markets)

vincenzo.petrignano@intesasnpaolo.com

Davidia Zucchelli (Banking)

davidia.zucchelli@intesasnpaolo.com

Pamela Furlan

pamela.furlan@intesasnpaolo.com

ISP International Subsidiaries Research Departments:**VUB (Slovakia, Czech Republic and Poland)**

Zdenko Štefanides (Head)

zstefanides@vub.sk

Michal Lehuta

mlehuta1@vub.sk

Jacob Obst

jobst@vub.sk

CIB (Hungary)

Mariann Trippon (Head)

trippon.mariann@cib.hu

Andras Bukovszki

bukovszki.andras@cib.hu

PBZ (Croatia, Bosnia I Hercegovina and Slovenia)

Ivana Jovic (Head)

ivana.jovic@pbz.hr

Ana Lokin

ana.lokin@pbz.hr

Banca Intesa (Serbia)

Marija Savic (Head)

marija.v.savic@bancaintesa.rs

Tijana Matijasevic

tijana.matijasevic@bancaintesa.rs

Jelena Draskovic

jelena.draskovic@bancaintesa.rs

Sanja Djokic

sanja.djokic@bancaintesa.rs

Katarina Bubonja

katarina.bubonja@bancaintesa.rs

Alexbank (Egypt)

Samer Halim (Head)

samer.halim@alexbank.com

Mariam Massoud

mariam.massoud@alexbank.com

Aly Fayad

aly.fayad@alexbank.com

Mayada Hassan

mayada.hassan@alexbank.com

ISP International Subsidiaries Research Contacts:**Intesa Sanpaolo Bank (Albania)**

Kledi Gjordeni

kledi.gjordeni@intesasnpaolobank.al

Intesa Sanpaolo Bank (Romania)

Marius Pacurari (Head)

marius.pacurari@intesasnpaolo.ro

Pravex Bank (Ukraine)

Artem Krasovskiy

artem.krasovskiy@pravex.ua

Eximbank (Moldova)

Natalia Mihalas

natalia.mihalas@eximbank.com

Olga Pista

olga.pista@eximbank.com

Doina Caraman

doina.caraman@eximbank.com