

Focus Stati Uniti

**American Jobs Plan: il ritorno degli investimenti pubblici**

14 aprile 2021

Il nuovo pacchetto fiscale presentato dall'Amministrazione Biden ha l'obiettivo di alzare la crescita di medio termine attraverso un aumento degli investimenti pubblici finanziati con maggiori imposte sulle imprese. Molti dettagli potranno ancora cambiare, ma gli effetti espansivi dell'American Jobs Plan saranno dilazionati e gradualmente, con un impatto circa nullo nel 2021-22.

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

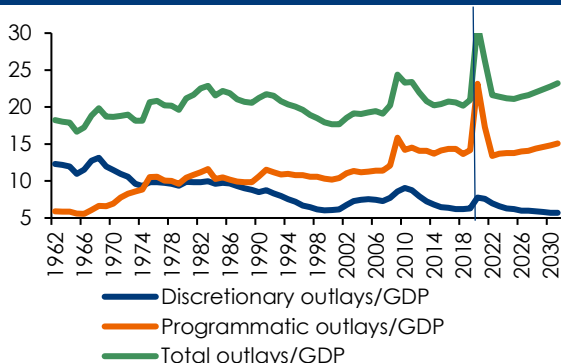
Giovanna Mossetti  
Economista - USA e Giappone

La finanza pubblica federale negli ultimi decenni è stata caratterizzata da un persistente aumento delle spese programmatiche (sanità e previdenza) e da un moderato sentiero verso il basso delle entrate tributarie (v. figure a fondo pagina). Per limitare gli effetti sul deficit, il Congresso dal 2011 in poi ha costantemente ridotto la crescita della **spesa discrezionale**, e **spinto verso il basso il peso degli investimenti pubblici sul PIL**. Una conseguenza è il deterioramento delle infrastrutture, che richiederebbero nuove spese per costruzione e manutenzione. Analogamente, appaiono necessari interventi per comunicazioni e ricerca e sviluppo, oltre che per la tutela ambientale. Secondo l'American Society of Civil Engineers (ASCE), sarebbero improrogabili investimenti per 2,6 tln in 10 anni per chiudere il gap di investimenti richiesti per il mantenimento dei sistemi di trasporto via mare, terra, aria e rotaia. Secondo l'ASCE, un'assenza di interventi costerebbe 10 tln di PIL e 2,4 mln di posti di lavoro in 10 anni.

**L'American Jobs Plan (AJP) ha come obiettivo il sostegno della crescita di medio termine** attraverso misure di spesa per 2,3 tln e crediti di imposta per 400 mld in 8 anni. Circa il 28% degli interventi di spesa sono concentrati in infrastrutture per i trasporti, con moltiplicatori ampi in una fase ciclica con disoccupazione elevata, mentre il resto del pacchetto prevede misure a sostegno di istruzione, controllo del riscaldamento climatico e ricerca e sviluppo. Il piano verrebbe finanziato con aumenti di imposte sulle imprese, neutralizzando l'impatto sul deficit in 15 anni. Indubbiamente, la dimensione del Piano nelle componenti diverse dalle infrastrutture è una fonte di rischi di inefficienze attuative tipiche dei grandi progetti statali, con possibili ricadute negative su deficit e debito, e limitazione degli effetti di medio termine sulla crescita.

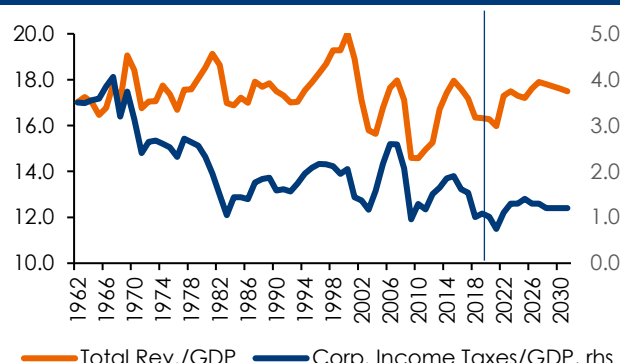
L'Amministrazione prevede di utilizzare la procedura di *reconciliation* e di riuscire ad **approvare la legge entro luglio**. Nel prossimo mese si intensificherà il dibattito sui dettagli, soprattutto dal lato delle entrate. Pur nell'attuale incertezza riguardo alla versione finale dell'AJP, prevediamo che **l'impatto sul PIL sia quasi nullo nel 2021-22, e moderatamente positivo negli anni successivi, con un rialzo della crescita di lungo termine di circa 1 decimo**.

Trend in calo dagli anni Settanta per le spese discrezionali...



Nota: Dati in % del PIL, previsioni a legislazione vigente dopo il 2020. Fonte: CBO

... e per le imposte sul reddito delle imprese



Nota: Dati in % del PIL, previsioni a legislazione vigente dopo il 2020. Fonte: CBO

## Un nuovo pacchetto fiscale a sostegno della crescita di lungo termine

L'American Jobs Plan differisce radicalmente dall'American Rescue Plan approvato a marzo. L'obiettivo è ora sostenere la crescita di medio termine attraverso un aumento degli investimenti, finanziato da rialzi di imposte. Le misure previste richiederanno tempo per avere effetti sulla produttività e sulla crescita.

Dopo l'American Rescue Plan Act (ARPA), con misure di emergenza (1,9 tln) per contrastare COVID-19, l'Amministrazione Biden ha presentato l'American Jobs Plan, mirato a rafforzare le infrastrutture e gli investimenti in capitale fisico e umano, con l'obiettivo di sostenere la crescita nel medio periodo. L'AJP include interventi di spesa per 2,3 tln di dollari e crediti di imposta stimati in 400 mld, da attuare nell'arco di otto anni, con un effetto stimato sul deficit 2021-31 di circa 2,7 tln di dollari. L'Amministrazione propone di finanziare il piano attraverso una combinazione di aumenti di imposte sulle imprese, per oltre 2 tln in 15 anni. L'AJP è la prima parte del Build Back Better Recovery Plan, suddiviso in due fasi, la prima mirata alle infrastrutture, la seconda alla riduzione delle diseguaglianze e alla crescita inclusiva della forza lavoro.

Grazie a una reinterpretazione delle regole del Senato annunciata dall'organo competente (il "parlamentarian"), l'Amministrazione potrà presentare anche l'AJP con la procedura di *reconciliation* che richiede solo la maggioranza semplice al Senato. Il futuro dell'AJP si svilupperà durante un periodo di discussioni per definire i dettagli sia dal lato delle uscite sia da quello del finanziamento, con l'approntamento della versione finale entro luglio, in modo che possa essere approvata prima della chiusura estiva del Congresso ad agosto. L'impatto del piano sulla crescita sarà molto più difficile da valutare rispetto a quello dell'ARPA, per via delle caratteristiche delle misure di spesa e della presenza di effetti contrastanti collegati ai rialzi di imposte proposti. Qualunque sia la versione finale che verrà presentata per il voto in Congresso, l'AJP dovrebbe determinare variazioni minime nel 2021-22, seguite da effetti espansivi moderati negli anni successivi e da un modesto incremento della crescita di lungo termine.

### Cosa c'è nell'AJP?

L'AJP prevede un incremento degli investimenti federali finanziato con aumenti di imposte sulle imprese. Il ventaglio di interventi dal lato della spesa è ampio e tocca tutte le tipologie che definiscono le uscite come "investimenti federali" (FI, v. sotto).

**Tab. 1 – American Jobs Plan: le misure...**

Provisions	10 year estimate
Invest in transportation infrastructure	621
Invest in domestic manufacturing, R&D, job training	590
Expand home care services	400
Improve housing, schools, childcare facilities, VA hospitals and Federal buildings	328
Invest in broadband, electrical grid, clean water	311
Total spending	2250
Clean energy tax credits	400
<b>TOTAL SPENDING+TAX CREDITS</b>	<b>2650</b>
<b>Memo - Including the tax measures (tab. 2):</b>	
Effect on deficit 10 yrs	900
Effect on deficit 15 yrs	App. 0

Nota: Dati in mld di dollari. Fonte: CRFB, aprile 2021

Dal lato delle entrate, l'Amministrazione prevede un mix di aumenti di imposte sulle imprese che, nell'arco di 15 anni, dovrebbero coprire le uscite previste.

**L'American Jobs Plan prevede interventi espansivi per circa 2,7 tln di dollari in 8 anni, finanziati da aumenti di imposte sulle imprese distribuiti in 15 anni**

Tab. 2 - ...e il loro finanziamento

Provisions	10 yr savings	15 yr savings
Raise corporate income tax rate from 21 to 28 percent	891.6	1300
Strengthen the global minimum tax (GILTI) for U.S. multinational corporations	550	750
Eliminate deduction for Foreign-Derived Intangible Income (FDII)	250	400
Enact a 15 percent minimum tax on corporate "book" income	100	200
Prevent U.S. corporations from inverting or claiming tax havens as their residence	25	50
Eliminate deductions for U.S. corporations related to offshoring jobs and create tax credits related to onshoring jobs	25	30
Ramp up corporate tax enforcement	unknown	unknown
Achieve global agreement on a strong corporate minimum tax through multilateral negotiations	unknown	unknown
<b>Total</b>	<b>1750</b>	<b>2650</b>

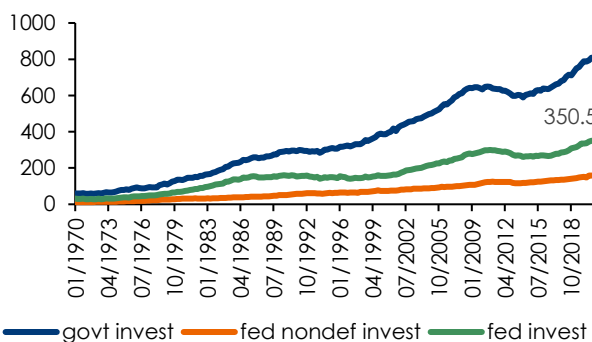
Nota: Dati in mld di dollari. Fonte: CRFB, aprile 2021

Gli aumenti di imposta proposti sono in via di discussione e potrebbero essere di portata più limitata rispetto a quanto previsto inizialmente e incorporato nella tabella 2. In particolare, si sta discutendo la possibilità di portare la corporate tax rate a 25% anziché a 28% come indicato ora nel piano, e sembra probabile che il rialzo della tassa minima del 15% sul "book income" venga limitata a società con reddito al di sopra di una soglia tale da includere solo 45 società di grandissime dimensioni.

### Quali sono gli effetti di un aumento degli investimenti pubblici?

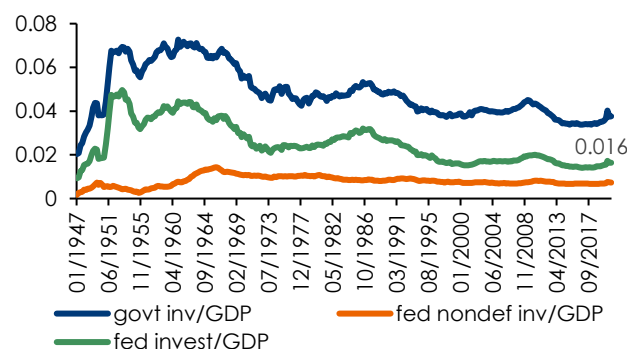
Gli Investimenti Federali (IF) sono spesa federale con benefici di lungo termine. Il totale stimato per il 2020 è pari a 350,5 mld, di cui 150,1 mld ex-difesa. Il comparto ex-difesa è suddiviso in: capitale fisico, in genere per trasporti (37%), istruzione e formazione (41%), e ricerca e sviluppo (22%). Gli IF sono pari a circa il 2% del PIL e il 12% della spesa federale, su livelli circa costanti negli ultimi 25 anni, con l'eccezione di un picco nel 2010-11, sulla scia degli investimenti previsti dal programma ARRA, quando hanno toccato circa il 4% del PIL e il 15% della spesa federale. Negli anni Sessanta, gli IF erano pari a circa il 30% della spesa federale, sulla scia di grandi progetti (per esempio l'iniziativa Apollo e la costruzione del sistema autostradale).

Fig. 1 – Spesa pubblica per investimenti



Nota: Dati in mld di dollari. Per memoria, PIL 2020= 21,5 tln di dollari.  
Fonte: FRED

Fig. 2 – Spesa pubblica per investimenti/PIL: totale (governo federale + stati ed enti locali), federale e federale ex-difesa



Fonte: FRED

Secondo stime del CBO, con un 1 mld aggiuntivo di IF, solo 50 mln hanno effetti sulla produttività nell'anno di attuazione, nel secondo anno sono efficaci 200 mln e l'intero pacchetto è efficace solo al ventesimo anno. Il **rendimento annuo degli IF è stimato dal CBO a circa il 5%**, contro il 10% stimato per investimenti privati. L'effetto sul PIL è di circa 2,5 mln nel primo anno, 12,5 mln nel secondo, a crescere nel resto del ventennio. Il CBO stima che nel primo decennio di un piano di investimenti aggiuntivi, solo circa la metà influenzerebbe la produttività. Il ritorno sugli investimenti pubblici si dispiega su un arco di tempo maggiore rispetto a quello degli investimenti privati, tipicamente condotti esclusivamente su capitale fisico. La spesa per ricerca e sviluppo e per formazione/istruzione richiede un periodo molto più lungo per dispiegare i suoi effetti.

Gli effetti degli IF dipendono dalla modalità di finanziamento (deficit, aumento di imposte o riduzione di altre uscite). L'aumento di IF, incrementando la produttività e il reddito prodotto, determinerebbe un rialzo di entrate sul PIL, poi mitigato da un'eventuale restrizione alla crescita derivante da interessi e/o entrate più elevati, o dalla minor spesa corrente (a seconda del metodo di finanziamento). Gli effetti del programma sarebbero limitati nei primi anni dal fatto che sia la spesa sia l'impatto sulla produttività avvengono in modo graduale. Tuttavia, in una fase di disoccupazione elevata, pur con dei ritardi, un programma di investimenti pubblici ha ricadute positive sulla crescita.

Il CBO stima che **ogni dollaro speso dal governo federale in investimenti dia luogo a una spesa effettiva finale di solo 0,67 dollari**, perché sostituisce spese altrimenti incorse da privati e/o stati ed enti locali. Varie **stime del moltiplicatore degli investimenti pubblici nel breve termine lo pongono poco sopra lo zero**, per via degli effetti di *crowding out* su investimenti privati, anche se in alcune circostanze (autorità monetaria vincolata da tassi a zero e/o ampio grado di risorse inutilizzate) il moltiplicatore può essere marginalmente positivo<sup>1</sup>. Tuttavia, **nel medio termine il moltiplicatore degli investimenti pubblici aumenta con effetti persistenti sulla produttività**. Secondo il FMI<sup>2</sup>, il moltiplicatore degli investimenti pubblici negli USA è pari a circa 0,8 dopo due anni, con livelli dipendenti dallo stock di capitale iniziale in relazione al PIL. In media tale rapporto è stimato a 0,65, in un intervallo compreso fra 0,2 e 1,8 per i diversi Stati, con l'implicazione di un moltiplicatore in media relativamente elevato. Un fattore rilevante per la valutazione dell'impatto degli investimenti pubblici riguarda la loro tipologia. In particolare, per le infrastrutture in capitale fisico, il moltiplicatore è stimato fra 3 e 7 nel lungo termine<sup>3</sup>, mentre le spese per ricerca e sviluppo e per istruzione e formazione hanno moltiplicatori nettamente inferiori. Come appare dalla tabella 1, su circa 2,3 tln di nuova spesa, circa il 27% è concentrato in infrastrutture nel settore trasporti. Infine, con un ritorno in media pari al 5%, a fronte di un livello dei rendimenti a lungo termine di poco inferiore al 2%, un investimento di questo tipo è economicamente efficiente. Altre analisi stimano ritorni mediamente più elevati, con un minimo a 6%<sup>4</sup>.

**Il moltiplicatore degli investimenti pubblici è stimato fra 0,7 e 0,8 dal CBO e dal FMI, con un ritardo temporale di circa 2 anni**

Una simulazione del modello di Moody's Analytics stima che, pur in presenza dei rialzi di imposte previsti dall'AJP, **gli effetti netti del piano siano espansivi a partire dal 2023**, dopo un primo biennio influenzato più dalla restrizione dal lato delle imposte che dallo stimolo della spesa aggiuntiva, lenta nella sua attuazione. Invece, la Tax Foundation stima che un aumento della spesa per investimenti pubblici genererebbe un beneficio netto di 0,1pp sul PIL potenziale se finanziato con deficit o con riduzione di altre spese, ma ridurrebbe il PIL potenziale di -0,4pp se finanziato con maggiori imposte. Secondo la Tax Foundation, il rialzo della corporate tax rate al 28%, con un'aliquota totale di 32,3% includendo le imposte statali, sui massimi fra i paesi OCSE, avrebbe un effetto negativo sulla crescita potenziale pari a circa -0,8pp. A nostro avviso, tuttavia, l'evidenza della riforma tributaria attuata da Trump nel 2017 suggerisce uno scarso collegamento fra livello della corporate tax e investimenti delle imprese, e in ogni caso la presenza di programmi di ammortamento accelerato dovrebbe evitare significative riduzioni dei piani di spesa delle imprese.

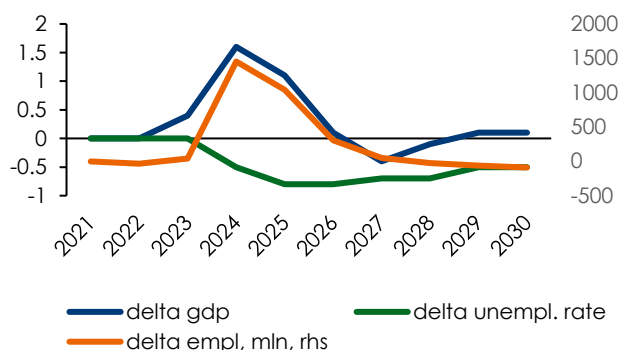
<sup>1</sup> C. Bohm, [Government investment and fiscal stimulus](#), Voxeu, settembre 2019.

<sup>2</sup> Alejandro Izquierdo et al., [Is the Public Investment Multiplier Higher in Developing Countries? An Empirical Exploration](#), IMF Working Paper 19/289, dicembre 2019.

<sup>3</sup> S. Leduc, D. Wilson, Roads to Prosperity or Bridges to Nowhere? Theory and Evidence on the Impact of Public Infrastructure Investment, NBER Macroeconomics Annual, 2012.

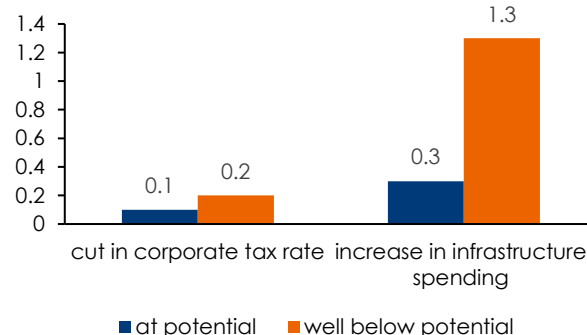
<sup>4</sup> J. Bivens, [The potential macroeconomic benefits from increasing infrastructure investment](#), EPI, luglio 2017.

**Fig. 3 – L'AJP avrebbe scarsi effetti nel 2021-22, ma effetti netti espansivi negli anni successivi, incluso un probabile marginale aumento della crescita di lungo termine**



Nota: Delta GDP e delta unempl. rate in punti percentuali rispetto allo scenario base, delta empl. in migliaia. Fonte: Moody's Analytics

**Fig. 4 – Gli effetti di variazioni della spesa per infrastrutture e delle imposte sulle imprese dipendono dallo stato dell'economia e dalle risorse inutilizzate, soprattutto sul mercato del lavoro**



Nota: Media stimata dei moltiplicatori per le due misure, a seconda dello stato dell'economia. Fonte: Tax Policy Center

### Conclusioni: il diavolo è nei dettagli (ancora scarsi), ma è probabile che l'AJP abbia effetti espansivi solo dopo il 2023

L'AJP prevede aumenti di spesa per investimenti pari a circa 2,3 tln e crediti di imposta per 400 mld in 8 anni, con un probabile finanziamento attraverso aumenti delle imposte sulle imprese distribuiti su 15 anni. Mentre il totale della spesa e dei crediti di imposta dovrebbe essere poco variato nella versione finale, il lato del finanziamento è soggetto a modifiche e potrebbe includere una copertura con entrate inferiore a quella inclusa nella versione preliminare del piano, con un possibile ricorso a un moderato incremento del deficit sull'orizzonte a 15 anni (già peraltro pari a 900 mld nel 2021-31).

In termini operativi, le discussioni che si aprono ora, pur formalmente estese anche ai Repubblicani, saranno più che altro mirate a ottenere il supporto dei Democratici moderati, sia alla Camera sia soprattutto al Senato, in modo da poter garantire il passaggio della legge entro luglio. Un ulteriore elemento rilevante per la stesura definitiva del Piano sarà la valutazione da parte dell'organo competente del Senato riguardo alla possibilità di includere tutte le misure proposte all'interno del perimetro che definisce la procedura di *reconciliation*. Pur nell'incertezza relativa ai dettagli della versione finale, **la previsione è che l'AJP abbia ricadute circa nulle sul 2021-22 e contribuisca a sostenere la crescita in modo graduale dal 2023 in poi**, con effetti molto più diluiti rispetto a quelli delle leggi approvate finora per contrastare la pandemia.

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Incentivi relativi alla ricerca

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

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

### Metodologia di distribuzione

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

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

## Metodologia di valutazione

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

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com