

Focus Area Euro

La riforma della governance fiscale europea: implicazioni per l'Italia

4 maggio 2023

Lo scorso 26 aprile, la Commissione Europea ha pubblicato l'attesa proposta di riforma del Patto di Stabilità e Crescita, recependo alcune delle osservazioni che erano state mosse al documento pubblicato lo scorso novembre. Le nuove regole prevedono l'utilizzo della regola sulla crescita della spesa primaria netta come principale strumento operativo, nonché la definizione di piani di consolidamento pluriennali differenziati per Paese, in modo da tenere conto delle differenti situazioni debitorie, a fronte però di un rafforzamento delle procedure di sorveglianza. Soprattutto nel caso di Paesi ad alto debito come l'Italia, la regola sulla spesa è in realtà una regola sul saldo primario e i risultati della Debt Sustainability Analysis saranno determinanti per definire il sentiero di consolidamento fiscale.

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

- **I valori "obiettivo" su debito e deficit pubblico sono stati mantenuti**, rispettivamente al 60% e al 3% del PIL, a fronte però di un **approccio country-specific** con l'adozione di piani di consolidamento basati sull'evoluzione della spesa primaria netta differenziati per Paese. Per la definizione degli obiettivi sarà rilevante non solo il livello del debito ma soprattutto la sua sostenibilità, misurata attraverso la **Debt Sustainability Analysis** della Commissione.
- **I Governi potranno richiedere un percorso di aggiustamento più lento** (fino a 7 anni) nel caso di riforme o investimenti finalizzati a sostenere la crescita nel lungo periodo mentre **non è stata inclusa una golden rule sugli investimenti**. Verrebbero **confermate le procedure per deficit e debito eccessivo** a fronte però di un maggiore automatismo nell'applicazione.
- **I Paesi con disavanzo o debito superiori al target dovranno rispettare alcune condizioni**, tra cui un sentiero discendente del debito ed un aggiustamento fiscale minimo finché il disavanzo non torni sotto la soglia del 3% del PIL. È stata inserita anche una clausola anti-backloading per i Paesi che faranno richiesta di estensione del piano.
- **Il quadro programmatico presentato dal Governo italiano nel DEF 2023** prevede un percorso di aggiustamento fiscale coerente con il MTO sul saldo strutturale e un ritorno del disavanzo sotto il 3% nel 2026 e, secondo le nostre analisi, **sarebbe conforme anche al nuovo quadro di governance**.
- **Abbiamo simulato l'applicazione delle nuove regole in Italia anche nel più lungo termine** e lo sforzo fiscale richiesto rimarrebbe comunque significativo e solo moderatamente meno restrittivo rispetto a quello implicito nella precedente regola sul saldo strutturale.

Andrea Volpi

Economista - Area euro

La proposta della Commissione Europea

Nel definire una proposta di riforma della governance UE, l'obiettivo dichiarato della Commissione è quello di attenuare alcune **criticità** dell'attuale sistema di regole, che nel passato hanno limitato l'applicazione effettiva delle norme e favorito politiche fiscali pro-cicliche e/o un ulteriore accumulo di squilibri macroeconomici o di finanza pubblici come obiettivi di consolidamento poco realistici, eccessiva complessità e limitata trasparenza.

Come prevedibile, **i valori "obiettivo" su debito e deficit pubblico sono stati mantenuti, rispettivamente al 60% e al 3% del PIL**; infatti, per una modifica sarebbe necessaria una riforma dei trattati, o dei protocolli dei trattati, di limitata realizzabilità. Tuttavia, la Commissione ha riconosciuto che le differenze tra Paesi di fatto rendono poco realistico il percorso di aggiustamento medio del debito pari a 1/20 all'anno della differenza tra debito corrente e il 60% del PIL. La soluzione proposta è quindi quella di utilizzare un **approccio country-specific** con l'adozione di **piani di consolidamento quadriennali** (o quinquennali, a seconda dei cicli elettorali) **differenziati per Paese, che tengano conto delle situazioni debitorie di partenza**. In particolare, per la definizione degli obiettivi non sarà rilevante tanto il livello del debito quanto la sua sostenibilità, misurata attraverso la Debt Sustainability Analysis della Commissione. In particolare, la tendenza decrescente del debito a politiche invariate dovrà essere mantenuta per dieci anni oltre la fine del periodo di aggiustamento, e sottoposta ad analisi di simulazione con shock su tassi d'interesse, crescita e saldo primario.

Nel nuovo regime **i Governi potranno richiedere un percorso di aggiustamento più lento (fino a 7 anni) nel caso di riforme o investimenti finalizzati a sostenere la crescita** (e quindi la sostenibilità fiscale) **nel lungo periodo**, purché coerenti gli obiettivi comunitari.

In termini operativi la Commissione pubblicherà, per le economie con parametri fiscali che non rispettano i target su deficit o debito, delle **"traiettorie tecniche"** specifiche per Paese, finalizzate ad assicurare che il debito a politiche invariate intraprenda una traiettoria discendente nei successivi 10 anni, e che il deficit ritorni o rimanga al di sotto del 3% del PIL. Per i Paesi che già rispettano i target verranno al contrario rilasciate delle "informazioni tecniche" relative al saldo primario strutturale finalizzate ad assicurare che la gestione dei conti pubblici rimanga prudente.

Gli obiettivi ultimi dei piani pluriennali rimangono quindi la sostenibilità del debito e un deficit inferiore al 3% del PIL. Tuttavia, in un'ottica di semplificazione delle norme e di utilizzo di variabili osservabili e più facilmente controllabili, **si sostituisce il complesso sistema esistente** (che consta di una regola sul saldo strutturale, una sul debito e una sulla spesa), **con un'unica indicazione sulla spesa primaria netta¹** che diverrebbe così il principale strumento di analisi e monitoraggio della politica fiscale.

In sintesi, ogni Paese dovrà tradurre gli obiettivi di medio termine dettati dalla Commissione in un sentiero pluriennale di spesa (spesa primaria al netto degli stabilizzatori automatici e di modifiche discrezionali dal lato delle entrate) **finalizzato a garantire la sostenibilità del debito e il controllo del disavanzo**.

¹ La regola della spesa primaria netta richiede che la spesa pubblica al netto degli interessi, delle spese per programmi UE interamente coperte da fondi comunitari, della componente ciclica della spesa per sussidi di disoccupazione, e delle entrate discrezionali, non cresca a ritmi superiori al PIL potenziale nominale.

Le principali differenze rispetto alla proposta dello scorso novembre riguardano le condizioni di convergenza verso gli obiettivi:

- **i documenti pubblicati non fanno più riferimento alla distinzione tra Paesi a basso, moderato e alto rischio** nella determinazione degli obiettivi. I Paesi vengono ora distinti tra quelli con disavanzo sotto il 3% e debito sotto il 60% del PIL e quelli con deficit e debito sopra il target;
- il rapporto debito/PIL alla fine del piano pluriennale dovrà essere **inferiore a quello registrato all'inizio**;
- sarà richiesto un **aggiustamento annuo pari ad almeno lo 0,5% del PIL finché il rapporto deficit/PIL non torni alla soglia del 3%**;
- i Paesi che faranno richiesta di un'estensione del piano dovranno comunque raggiungere una parte significativa del consolidamento fiscale nei primi quattro anni (**clausola anti-backloading**).

Una volta approvati dal Consiglio, i piani saranno vincolanti; in caso di cambi di governo, **sarà possibile richiedere una revisione** (in modo da tener conto delle diverse priorità politiche o di composizione della spesa), a condizione che lo sforzo fiscale non venga ridimensionato o posticipato.

Non è stata inclusa una golden rule sugli investimenti, ovvero una norma che escluda le spese in conto capitale dalla regola sulla spesa netta o dal computo del deficit; la Commissione terrà comunque conto degli investimenti pubblici nella definizione degli obiettivi e dei piani pluriennali. La scelta di non adottare una vera golden rule lascerebbe alla Commissione una certa discrezionalità nell'indirizzare le decisioni di spesa verso le tipologie di investimento di volta in volta ritenute maggiormente strategiche.

Nel nuovo quadro di governance, il monitoraggio verrebbe svolto annualmente, e sarebbe concentrato sulla compliance del sentiero di spesa rispetto ai piani pluriennali concordati con la Commissione. In questa cornice gli organismi nazionali indipendenti di vigilanza fiscale avrebbero un peso maggiore sia nell'analisi ex-ante che nel controllo ex-post, assicurando anche una maggiore trasparenza nella gestione delle finanze pubbliche.

Sono inoltre presenti **clausole di salvaguardia generali e specifiche per Paese**, in modo da permettere scostamenti temporanei dal sentiero di aggiustamento nel caso di situazioni eccezionali (ma sarà necessaria l'approvazione del Consiglio UE sulla base di una proposta da parte della Commissione).

Verrebbero infine **confermate le procedure per deficit e debito eccessivo** (EDP). In passato l'efficacia delle norme è stata discreta nel consentire un contenimento del disavanzo ma insufficiente ad impedire un eccessivo accumulo di debito. Una novità della proposta della Commissione è un maggiore automatismo nella adozione della procedura per debito eccessivo: nel caso di Paesi ad alto debito, uno scostamento dal sentiero di consolidamento programmato della spesa porterebbe all'apertura automatica di una procedura d'infrazione.

L'obiettivo della Commissione è l'**approvazione della riforma della governance entro la fine dell'anno**, in modo che Commissione e Governi nazionali possano iniziare a discutere i piani pluriennali con le nuove regole già nel 1° trimestre del 2024, prima del rinnovo di Parlamento e Commissione. I tempi per raggiungere la convergenza tra Consiglio, Commissione e Parlamento sono quindi molto stretti.

Le implicazioni per i Paesi ad alto debito: il caso dell'Italia

La proposta della Commissione, pur contribuendo a semplificare le norme esistenti, certifica un **approccio "flessibile" di fatto già applicato nella prassi**. Infatti, nel passato, ai Paesi ad alto debito è stato "concesso" un non pieno rispetto della regola del debito (che avrebbe implicato un consolidamento fiscale eccessivo e irrealistico), a fronte però della compliance della norma sull'aggiustamento del saldo strutturale (tenendo conto delle clausole su investimenti e riforme).

Rispetto alla "vecchia" regola sul saldo strutturale, il principale vantaggio è che la nuova norma basata sulla spesa primaria netta è più facilmente controllabile (e direttamente osservabile) dai Governi rispetto al deficit strutturale; inoltre, l'esclusione degli stabilizzatori automatici dall'aggregato di spesa ridurrebbe la pro-ciclicità della politica fiscale nei periodi recessivi. Tuttavia, non è possibile determinare un sentiero di ridimensionamento di disavanzo e debito a prescindere da entrate e costo del servizio del debito, perciò **la regola sulla spesa è in realtà una regola sul saldo primario**. Inoltre, le poste di spesa escluse dal calcolo della spesa primaria netta (la componente ciclica dei sussidi di disoccupazione e i fondi europei) hanno un peso comunque limitato sul totale della spesa. **Infine, il maggiore automatismo nell'apertura di procedure d'infrazione dovrebbe incentivare l'applicazione delle norme.**

La clausola di salvaguardia generale, che era stata attivata nel 2020, sarà disattivata a fine 2023, perciò nell'anno in corso la Commissione non aprirà procedure di disavanzo eccessivo sulla base dei risultati fiscali del 2022, mentre **per quanto riguarda i Programmi di Stabilità del 2023 la Commissione richiede il rispetto della regola sul saldo strutturale e della crescita della spesa corrente, sulla base delle disposizioni attualmente vigenti**, con l'obiettivo di un ritorno del deficit sotto il 3% del PIL nel periodo coperto dai Programmi. Le raccomandazioni per il 2024, anno di transizione verso le nuove regole, saranno formulate con riferimento all'evoluzione del nuovo "aggregato" della spesa primaria netta.

Il quadro programmatico presentato dal Governo italiano nel DEF 2023 prevede un percorso di aggiustamento fiscale coerente con il MTO sul saldo strutturale e un ritorno del disavanzo sotto il 3% nel 2026. **Nel periodo 2023-24, il miglioramento del saldo strutturale (+3,6% e +0,9%, rispettivamente, contro il +0,6% richiesto) è ampio** per via del venir meno delle misure a tantum adottate per contrastare prima l'emergenza pandemica e poi la crisi energetica), nonché per effetto del graduale ridursi dell'adesione ai bonus edilizi. Negli obiettivi governativi lo sforzo fiscale in termini di saldo strutturale resterà positivo nel biennio successivo ma si farà più contenuto, prevalentemente per via del rialzo dei tassi d'interesse. Con l'applicazione delle nuove regole, sarà il saldo primario ad assumere una maggiore importanza; i progressi per il saldo primario strutturale nel 2025-26 secondo il piano governativo restano significativi (+0,5% e +0,8% rispettivamente).

Secondo le nostre analisi, **il programma di stabilità presentato dal Governo italiano sarebbe conforme anche al nuovo quadro di governance**: nell'orizzonte 2023-2026, l'aggregato di spesa primaria netta crescerebbe a ritmi inferiori al PIL potenziale nominale, il disavanzo scenderebbe al di sotto del 3% alla fine dell'orizzonte previsivo con aggiustamenti annui superiori allo 0,5% del PIL, e il rapporto debito/PIL è atteso rimanere su un trend discendente.

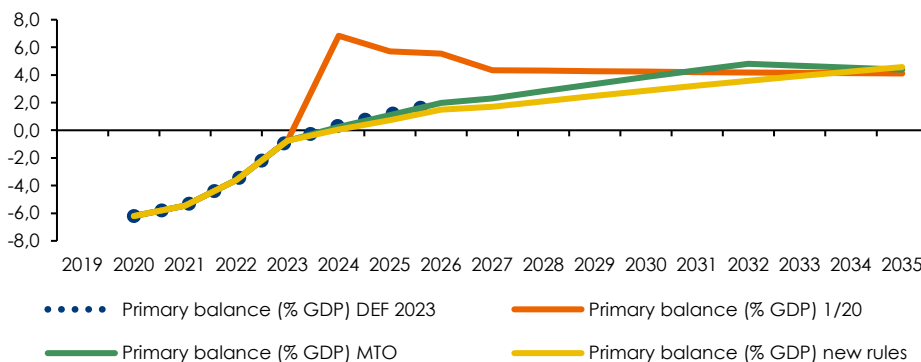
Fonti di stampa riportano che secondo Bruxelles, nel caso italiano, sarebbero necessari **aggiustamenti medi annui tra 0,45% e 0,85% del PIL**, a seconda che i programmi risultino quadriennali o settennali, per garantire una tendenza verso il basso del debito nei dieci anni successivi anche nel caso di stress test deterministici e shock stocastici su tassi d'interesse, crescita e saldo primario. Le stime sono coerenti con quanto emerso dalle simulazioni effettuate dal MEF nel DEF nell'ambito della Debt Sustainability Analysis. Se tale percorso di aggiustamento dovesse essere confermato, **lo sforzo fiscale richiesto all'Italia rimarrebbe significativo anche nell'ipotesi di un piano declinato su sette anni, e risulterebbe solo moderatamente meno restrittivo rispetto a quello implicito nella precedente regola sul saldo strutturale (+0,6% di PIL all'anno).**

Nell'ipotesi, più restrittiva, di un aggiustamento richiesto pari a 0,85% del PIL in quattro anni a partire dal 2024, il sentiero di consolidamento risulterebbe più severo rispetto a quello delineato dal Governo nel DEF. La differenza rispetto al quadro programmatico sarebbe contenuta nel biennio 2024-25 (intorno allo 0,2% del PIL in media annua) quando lo sforzo fiscale previsto dal Governo è già piuttosto ampio mentre supererebbe i 10 miliardi aggiuntivi in media annua a partire dal 2026 (ipotizziamo uno scenario a politiche invariate per il 2027).

Abbiamo svolto un'analisi di simulazione sugli aggiustamenti fiscali richiesti sulla base delle diverse regole fiscali (regola del debito, regola del saldo strutturale, nuova regola della spesa declinata in sette anni) **nell'ipotesi di una piena applicazione delle stesse a partire dal 2024.**

Nel nostro esercizio abbiamo ipotizzato, in linea con le stime contenute nel DEF, che a partire dal 2026 la crescita del PIL converga al potenziale e che il deflatore si assesti al 2%. Per quanto riguarda il costo medio del debito ipotizziamo un graduale incremento della spesa per interessi in rapporto al PIL in linea con le stime governative. Per isolare gli effetti del consolidamento fiscale assumiamo che nel lungo periodo il costo medio del debito si allinei alla crescita del PIL nominale (dato che l'ipotesi può apparire ottimistica abbiamo ripetuto la simulazione anche nel caso di un costo del debito superiore alla crescita nominale e i risultati non sono significativamente differenti). Per le stime sui saldi strutturali e sulla crescita di entrate e uscite fiscali abbiamo utilizzato le elasticità usate rispettivamente dalla Commissione Europea e dall'OCSE. **Le nuove regole implicherebbero uno sforzo fiscale meno drammatico rispetto a quello richiesto dalla "vecchia" regola sul debito** (che si conferma irrealistica nella sua applicazione) **e solo moderatamente meno ampio rispetto a quello coerente con la "vecchia" regola dell'obiettivo di medio termine sul saldo strutturale.**

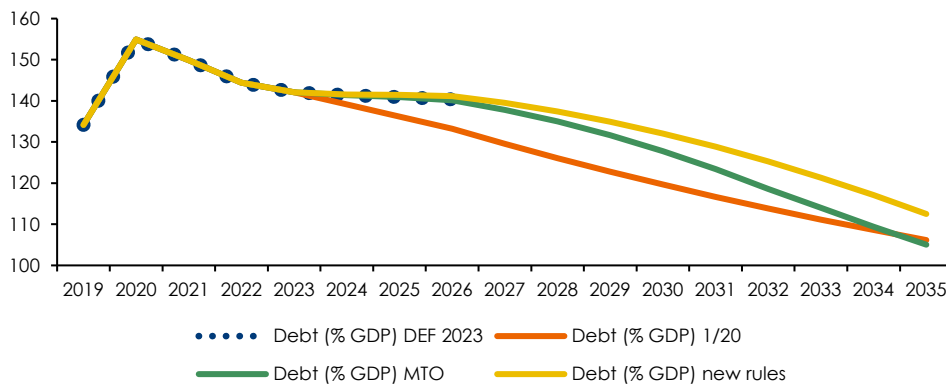
Saldo primario (% PIL) nei diversi scenari di regole fiscali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per semplicità, non distinguiamo l'impatto sulla crescita del PIL nei diversi percorsi di aggiustamento fiscale. La regola del debito avrebbe però un impatto decisamente più restrittivo sulla crescita economica rispetto alle altre due, tale da rallentare il percorso di consolidamento.

Debito pubblico (% PIL) nei diversi scenari di regole fiscali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, lo spostamento dell'attenzione dal saldo strutturale alla spesa primaria netta è soltanto di natura formale, e il vero snodo cruciale per la definizione dei piani di convergenza sarà l'analisi di sostenibilità del debito e la negoziazione tra la Commissione e i singoli Governi nazionali nel definire i percorsi di aggiustamento. **Per i Paesi ad alto debito, come l'Italia o la Francia, uno sforzo fiscale significativo sarebbe richiesto** anche nel nuovo sistema di regole.

Infine, in termini prospettici, i trend di lungo periodo che interessano le economie sviluppate come il declino demografico e l'invecchiamento della popolazione, nonché gli obiettivi di incremento della spesa per la difesa e per la transizione energetica, continueranno ad esercitare pressioni importanti sulla sostenibilità delle finanze pubbliche e potrebbero richiedere interventi più strutturali nella gestione della politica fiscale. Inoltre, anche le dinamiche future dei tassi d'interesse saranno rilevanti per determinare l'effettiva sostenibilità del debito. Su questo fronte l'incertezza è particolarmente elevata dopo che lo shock generato dalla pandemia ha interrotto una tendenza discendente in atto da almeno un ventennio mentre sussistono una serie di fattori secolari contrastanti che potrebbero guidare i tassi nel futuro.

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo S.p.A.-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 S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)
Aniello Dell'Anno
Giovanna Mossetti
Andrea Volpi
Simone Zava

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com
simone.zava@intesasnpaolo.com