

## Focus Stati Uniti

### Limite del debito: di nuovo sull'orlo dell'abisso

Il Tesoro è a poche settimane dalla "data X", quando non sarà più in grado di far fronte ai propri impegni finanziari. I fondi disponibili per coprire le spese in modo completo e tempestivo potrebbero esaurirsi a partire dal 1° giugno, in un intervallo compreso fra inizio giugno e inizio agosto. I negoziati fra Democratici e Repubblicani sono iniziati all'ultima ora, con rischi ancora elevati (anche se in calo) di una crisi. Lo scenario centrale è un accordo che sospenda il limite fino a inizio 2025, con una modesta restrizione fiscale e alcune altre condizioni accettabili da entrambe le parti, ma la possibilità di un mancato compromesso rimane nel radar, e fino all'ultimo non si potranno escludere una catastrofe economica e una crisi costituzionale.

*"The debt limit is the total amount of money that the United States government is authorized to borrow to meet its existing legal obligations, including Social Security and Medicare benefits, military salaries, interest on the national debt, tax refunds, and other payments."* (US Department of the Treasury)

- Il 19 gennaio il debito federale degli Stati Uniti ha raggiunto il limite legale di 31,4 tln di dollari, fissato a dicembre 2021. Da gennaio, il Tesoro ha iniziato a mettere in atto le "misure straordinarie" che legalmente permettono di prendere a prestito fondi senza violare il limite. Sulla base delle previsioni dei flussi di cassa dei prossimi trimestri, **il Congressional Budget Office (CBO) e il Tesoro prevedono che la capacità di emettere nuovo debito si possa esaurire già a partire dal 1° giugno**, impedendo al Governo di soddisfare i propri obblighi finanziari, ritardando alcuni pagamenti e/o facendo default.
- La durata delle misure straordinarie, insieme al flusso di entrate e uscite del Tesoro, determinano la "data X", quando il limite diventa effettivamente vincolante e, in mancanza di una legge che lo sospenda o lo aumenti, il Tesoro non è più in grado di far fronte alla totalità dei propri obblighi finanziari. Il Bipartisan Policy Center (BPC) ha specificato che l'intervallo all'interno del quale è probabile che cada **la data X è compreso fra inizio giugno e inizio agosto**.
- Il Congresso diviso e la crescente polarizzazione politica rendono particolarmente difficile il raggiungimento di un accordo bipartisan. Finora Biden e i Democratici hanno sostenuto che il limite del debito deve essere aumentato senza condizioni, mentre i Repubblicani richiedono riduzioni di spesa di entità significativa e hanno approvato alla Camera un disegno di legge che aumenta il limite e prevede misure ampiamente restrittive sul sentiero futuro della spesa discrezionale. **In caso di mancato accordo**, il Tesoro potrebbe attuare misure mai adottate in precedenza (prioritizzazione dei pagamenti, ricorso al 14° emendamento della Costituzione), che potrebbero aggirare per un certo tempo il limite. La legalità degli interventi in discussione rimane incerta e la loro adozione genererebbe una **possibile crisi costituzionale, oltre a una probabile catastrofe economica**.
- Biden e i Repubblicani hanno aperto i negoziati e si stanno delineando i punti di un possibile accordo, anche se le parti sottolineano di essere ancora molto distanti. Gli scenari possibili sono due. L'ipotesi più probabile è un **accordo che sospenda il limite fino a inizio 2025 con una restrizione modesta della spesa nel prossimo biennio** e alcune clausole "di facciata" richieste dai Repubblicani. Alternativamente, in caso di veti incrociati o di errori involontari, l'esaurimento dei fondi potrebbe dar luogo a un default, con implicazioni negative sull'economia e sui mercati, la cui dimensione dipenderà dalla durata del blocco dei pagamenti.

18 maggio 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

## Un altro tiro alla fune sul limite del debito

Il 19 gennaio 2023, il debito federale esistente ha raggiunto il **limite legale**, fissato a 31,4 tln di dollari, con 24,5 tln di debito detenuto dal pubblico e 6,9 tln di debito intergovernativo (debito nei confronti di enti pubblici come i fondi di gestione di Social Security e Medicare). Legalmente, il Tesoro è autorizzato a intraprendere "misure straordinarie", riducendo temporaneamente il debito intergovernativo (per esempio non rinnovando titoli in scadenza detenuti dai fondi di gestione previdenziale pubblica) e liberando spazio per aumentare il debito detenuto dal pubblico.

Gli Stati Uniti sono uno dei pochi paesi al mondo con un limite del debito. L'unico altro caso con un **limite sul livello del debito** è la Danimarca (in alcuni altri paesi il limite è fissato in percentuale del PIL). Negli USA, il limite del debito (LD) è stato istituito nel 1917, con l'obiettivo di abbreviare i tempi di approvazione delle emissioni durante la Prima Guerra Mondiale. Dagli anni Sessanta in poi, con l'aumento dei deficit (in media pari a 1 tln di dollari dal 2001 a oggi), gli interventi sul limite sono diventati sempre più frequenti. Il LD è stato alzato o sospeso 89 volte dal 1959, con una scadenza almeno annuale o, raramente, bi-annuale, indipendentemente dalla maggioranza politica in Congresso e dal partito del presidente.

Fino al 2011, i rialzi del LD erano in genere una routine politicamente non controversa. **Il limite, infatti, non ha rilevanza per la politica fiscale, poiché non autorizza nuove spese o imposte**, ma semplicemente adegua la possibilità di prendere a prestito al sentiero del deficit determinato dalle scelte pregresse votate dal Congresso. La crescente polarizzazione politica dell'ultimo decennio ha reso progressivamente sempre più conflittuale il dibattito sul LD, associandolo a richieste di riduzioni della spesa da parte dei Repubblicani, preoccupati per l'aumento del deficit.

Nel **1979**, avvenne un "default tecnico", dovuto all'impossibilità del Tesoro di rimborsare T-bill in scadenza a fine aprile e inizio maggio, per via del mancato innalzamento del limite del debito. In breve tempo, con un intervento sul LD, il Tesoro fu in grado di far fronte ai propri impegni finanziari, con il pagamento di interessi addizionali ed effetti duraturi sul livello dei tassi a breve termine, ma con conseguenze solo temporanee sulla "piena fiducia e sul credito" degli Stati Uniti sanciti dalla Costituzione americana.

La principale crisi associata al LD è avvenuta nel **2011**, quando il Congresso è arrivato **a poche ore dall'esaurimento delle misure straordinarie** (e quindi da un possibile default). Poco prima, S&P aveva ridotto il rating del debito americano citando le conseguenze negative sul merito di credito degli Stati Uniti derivanti dall'incertezza ricorrente associata al rialzo del limite del debito. La volatilità sui mercati (con un ampio rialzo dei rendimenti e un calo dei mercati azionari) ha determinato maggiori costi per gli interessi stimati dal Government Accountability Office in 1,3 mld di dollari. Nel **2013**, il Congresso è arrivato **a un giorno da un possibile default**. Lo scontro in Congresso determinò anche una chiusura di alcuni uffici pubblici perché venne simultaneamente bloccata l'estensione delle leggi di spesa. Sia nel 2011 sia nel 2013, la situazione politica era analoga a quella attuale: **presidente democratico, Congresso diviso**.

L'allontanamento dal centro dei **rappresentanti repubblicani** alla Camera e la fragilità della leadership del partito rendono particolarmente rischioso il dibattito sull'innalzamento del LD nel Congresso attuale. La **Camera ha una maggioranza repubblicana risicata**, con solo 4 seggi oltre i 218 che definiscono la maggioranza semplice. Il Freedom Caucus, gruppo di rappresentanti conservatori/populisti repubblicani alla Camera, ha 45 seggi e ha mostrato la propria capacità di influenzare la direzione del partito a inizio anno, in occasione della nomina dello Speaker. Per garantire l'elezione di K. McCarthy (dopo 15 votazioni), candidato della leadership del partito, il Freedom Caucus ha ottenuto un insieme di modifiche alle regole procedurali della Camera che indeboliscono lo Speaker stesso (fra cui la possibilità che anche un solo rappresentante chieda un voto di fiducia) e ha garantito il proprio sostegno solo a patto che **un eventuale innalzamento**

**Innalzamento del limite del debito: da operazione di routine a catalizzatore di crisi**

**1979: prove generali di default tecnico**

**2011 e 2013: a un passo dal default**

**Perché è in arrivo una nuova crisi? Aumento della polarizzazione politica e crescente influenza del Freedom Caucus**

**del limite del debito avvenga con una riduzione del deficit attraverso minori spese.** Fra le regole approvate dai Repubblicani per l'elezione dello Speaker, c'è anche l'esclusione che il deficit venga ridotto attraverso un aumento delle imposte. Biden e il **Partito democratico affermano che il limite del debito deve essere modificato senza condizioni, poiché non riguarda il sentiero del deficit futuro, bensì quello passato.**

La stima della **“data X”**, quando saranno esaurite le misure straordinarie, è diventata più precisa dopo il 18 aprile, con il versamento delle imposte delle persone fisiche e la verifica delle proiezioni del CBO per i flussi di cassa del Tesoro nel 2° e 3° trimestre. Il Tesoro e il CBO ora prevedono che **il limite del debito possa essere raggiunto già a partire dal 1° giugno.** Secondo il CBO, è difficile prevedere l'evoluzione dei flussi sul conto di tesoreria, tipicamente volatili e incerti. Le entrate sono state inferiori alle attese per via dell'estensione fino a settembre delle scadenze fiscali accordata a diversi Stati colpiti da disastri climatici (fra cui California, Georgia, Alabama, Florida, New York). Se i flussi di cassa saranno tali da evitare un default nelle prime due settimane di giugno, le entrate fiscali trimestrali di metà giugno potrebbero traghettare il Tesoro fino alla fine del mese, quando saranno disponibili 145 mld di misure straordinarie, probabilmente sufficienti per i pagamenti di luglio.

**Cosa succederebbe se il limite non venisse alzato prima della data X?** Secondo Yellen, “Il mancato rispetto degli obblighi del Governo causerebbe un danno irreparabile all'economia degli Stati Uniti, al benessere di tutti gli americani e alla stabilità finanziaria globale”. L'operatività del Tesoro al raggiungimento della data X senza una modifica del limite non è chiara, anche perché non ci sono precedenti storici. Come ha notato Yellen, ogni giorno sul conto del Tesoro transitano milioni di operazioni e il sistema dei pagamenti non è strutturato in modo da garantire il controllo preciso dei flussi. Le alternative disponibili in caso di mancato accordo prima della data X sono essenzialmente tre, che elenchiamo qui sotto in ordine decrescente di probabilità. **Tutte e tre le opzioni sarebbero accompagnate da una turbolenza economica e finanziaria senza precedenti e da cause legali,** e porterebbero a quello che Yellen ha definito “una catastrofe economica e una crisi costituzionale”.

**In caso di mancato accordo in Congresso prima della data X, volatilità nel breve termine e rischi per il medio termine**

■ **“Prioritizzazione” dei pagamenti.** In caso di limite del debito vincolante, il Tesoro potrebbe utilizzare il piano approntato nel 2011, che garantiva esclusivamente il servizio del debito e lasciava gli altri pagamenti soggetti alla disponibilità di fondi. Il piano prevedeva il pagamento degli interessi sul debito e il rinnovo in asta dei titoli in scadenza per un ammontare invariato, con un rinvio di tutte le altre spese in caso di fondi disponibili non sufficienti a coprire tutti i pagamenti della giornata, senza cercare di scegliere quali voci pagare. In questa situazione, il funzionamento del Governo sarebbe garantito anche se i pagamenti non venissero effettuati in modo tempestivo, perché i fondi per gli stipendi e i costi operativi dei vari ministeri sono comunque appropriati, anche se non disponibili immediatamente. **Qualsiasi scelta di “prioritizzazione” darebbe luogo a cause legali** basate sul fatto che il Tesoro non ha autorità per dilazionare arbitrariamente alcuni pagamenti e attuarne altri.

■ **Ricorso al 14° emendamento della Costituzione.** In alternativa alla prioritizzazione, i pagamenti potrebbero proseguire invocando il 14° emendamento della Costituzione, ratificato nel 1868, secondo cui “non sarà messa in discussione la validità del debito pubblico degli Stati Uniti, autorizzato dalla legge”. Il limite del debito e le leggi di spesa e di imposizione fiscale sono appannaggio del Congresso, ma alla data X diventano incompatibili fra loro. Si può argomentare che il Presidente debba proteggere la validità del debito anche in contrasto con una legge del Congresso (il limite del debito) e agire nel modo “meno incostituzionale” possibile, autorizzando nuove emissioni. La “public debt clause” del 14° emendamento è stata invocata solo una volta, nel 1935. Una sentenza della Corte Suprema ha sancito in tale occasione una “generalizzazione” del riferimento alla validità del debito pubblico.

Biden ha detto che non esclude di imboccare questa strada, anche se "non ci è ancora arrivato", dato che il ricorso al 14° emendamento determinerebbe probabilmente una fase di cause legali. Yellen ha affermato che "è legalmente incerto" se l'Amministrazione potrebbe evitare un default invocando il 14° emendamento e ha sottolineato che tutte le alternative rispetto a un'azione del Congresso sono cariche di rischi.

- **Conio di una moneta con controvalore di 1 tln di dollari.** Un'ultima opzione è rappresentata dal conio di una moneta da 1 tln di dollari, autorizzabile con una legge mirata a dare liquidità al mercato del collezionismo. Questa alternativa richiederebbe un'improbabile collaborazione attiva da parte della Fed e appare la più controversa delle opzioni disponibili, con probabilità praticamente nulla di realizzarsi.

Come rilevano il Tesoro e la Fed, gli **effetti e i costi** del superamento del limite del debito sono praticamente impossibili da quantificare. Il Government Accountability Office stima che nel 2011 la dilazione nel rialzo del limite del debito costò al Tesoro 1,3 mld di dollari, un ammontare limitato per via della brevità del periodo di vero rischio di superamento della data X e della probabilità relativamente bassa assegnata all'evento catastrofico di default.

Un'analisi della **Fed** stima che nel 2011 e nel 2013 i rendimenti sui titoli del Tesoro furono più elevati di circa 4-8pb, mentre i tassi sui T-bill salirono relativamente di più nel 2013. Nel 2013, la Fed ha stimato gli **effetti economici del superamento del limite del debito per 1 mese**, prevedendo un aumento di 80pb dei rendimenti a 10 anni, una correzione del mercato azionario del 30% e del dollaro del 10% su un orizzonte di due anni. Sul fronte congiunturale, la variazione delle condizioni finanziarie, secondo la Fed, avrebbe generato una recessione moderata, della durata di 2 trimestri, con il tasso di disoccupazione in rialzo di 1,25pp nel primo anno e di 1,7pp nel secondo. **Brookings** stima che questi effetti oggi genererebbero una perdita di 2 mln di occupati nel 2023 e 2,8 mln nel 2024. Nel 2021, **Moody's Analytics** ha stimato che il superamento del limite del debito per alcuni mesi avrebbe determinato una perdita di 5 mln di occupati e una riduzione del PIL di circa il 4%, per via della contrazione della spesa.

Con la data X alle porte, quasi due mesi in anticipo rispetto alle previsioni di poco tempo fa, Biden ha richiesto un incontro con i leader democratici e repubblicani il 10 maggio, per discutere la questione del LD. Una seconda riunione dei vertici è avvenuta il 16 maggio. Gli staff della Casa Bianca e dei partiti indicano officiosamente che un compromesso potrebbe includere:

- sblocco dei fondi allocati per Covid e non ancora spesi (pari a circa 70 mld);
- semplificazione dei permessi per i progetti energetici;
- determinazione di un tetto temporaneo alla crescita della spesa discrezionale;
- requisiti di inserimento al lavoro per i beneficiari di alcuni programmi assistenziali pubblici.

Il focus per l'accordo sarà sul **sentiero della spesa discrezionale**. Il recente aggiornamento dello scenario di budget pubblicato dal CBO prevede che nel prossimo decennio le entrate/PIL siano circa stabili intorno al 18% (se non verranno estesi i tagli alle imposte in scadenza nel 2025), mentre le uscite/PIL continuano a crescere, e dovrebbero toccare il 24,9% nel 2033. Dal lato delle spese primarie, la componente "ricorrente" ("mandatory"), composta da sanità e previdenza, è su un trend verso l'alto (fino al 15,3% del PIL), mentre quella discrezionale è in calo verso il 6%, dal 6,6% attuale.

L'accordo per il **LD del 2011** fu basato su un calo strutturale della spesa discrezionale (di cui metà è per la difesa), dal momento che i partiti non riuscirono a trovare un compromesso per contenere la spesa "ricorrente". Solo durante la pandemia, i vincoli alla spesa discrezionale imposti nel 2011 sono stati temporaneamente sospesi, permettendo una risalita sia in termini nominali sia in percentuale del PIL. Come nel 2011, anche oggi sembra improbabile che un Congresso spaccato, a due anni dalle presidenziali, metta mano ai programmi di spesa per

**Quanto costerebbe la catastrofe?**

**Se i partiti negoziassero, dove si potrebbe trovare un compromesso?**

previdenza e sanità. Pertanto, ancora una volta un eventuale compromesso dovrebbe toccare la spesa discrezionale, ma i margini sono molto ridotti, alla luce delle necessità sul fronte della difesa, da un lato, e della incomprimibilità delle altre spese (istruzione, affari internazionali, giustizia, strade) e dell'approvazione di pacchetti di spesa di entità significativa negli ultimi 2 anni (infrastrutture, microchip, transizione energetica), di cui due votati con maggioranza bipartisan e uno approvato solo dai Democratici. I veti incrociati su questi interventi saranno ineludibili.

Nella **legge approvata dai Repubblicani alla Camera** il mese scorso, fra le condizioni per il rialzo del limite del debito, era incluso un limite di crescita della spesa discrezionale di 1% all'anno per 10 anni e una sua riduzione nel 2024 al livello del 2022 (con una contrazione complessiva di circa 2 tln di dollari in 10 anni). L'amministrazione sembra ora disponibile ad accettare limiti alla spesa per 2 anni. Ufficialmente, le parti restano distanti; tuttavia, alcuni rappresentanti repubblicani hanno indicato che c'è tempo per trovare un accordo, altri segnalano la possibilità di unire il limite del debito ai negoziati attesi entro settembre per definire i livelli di spesa del prossimo anno fiscale, come avvenuto in altre occasioni in passato.

La questione rilevante è l'entità della possibile riduzione della spesa discrezionale rispetto al sentiero previsto dalla legislazione vigente. Il disegno di legge repubblicano prevede una riduzione della spesa di circa 2 tln in 10 anni (circa 0,8% del PIL all'anno). Il CBO prevede che la spesa discrezionale cresca in media di 2,6% nel prossimo decennio e ha stimato gli effetti di tre ipotesi alternative nel prossimo decennio:

- **Crescita della spesa discrezionale in linea con il PIL nominale.** Le uscite sarebbero più elevate di 1,7 tln, salendo a 6,9% del PIL nel 2033, contro una proiezione del 6%.
- **Congelamento della spesa discrezionale al livello del 2023.** Le spese sarebbero inferiori di 2,4 tln, con spesa discrezionale/PIL a 4,8% nel 2033.
- **Blocco del finanziamento dell'Infrastructure Investment and Jobs Act e del Bipartisan and Safer Communities Act,** con un risparmio di 228 mld e spesa discrezionale/PIL al 5,9%.

Il CBO ha anche stimato il costo di estendere i tagli alle imposte in scadenza nei prossimi anni, ma è improbabile che i Repubblicani accettino rialzi (anche se solo impliciti) delle entrate.

**In conclusione, i tempi per i negoziati sono straordinariamente stretti, ma i rischi di crisi si sono ridotti negli ultimi giorni.** Prima del 1° giugno il Congresso è attivo per poche sedute, quasi sempre in date alternate per Camera e Senato. Un accordo dovrebbe portare alla sospensione o al rialzo del limite del debito su un orizzonte che scavalchi le elezioni, possibilmente fra fine 2024 e primavera 2025. Le **alternative sembrano due.**

**Conclusioni: un accordo è probabile, ma i rischi sono ancora elevati**

La prima, più favorevole e al momento più probabile, è un accordo incentrato sui punti elencati nei paragrafi precedenti, con una **sospensione del limite del debito probabilmente fino a inizio 2025, accompagnata da una moderata restrizione fiscale rispetto alla legislazione vigente.**

La seconda, con probabilità inferiore, seguirebbe a una possibile **rottura dei negoziati o a un incidente di percorso che porti all'impossibilità di soddisfare qualche impegno finanziario.** In questo caso, l'amministrazione agirà per garantire "piena fiducia e credito" del debito degli Stati Uniti, implicitamente segnalando di essere disponibile ad aprire una crisi costituzionale. In questa ipotesi la prima linea di azione sarebbe, a nostro avviso, la prioritizzazione dei pagamenti e, in caso di immediata turbolenza finanziaria e di impossibilità di risoluzione in tempi brevi, un possibile ricorso al 14° emendamento.

## 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

#### International Research Network

#### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com