



# Il cammino lungo e accidentato verso il consolidamento fiscale

10 luglio 2024

Documento basato sulle informazioni disponibili al 10.07.2024  
Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

# Agenda

**1** Prospettive globali sul debito pubblico

**2** Stati Uniti

**3** Giappone

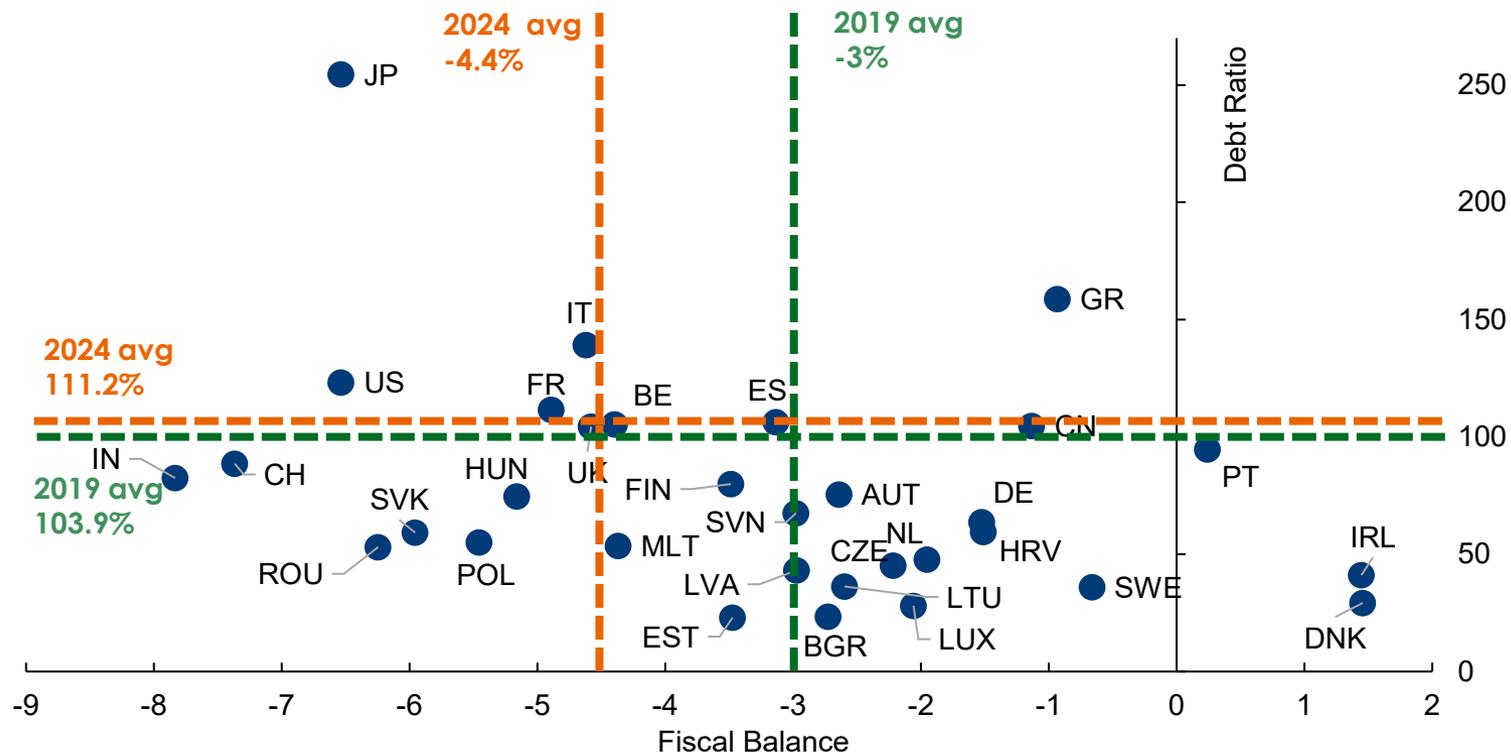
**4** Area euro, Spagna, Francia, Germania e Italia

**5** Conclusioni

# Il problema del debito pubblico diventa globale

Sempre più Paesi, tra cui la Cina e l'India, si stanno avviando verso uno stato di elevato rapporto tra debito pubblico lordo e PIL.

## Saldo di bilancio e debito pubblico - proiezione 2024 (% del PIL)

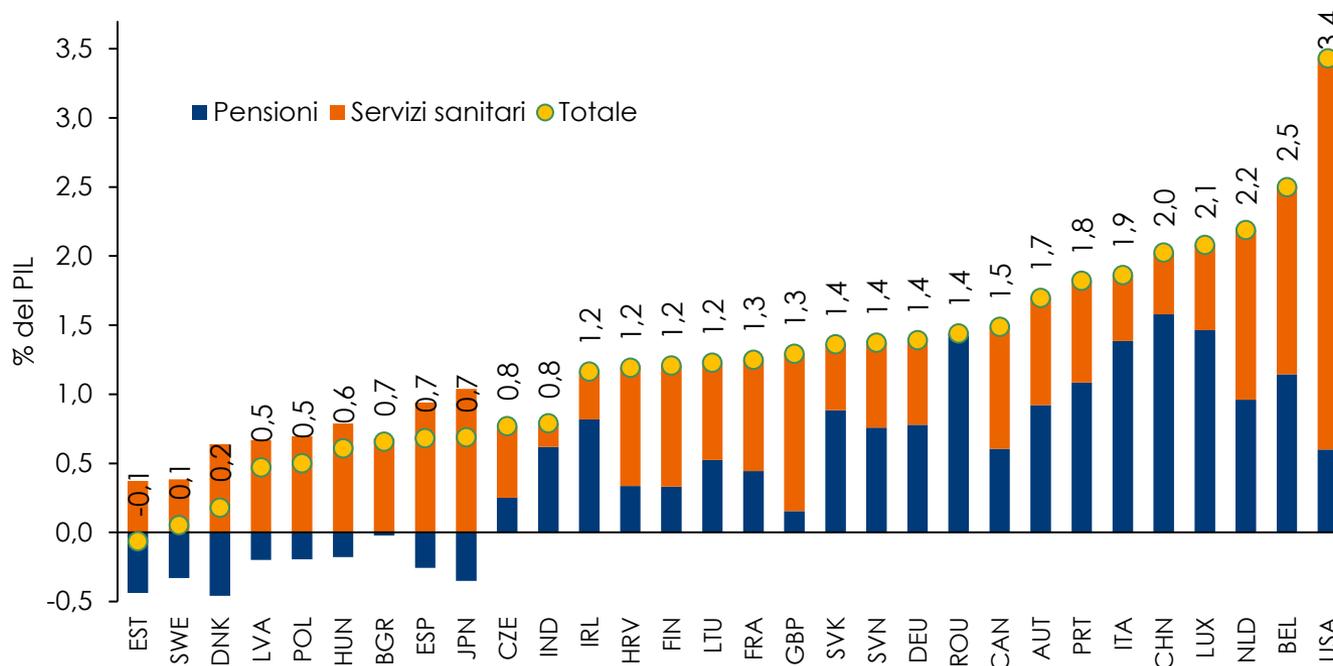


Nota: le linee tratteggiate mostrano le medie per le economie avanzate. Fonte: FMI, Fiscal Monitor - Aprile 2024

# L'effetto snowball peserà sempre più, così come l'impatto dell'invecchiamento...

La riduzione del rapporto debito pubblico/PIL sta diventando più onerosa a causa dell'aumento della spesa legata all'invecchiamento della popolazione.

**L'invecchiamento eserciterà un significativo onere aggiuntivo sui bilanci pubblici nel prossimo decennio**

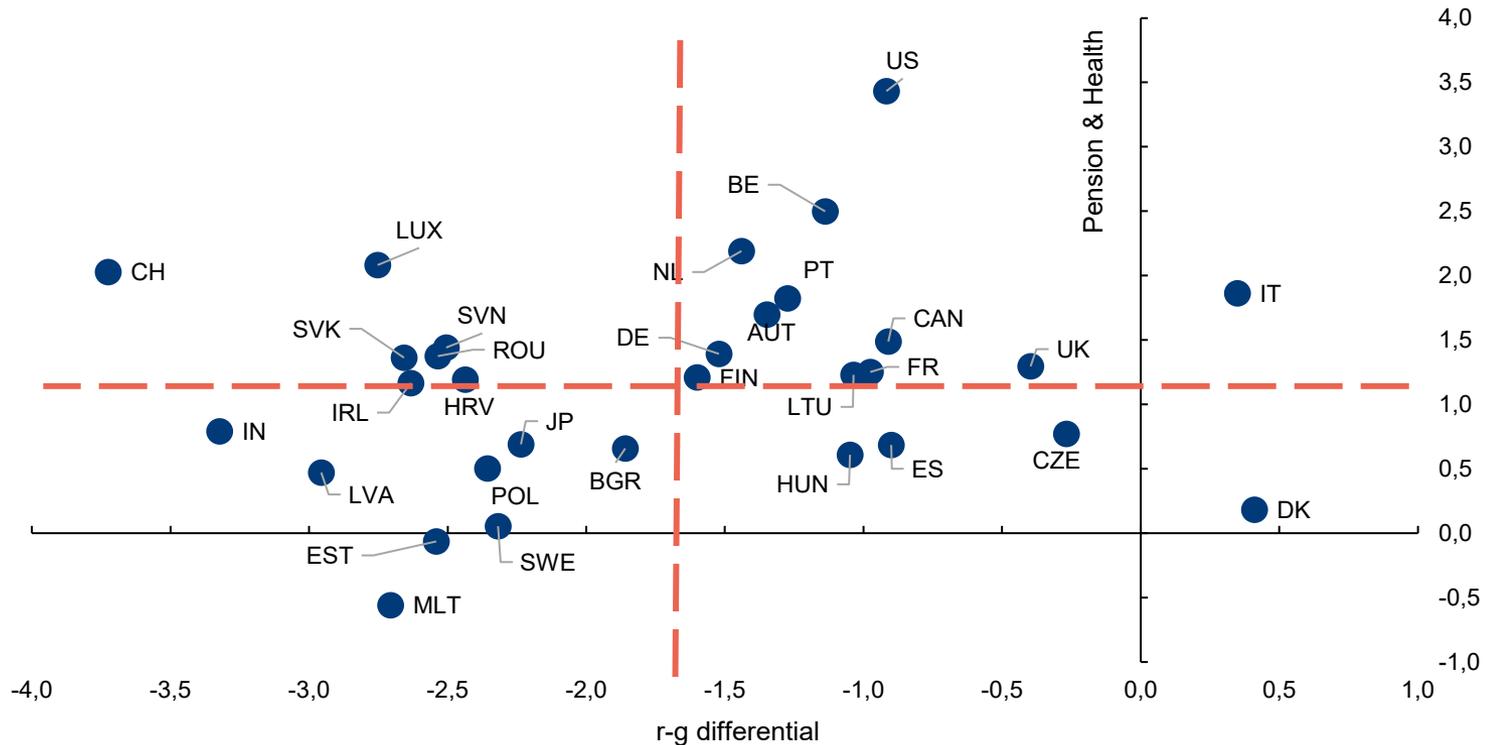


Nota: stime FMI sull'aumento della spesa pubblica per pensioni e servizi sanitari tra il 2023 e il 2030.

Fonte: FMI, Fiscal Monitor - Aprile 2024

## ... e il costo più elevato del debito

Nel medio periodo, molti Paesi avanzati si trovano ad affrontare una combinazione sfavorevole di costi di invecchiamento e  $r-g$

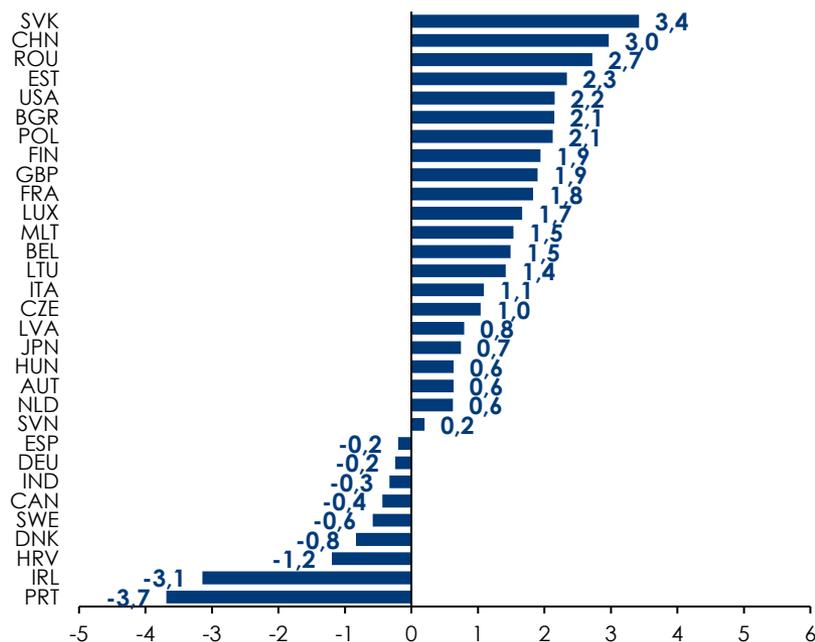


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo da: FMI, Fiscal Monitor - Aprile 2024. L'asse verticale mostra l'aumento della spesa dal 2023 al 2030 relativa a pensioni e sanità. Sull'asse orizzontale, il differenziale  $r-g$  (costo del debito – crescita del PIL nominale) previsto in media nel periodo 2024-29. Le linee tratteggiate mostrano le medie

# I rischi sono molto diversi a seconda dei Paesi

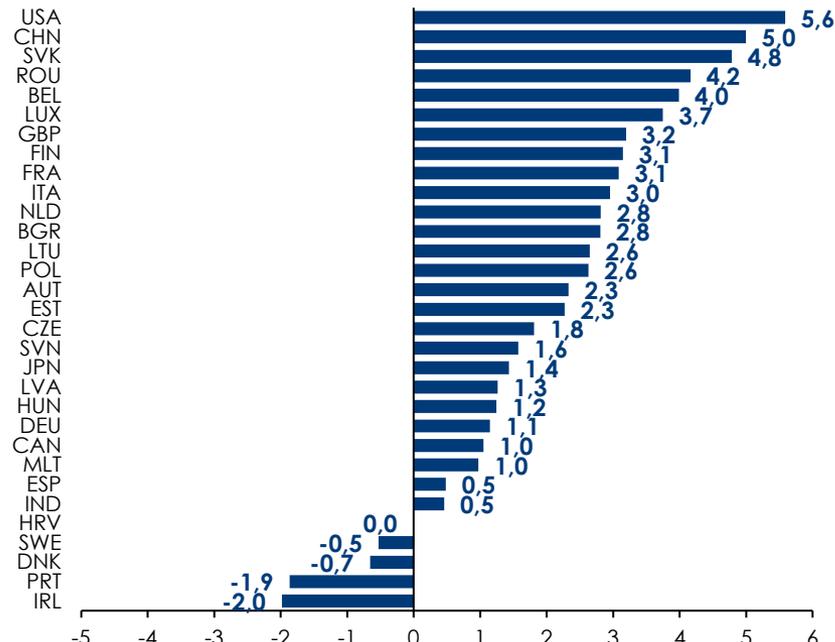
Per Cina, Stati Uniti, Regno Unito, Francia e Italia anche una semplice stabilizzazione del rapporto debito/PIL richiederà un importante consolidamento fiscale, se si tiene conto dell'impatto sul bilancio dell'invecchiamento della popolazione.

**Aggiustamento fiscale necessario per stabilizzare il rapporto debito/PIL (% del PIL)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. L'aggiustamento del saldo primario per stabilizzare il debito è calcolato utilizzando la stima di r-g del FMI per il periodo 2024-29

**Aggiustamento fiscale necessario per stabilizzare il rapporto debito/PIL, corretto per il costo dell'invecchiamento (% del PIL)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Per il costo dell'invecchiamento, utilizziamo la stima del FMI per il periodo 2023-30. L'aggiustamento del saldo primario per stabilizzare il debito è calcolato assumendo la stima del FMI per r-g

# Le riforme possono da sole risolvere il problema?

## È improbabile

Politica	Variatione del tasso di crescita annuale del PIL (%)
Politiche a favore dell'immigrazione (CBO 2013)	+0.3
Riforma dell'imposta sulle società (Barro e Furman 2018)	+0.2
Riduzione di \$3tn del deficit di bilancio primario (CBO 2013)	+0.1
Accordi commerciali con Europa e Asia (CEPR 2013)	+0.08
\$1tn di investimenti pubblici (Gaspar et al 2016, CEA 2016)	+0.07
Semplificazioni normative (Holtz-Eakin 2015 e Barro 2017)	+0.05
Assistenza universale all'infanzia (PWBM 2021)	+0.03

- Una maggiore crescita del PIL può contribuire a migliorare la traiettoria del debito/PIL, ma il suo effetto stimato è equivalente ad una manovra fiscale di entità esigua.
- Per gli Stati Uniti, è improbabile che l'impatto superi lo 0,5% dell'aggiustamento del saldo primario equivalente anche nello scenario più aggressivo.
- Inoltre, parte dell'impatto positivo potrebbe essere compensato da tassi di interesse più elevati.
- Per preservare la sostenibilità del debito a lungo termine sarà necessario un **aggiustamento del saldo primario come misura chiave**.

Fonte: Jason Furman, citato in :  
<https://x.com/jasonfurman/status/1805620882380865574>

# Emerge un crescente scollamento tra politica e realtà fiscale

- L'onere della **spesa legata all'invecchiamento** è crescente
- Il **cambiamento climatico** e la transizione energetica richiederanno una maggiore spesa pubblica
- Livelli più elevati del debito aumentano la **spesa per interessi**
- Il controllo della base imponibile è stato eroso dalla **globalizzazione**
- Risolvere il problema del debito solo puntando su una **maggiore crescita del PIL** rischia di essere illusorio
- Per garantire la sostenibilità del debito nel lungo periodo saranno necessari significativi **tagli al bilancio**



- Gli elettori sono sempre più propensi a rifiutare le misure strutturali necessarie a garantire la sostenibilità del debito
- I partiti centristi e liberali stanno subendo una perdita di consensi
- L'onda populista e nazionalista sta rapidamente guadagnando terreno in molte democrazie occidentali. Con poche eccezioni, il suo mix di politiche è incoerente con le reali sfide a lungo termine: nessun aumento dell'età pensionabile, tagli alle tasse, restrizioni ai flussi migratori, ecc.

# Agenda

**1** Una prospettiva globale sul debito pubblico

**2** Stati Uniti

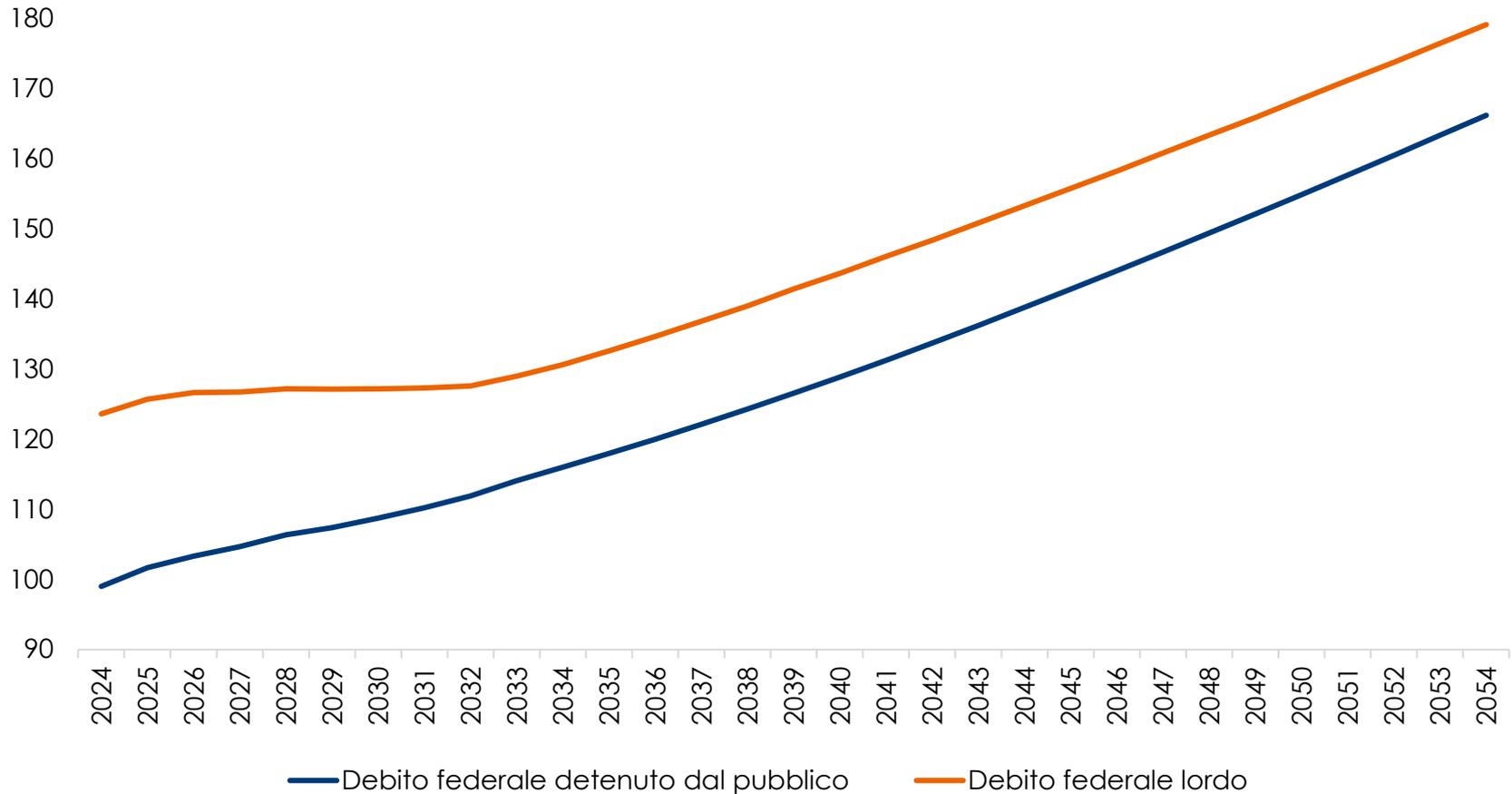
**3** Giappone

**4** Area euro, Spagna, Francia, Germania e Italia

**5** Conclusioni

# Le proiezioni del CBO mostrano una traiettoria insostenibile del debito statunitense

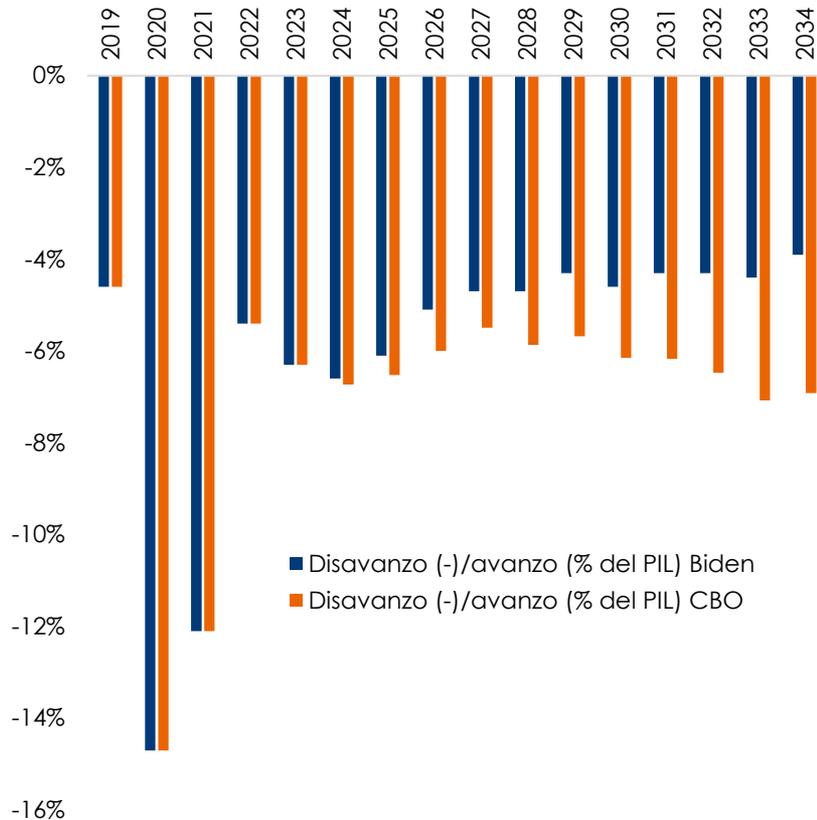
Proiezioni a lungo termine sul debito (% del PIL)



Fonte: <https://www.cbo.gov/publication/60419>

# La strategia di Biden: ridurre il deficit attraverso l'aumento delle tasse ed espandere il welfare

## Il piano Biden sarà difficile da attuare

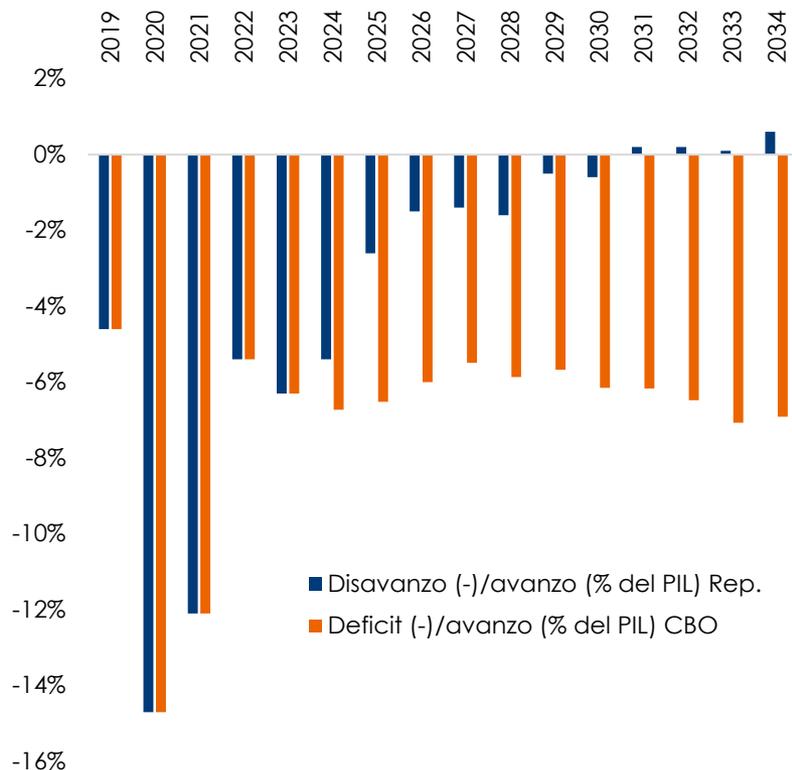


Fonte: Rapporto economico del Presidente

- Un contesto legislativo più prevedibile, incentrato su una **restrizione fiscale** attraverso modifiche legislative limitate, suggerisce cambiamenti non radicali nella politica fiscale. Senza l'introduzione di nuove tariffe, qualsiasi variazione del deficit deriverebbe in larga misura da modifiche delle leggi fiscali e da iniziative di spesa moderate.
- Secondo l'approccio di Biden, se gli aumenti di spesa sono ben compensati dalla crescita delle entrate fiscali, il **deficit potrebbe non subire un'espansione significativa.**
- In caso di vittoria democratica al Congresso, con Biden presidente, sarà improbabile vedere tagli fiscali significativi come nel piano del presidente.

# La proposta del RSC di ridurre il debito sarà possibile solo con una vittoria repubblicana e con Trump presidente

## Saldo di bilancio secondo la proposta RSC

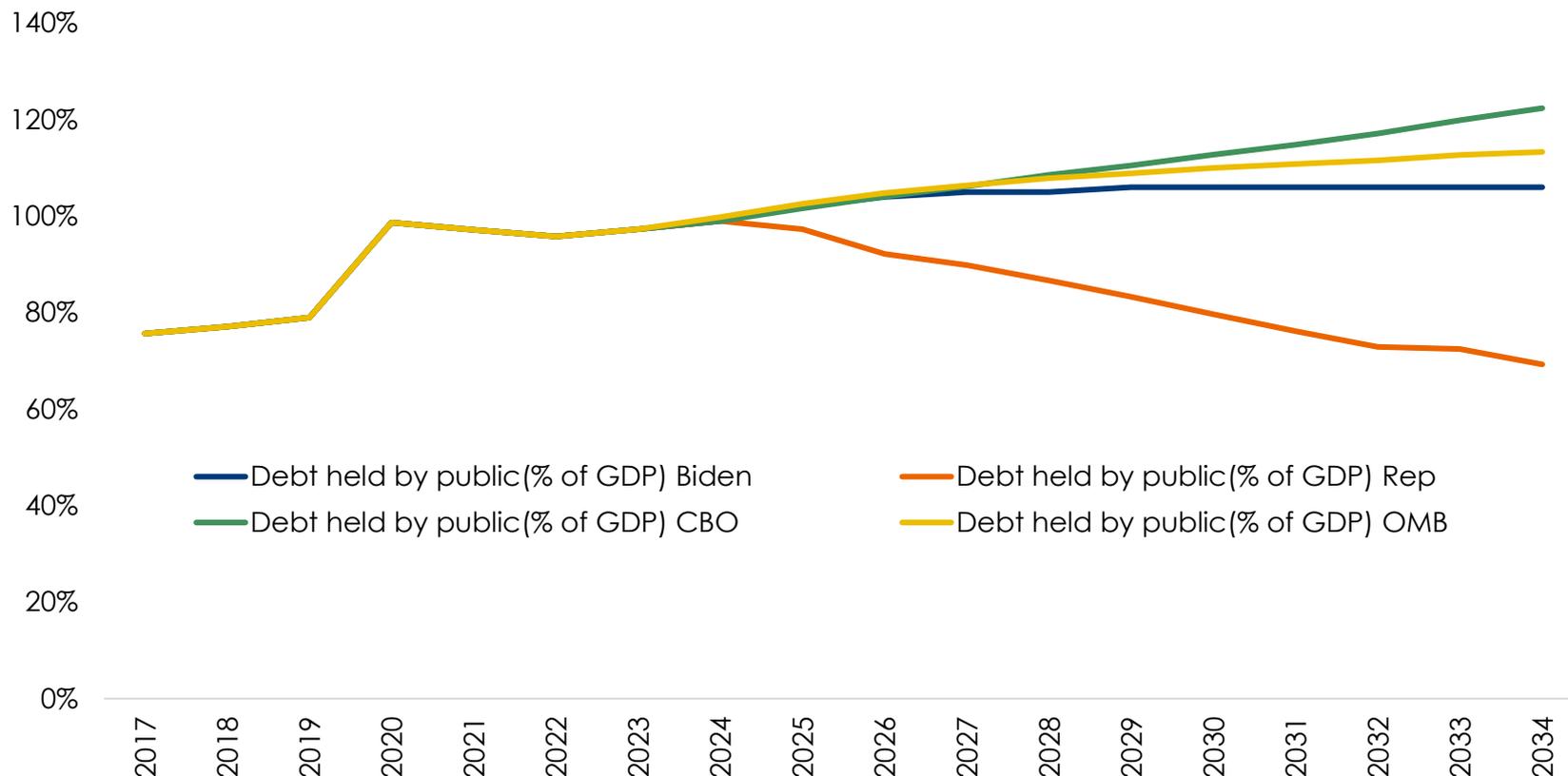


Fonte: proposta di bilancio RSC per l'anno fiscale 2025: 'Fiscal sanity to save America'.

- Il Republican Study Committee (RSC) delinea una strategia fiscale per raggiungere il pareggio di bilancio entro il 2030 e **ridurre il debito al 68% del PIL entro il 2033**, puntando a una riduzione del deficit di \$17.1 tn attraverso tagli alla spesa, riforme fiscali e risparmi sugli interessi, compensati da significativi tagli alle tasse. Le politiche consigliate includono una riforma di Medicare e della previdenza sociale. Le proiezioni economiche del piano sono state criticate perché ottimistiche.
- Pensiamo che potrebbe essere possibile solo se **i repubblicani controllano il Congresso e Trump sarà presidente**. In ogni caso, il piano presuppone stime ottimistiche di crescita del PIL.

# I piani fiscali di Biden e dei repubblicani saranno difficili da attuare in caso di Congresso diviso

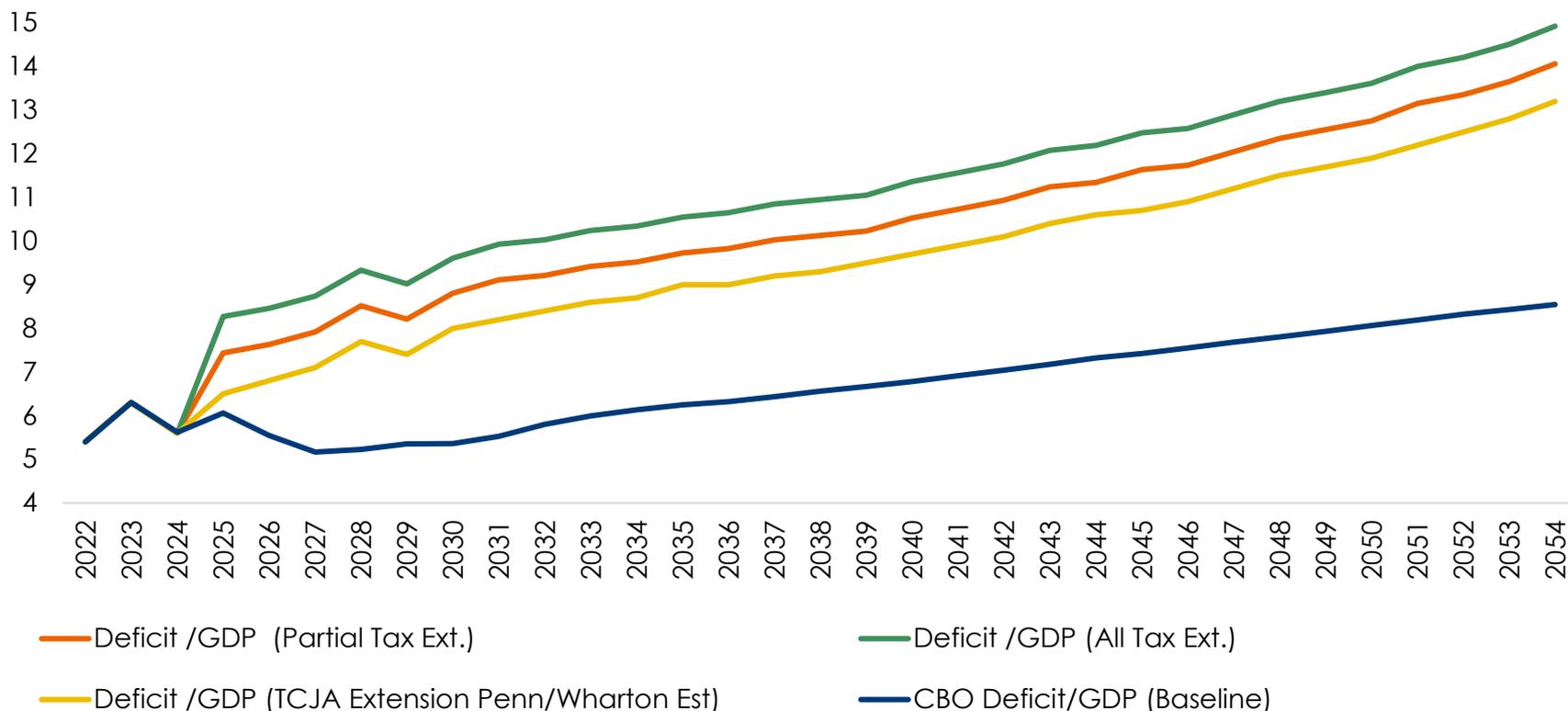
Proiezioni a medio termine sul debito (% del PIL)



Fonte: Relazione economica del presidente, proposta RSC di bilancio per l'anno fiscale 2025 "Fiscal sanity to save America", CBO, Office of Management and Budget (OMB)

# La proroga dei tagli fiscali farebbe lievitare il deficit al 10% entro il 2035

Proiezioni a lungo termine sul deficit in diversi scenari (% del PIL)



Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo, CBO, Penn/Wharton, Yale, CRFB.

Nota: i nostri scenari stimano una perdita di entrate derivante dall'estensione permanente, parziale o totale, dei tagli fiscali in scadenza a fine 2025, senza effetti retroattivi sul PIL, sulla base delle proiezioni dello Yale Budget Lab, del Penn/Wharton Budget Lab, del CBO e del CRFB. Il modello Penn/Wharton ipotizza l'estensione permanente di alcune disposizioni del TCJA, compresi gli effetti di retroazione economica. Le simulazioni si basano sul disavanzo primario; abbiamo calcolato il disavanzo totale aggiungendo la spesa netta per interessi dalle proiezioni di lungo periodo del CBO

# Agenda

**1** Una prospettiva globale sul debito pubblico

**2** Stati Uniti

**3** Giappone

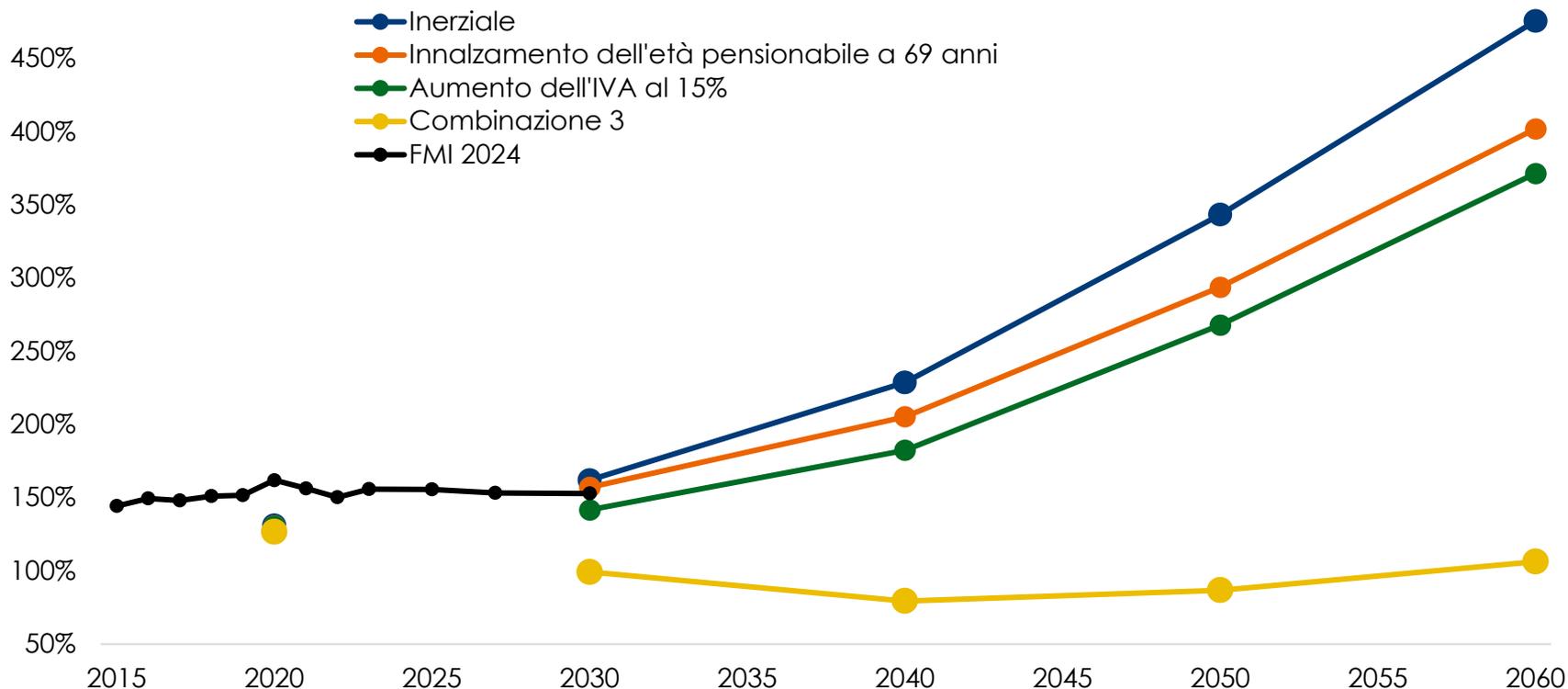
**4** Area dell'euro, Spagna, Francia, Germania e Italia

**5** Conclusioni

# Le sfide fiscali del Giappone richiedono un mix di misure per essere risolte

- Il Giappone è in testa agli altri Paesi avanzati per invecchiamento della popolazione: l'indice di dipendenza degli anziani passerà da circa 55% all'80% entro il 2050. Le proiezioni inerziali vedono la popolazione in età lavorativa ridursi da oltre 60 milioni a circa 40 milioni entro il 2050.
- Alcune proiezioni basate su modelli (ad esempio: S. İMROHOROĞLU, S. KITAO, T. YAMADA 2018, RIETI Discussion Paper 18-E-064) stimano una dinamica esplosiva del debito in assenza di un mix di aggiustamento fiscale strutturale, aumento dell'età pensionabile, maggiore partecipazione alla forza lavoro.
- Nel 2022, il FMI ha raccomandato di ridurre il disavanzo primario a <1% del PIL entro il 2026, ovvero un orientamento di politica fiscale ben più restrittivo di quello coerente con le politiche attuali (-2,8/2,9%). Il Giappone ha un ampio margine di manovra per aumentare l'aliquota IVA, che al momento, al 10%, risulta ben più bassa che negli altri Paesi avanzati.
- Per ora, la dinamica del debito è contenuta da una duration molto lunga del debito in essere (8,4 anni) e dall'effetto mitigante di decenni di QE sul costo del debito: il differenziale r-g previsto per il 2024-29 è ancora favorevole (-2,2%), nonostante la recente svolta di politica monetaria.

# In Giappone, solo un mix di politiche può compensare l'impatto dell'invecchiamento sul rapporto debito/PII



Fonte: Selahattin Imrohoroğlu, Sagiri Kitao, Tomoaki Yamada "Fiscal sustainability in Japan: What to tackle?", RIETI Discussion Paper 18-E-064, ottobre 2018. Note: debito al netto delle attività dei fondi pensione pubblici per i percorsi simulati; debito pubblico netto come da tabella STAT8 del Fiscal Monitor Database per la proiezione a medio termine del FMI. Combinazione 3: aumento dell'età pensionabile a 67 anni e taglio delle prestazioni pensionistiche del 10% entro il 2030, aumento del cofinanziamento dell'assicurazione sanitaria per i lavoratori anziani e i pensionati al 20%, aumento del contributo LTC al 20%, aumento dell'IVA al 15%, aumento del tasso di partecipazione femminile alla forza lavoro.

# Agenda

**1** Una prospettiva globale sul debito pubblico

**2** Stati Uniti

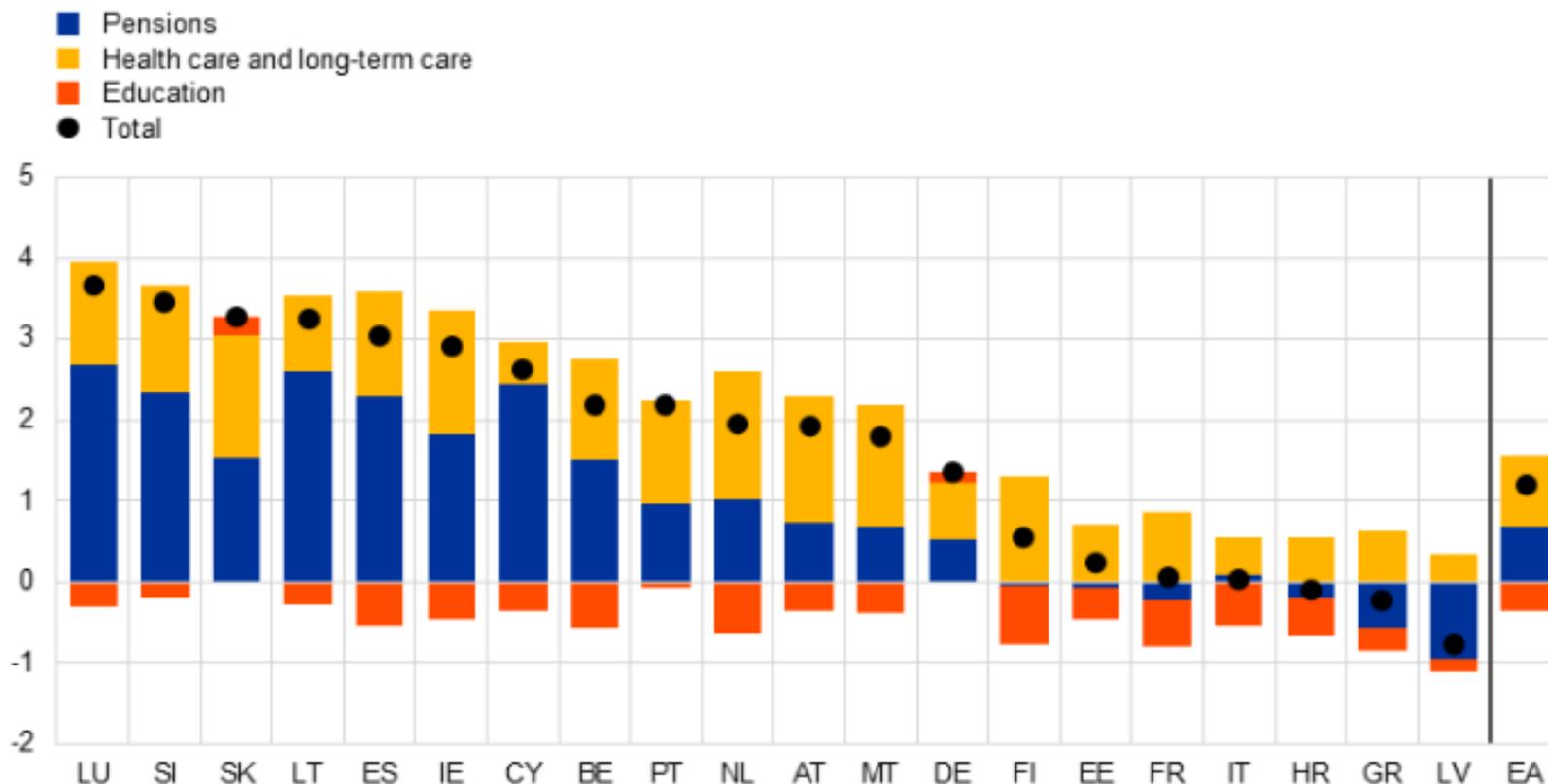
**3** Giappone

**4** Area dell'euro, Spagna, Francia, Germania e Italia

**5** Conclusioni

# L'Italia è tra i Paesi meno colpiti dall'invecchiamento su un orizzonte al 2070

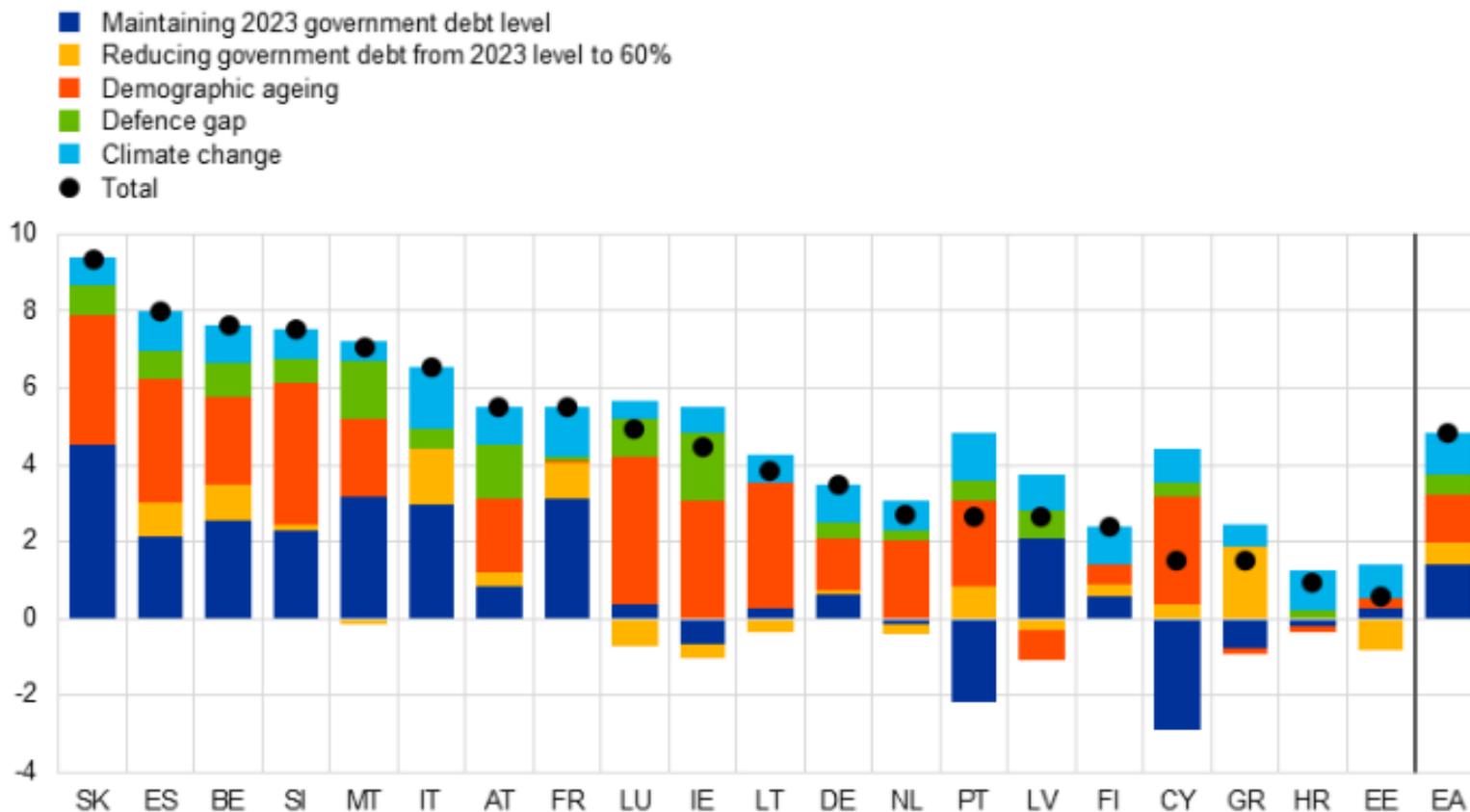
## Correzione fiscale aggiuntiva richiesta dall'invecchiamento della popolazione (% del PIL)



Nota: il grafico mostra, per ogni componente, l'aumento medio dei costi legati all'invecchiamento dal 2023 al 2070, assumendo ipotesi specifiche sul differenziale r-g. Questo aumento può essere interpretato come il saldo di bilancio aggiuntivo costante necessario ogni anno per compensare l'onere fiscale dell'invecchiamento della popolazione. La spesa pubblica per le pensioni è al netto delle entrate fiscali. Fonti: Rapporto sull'invecchiamento 2024 e BCE

# L'invecchiamento non sarà l'unica sfida da affrontare

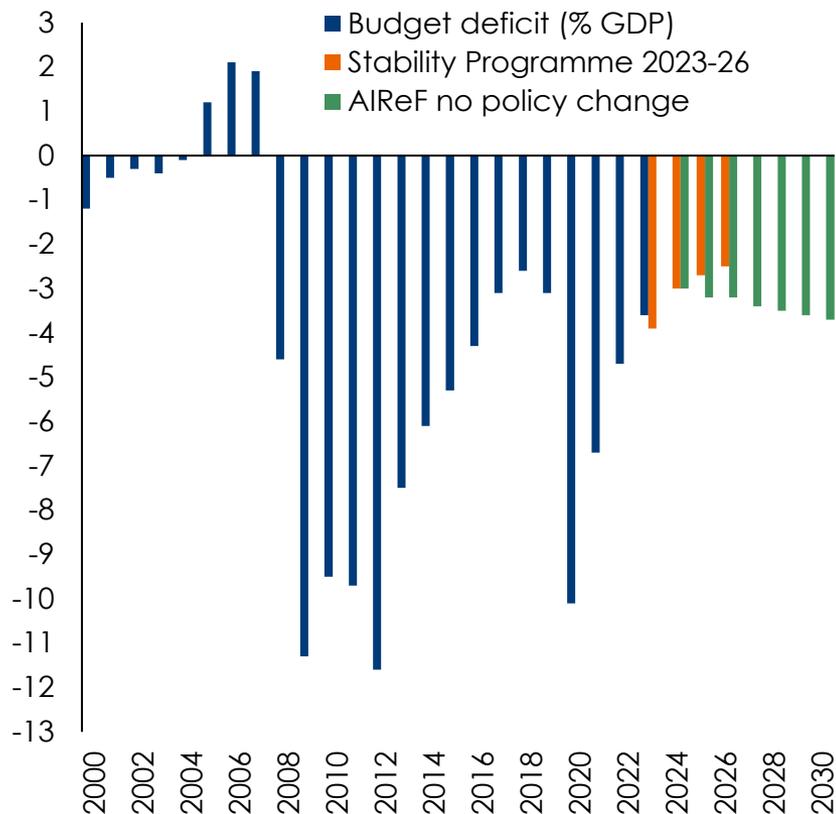
Correzione fiscale complessiva necessaria a far fronte a sfide specifiche (% del PIL)



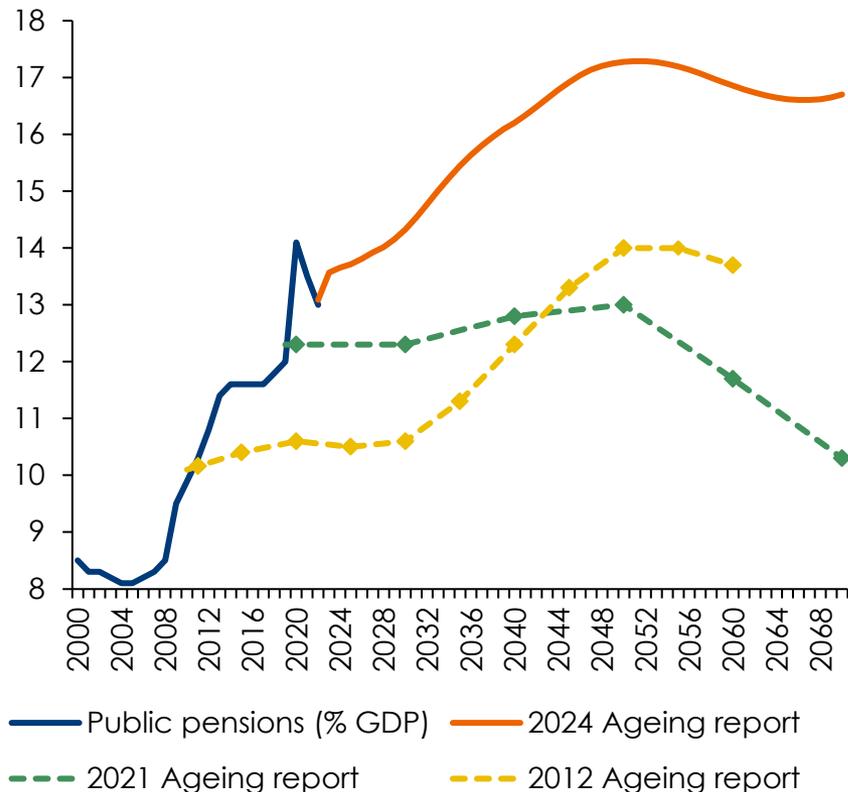
Nota: il grafico mostra il miglioramento immediato e permanente una tantum del rapporto tra saldo primario strutturale e PIL per portare il rapporto debito/PIL al 60% entro il 2070, includendo il finanziamento di qualsiasi spesa aggiuntiva fino al 2070 derivante dall'invecchiamento della popolazione, dalla spesa per la difesa e dai cambiamenti climatici. Fonti: Rapporto sull'invecchiamento 2024, Debt Sustainability Monitor 2023 della Commissione Europea, simulazioni NGFS Fase IV, Fiscal Monitor 2023 del FMI di ottobre, NATO, Eurostat e BCE

# Spagna: l'instabilità politica può ritardare il consolidamento fiscale

Per via della mancata approvazione della manovra di bilancio, il budget 2023 sarà applicato all'anno in corso



La spesa pensionistica aumenterà nel lungo periodo come conseguenza di una riforma più generosa

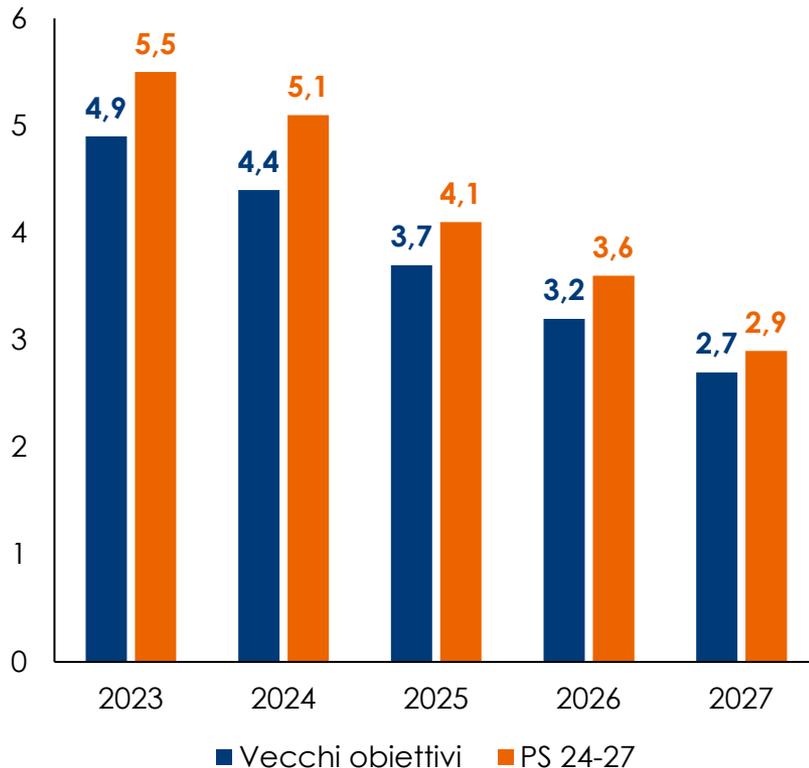


Fonte: Intesa Sanpaolo, AIReF, Programa de Estabilidad 2023-26

Nota: per i rapporti sull'invecchiamento 2012 e 2021 sono stati segnati i dati disponibili, poi interpolati per ottenere le serie storiche. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, Commissione UE

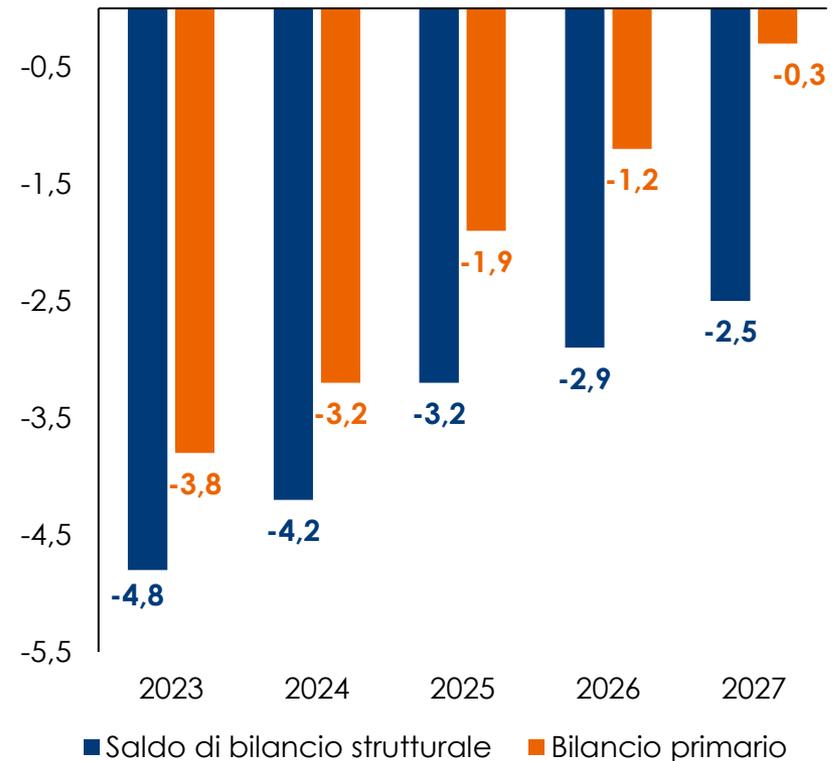
# Francia: risultati fiscali peggiori del previsto e obiettivi molto ambiziosi (alla luce dei cambiamenti politici)

Il governo non ha centrato il target di deficit nel 2023, e ha ridimensionato gli obiettivi per gli anni successivi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo francese

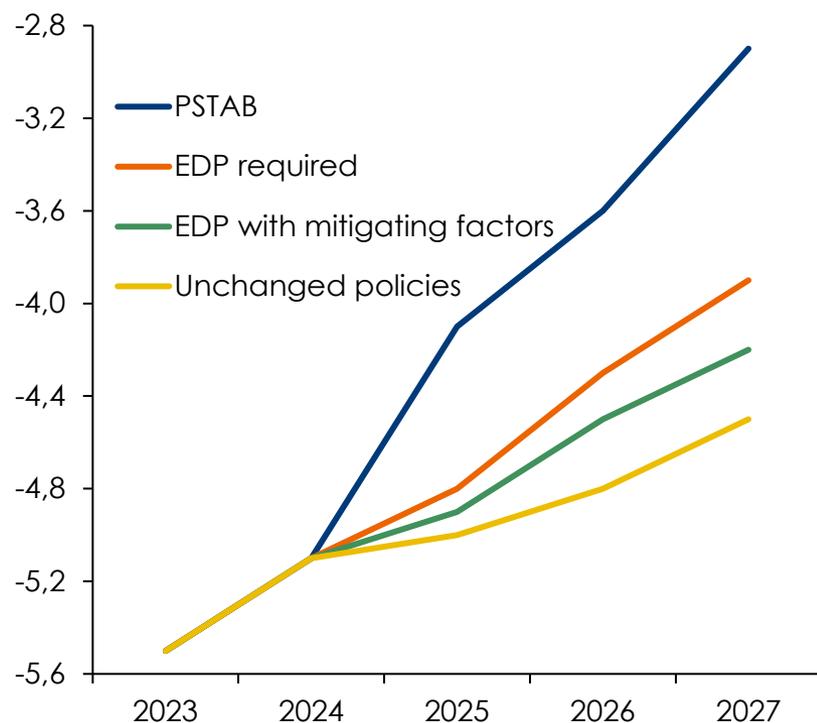
I target restano ottimistici e dipendono da un ambizioso piano di spending review (diventato obsoleto alla luce dei cambiamenti politici)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Programma di Stabilità 2024-27

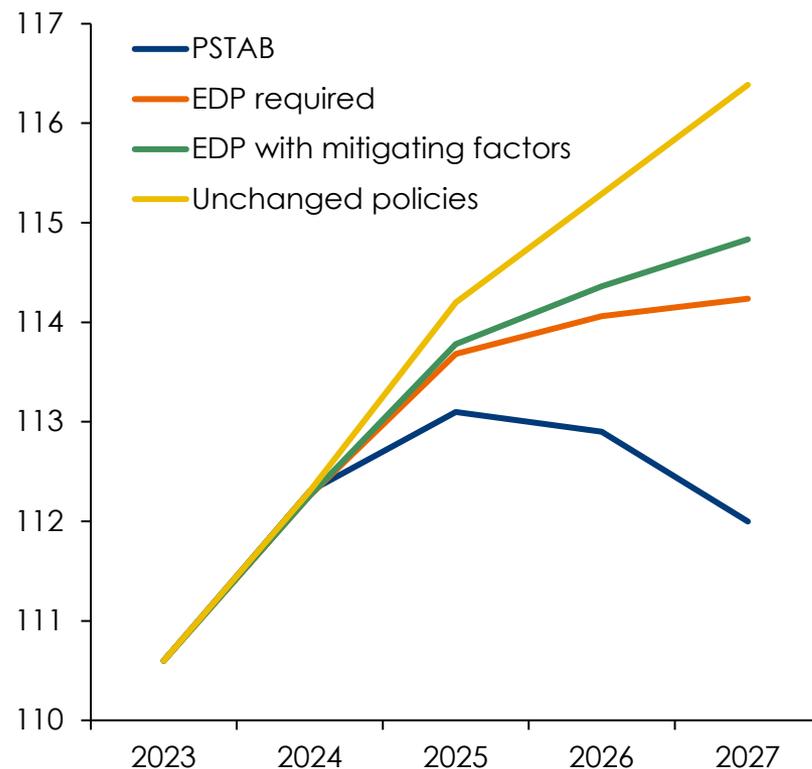
# Per rispettare le regole fiscali europee sarà necessario un inasprimento fiscale

**Disavanzo di bilancio (% PIL)  
in diversi scenari**



Fonte: Intesa Sanpaolo

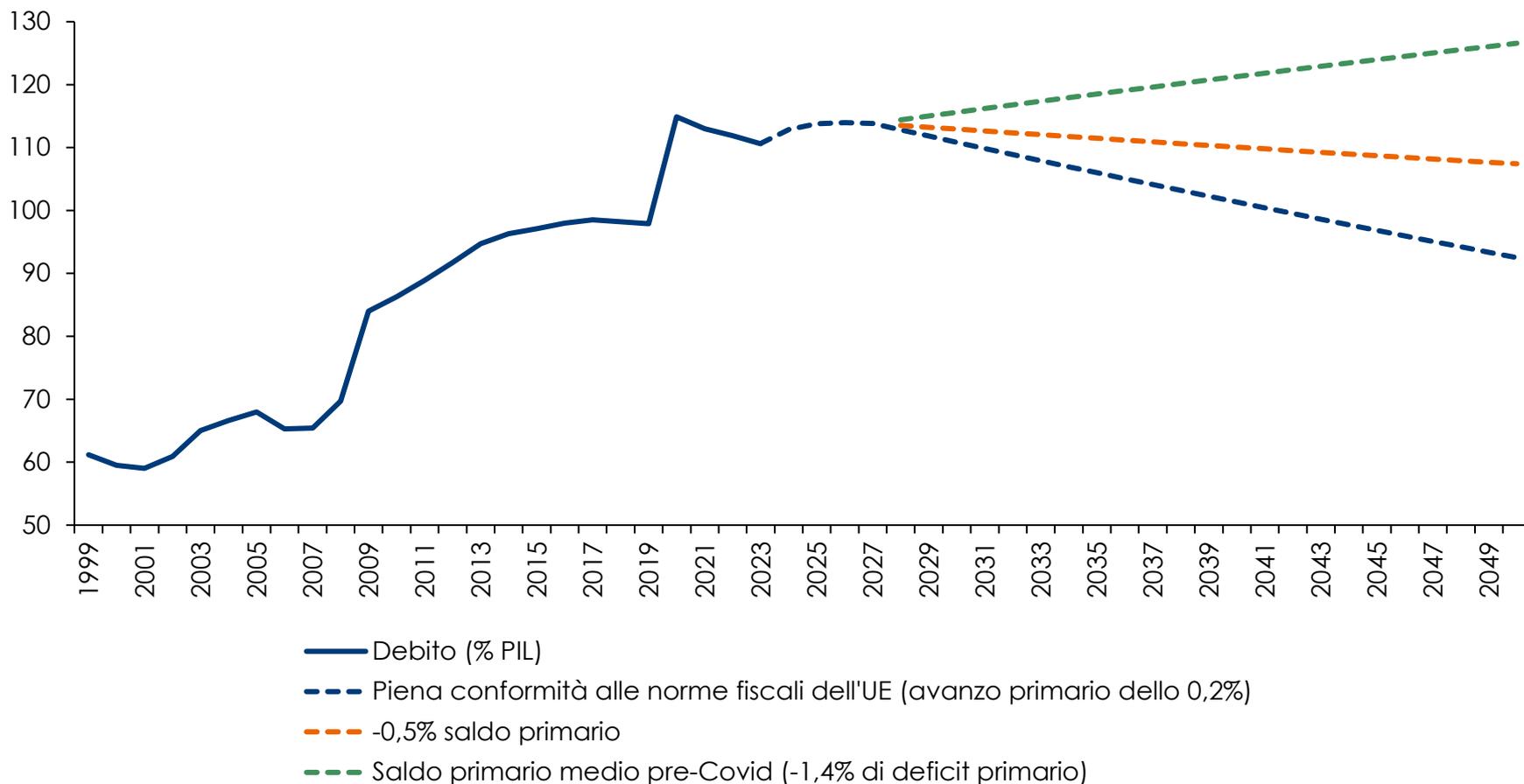
**Debito pubblico (% PIL)  
in diversi scenari**



Fonte: Intesa Sanpaolo

# Nel lungo period, occorre un saldo primario vicino al pareggio per ottenere una riduzione del debito

## Debito pubblico (% PIL)

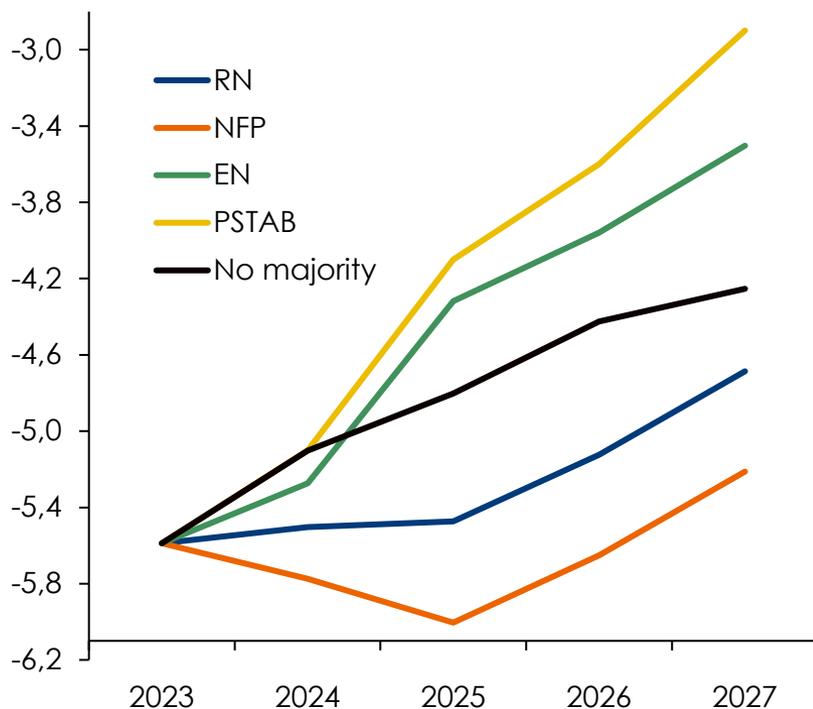


Nota: ipotizziamo che la crescita nominale del PIL converga al 3,1%, e un costo medio del debito al 2,4%.

Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo

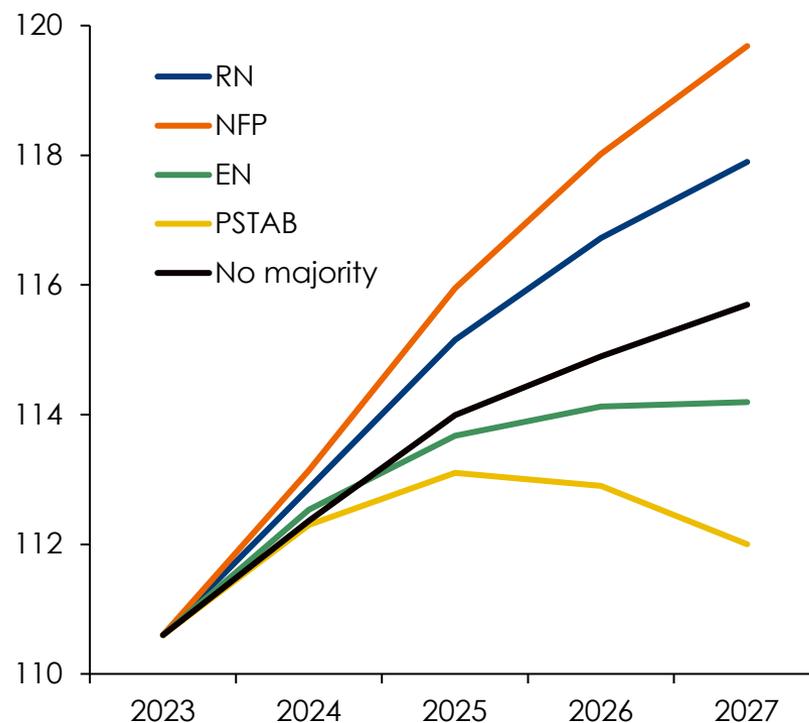
# I programmi elettorali dei maggiori partiti (soprattutto quello di NFP) implicano una significativa espansione fiscale

**Disavanzo di bilancio (% PIL)  
in diversi scenari**



Fonte: Intesa Sanpaolo

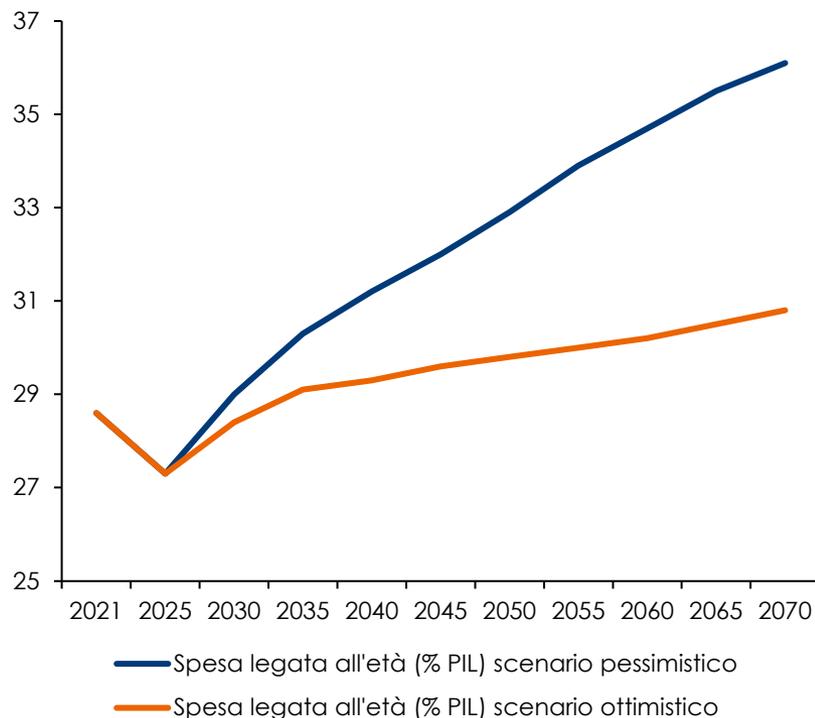
**Debito pubblico (% PIL)  
in diversi scenari**



Fonte: Intesa Sanpaolo

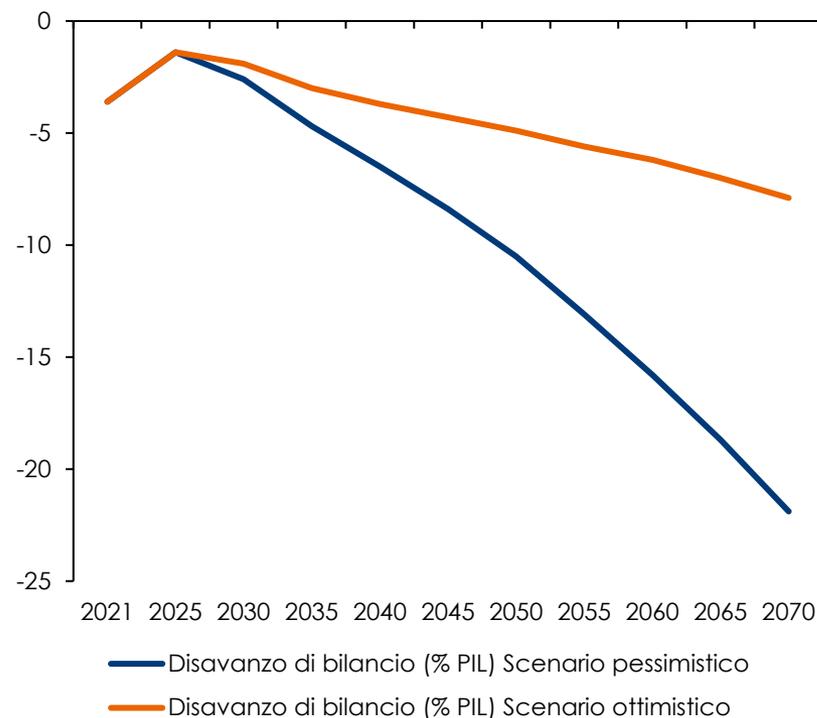
# Anche in Germania, la finanza pubblica non è immune dalle sfide demografiche

La spesa legata all'età aumenterà notevolmente nei prossimi anni, anche secondo ipotesi demografiche ottimistiche...



Fonte: Ministero delle Finanze tedesco, Ifo Institut

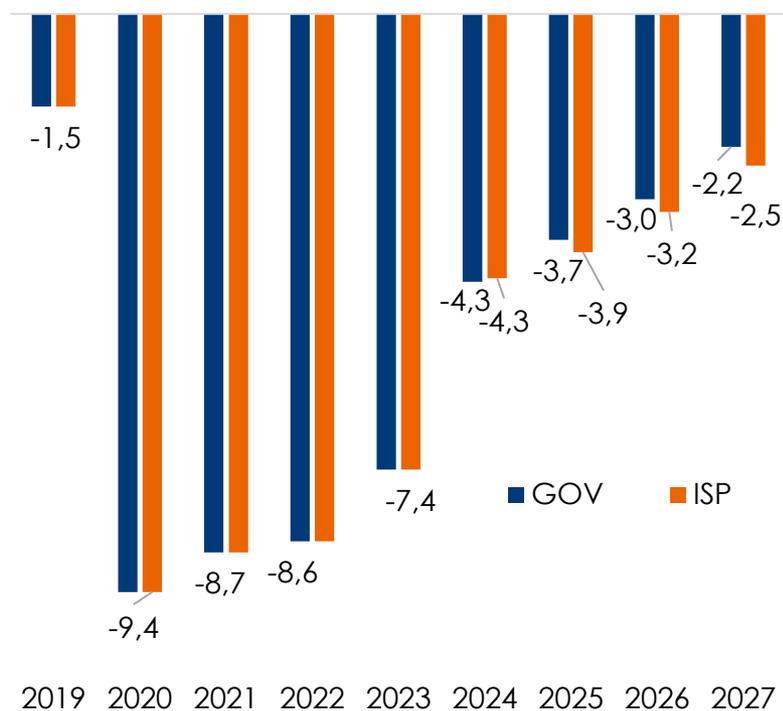
... il che potrebbe riflettersi in un peggioramento del deficit di bilancio



Fonte: simulazioni del Ministero delle Finanze tedesco (su dati Ifo), nell'ipotesi di politiche invariate

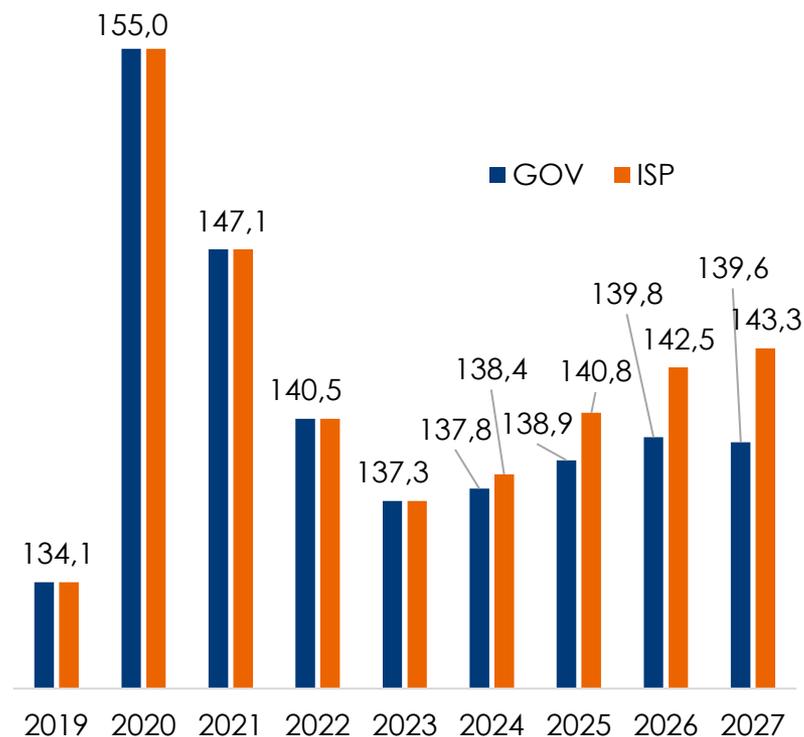
# Italia: deficit in graduale riduzione, ma il rapporto debito/PIL è destinato a salire...

Deficit/PIL: Previsioni Intesa Sanpaolo e quadro tendenziale governativo



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, DEF 2024

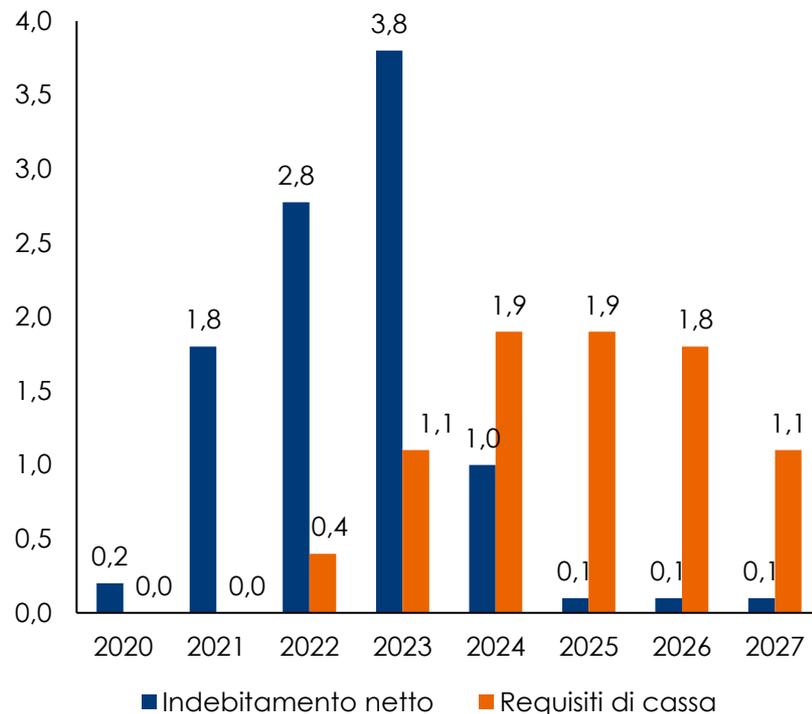
Debito/PIL: Previsioni Intesa Sanpaolo e quadro tendenziale governativo



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, DEF 2024

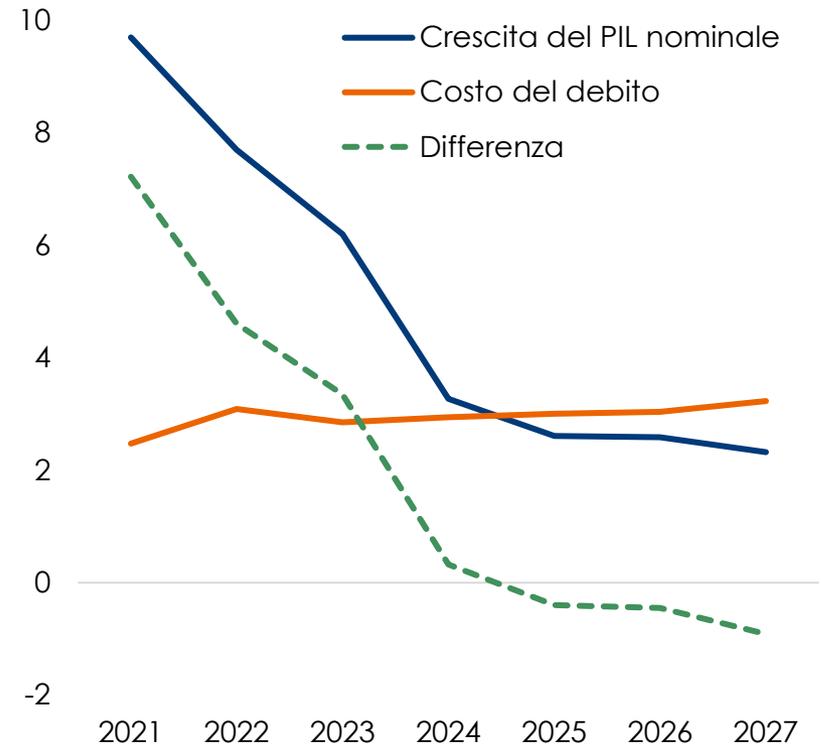
# ... a causa dell'impatto del Superbonus, e del peggioramento del differenziale G-r

**Il picco dell'impatto del Superbonus sul fabbisogno di cassa sarà nel 2024-26**



Nota: % del PIL. Fonte: stime di Intesa Sanpaolo su dati del Governo italiano

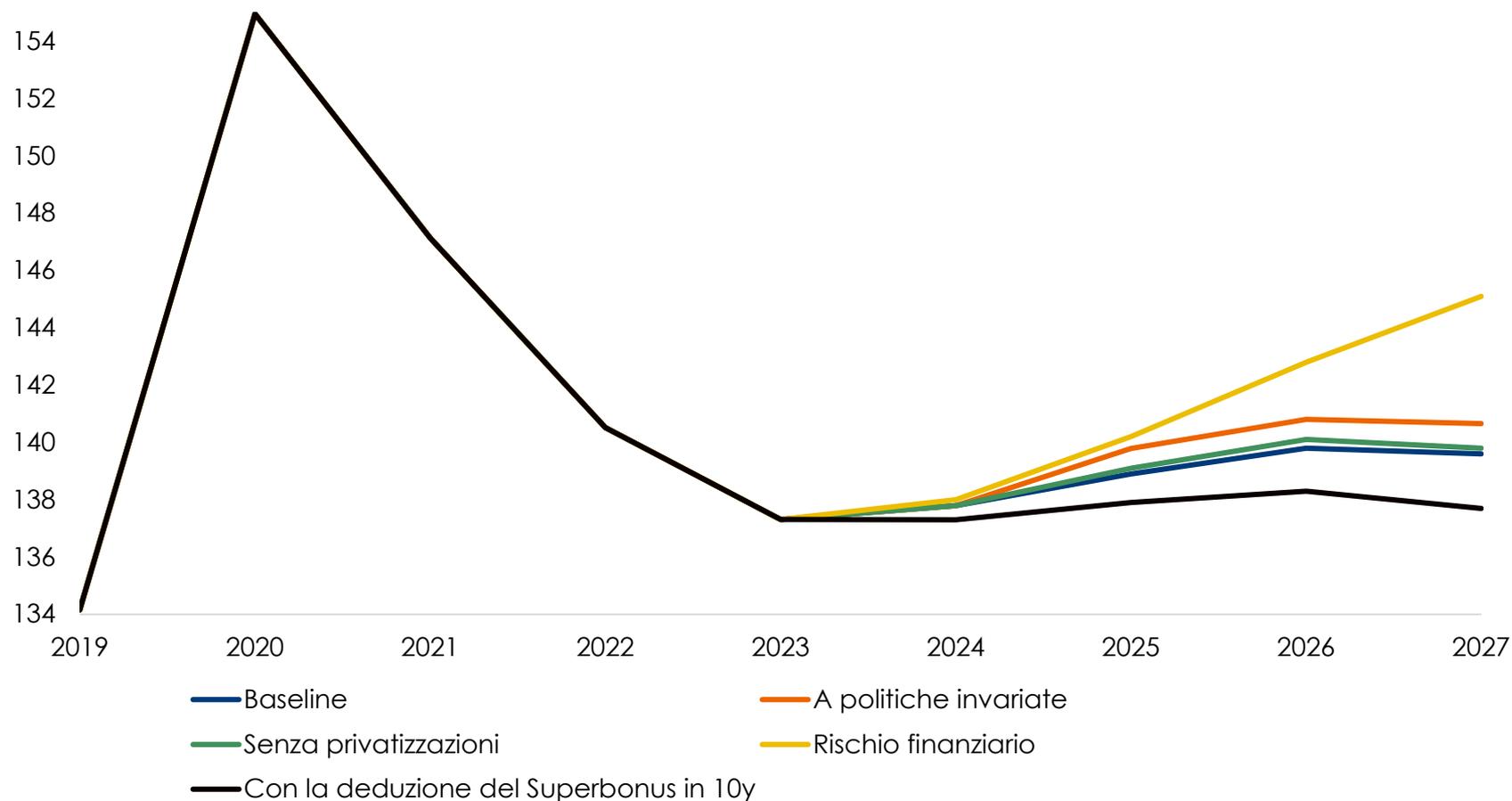
**G-r sta diventando sempre meno favorevole**



Fonte: ipotesi del governo italiano

# I rischi sulla traiettoria del debito sono al rialzo

## Percorsi alternativi sul rapporto debito/PIL (% del PIL)

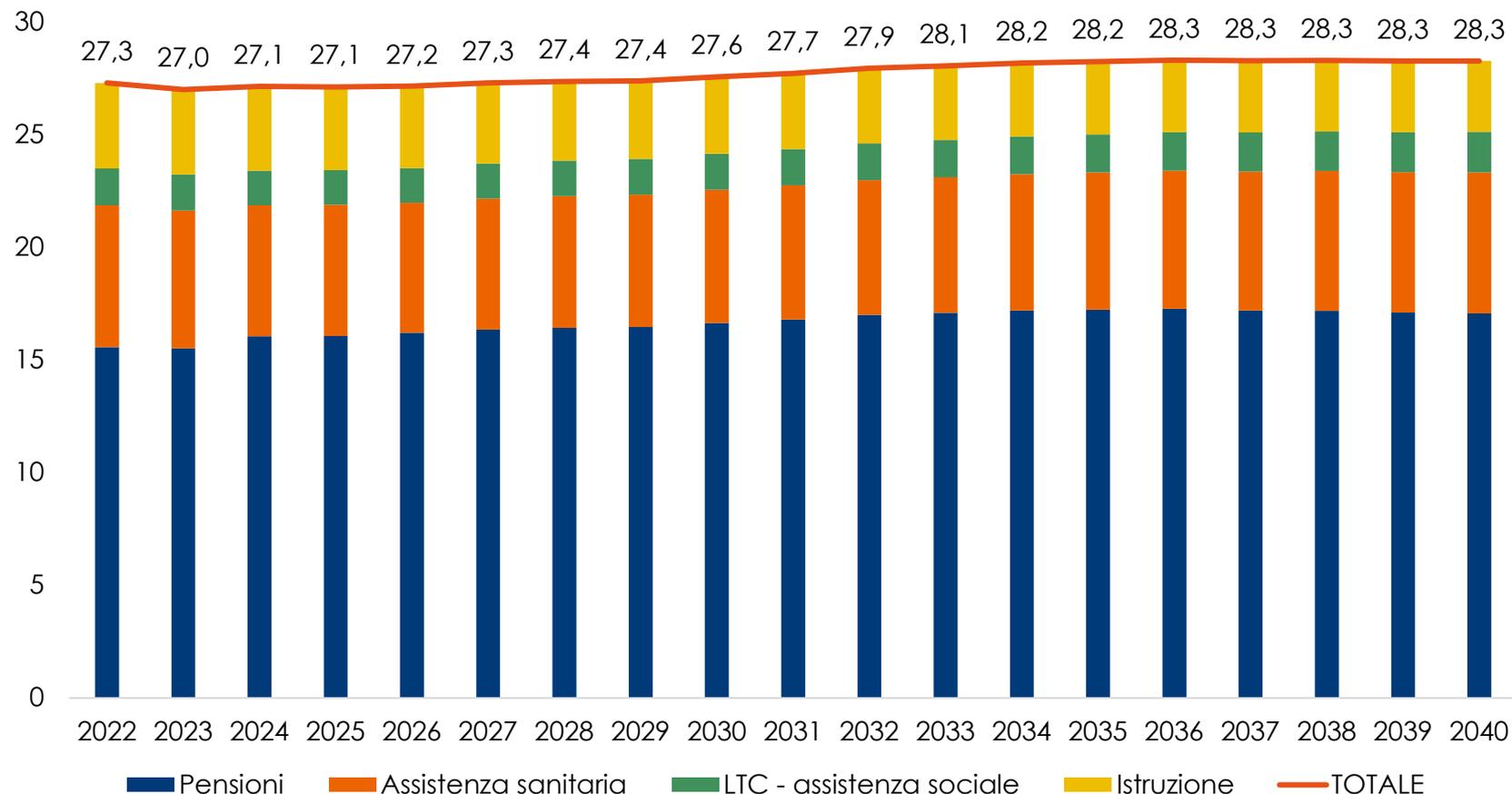


Nota: lo scenario "rischio finanziario" ipotizza, a partire dal 2024, un aumento dello spread BTP-Bund di 100 punti base.

Fonte: 2024 Ageing Report della Commissione europea, Governo italiano, UPB, Intesa Sanpaolo

# La spesa legata all'età dovrebbe raggiungere un picco nel 2040 (sotto ipotesi favorevoli)...

Previsione della spesa pubblica legata all'età  
(pensioni, sanità, LTC, istruzione) in percentuale del PIL

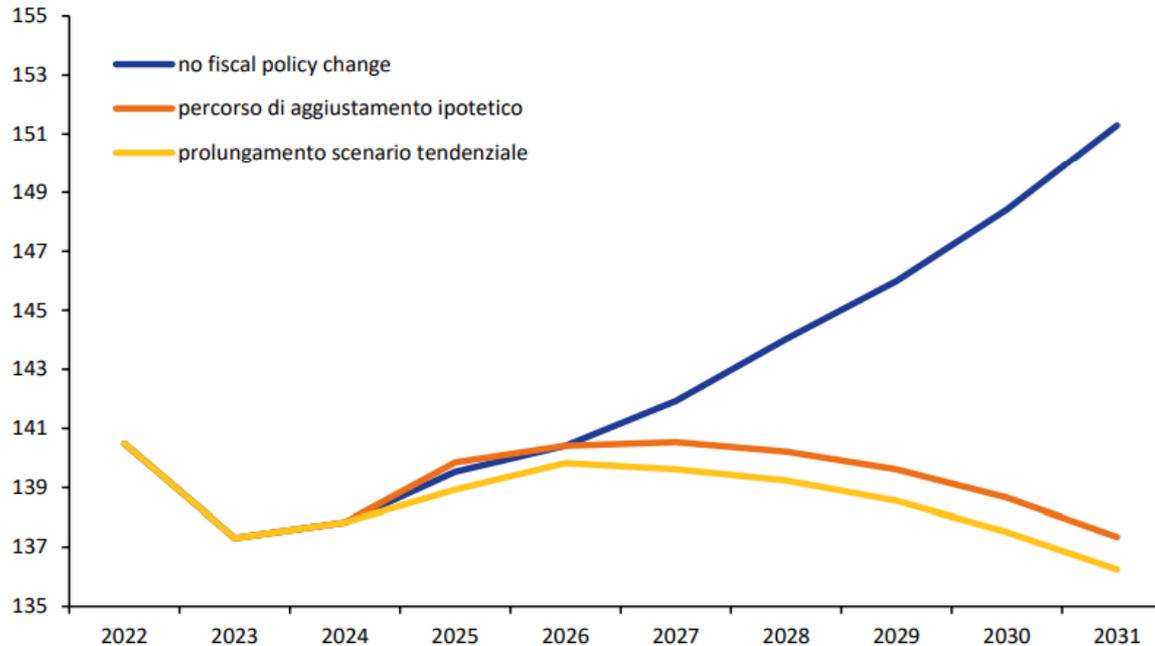


Fonte: 2024 Ageing Report della Commissione europea

# ... il che renderà inevitabile un aggiustamento fiscale anche dopo il 2027

- Lo scenario "no fiscal policy change" non prevede alcun miglioramento del saldo di bilancio oltre il 2024 e include l'aumento della spesa legata all'invecchiamento.
- Lo scenario "percorso di aggiustamento ipotetico" mostra l'evoluzione richiesta dalle nuove regole del PSC.
- Lo scenario "prolungamento scenario tendenziale" assume lo scenario tendenziale del Governo fino al 2026 e ipotizza un calo più graduale del debito dal 2027.

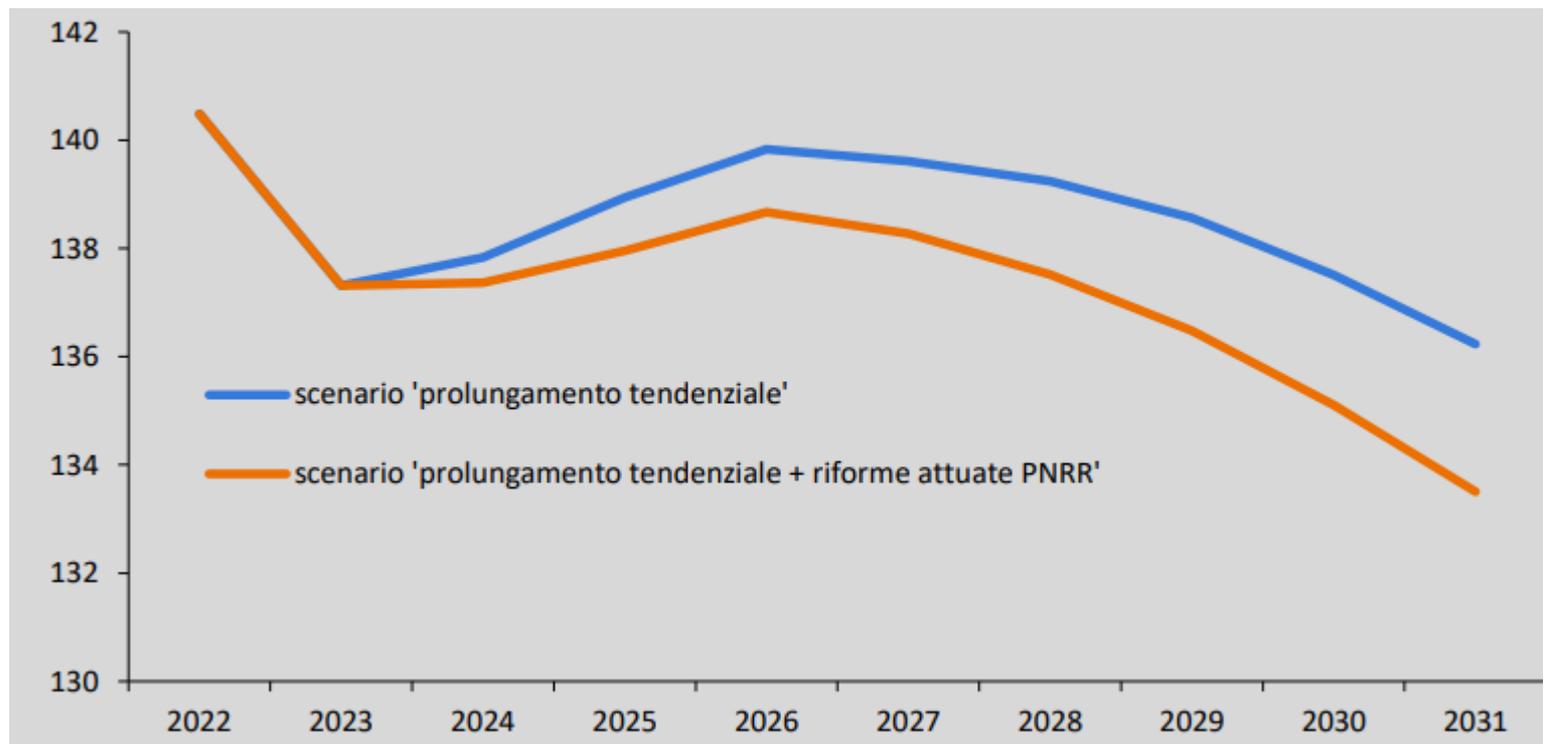
Proiezioni del governo sul debito a medio termine (% del PIL)



# L'impatto delle riforme potrebbe essere rilevante

Un ulteriore scenario, denominato "**prolungamento scenario tendenziale + riforme attuate PNRR**", combina il percorso di aggiustamento di bilancio dello scenario precedentemente descritto con tassi di crescita economica più elevati che si otterrebbero includendo gli impatti sull'economia delle riforme del PNRR. Tuttavia, è probabile che la stima governativa sull'impatto delle riforme sia ottimistica.

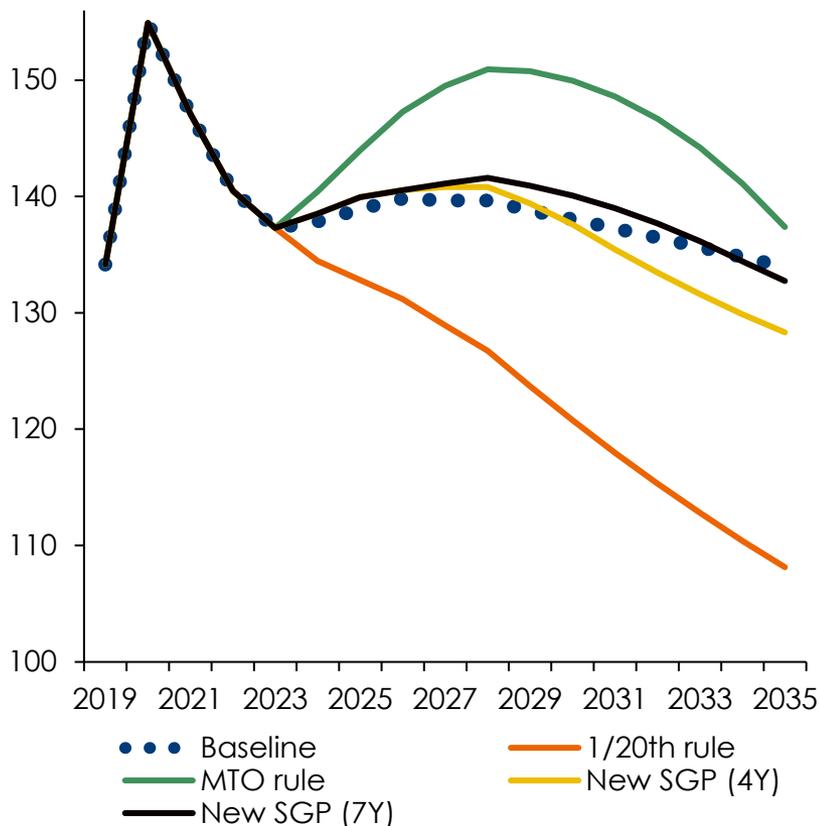
**Proiezione del Governo sul debito a medio termine (% del PIL),  
inclusiva dell'impatto delle riforme del PNRR**



Fonte: Governo italiano

# La nuove regole fiscali sono più realistiche delle precedenti nel caso dell'Italia...

Debito pubblico italiano (% PIL)  
con diverse regole di bilancio



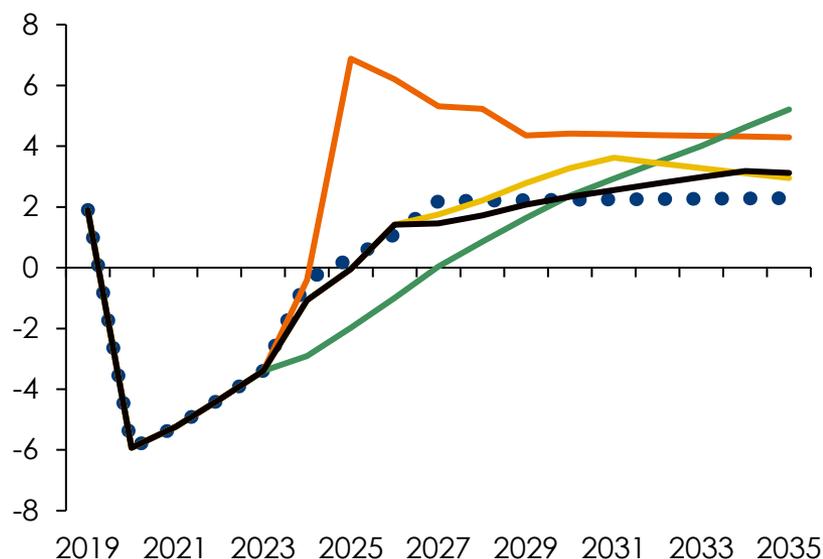
Fonte: baseline = DEF 2024; elaborazioni e previsioni di Intesa Sanpaolo

- **Braccio correttivo invariato**  
(correzione richiesta di almeno lo 0,5% in termini strutturali durante l'EDP).
- **Braccio preventivo:** 1) "traiettoria tecnica" della spesa primaria netta che persegue, su un **orizzonte di 4-7 anni, una riduzione del debito media dell'1% all'anno** per i Paesi con debito > 90% del PIL; 2) **correzione minima del deficit strutturale dello 0,4% del PIL all'anno (in 4 anni) o dello 0,25% (in 7 anni), fino a raggiungere un deficit strutturale dell'1,5%.**
- La correzione in 4 anni viene estesa a 7 in caso di **investimenti e riforme.**
- **Fase di transizione 2025-27:** sono escluse alcune tipologie di spese aggiuntive (almeno quelle per gli interessi).

# ... ma sarà necessario un certo grado di restrizione fiscale anche oltre il 2027

L'aggiustamento fiscale richiesto in caso di piena compliance alle regole fiscali sarebbe **moderatamente meno oneroso rispetto alle norme precedenti**.

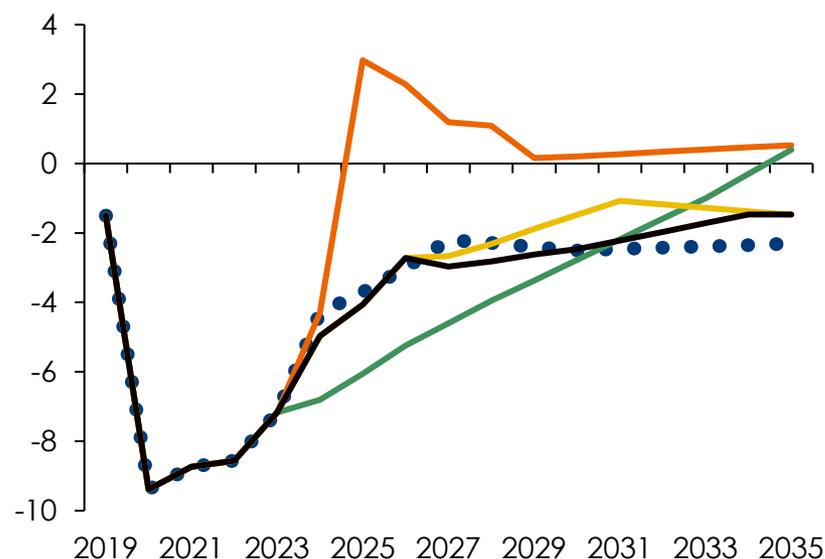
**Saldo primario (% PIL)  
con diverse regole di bilancio**



● ● ● Baseline  
— MTO rule  
— New SGP (7Y)  
— 1/20th rule  
— New SGP (4Y)

Fonte: baseline = DEF 2024; elaborazioni e previsioni di Intesa Sanpaolo

**Saldo di bilancio (% PIL)  
con diverse regole di bilancio**

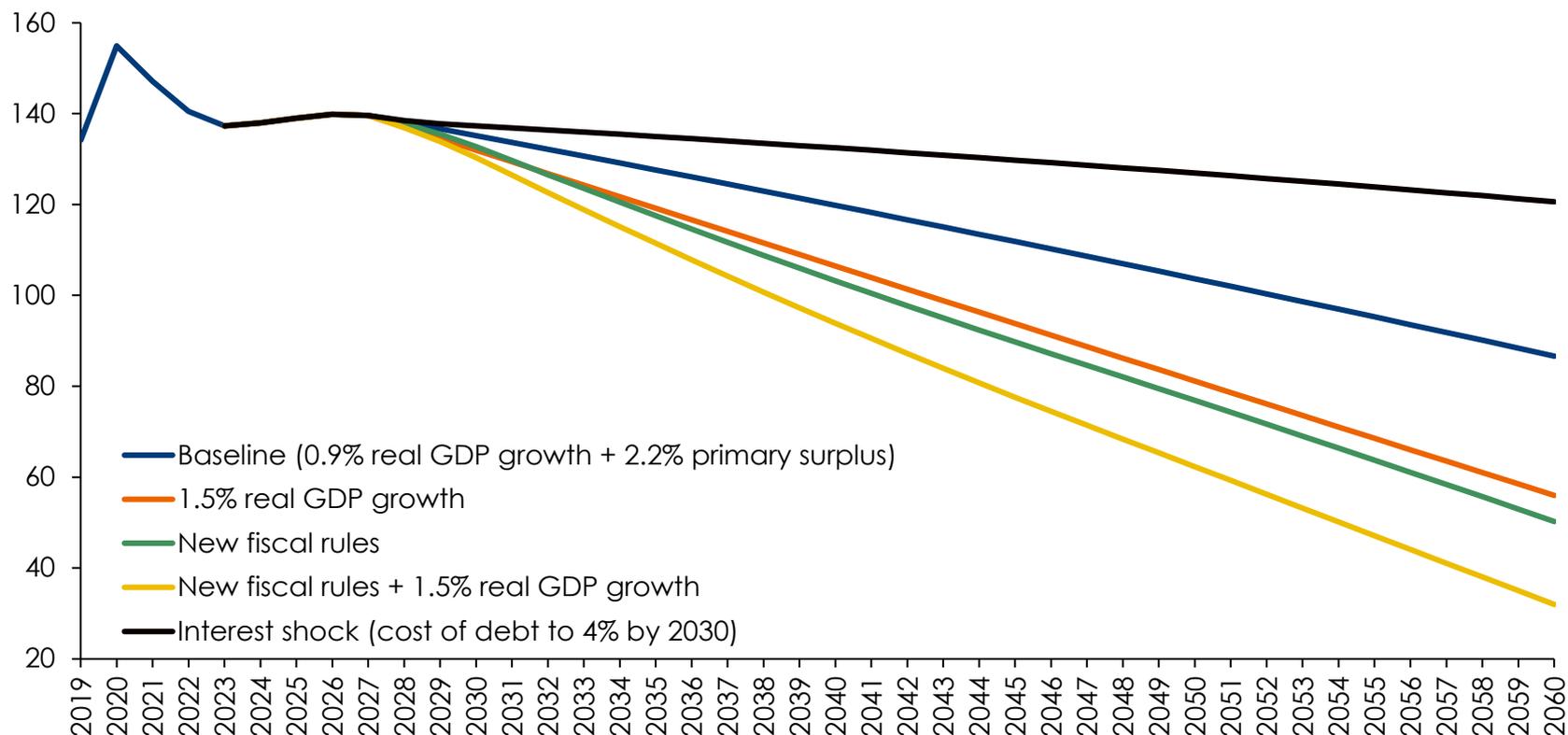


● ● ● Baseline  
— MTO rule  
— New SGP (7Y)  
— 1/20th rule  
— New SGP (4Y)

Fonte: baseline = DEF 2024; elaborazioni e previsioni di Intesa Sanpaolo

# La crescita del PIL, e il contenimento dei premi per il rischio, saranno cruciali per la sostenibilità del debito

## Debito pubblico (% PIL) in diversi scenari



Tutti gli scenari: Stime DEF2024 fino al 2027. **Baseline scenario:** dal 2028 = in linea con il 2027 ovvero: crescita del PIL=0,9%, deflatore del PIL=1,8%, avanzo primario=2,2%, costo del debito=3,2%. **1.5% real GDP growth:** 1,5% di crescita reale del PIL (di conseguenza: avanzo primario=2,5%), altre ipotesi invariate. **New fiscal rules:** il percorso dell'avanzo primario è stimato sulla base dell'aggiustamento strutturale (medio annuo) del saldo primario richiesto dall'analisi di sostenibilità del debito (0,5 punti) per 7 anni. Avanzo primario vicino al 4% nel 2030, poi l'aggiustamento richiesto diminuisce e il saldo primario converge verso il 3% intorno al 2050. **New fiscal rules + 1.5% real GDP growth:** come in precedenza, ma con una crescita del PIL reale dell'1,5% anziché dello 0,9%. **Interest shock:** ipotesi dello scenario di base + costo medio del debito in aumento fino al 4% nel 2030.

Fonte: Intesa Sanpaolo

# Agenda

**1** Una prospettiva globale sul debito pubblico

**2** Stati Uniti

**3** Giappone

**4** Area euro, Spagna, Francia, Germania e Italia

**5** Conclusioni

# Implicazioni e rischi

- **La mancanza di pianificazione a lungo termine aumenta la probabilità di un aggiustamento fiscale poco tempestivo ed inefficiente.**
- **Pressione al rialzo sui tassi di interesse nel lungo periodo.**
- Incremento della **dominanza fiscale**. I governi e i parlamenti potrebbero erodere l'indipendenza delle banche centrali modificando gli obiettivi finali della politica monetaria: la stabilità dei prezzi potrebbe essere subordinata alle esigenze di finanziamento dello Stato.
- Negli **Stati Uniti**, tale rischio potrebbe concretizzarsi nel 2025 se **Trump** diventasse presidente, per motivi diversi: la Fed sarà sottoposta a pressioni per abbassare prematuramente i tassi in modo da influenzare il valore del dollaro.
- Nell'**area dell'euro**, ciò sarà molto più difficile (richiede la modifica dei trattati dell'UE):
  - Questo porterà a una gestione più sostenibile e forward looking delle finanze pubbliche?
  - Oppure a crescenti tensioni che alla fine costringeranno la **BCE a scegliere tra la stabilità dei prezzi e la salvaguardia dell'unione monetaria**, abbandonando la condizionalità del TPI?

## Importanti comunicazioni

### Certificazione degli analisti

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., 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 15a-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 da Research Department 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.

### A cura di:

Luca Mezzomo, Paolo Mameli, Mario Di Marcantonio, Andrea Volpi (Macroeconomic Research, Research Department, Intesa Sanpaolo)