

**Focus Italia**
**L'inverno demografico allunga la sua ombra su PIL e spesa pubblica**
**23 luglio 2024**

Il tema dell'invecchiamento della popolazione sarà di importanza crescente nei prossimi decenni: esso peserà sia sul PIL potenziale che sulla spesa pubblica relativa alla previdenza, alla sanità e all'assistenza di lungo termine in tutti i Paesi UE, probabilmente anche in misura maggiore rispetto alle proiezioni di base contenute nell'*Ageing Report 2024* della Commissione. L'Italia è, tra i Paesi occidentali, quello dove il problema si è manifestato più precocemente, ma ha dalla sua la sostenibilità di lungo termine del sistema pensionistico.

**Research Department**
**Macroeconomic Research**
**Paolo Mameli**  
Economista

**Carlo Ruoti**  
Economista

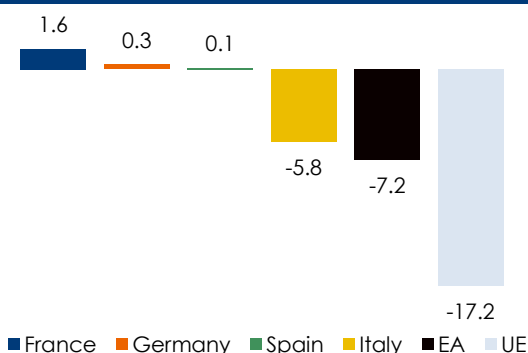
- Sulla base delle proiezioni contenute nell'*Ageing Report 2024* della Commissione Europea, **la popolazione italiana è destinata a ridursi di quasi 6 milioni su un orizzonte al 2070** (da 59 a poco più di 53 milioni), per effetto di un **tasso di fertilità tra i più bassi fra i Paesi UE** (1,24 nel 2023; solo a Malta e in Spagna si registrano valori più contenuti). A nostro avviso, **le assunzioni sul tasso di fertilità sono ottimistiche**, perché la Commissione ipotizza un'inversione di tendenza già nei prossimi anni, con una risalita sino a 1,45 nel 2070 (basata su una mera ipotesi tecnica di "convergenza" verso gli Stati UE con la fertilità più alta).
- **Ancor più marcata sarà la contrazione della popolazione in età lavorativa** (-7,2 milioni di unità), per effetto dell'invecchiamento della popolazione, che farà salire **l'indice di dipendenza degli anziani dal 41% a oltre il 65%**.
- **Meno drammatica sarà la riduzione delle forze di lavoro e dell'occupazione** (-3,5 e -2,9 milioni, rispettivamente), **per effetto di un tasso di partecipazione e di occupazione più elevati**, soprattutto tra le classi di età più avanzate e nella popolazione femminile.
- **L'impatto sul PIL potenziale sarà negativo**. Il minor contributo del fattore lavoro causato dal calo dell'occupazione, nelle ipotesi della Commissione (a nostro avviso ottimistiche), è più che compensato, nel lungo termine, dall'aumento della produttività totale dei fattori e del contributo del fattore capitale. **Nel breve periodo (su un orizzonte a 10 anni) prevale il freno derivante dal minor input di lavoro** (che fa calare il PIL potenziale dai valori correnti, vicini all'1%, sino a un minimo di 0,5% nel 2031-33); **nel lungo termine, nelle ipotesi (ripetiamo, ottimistiche) della Commissione, prevale l'effetto di crescita della produttività e del capital deepening**, che fa risalire il PIL potenziale sino a una media di 1,4% nel periodo 2040-2060 (successivamente, il PIL potenziale torna a rallentare, sino a raggiungere l'1,1% nel 2070). **Tuttavia, tale evoluzione, ancora una volta, è basata su un'ipotesi "tecnica" di convergenza** (sia la produttività totale dei fattori che la produttività del lavoro convergano allo stesso valore per tutti i Paesi UE, ovvero 0,8% e 1,2% rispettivamente, nel 2070).
- Nello scenario della Commissione, **la spesa pubblica legata all'età è destinata a salire di un punto di PIL nei prossimi 15 anni, con un picco nel 2036-40 (al 28,3% del PIL)**. **Successivamente, si assiste a un calo della spesa pensionistica** grazie alla diminuzione del tasso di copertura e del benefit ratio. Cresceranno anche la spesa sanitaria e quella legata all'assistenza di lungo termine, con il **rischio che esse gravino in misura sempre maggiore sui privati anziché sul welfare pubblico**.
- A nostro avviso, **lo scenario delineato dalla Commissione nell'*Ageing Report* pecca di ottimismo sia nelle ipotesi demografiche**, relative in particolare alla risalita del tasso di fertilità (come mostra il confronto con le assunzioni contenute nei precedenti rapporti) **sia nella stima delle conseguenze dell'invecchiamento della popolazione sul PIL potenziale e sulla spesa pubblica**. Assumendo ipotesi più prudenti, si riduce il miglioramento atteso della spesa pensionistica nel lungo termine (ma non emerge la necessità di correttivi immediati superiori a quanto già stimato nello scenario di base).

## Gli effetti dei trend demografici su popolazione, forze di lavoro e occupazione

Le proiezioni demografiche utilizzate dalla Commissione Europea nell'*Ageing Report 2024* mostrano un **calo della popolazione UE pari a oltre 17 milioni di abitanti entro il 2070** (da 449 milioni nel 2022 a meno di 432 milioni nel 2070; Fig. 1). Tale evoluzione si declina in modi diversi tra Paesi: mentre le altre maggiori nazioni occidentali (Germania, Francia, Spagna) vedono aumentare, seppur lievemente, la propria popolazione, **un ampio contributo alla contrazione della popolazione europea viene dall'Italia, che perderà 5,8 milioni di abitanti da qui al 2070**, scendendo dai circa 59 milioni di individui attuali a 53 milioni. Tra i paesi UE, solo la Polonia subirà un calo demografico più ampio (-6,2 milioni). Assai significativa è anche la flessione della popolazione prevista in Romania (-4 milioni).

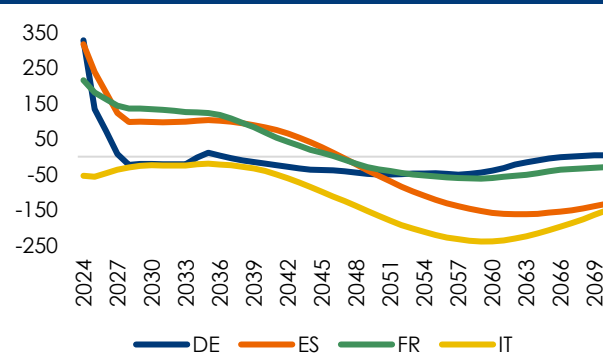
**L'Italia è, tra i 4 maggiori Paesi UE, l'unico che vedrà una contrazione della popolazione da qui al 2070...**

**Fig. 1 – Variazione della popolazione tra il 2022 e il 2070 (milioni di abitanti)**



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 2 – Variazione annua della popolazione (in migliaia di abitanti) nei principali Paesi UE**

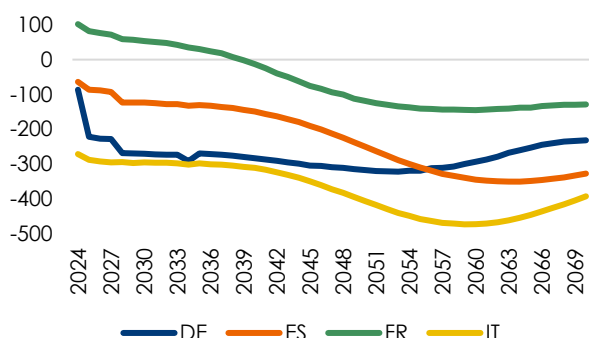


Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

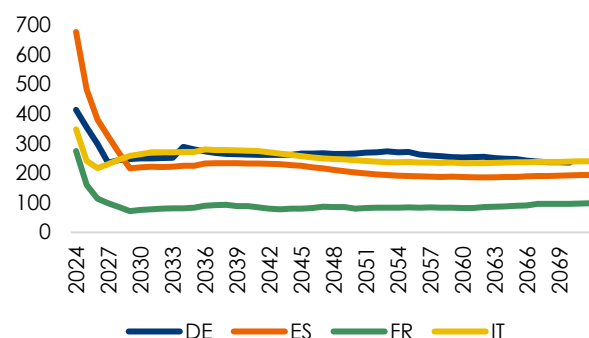
Come evidenziato dalle Figg. 2-8, **l'Italia è, tra i Paesi occidentali, quello dove il problema dell'invecchiamento si è manifestato più precocemente, ma il tema diverrà di importanza crescente anche per gli altri Paesi dell'Eurozona. Infatti, la popolazione è prevista iniziare a calare in Germania già a partire dal 2028**, in Francia e Spagna dal 2047-48. L'unico Paese tra questi in cui il saldo naturale (differenza tra nascite e decessi) nel 2024 è previsto rimanere positivo è la Francia, che però vedrà anch'essa un graduale rallentamento sino ad approdare in territorio negativo nel 2039. **Tutte e quattro le nazioni avranno un saldo naturale ampiamente negativo nel lungo termine: l'Italia toccherà un minimo a oltre -470 mila nel 2059, la Spagna a -360 mila nel 2064, la Germania a oltre -320 mila nel 2053, la Francia a -145 mila nel 2060. L'afflusso migratorio (sotto ipotesi non particolarmente aggressive<sup>1</sup>) sarà tale da compensare il saldo naturale negativo solo nella prima parte del periodo, mentre nel lungo termine, in tutti i Paesi, potrà solo attenuare il calo della popolazione** indotto dalla dinamica domestica negativa.

**...ma il saldo demografico peggiorerà significativamente in tutti i Paesi**

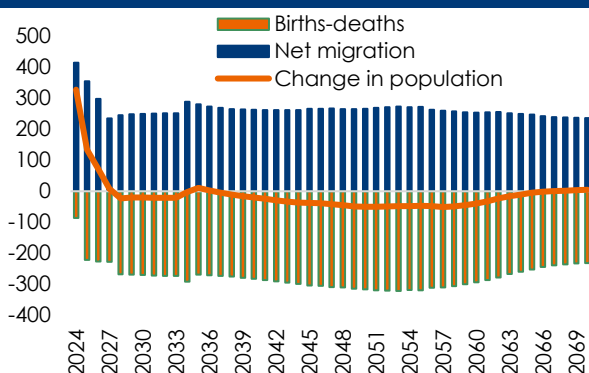
<sup>1</sup> Nell'*Ageing Report*, le ipotesi sull'andamento dell'immigrazione sono modellate nel seguente modo: per il periodo 2023-2027 i valori sono ottenuti tramite interpolazione lineare tra il dato del 2022 e la stima per il 2027, ottenuta tramite la media dei flussi nel 2003-2022 (2013-2022 per i Paesi entrati nella UE dal 2004); dal 2027 in avanti, i dati derivano da un'interpolazione lineare tra la media di lungo periodo e il valore di immigrazione pro-capite nella UE nel 2027.

**Fig. 3 – Saldo naturale (differenza tra nascite e morti, in migliaia) nei principali Paesi UE**

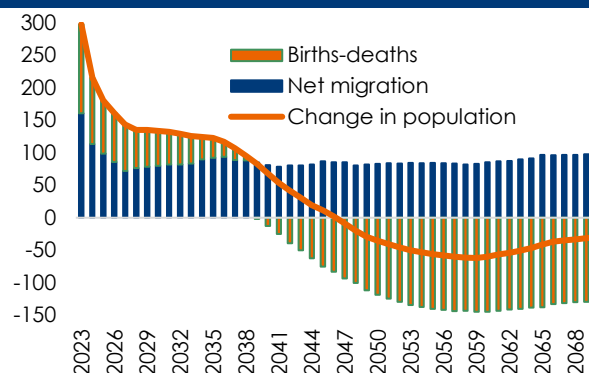
Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 4 – Saldo migratorio (in migliaia) nei principali Paesi UE**

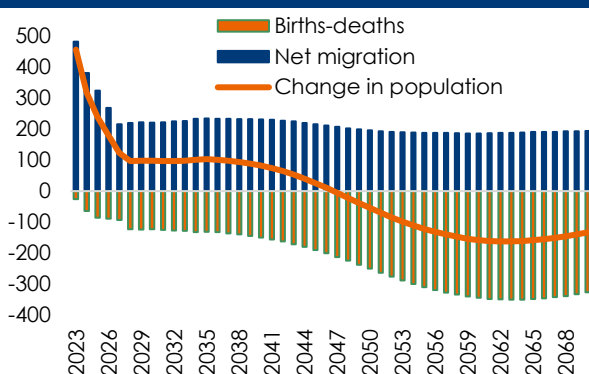
Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 5 – Germania: saldo naturale e saldo migratorio**

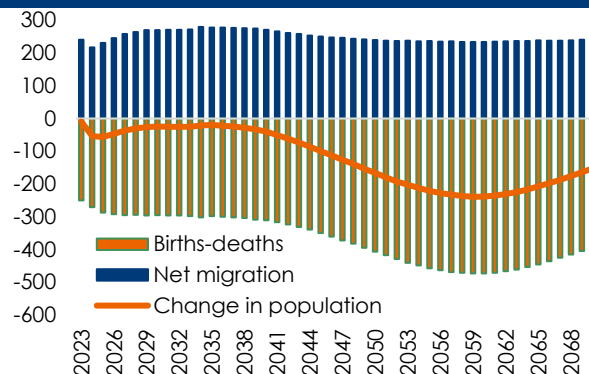
Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 6 – Francia: saldo naturale e saldo migratorio**

Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 7 – Spagna: saldo naturale e saldo migratorio**

Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 8 – Italia: saldo naturale e saldo migratorio**

Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

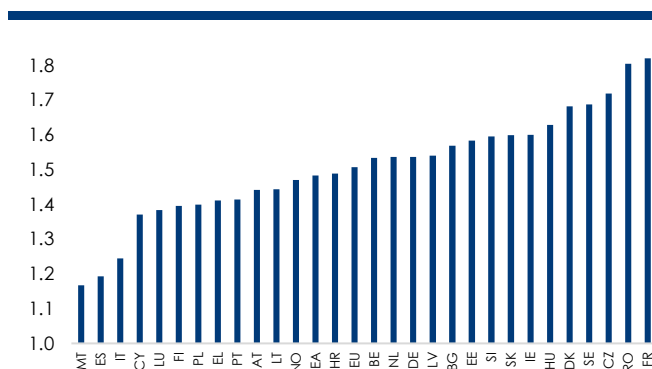
La diminuzione attesa della popolazione italiana è da ricondurre principalmente al **calo del tasso di fertilità** (numero di nascite per donna). Come emerge dai [dati Istat](#), dopo un picco nel 2008 pari a 1,43, l'indice è calato costantemente negli anni successivi (eccetto che nel biennio pandemico 2020-2021), fino ad attestarsi a 1,24 nel 2022-23. Il 2023 ha segnato un nuovo minimo storico (l'undicesimo di fila) nel numero di nascite (379 mila). Di conseguenza, nonostante la flessione del numero di decessi, **il saldo naturale è risultato ampiamente negativo** (-281 mila individui nel 2023).

**Il tasso di fertilità in Italia è tra i più bassi d'Europa, e le ipotesi prospettiche della Commissione appaiono molto ottimistiche**

**Il tasso di fertilità in Italia è tra i più bassi fra i Paesi UE** (1,24 nel 2023: solo a Malta e in Spagna si registrano valori più contenuti: Fig. 9), ben lontano dal tasso di sostituzione naturale (2,1). **Le proiezioni della Commissione ipotizzano un'inversione di tendenza già nei prossimi anni**, con una risalita sino a 1,45 nel 2070. È importante notare, però, che **tale evoluzione non è basata su analisi fondamentali ma su una mera (e discutibile) ipotesi tecnica di "convergenza"** verso gli Stati UE con la fertilità più alta, che tra l'altro implica un aumento prospettico più ampio negli Stati che attualmente hanno i tassi di fertilità più bassi come l'Italia.

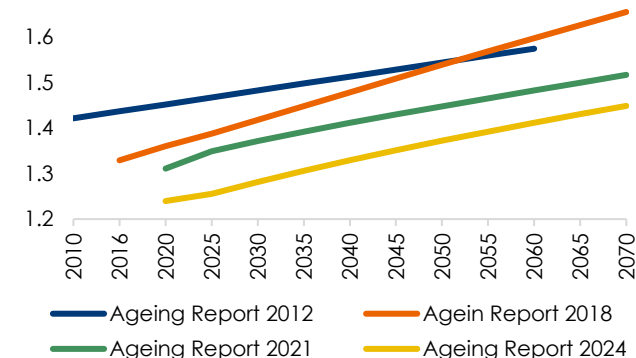
**Il confronto con le proiezioni contenute nei precedenti Ageing Report fa emergere l'inadeguatezza di questa ipotesi** (Fig. 10): nel Rapporto sull'invecchiamento del 2012, la previsione sul tasso fertilità nel 2020-2025 era vicina a 1,5, un valore molto diverso da quello effettivamente verificatosi (1,24 nel 2023). A nostro avviso, **rispetto allo scenario centrale delineato dalla Commissione, appare più credibile lo scenario "di rischio", che vede un tasso di fertilità più basso del 20% rispetto al baseline.**

Fig. 9 – Tasso di fertilità nei Paesi UE (2023)



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Proiezioni sul tasso di fertilità in Italia contenute in successivi Ageing Report della Commissione UE



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ad oggi, l'apporto del saldo migratorio netto, che è risultato essere positivo di 241 mila unità nel 2023, consente di compensare quasi interamente il saldo naturale negativo. Lo scenario centrale descritto dalla Commissione Europea vede un saldo migratorio netto medio annuo pari allo 0,4% della popolazione, con un flusso medio pari a 250 mila unità all'anno (con un picco di 280 mila unità nel 2034, una stabilizzazione negli anni successivi e un calo dal 2050 in avanti). **Tali ipotesi, al contrario di quelle sulla natalità, non appaiono eccessivamente ottimistiche, anzi sembrano assai caute** (il saldo migratorio netto nel 2022 è stato ben superiore, pari a quasi 350 mila unità). A nostro avviso, **più credibile dello scenario di base delineato dalla Commissione è lo scenario alternativo che vede un'immigrazione più alta di un terzo rispetto al baseline. Peraltro, anche in questa ipotesi, non si eviterebbe una contrazione della popolazione in età lavorativa.**

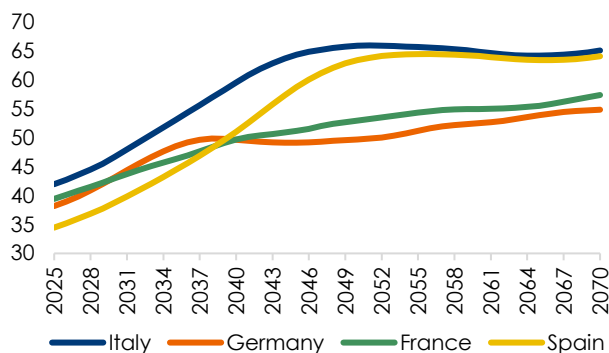
**Viceversa, le ipotesi sui flussi migratori appaiono caute**

La popolazione italiana, oltre che più ristretta, diventa sempre più anziana a seguito dell'invecchiamento delle **generazioni del baby boom**, ovvero di coloro che sono nati tra il 1946 e 1964. Ciò implica evidentemente un progressivo spostamento di individui dalla popolazione in età lavorativa a quella in età da pensione. **L'indice di dipendenza degli anziani è visto in salita in tutti i Paesi UE.** In Italia tale indicatore sale dal 40,8% del 2022 al 65,5% del 2070 (la maggior parte dell'incremento è previsto entro il 2045, ed è trainato dagli over 85); da notare anche (Fig. 11) che tale indicatore per la Spagna, oggi significativamente inferiore a quello degli altri Paesi, convergerà verso quello italiano nel lungo termine). Il rapido aumento di questo indice è dovuto a diversi fattori, tra i quali il **miglioramento dell'aspettativa di vita media** (che dovrebbe passare da 78,4 a 86,1 anni per gli uomini e da 84 a 90,4 anni per le donne, a fine periodo) e la riduzione del numero di individui in età da lavoro (Fig. 12). Tale dinamica fa emergere uno squilibrio crescente tra pensionati e lavoratori, determinando un **impatto potenzialmente oneroso (a parità**

**In Italia l'indice di dipendenza degli anziani è stimato in aumento del 25% entro il 2070, e la maggior parte di tale incremento si verificherà già entro il 2045**

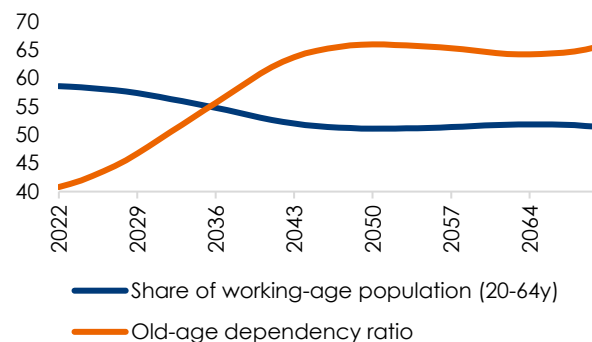
**di legislazione) sulle voci di spesa pubblica correlate** (non solo la spesa pensionistica, ma anche la spesa sanitaria e quella dovuta alla Long-Term Care, LTC).

**Fig. 11 – Proiezioni indice di dipendenza degli anziani (65+ / 20-64)**



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 12 – Indicatori demografici in Italia**



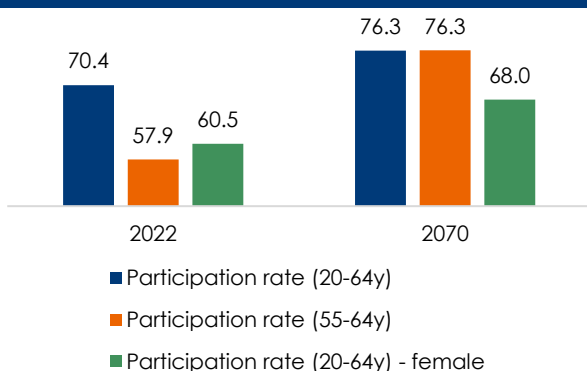
Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In Italia, le **forze di lavoro sono attese diminuire del 14% nel 2070 rispetto al 2022** (-3,5 milioni di individui), a causa dell'ampio calo della popolazione in età lavorativa, compensato solo parzialmente da un aumento del **tasso di partecipazione**, dal 60,3% del 2022 al 67,4% nel 2070. Tale incremento è spiegato dal contributo dei lavoratori più anziani, per via della salita dell'età media di uscita dal mercato del lavoro (da 64 a quasi 69 anni). In particolare, la partecipazione riferita alla classe 55-64 anni passa dal 57,9% al 76,3% (Fig. 13) mentre per la fascia di età 65-74 si passa dal 9,4% al 33%. **L'aumento del tasso di partecipazione è assai più marcato per la popolazione femminile** che per quella maschile (+7,4% contro +3,5% per la fascia d'età 20-64 anni): ciò non è dovuto solo alle fasce d'età più anziane, ma anche a un aumento sensibile della partecipazione per la fascia d'età centrale (25-54 anni), che per le donne sale di oltre tre punti nel periodo, a fronte di un lieve calo nel caso degli uomini. **Tali ipotesi di aumento della partecipazione al mercato del lavoro a nostro avviso sono credibili e non peccano di ottimismo**: in particolare, l'aumento atteso della partecipazione femminile è il risultato della graduale crescita del peso della popolazione oggi più giovane e che vanta un tasso di attività più alto rispetto a quello della popolazione femminile meno giovane.

**L'aumento del tasso di partecipazione sarà accompagnato da un incremento del tasso di occupazione** (+6,5% per la fascia d'età 20-64 anni, +7,8% fino a 74 anni), anche in questo caso trainato dai lavori più anziani e dalle donne. Anzi, tale aumento sarà più cospicuo rispetto a quello del tasso di partecipazione (Fig. 14), e determinerà un calo del tasso di disoccupazione (-1,5% per la fascia d'età 20-64 anni, -1,8% fino a 74 anni). Tuttavia, **la diminuzione della popolazione in età lavorativa farà sì che, nonostante l'evoluzione favorevole della partecipazione e del tasso di occupazione, le ore lavorate totali si contraggano a partire dal 2030** (di -0,15% all'anno in media nel periodo 2030-2070). Da notare che, nelle ipotesi della Commissione, le ore lavorate per occupato continuano ad aumentare nel 2024-26 sulla scia di quanto visto nel 2022-23, e poi si stabilizzano dal 2027; a nostro avviso, non si può escludere che, una volta superato il recupero post-pandemico, torni a materializzarsi un trend di calo delle ore lavorate pro-capite, che potrebbe rendere la flessione delle ore lavorare totali (e quindi dell'input di lavoro che costituisce una delle determinanti del PIL potenziale) ancor più marcata di quanto previsto dallo scenario base della Commissione.

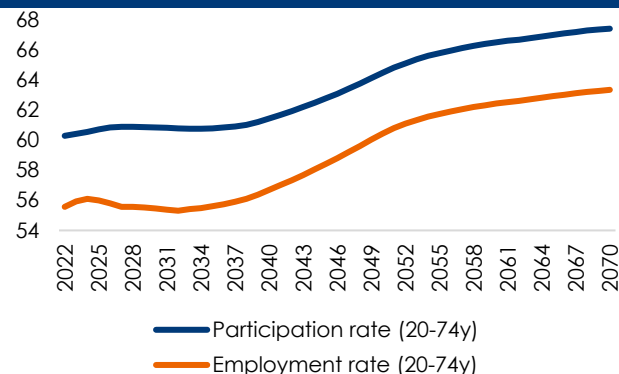
**L'aumento del tasso di partecipazione, trainato dagli over 55 e dalle donne, compensa solo in parte il calo della popolazione in età da lavoro**

Fig. 13 – L'aumento del tasso di partecipazione è trainato dagli over 65 e dalle donne



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – Tasso di partecipazione e tasso di occupazione (20-74 anni)



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### L'impatto sul PIL potenziale è negativo, ma è controbilanciato da ipotesi "tecniche" di convergenza soggette a molti rischi al ribasso

Nell'Ageing Report, la Commissione Europea proietta gli effetti degli scenari demografici sul PIL potenziale (Fig. 15-16). **La crescita del PIL potenziale è ottenuta dalla somma tra la crescita dell'input di lavoro, ossia le ore lavorate totali** (su cui impattano le proiezioni su popolazione in età da lavoro, tasso di partecipazione e tasso di occupazione), **e della produttività del lavoro – la quale, a sua volta, è data dalla somma di due componenti: la Total Factor Productivity (TFP, ovvero produttività totale dei fattori) e il contributo derivante dall'intensità di capitale (capital deepening).**

**L'impatto sul PIL potenziale del trend demografico sfavorevole sarà negativo.** Nonostante l'ottimismo delle proiezioni ufficiali, infatti, l'invecchiamento della popolazione ha un effetto negativo sul tasso di crescita del PIL potenziale, derivante dal minor contributo del fattore lavoro causato dal calo dell'occupazione, che, nelle ipotesi della Commissione (come già detto, a nostro avviso ottimistiche), è più che compensato, nel lungo termine, dall'aumento della produttività del lavoro derivante da una crescita sia della produttività totale dei fattori che del contributo dell'intensità di capitale. **Nel breve periodo (su un orizzonte a 10 anni) prevale il freno derivante dal minor input di lavoro** (che fa calare il PIL potenziale dai valori correnti, vicini all'1%, sino a un minimo di 0,5% nel 2031-33); **nel lungo termine, nelle ipotesi della Commissione, prevale l'effetto di crescita della produttività e del capital deepening, che fa risalire il PIL potenziale sino a una media di 1,4% nel periodo 2040-2060** (successivamente, il PIL torna a rallentare, sino a raggiungere l'1,1% nel 2070). **Tuttavia, tale evoluzione è basata non su analisi fondamentali ma su un'ipotesi "tecnica" di convergenza:** sia la produttività totale dei fattori che il contributo dell'intensità di capitale convergano allo stesso valore per tutti i Paesi UE, ovvero 0,8% e 0,4% rispettivamente, nel 2070.

Tali ipotesi, almeno per l'Italia (ma non solo), sono a nostro avviso ottimistiche. Come mostra [una recente analisi della Banca d'Italia](#), **il motivo principale della sottoperformance del valore aggiunto in Italia rispetto all'Eurozona** negli ultimi vent'anni (0,3% contro 1,2% in media all'anno nel periodo 2000-2022) **non deriva dall'input di lavoro**, che è diminuito in tutte le principali economie per via della riduzione delle forze di lavoro e delle ore lavorate per occupato, **ma da una dinamica più debole della produttività del lavoro**, che in Italia è stata poco più che stagnante (0,25%, anche si nota una tendenza crescente, da 0,1% nel periodo 2000-2007 a 0,2% nel 2007-2019, sino a 0,8% nel 2019-2022), a fronte di una dinamica più vivace nella media dell'area euro (0,84%). In particolare, tra le due componenti della produttività del lavoro, **la sottoperformance non è dovuta al contributo dell'intensità di capitale**, solo poco più basso che nell'Eurozona (0,31% contro 0,37% nel periodo 2000-2019), **ma alla produttività totale dei fattori**,

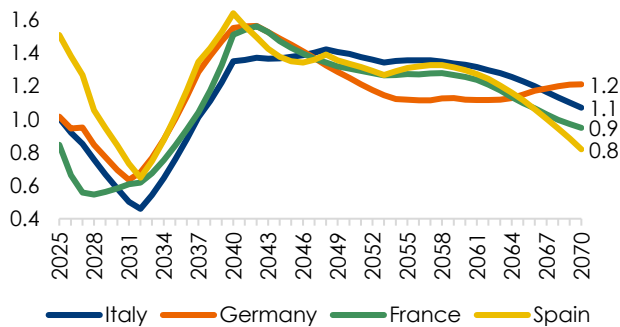
**che in Italia ha registrato una variazione media annua negativa (-0,16%)** a fronte di un valore positivo nell'Eurozona (0,49%). **In tal senso, risulta ancor più discutibile l'ipotesi di convergenza dell'Italia a una crescita della produttività totale dei fattori sino a 0,8% nel 2070.** L'andamento più favorevole della produttività del lavoro negli ultimi anni e i possibili effetti del PNRR potrebbero giustificare un'ipotesi di accelerazione della produttività, ma è discutibile che lo scenario di base si fondi su ipotesi eccezionalmente favorevoli invece che prudentiali.

In effetti, **le stime della Commissione sembrano incorporare sì l'impatto dell'invecchiamento sulla consistenza della popolazione in età da lavoro, ma non quello sulla produttività, che con ogni probabilità sarà negativo, per diverse ragioni:** 1) l'aumento della quota di lavoratori anziani implica una minore propensione all'innovazione; 2) l'invecchiamento della popolazione potrebbe determinare un *mismatch* tra domanda e offerta sul mercato del lavoro, in particolare in settori che richiedono maggiore prestanza fisica; 3) l'aumento dell'importanza di settori dove i guadagni di produttività sono limitati, come quelli della cura alla persona e della Long-Term Care, potrebbe avere effetti negativi sulla produttività aggregata. Inoltre, la persistenza di un modello familistico di assistenza agli anziani non autosufficienti, e la scarsa copertura del welfare pubblico, potrebbero avere effetti negativi sia sulla partecipazione (in particolare femminile) che sulla produttività stessa. In tal senso, rispetto allo scenario di base delineato dalla Commissione (crescita della TFP che converge a 0,8% nel 2070), ci pare più credibile lo scenario alternativo che vede una convergenza a 0,6% (anzi, a nostro avviso, pure questa ipotesi rischia di essere ottimistica).

**Meno soggetta a rischi, viceversa, ci pare l'ipotesi di convergenza a una crescita annua dello 0,4% del contributo alla produttività del lavoro derivante dall'intensità del capitale.** Come detto, l'Italia negli ultimi 20 anni ha registrato un valore solo di poco più basso, pari a 0,3%, e la crescita dello stock di capitale fisso accumulata negli ultimi anni, oltre che l'accelerazione nei processi di digitalizzazione (anche indotta dai programmi di spesa finanziati dalla UE), potrebbero anzi autorizzare un cauto ottimismo al riguardo.

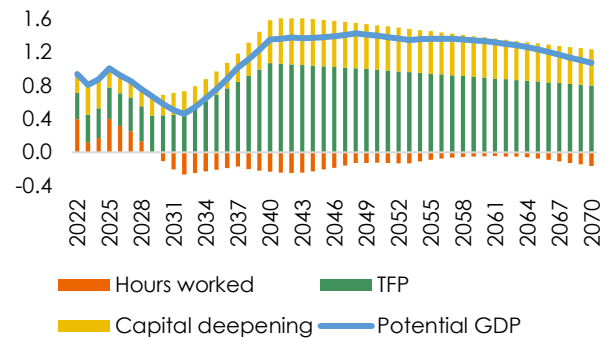
Nel complesso, per la media di tutto il periodo preso in considerazione (2022-2070), **se la produttività del lavoro fosse in linea con quella registrata nel periodo 2000-2022 (0,25%), il tasso di crescita medio annuo del PIL sarebbe pari a 0,2% nel 2022-2070 anziché 1,1%** come da stime della Commissione. Se si prendesse in considerazione l'evoluzione della produttività del lavoro solo nel periodo 2019-22 (decisamente più favorevole e pari a 0,81%), la stima del PIL potenziale nel periodo 2022-2070 salirebbe a 0,7% (ma considerazioni di prudenza suggeriscono che il periodo pandemico possa essere viziato da fattori *una tantum*). Un altro esercizio di simulazione è il seguente: **se la produttività del lavoro non salisse nella seconda parte del periodo, per effetto delle ipotesi tecniche di "convergenza", ma restasse ferma ai valori che la Commissione ipotizza per il 2030 (0,7%), la crescita del PIL potenziale convergerebbe a 0,5% nel 2070**, e sarebbe pari a 0,6% in media nel periodo 2022-2070. Tali simulazioni suggeriscono che, per quanto ci siano motivi per pensare che la crescita della produttività sia più alta oggi di quella registrata negli ultimi vent'anni (come detto, appesantiti soprattutto dal periodo 2000-2007), le ipotesi di convergenza implicite nello scenario di base della Commissione, che implicano un PIL potenziale a 1,1% in media nel periodo 2022-2070, appaiono molto ottimistiche. Peraltro, con ogni probabilità **tali considerazioni valgono non solo per l'Italia ma anche per gli altri Paesi dell'Eurozona con crescita della produttività inferiore alla media.**

Fig. 15 – Evoluzione del PIL potenziale



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 16 – Determinanti del PIL potenziale in Italia



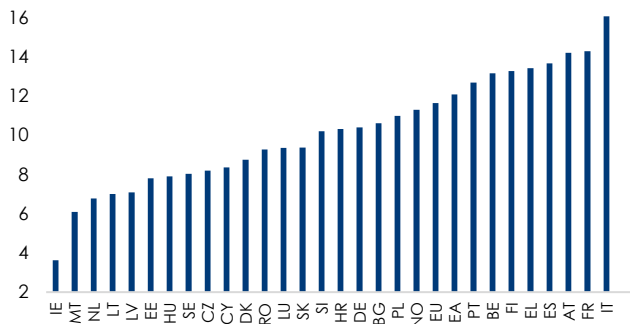
Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Gli effetti sulla spesa pubblica sono con ogni probabilità sottostimati

Nell'Ageing Report, la Commissione Europea analizza poi gli effetti degli scenari demografici sul bilancio pubblico. In base alle attuali proiezioni demografiche, a parità di legislazione, **la spesa pensionistica in rapporto al PIL in Italia, già la più alta nel confronto con tutti gli altri Paesi UE** (Fig. 17), **seguirà una traiettoria crescente nel prossimo decennio**, fino a raggiungere un picco del 17,3% nel 2036; in seguito, la spesa è attesa tornare a calare gradualmente, fino a raggiungere il 13,7% nel 2060 e stabilizzarsi su quei livelli negli anni successivi. Da notare (Fig. 18) che **le riforme effettuate a più riprese negli ultimi decenni hanno reso il sistema previdenziale in Italia più sostenibile di quello di altri Paesi**: la Commissione stima che la spesa per pensioni in rapporto al PIL in Spagna supererà quella italiana dal 2044 (e nel 2070, sarà più alta di quella italiana di 4 punti di PIL).

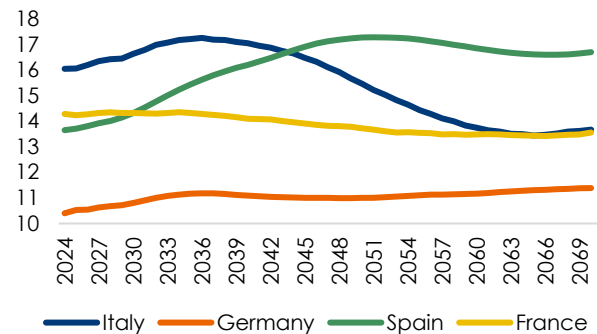
**La spesa pensionistica in Italia è la più alta tra i Paesi UE, ed è destinata a salire ancora nel prossimo decennio...**

Fig. 17 – Spesa per pensioni in rapporto al PIL (2024)



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 18 – Spesa per pensioni in rapporto al PIL



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**L'andamento crescente nel prossimo decennio è dovuto al materializzarsi degli effetti negativi della transizione demografica**: il forte aumento dell'indice di dipendenza economica è legato al passaggio della generazione baby boom dall'età lavorativa all'età da pensione; tali effetti sono stati amplificati dalle manovre di bilancio 2022 e 2023, che hanno facilitato l'accesso al pensionamento anticipato.

**Il calo del rapporto tra spesa pensionistica e PIL previsto dal 2036 in avanti è da ricollegare alla piena applicazione del regime contributivo, assieme alla graduale uscita della generazione del baby boom dal sistema pensionistico**. L'effetto è rafforzato dalle riforme normative degli ultimi anni e, in particolare, dall'applicazione dell'adeguamento automatico dei requisiti di accesso alle pensioni alle variazioni della speranza di vita.

**...ma nel medio termine le riforme normative determineranno un'inversione nella traiettoria di spesa...**

Si notano anche cambiamenti nella composizione della spesa pensionistica:

- **le pensioni di vecchiaia e anticipate**, che già rappresentano la parte più importante della spesa, vedranno crescere il loro peso sul totale della spesa pensionistica dall'83% nel 2022 all'86,2% nel 2070;
- **le pensioni di reversibilità** sono viste in calo dal 14,9% all'11,3% del totale;
- **le pensioni di invalidità** aumenteranno lievemente, dal 2,1% al 2,5% sul totale della spesa pensionistica.

La scomposizione della spesa pensionistica in rapporto al PIL (Tab. 1) mostra che **il balzo in alto dell'indice di dipendenza degli anziani esercita un impatto al rialzo sulla spesa pari all'8,3% nel periodo 2022-2070. Nonostante questo, a fine periodo (2070) si dovrebbe vedere un calo del rapporto spesa pensionistica/PIL per via dei seguenti fattori: 1) la riduzione del tasso di beneficio**, ovvero del rapporto tra l'importo della pensione media e il livello medio nazionale dei salari orari (approssimato dal rapporto tra PIL e ore lavorate), che dovrebbe dare un contributo negativo di -3,8% grazie al venir meno del sistema retributivo e dell'indicizzazione delle pensioni ai prezzi; **2) la diminuzione del tasso di copertura** (rapporto tra numero di pensionati e popolazione over 65), che riduce la spesa pensionistica di -3%, grazie alla graduale crescita dell'età effettiva di pensionamento; **4) l'effetto "mercato del lavoro"**, dato dal rapporto tra la popolazione in età lavorativa (20-64 anni) e le ore lavorate nella fascia d'età 20-74 anni, che dovrebbe dare un apporto negativo alla spesa pensionistica in rapporto al PIL pari a -2,8%, ancora grazie alla graduale crescita dell'età effettiva di pensionamento.

...grazie soprattutto alla riduzione degli importi pensionistici e all'estensione della vita lavorativa

**Tabella 1 - Determinanti della spesa per pensioni nel periodo 2022-2070 (% di PIL)**

|                                    | 2022-2030   | 2030-2040   | 2040-2050   | 2050-2060   | 2060-2070   | 2022-2070   |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Spesa per pensioni/PIL</b>      | <b>1.1</b>  | <b>0.4</b>  | <b>-1.6</b> | <b>-1.7</b> | <b>-0.1</b> | <b>-1.9</b> |
| <b>Effetto tasso di dipendenza</b> | <b>2.7</b>  | <b>4.3</b>  | <b>1.4</b>  | <b>-0.3</b> | <b>0.2</b>  | <b>8.3</b>  |
| <b>Effetto tasso di copertura</b>  | <b>-1.0</b> | <b>-1.2</b> | <b>-0.1</b> | <b>-0.3</b> | <b>-0.4</b> | <b>-3.0</b> |
| tasso di copertura old-age         | -0.5        | -0.4        | 0.1         | -0.3        | -0.4        | -1.4        |
| tasso di copertura early-age       | -2.8        | -4.1        | -3.2        | -1.4        | -0.8        | -12.3       |
| cohort effect                      | -2.1        | -5.4        | -1.5        | 1.5         | -0.1        | -7.6        |
| <b>Effetto tasso di beneficio</b>  | <b>0.0</b>  | <b>-1.3</b> | <b>-2.2</b> | <b>-0.9</b> | <b>0.6</b>  | <b>-3.8</b> |
| <b>Effetto mercato del lavoro</b>  | <b>-0.5</b> | <b>-1.0</b> | <b>-0.6</b> | <b>-0.3</b> | <b>-0.4</b> | <b>-2.8</b> |
| effetto tasso di occupazione       | -0.1        | -0.7        | -0.6        | -0.1        | -0.1        | -1.6        |
| effetto intensità del lavoro       | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| effetto career shift               | -0.4        | -0.4        | 0.0         | -0.2        | -0.4        | -1.3        |
| <b>Residuo</b>                     | <b>-0.1</b> | <b>-0.3</b> | <b>-0.1</b> | <b>0.0</b>  | <b>0.0</b>  | <b>-0.5</b> |

Fonte: Commissione UE

Nello scenario di base della Commissione, il tasso di sostituzione, che esprime il rapporto tra la nuova pensione media e il reddito medio lordo da lavoro al momento del pensionamento, resta su livelli elevati nel periodo 2023-2027, al 72% in media, per via della persistenza nel sistema di pensionati iscritti a regimi misti (che ricevono prestazioni relativamente più elevate). Tuttavia, **con la graduale introduzione dell'applicazione universale del sistema contributivo** (accompagnata, secondo la Commissione, da una ripresa della crescita della produttività), **il rapporto di sostituzione è atteso scendere sino a un minimo del 46% nel 2050** per poi risalire moderatamente, intorno al 52%, alla fine del periodo di previsione.

**Il tasso di sostituzione scenderà sotto il 50%**

Infine (Tab. 2), l'invecchiamento della popolazione ha effetti non solo sulla spesa previdenziale ma anche sugli altri capitoli di spesa pubblica legata all'età ovvero:

**Le conseguenze su spesa sanitaria, per LTC e per istruzione**

- **Spesa sanitaria.** In Italia, secondo lo scenario di base della Commissione, la spesa pubblica per la salute, che si è attestata al 6,3% del PIL nel 2022, è attesa calare al 5,8% quest'anno (contro l'8,4% della Francia e il 7,7% della Germania: Fig. 19). In questo contesto, l'invecchiamento della popolazione causerà un graduale aumento a partire dal 2029, sino a un picco al 6,5% di PIL nel 2048-2061. **Il rischio è che la percentuale di spesa sanitaria (e per**

**LTC) a carico dei privati (già in Italia sensibilmente più alta che negli altri grandi Paesi UE) sia destinata ad aumentare** ulteriormente nei prossimi anni, visto il permanere di vincoli di bilancio stringenti per il settore pubblico.

- **Spesa per Long-Term Care** (gli interventi socio-assistenziali pagati dallo Stato che comprendono quelli sanitari, l'indennità di accompagnamento e altre prestazioni). In Italia, come in molti Paesi UE, la domanda legata a questa tipologia di servizi eccede già l'offerta, e tale carenza potrebbe essere ulteriormente amplificata dalla riduzione prevista della forza lavoro, soprattutto nelle professioni sanitarie; l'aumento della domanda deriva non solo dall'invecchiamento della popolazione, ma anche dal fatto che oggi un **vasto numero di anziani fa affidamento alla cura "informale" da parte dei propri familiari**, che appare irrealistica nei prossimi decenni, per diverse ragioni (il numero di famiglie senza figli sta aumentando; spesso la suddetta assistenza è svolta dalle donne, per le quali però è previsto un aumento della partecipazione alla forza lavoro; inoltre, la maggiore mobilità della forza lavoro ha portato sempre più giovani a risiedere in luoghi lontani dalla famiglia di origine). **La spesa pubblica per LTC è attesa salire dall'attuale livello pari all'1,6% del PIL sino a un picco di 2,2% nel 2052-2068.**

- **Spesa per istruzione.** Si tratta dell'unico capitolo di spesa che potrà giovare dei trend demografici, diminuendo **da 3,8% di PIL nel 2022-23 sino a 3,1% già entro il 2040** (e al 3% nel 2070): infatti, il numero di studenti è atteso ridursi di un quarto alla fine del periodo considerato.

Nel complesso, nello scenario base della Commissione (Figg. 20-21), in Italia **il trend demografico è atteso causare una diminuzione della spesa pubblica legata all'età nel periodo 2022-2070 pari a -2 punti percentuali**. Tuttavia, la flessione è dovuta alla seconda parte del periodo (la cui evoluzione è a nostro avviso maggiormente soggetta a incertezza), mentre nella prima parte del periodo previsionale si nota un aumento: **la spesa connessa all'età è attesa salire dal 27% del PIL l'anno scorso sino a un picco di 28,3% nel 2036-40**. L'aumento (+1,3%) è interamente dovuto alla spesa previdenziale (+1,5%).

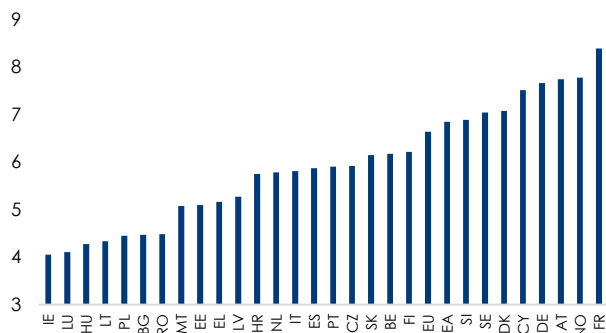
**Tra i grandi Paesi UE, quello che vedrà crescere maggiormente la spesa pubblica per effetto dell'invecchiamento della popolazione, sull'orizzonte al 2070, è la Spagna, seguita dalla Germania** (Tab. 2 e Fig. 22).

**Tabella 2 – Costo totale dell'invecchiamento demografico (% PIL)**

|         | Pensions |           |           | Healthcare |           |           | LTC  |           |           | Education |           |           |
|---------|----------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|         | 2022     | 2022-2045 | 2045-2070 | 2022       | 2022-2045 | 2045-2070 | 2022 | 2022-2045 | 2045-2070 | 2022      | 2022-2045 | 2045-2070 |
| Italy   | 15.6     | 0.9       | -2.8      | 6.3        | 0.1       | 0.0       | 1.6  | 0.3       | 0.2       | 3.8       | -0.6      | 0.0       |
| Germany | 10.2     | 0.8       | 0.4       | 8.0        | 0.0       | 0.1       | 1.9  | 0.5       | 0.0       | 4.3       | 0.2       | 0.0       |
| France  | 14.4     | -0.5      | -0.3      | 8.8        | 0.1       | 0.2       | 1.9  | 0.4       | 0.3       | 4.8       | -0.7      | 0.0       |
| Spain   | 13.1     | 3.8       | -0.2      | 5.9        | 1.0       | 0.2       | 0.8  | 0.4       | 0.5       | 4.1       | -0.7      | 0.1       |
| EU      | 11.4     | 0.7       | -0.3      | 6.9        | 0.2       | 0.2       | 1.7  | 0.5       | 0.3       | 4.4       | -0.4      | 0.0       |

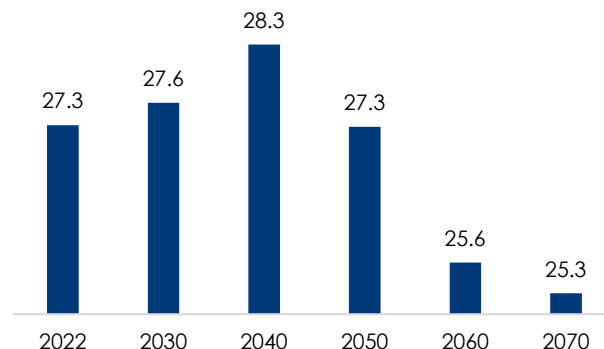
Fonte: Commissione UE, Ageing Report 2024

Fig. 19 – Spesa sanitaria pubblica in rapporto al PIL (2024)



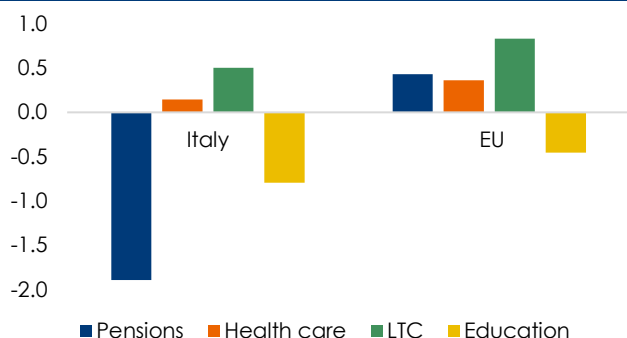
Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 20 – Spesa pubblica legata all'età in rapporto al PIL in Italia



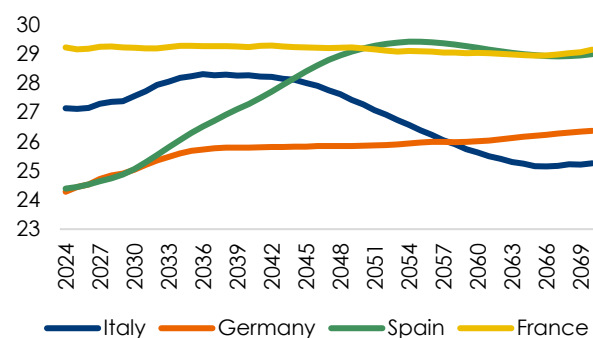
Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 21 – Evoluzione della spesa pubblica legata all'età (% di PIL) in Italia e nella UE



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 22 – Evoluzione della spesa pubblica legata all'età (% di PIL) in Italia, Germania, Francia e Spagna



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tra gli **scenari di rischio** delineati dalla Commissione, quelli che ci appaiono più credibili sono i seguenti:

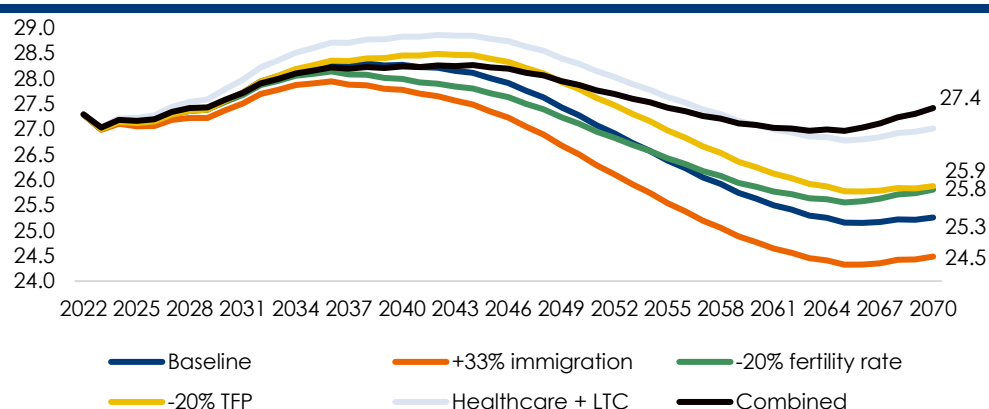
- **Tasso di fertilità.** A nostro avviso, l'ipotesi di immediata risalita del tasso di fertilità è poco realistica: nel caso in cui il tasso di fertilità fosse più basso del 20% rispetto al baseline (dunque rimanesse circa in linea con i valori attuali), l'effetto sulla spesa pubblica legata all'età sarebbe pari a +0,6% di PIL rispetto allo scenario di base (con effetti molto concentrati sulla seconda parte del periodo di previsione).
- **Flussi migratori.** A nostro avviso, le assunzioni della Commissione sui flussi migratori nei prossimi anni sono oltremodo caute (implicherebbero un calo rispetto al trend degli ultimi anni): nel caso in cui il saldo migratorio annuo fosse di un terzo superiore a quello incluso nel baseline, l'effetto sulla spesa age-related sarebbe pari a -0,8% di PIL rispetto allo scenario di base (con effetti percepibili già nel breve periodo);
- **Produttività.** Come detto, l'ipotesi "tecnica" di convergenza della produttività del lavoro, specie nella componente legata alla TFP, a un valore "virtuoso" comune per tutti i Paesi UE, ci pare per l'Italia (ma non solo) oltremodo ottimistica: se la produttività totale dei fattori convergesse non a 0,8% ma a 0,6% nel 2070, ne deriverebbe, oltre che un PIL potenziale più basso (0,9% anziché 1,1% in media nel periodo 2022-70), un aumento della spesa legata all'età pari a +0,6% in rapporto al PIL;
- **Spesa per sanità e LTC.** Nel caso in cui l'allungamento della vita si rifletta in un peggioramento della salute più sensibile rispetto a quello delineato nel baseline, lo scenario "di rischio"

**L'adozione di ipotesi più prudenti rispetto allo scenario di base riduce i miglioramenti previsti nel sentiero della spesa dal 2040 in poi**

comporterebbe una spesa legata all'età più alta di ben +1,8% (in rapporto al PIL) rispetto al baseline, a fine periodo.

Nel complesso, combinando i 4 scenari alternativi che riteniamo più credibili (1 favorevole e 3 sfavorevoli), **il costo totale dell'invecchiamento in Italia sarebbe più alto di oltre due punti alla fine del periodo rispetto allo scenario di base** della Commissione (27,4% contro 25,3%: Fig. 23). Tali simulazioni suggeriscono che **gli effetti dei trend demografici sulla spesa pubblica** previsti dalla Commissione nello scenario di base dell'*Ageing Report 2024* **sono con ogni probabilità sottostimati**.

**Fig. 23 - Costo complessivo dell'invecchiamento in Italia (% di PIL): scenario di base della Commissione e scenari alternativi**



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tuttavia, **l'adozione di ipotesi più prudenti** incide più sull'entità del miglioramento previsto dopo il 2040 che sull'incremento della spesa legata all'età atteso fino al 2040. In altri termini, **non sembrerebbe implicare, nei prossimi quindici anni, la necessità di correttivi** superiori a quanto già stimato nello scenario di base.

## 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., 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.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 Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

[luca.mezzomo@intesasnpaolo.com](mailto:luca.mezzomo@intesasnpaolo.com)

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

[paolo.mameli@intesasnpaolo.com](mailto:paolo.mameli@intesasnpaolo.com)

[mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com](mailto:mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com)

[andrea.volpi@intesasnpaolo.com](mailto:andrea.volpi@intesasnpaolo.com)