

Focus Area Euro

Piano ReArm Europe: quale impatto su crescita e finanza pubblica?

L'aumento della spesa militare sta diventando una priorità per l'Europa. La Commissione Europea ha presentato il piano ReArm Europe, finalizzato ad incrementare il peso della difesa sul PIL al 3%.

Degli 800 miliardi di maggiore spesa potenziale ipotizzati, tuttavia, soltanto 150 miliardi dovrebbero essere finanziati da emissioni comunitarie. La gran parte delle risorse deriverebbe da un maggior indebitamento nazionale, grazie alla flessibilità prevista dalla nuova clausola di salvaguardia del Patto di Stabilità e Crescita, con il rischio però di accentuare le divergenze tra paesi. È quindi probabile che nei prossimi anni l'aumento della spesa militare sia inferiore alle cifre massime annunciate, o per mancanza di spazio fiscale (come in Francia e Italia), o per mancanza di volontà politica (Spagna). Viceversa, sembra esserci spazio per un aumento significativo in Germania.

In ogni caso, l'incertezza sulla stima dei moltiplicatori e la dipendenza dalle importazioni consigliano di valutare con molta prudenza le possibili ricadute sulla crescita economica. Portare la spesa militare al 3% del PIL entro il 2030 potrebbe avere un impatto cumulato sul livello del PIL dell'Unione Europea di 1-2 punti percentuali. Tuttavia, considerando i rischi di implementazione, stimiamo che nel biennio 2025-26 l'impatto medio sulla crescita annua potrebbe non superare il decimo di punto percentuale, per farsi più tangibile soltanto negli anni successivi.

3 aprile 2025

Research Department

Macroeconomic Research

Andrea Volpi

Economista - Area euro

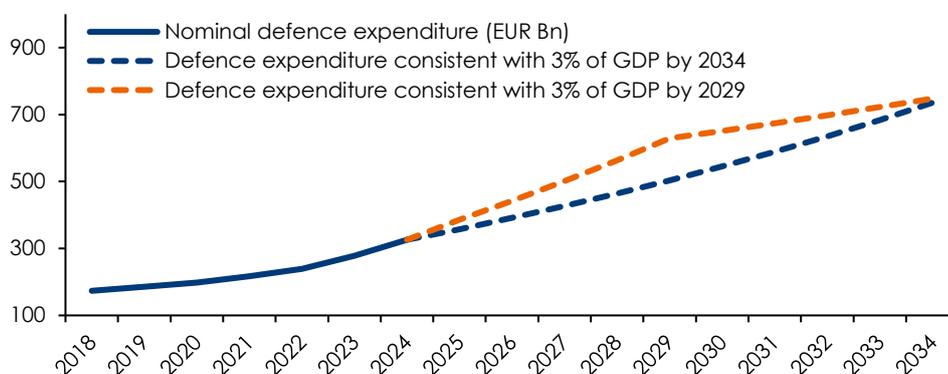
Giuseppe Lista

Economista - Area euro

Giorgio Ucropina

Economista - Area euro

Fig. 1 - UE: spesa militare necessaria per raggiungere il 3% del PIL



Fonte: Intesa Sanpaolo, European Defence Agency

ReArm Europe o European Defence Readiness 2030

La Commissione Europea ha pubblicato il [White Paper](#) contenente i dettagli del piano ReArm Europe. Il finanziamento delle maggiori spese per la difesa sull'orizzonte 2025-30 è basato su 6 pilastri:

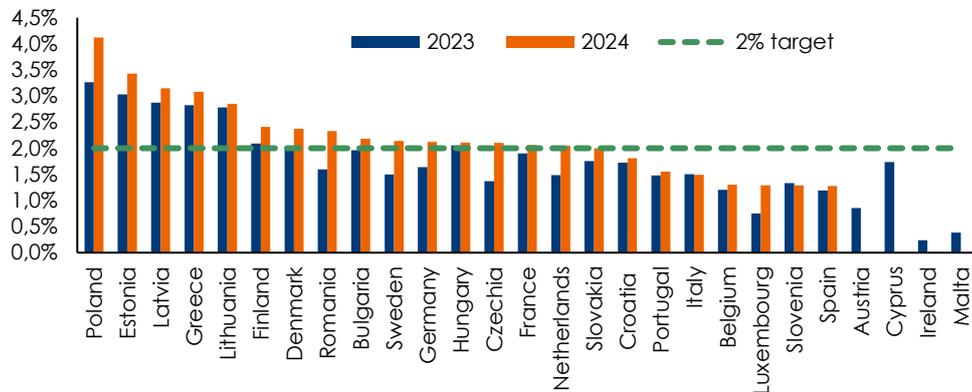
- **150 miliardi di euro dovrebbero provenire da prestiti finanziati attraverso il meccanismo SAFE** (Security and Action for Europe), ma sono vincolati a progetti che coinvolgano più paesi (uno è lo stato membro che richiede il prestito, mentre gli altri possono anche essere EFTA, EEA o l'Ucraina); secondo la EDIS (European Defence Industrial Strategy), gli stati membri dovrebbero portare le commesse interne al 50% entro il 2030, mentre almeno il 40% delle commesse dovrebbe essere effettuato in modo "collaborativo";
- È prevista la **possibilità**, in caso di forte domanda dei fondi SAFE, **di esplorare altri strumenti di prestito agli stati attraverso l'European Stability Mechanism**;
- **Attivazione della clausola di salvaguardia del Patto di Stabilità e Crescita sull'incremento della spesa militare fino a un massimo dell'1,5% del PIL all'anno su un orizzonte di 4 anni**, con possibilità di estensione. La richiesta di attivazione della clausola dovrà essere effettuata entro la fine di aprile; il pieno utilizzo da parte di tutti gli Stati membri potrebbe mobilitare fino a 650 miliardi di euro, ma la Commissione non fornisce motivazioni concrete a supporto di tale scenario (che, in effetti, è soltanto un 'esempio');
- **Possibilità per gli Stati di dirottare i fondi di coesione 2021-27 verso la difesa**;
- La **European Investment Bank** potrà raddoppiare i propri investimenti in progetti militari a 2 miliardi di euro all'anno; verrà inoltre proposta una revisione del framework operativo e dei criteri di investibilità;
- Mobilitazione di capitali privati attraverso la **Savings and Investment Union** (scenario per ora del tutto ipotetico).

Il documento fatica a dare risposte alle principali incognite legate all'obiettivo di aumentare la spesa per gli armamenti. Né poteva essere altrimenti, vista la complessità del contesto istituzionale. Da quanto si vede, infatti, la definizione della strategia di difesa avverrà probabilmente attraverso accordi tra paesi, alcuni UE (Germania, Francia, i Baltici, Finlandia, Svezia) ma altri esterni all'UE (Norvegia, Canada); altri stati membri, tra i quali Italia e Spagna, non paiono essere così entusiasti di partecipare a tale iniziativa. Con questo assetto, lo sforzo finanziario rimarrà inevitabilmente in capo prevalentemente ai singoli stati. La Commissione potrà ambire al massimo a un ruolo di facilitatore, in particolare per agevolare la partecipazione al piano di difesa di paesi con poco spazio fiscale come Francia e Italia, ma è probabile che siano accordi tra i singoli stati a guidare l'evoluzione del processo. Inoltre, dati i limiti di capacità esistenti, nel medio termine la necessità di rafforzare rapidamente le difese europee appare in contrasto con l'obiettivo di ridurre la dipendenza dalle importazioni di armamenti. Proprio tale dipendenza dall'import consiglia di **valutare con molta prudenza le possibili ricadute sulla crescita economica delle maggiori spese militari previste nei prossimi anni**.

La spesa militare nell'Unione Europea

Nel 2024 l'UE ha speso 326 miliardi di euro nella difesa, in media il 2% del PIL e poco più del 3,5% della spesa pubblica, ma con un'ampia dispersione tra paesi (Fig. 2). Nei Baltici, per esempio, le spese belliche pesano già il 3% del PIL, cifra che sale al 4% in Polonia. Tra le principali economie, secondo le stime NATO, Germania e Francia si collocano attorno al 2%, una soglia che è ancora lontana per Italia (1,5%) e Spagna (1,3%), e che, sulla base dei documenti di finanza pubblica, non dovrebbe essere raggiunta nemmeno nel 2025. Per confronto si consideri che gli Stati Uniti spendono il 3,4% del PIL (oltre 900 miliardi di dollari), più del 10% del budget federale.

Fig. 2 - Spesa militare nei paesi UE (% PIL)

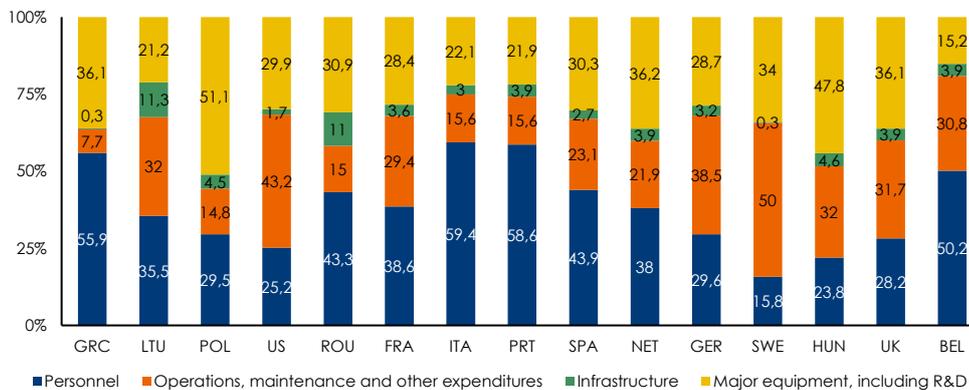


Fonte: Intesa Sanpaolo, NATO, European Defence Agency

Ai fini di raggiungere l'obiettivo di una spesa militare al 3% del PIL entro il 2030, le risorse da mobilitare nel complesso della UE dovrebbero salire dai 326 miliardi dello scorso anno a circa 630 miliardi, un **incremento medio di 60 miliardi all'anno nei prossimi 5 anni** (circa 0,3% del PIL UE stimato nel 2025). Ipotezzando che si voglia stabilizzare la spesa su quella soglia, o in uno scenario di aumento più graduale con il raggiungimento del target nel 2034, la spesa alla fine del decennio dovrebbe toccare i 750 miliardi di euro (vedi grafico in prima pagina).

Peraltro, non rileva solo l'ammontare assoluto di spesa, ma anche la sua composizione (Fig. 3). Le categorie di spesa militare **NATO** offrono una visione complessiva della distribuzione declinata tra **equipaggiamento, infrastrutture, spesa per il personale, e spese operative, di mantenimento e altre spese** (quest'ultima categoria include anche le munizioni).

Fig. 3 - Principali categorie di spesa militare in % del totale nel 2024

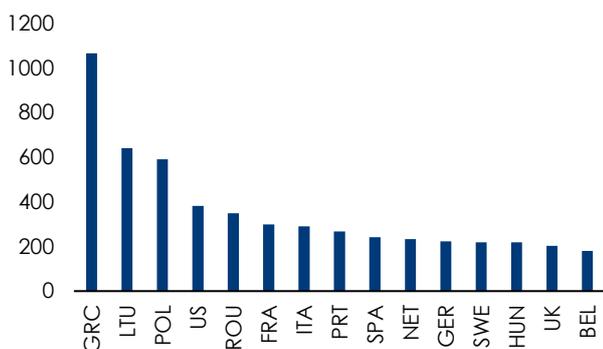


Fonte: Intesa Sanpaolo, NATO

In Unione Europea gli **investimenti in equipaggiamenti** (che includono anche la spesa in ricerca e sviluppo) in rapporto al totale della spesa per la difesa variano tra il 15,2% del Belgio e il 51,1% della Polonia; quest'ultima, in un processo di ammodernamento massiccio degli armamenti, fa ricorso soprattutto alle importazioni dagli Stati Uniti. Anche la composizione della spesa militare in Ungheria è simile a quella della Polonia (47,8%). Al contrario, tra le principali economie, è l'Italia il paese che, in proporzione al totale, spende meno in equipaggiamenti (il 22,1% del totale) contro circa il 30% in Germania, Francia e Spagna.

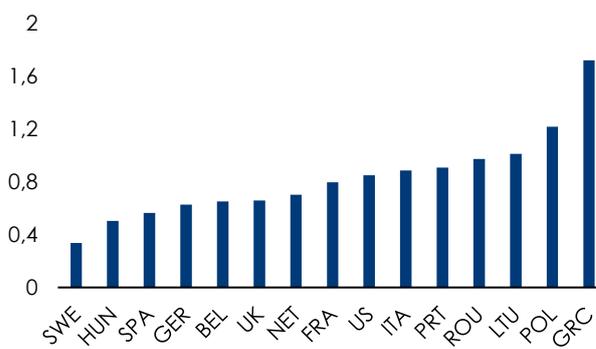
Per le **infrastrutture**, invece, la spesa è approssimativamente omogenea: escludendo pochi casi, in tutti i paesi questa tipologia di spesa è compresa tra il 3% italiano e il 4,6% ungherese. A distinguersi al ribasso sono Grecia e Svezia, con appena lo 0,3%. Al contrario, l'11,3% della Lituania segna un massimo nella spesa in infrastrutture, segnalando un programma di [adeguamento strutturale della propria capacità di accoglienza](#) di un esercito in rapida espansione.

Fig. 4 - Numero di militari ogni centomila abitanti (2024)



Fonte: Eurostat, NATO, ONS, U. S. Census Bureau, Intesa Sanpaolo

Fig. 5 - Spesa per personale militare (% del PIL, 2024)



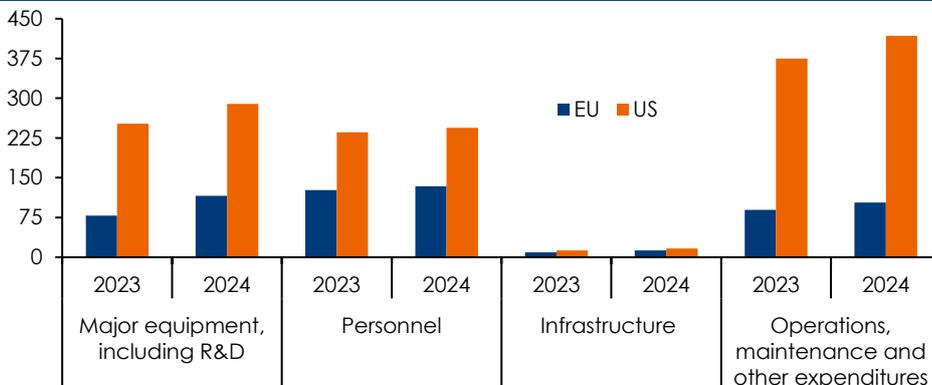
Fonte: Eurostat, NATO, ONS, U. S. Census Bureau, Intesa Sanpaolo

La maggiore variabilità è quindi spiegata dalle spese per il personale e da quelle operative. Le **spese per il personale** presentano infatti una distribuzione massimamente eterogena tra paesi: come si vede sempre nella Fig. 3, si va dal 15,8% della Svezia al 59,4% dell'Italia. Questo capitolo di spesa dipende da due variabili: l'ampiezza delle forze armate e l'ammontare di salari e pensioni. In merito a quest'ultimo elemento, si segnala l'inclusione nei conteggi delle forze di polizia addestrate ed equipaggiate come forze militari, come i carabinieri in Italia o la *gendarmarie nationale* francese. Come mostrano i dati nella Fig. 4, il rapporto tra numero delle forze armate e popolazione presenta una distribuzione piuttosto omogenea tra i vari Paesi UE.

Infine, il contributo delle **spese operative e di mantenimento** sul totale è generalmente più basso che negli Stati Uniti (i quali vi dedicano oltre il 40% del proprio budget militare), seppur con qualche eccezione come la Svezia. La rilevanza di questa componente di spesa può essere apprezzata dal fatto che comprende i costi associati al funzionamento dell'apparato militare, e anche le spese per addestramenti: quindi, si potrebbe interpretare come capacità effettiva di intervento dei corpi d'armata.

Per confronto, si nota che **l'investimento aggregato di tutti i paesi UE rimane inferiore a quello degli Stati Uniti** per ogni categoria (Fig. 6).

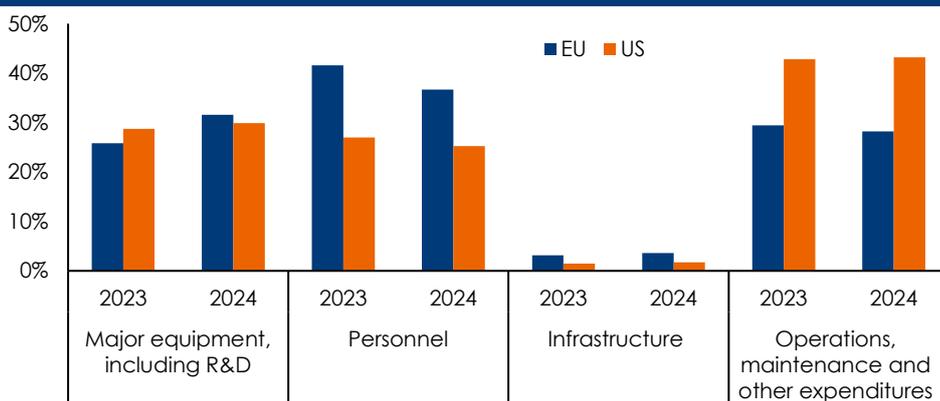
Fig. 6 - Spesa militare per categoria (mld USD)



Fonte: Intesa Sanpaolo, NATO, European Defence Agency

In particolare, negli ultimi due anni la maggiore spesa statunitense si è concentrata soprattutto nella categoria delle spese operative e di mantenimento (Fig. 7); invece, per l'area euro in tale settore non si registra alcuna crescita (si rimane leggermente al di sotto del 30%). Al contrario, per l'Unione Europea è maggiore il peso delle spese per il personale (approssimativamente il 40%) e delle infrastrutture (il cui peso sul totale, però, è molto ridotto). Infine, la percentuale di investimento in equipaggiamento è simile sulle due sponde dell'Atlantico. Questo confronto suggerisce che, nella UE, potrebbe essere necessaria non solo una maggiore spesa militare ma anche una sua ricomposizione, diminuendo il peso relativo delle spese per il personale a vantaggio di investimenti più legati all'efficacia operativa degli eserciti.

Fig. 7 - Percentuale di spesa militare per ciascuna categoria



Fonte: Intesa Sanpaolo, NATO, European Defence Agency

L'impatto sull'economia dell'aumento delle spese per la difesa

Le variabili più importanti da considerare per stimare gli effetti sull'economia di un aumento della spesa militare sono: il valore dei moltiplicatori fiscali associati, la modalità di finanziamento e il possibile ricorso a beni importati anziché di produzione domestica.

A livello accademico non vi è ampio consenso sulla dimensione dei **moltiplicatori**. Utilizzando un approccio "narrativo" in grado di identificare opportunamente gli shock esogeni, diversi studi offrono stime differenti oscillanti in una fascia piuttosto ampia, da un minimo di 0,4 ad un massimo superiore all'unità (Tab. 1). In particolare, lo studio più recente ([Chebanova et al, 2023](#)) stima, sulla base dei paesi che hanno fornito sostegno militare all'Ucraina dopo l'invasione russa, un moltiplicatore pari a 0,65 nel primo anno di spesa e in aumento a 0,79-0,87 nei due anni successivi. L'effetto positivo si riduce negli anni seguenti, in linea con l'evidenza di una bassa persistenza dei moltiplicatori per la spesa militare, pur rimanendo positivo e significativo per cinque anni.

Tab. 1 - Stime dei moltiplicatori fiscali della spesa per la difesa: una rassegna della letteratura

Studio	Moltiplicatori stimati	Note
Auerbach and Gorodnichenko (2012)	0.8-1.0	I moltiplicatori della spesa militare possono essere più elevati rispetto ai moltiplicatori associati ad altri tipi di spesa pubblica nel periodo 1947-2008
Barro and Redlick (2011)	0.4-0.6	Moltiplicatore più basso per la spesa temporanea, più alto se permanente
Chebanova and others (2023)	0.65	Basato sui paesi che forniscono assistenza militare all'Ucraina
Hall (2009)	0.6	Basato sulla spesa militare negli Stati Uniti nel 1930-2008
Owyand, Ramey, Zubairy (2013)	0.4-1.6	0.8 negli Stati Uniti, in Canada oscilla tra 0.4 e 1.6 riflettendo i regimi di disoccupazione
Ramey (2011)	1.1-1.2	Moltiplicatore massimo dopo 6 trimestri
Sheremirov and Spirovska (2022)	0.75-0.85	Basato sulla spesa militare di 129 paesi nel periodo 1988-2013

Fonte: Intesa Sanpaolo

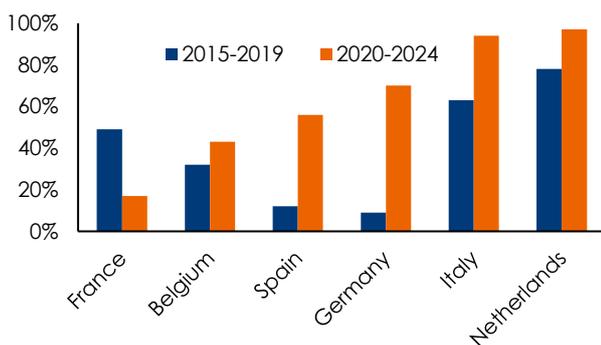
Inoltre, le **modalità di finanziamento** della spesa influenzano in modo significativo la dimensione dei moltiplicatori: la letteratura in merito ([Baxter e King 1993](#), [Romer e Romer 2010](#)) ha evidenziato da tempo che il simultaneo aumento di imposizione fiscale e spesa militare avrebbe un effetto negativo sulla crescita economica, in quanto il valore del moltiplicatore delle imposte è superiore a quello della spesa per la difesa. In altri termini, **un aumento della spesa militare avrebbe un impatto positivo sulla crescita del PIL solo se finanziato a debito**.

A tal proposito, **non tutti gli stati UE hanno sufficiente spazio fiscale per aumentare in misura significativa la spesa bellica**. Anzi, i paesi con livelli di debito più alti sarebbero riluttanti a finanziare a debito la spesa militare, e allo stesso tempo disincentivati dalle possibili ripercussioni economiche e sociali di una manovra caratterizzata da un simultaneo aumento dell'imposizione fiscale o dal taglio di spese maggiormente produttive.

L'altra variabile che influenza la stima degli impatti è il **contributo domestico alla produzione bellica**. In merito, una delle condizioni per l'accesso ai prestiti SAFE è proprio il coinvolgimento collaborativo di paesi membri. Inoltre, uno degli obiettivi della strategia industriale è proprio quello di incrementare le commesse interne fino al 50% entro il 2030. Tuttavia, è possibile che nei primi anni di riarmo l'incremento delle spese si rifletta soprattutto in maggiori **importazioni**; quindi, con un impatto più contenuto sulla crescita rispetto ad uno scenario di pieno ricorso a risorse domestiche.

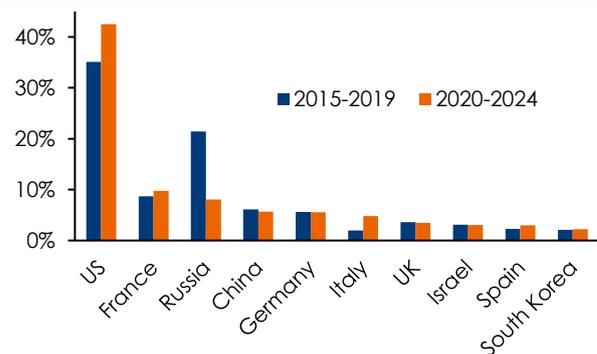
È stato stimato¹ che **la spesa in equipaggiamenti militari in UE dall'inizio della guerra in Ucraina deriva per il 78% da importazioni** (prevalentemente dagli Stati Uniti e attraverso accordi tra governi). I numeri diffusi dal *think tank* [SIPRI](#) (Stockholm International Peace Research Institute) mostrano infatti come **le importazioni di armi dei Paesi europei NATO nel quinquennio 2020-24 sarebbero più che raddoppiate (+105%) rispetto al 2015-19**. Secondo la misura elaborata dal SIPRI, che rende confrontabili i volumi di trasferimenti dei principali armamenti tra diversi Paesi, **il peso degli Stati Uniti sulle importazioni europee è elevato (64%) e in forte crescita** rispetto al dato del quinquennio precedente (52% nel 2015-19).

Fig. 8 - Quota di importazioni militari dagli Stati Uniti sul totale delle importazioni militari UE per quinquennio



Fonte: Intesa Sanpaolo, SIPRI

Fig. 9 - Primi 10 esportatori globali di armi



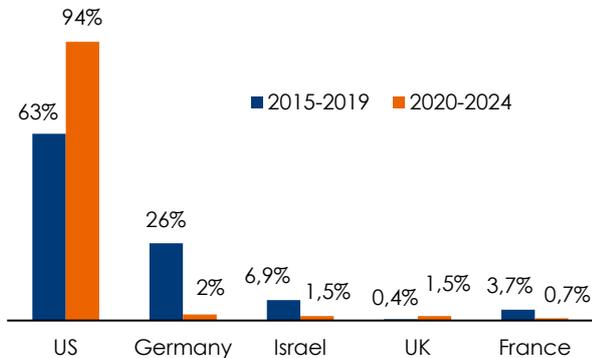
Fonte: Intesa Sanpaolo, SIPRI

Per le principali economie europee, è evidente la notevole dipendenza dalle relazioni transatlantiche nella fornitura di armi (nel 2020-24): **il peso dell'import statunitense sul totale delle importazioni militari è del 94% in Italia, del 70% in Germania e del 56% in Spagna, mentre assume una dimensione meno rilevante nel caso francese, pari al 17% (Fig. 8)**. Il dato francese si distingue

¹ [Maulny, J. P. \(2023\)](#), The impact of the war in Ukraine on the European defence market, IRIS Policy Paper.

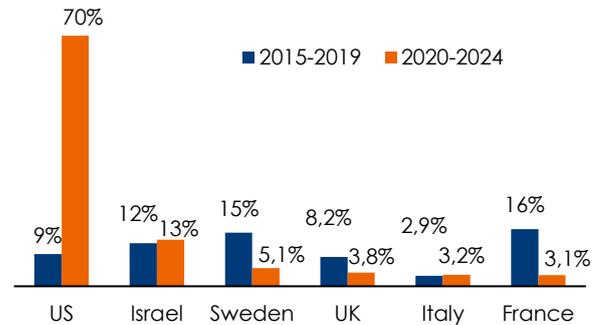
per una riduzione della dipendenza dagli Stati Uniti nel periodo 2020-24 rispetto al quinquennio precedente (49%, 2015-19), discostandosi dal rilevante aumento che ha riguardato tutti gli altri Paesi (si partiva da 63% per l'Italia, 9% in Germania e 12% in Spagna).

Fig. 10 - Maggiori fornitori di armi per l'Italia (% totale importazioni)



Fonte: Intesa Sanpaolo, SIPRI

Fig. 11 - Maggiori fornitori di armi per la Germania (% totale importazioni)



Fonte: Intesa Sanpaolo, SIPRI

Anche l'Europa presenta comunque attori rilevanti nell'industria bellica (Fig. 9): tra i principali esportatori globali figurano paesi come Francia (9,6%, seconda), Germania (5,6%, quinta) e Italia, che prende quota rispetto a cinque anni fa, salendo al sesto posto dal decimo (4,8%) e che possono beneficiare di un aumento delle commesse comunitarie.

Per stimare l'impatto economico dell'aumento della spesa per la difesa, delineiamo di seguito diversi scenari sulla base di differenti ipotesi sul moltiplicatore fiscale e sul ricorso alle importazioni. Al fine di tener conto della natura pluriennale dei contratti per la fornitura di equipaggiamenti bellici, assumiamo che i moltiplicatori non si azzerino negli anni successivi alla spesa ma diminuiscano gradualmente nell'arco di un orizzonte quinquennale.

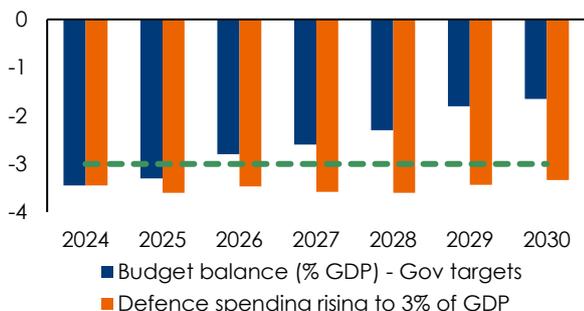
Ipotizziamo che la spesa per la difesa raggiunga il 3% del PIL entro il 2030 (per semplicità, in maniera lineare), e assumiamo che la spesa finanziata dai prestiti europei derivi interamente da produzioni domestiche, con un moltiplicatore pari a 0,65 il primo anno, mentre quella finanziata da risorse nazionali derivi inizialmente in buona parte da importazioni extra-UE, con una dipendenza dall'estero attesa poi calare fino al 50% nel 2030. Ipotizziamo infine che la maggiore spesa venga finanziata interamente a debito. Il risultato di queste ipotesi è che **il livello del PIL UE nel 2030 sarebbe superiore di quasi un punto percentuale (+0,9%)** rispetto ad uno scenario di base in cui la spesa per la difesa si mantenga stabile al 2% del PIL. Ipotizzando moltiplicatori fiscali unitari nel primo anno di spesa (e poi anch'essi gradualmente decrescenti, fino ad annullarsi dopo 5 anni), l'impatto cumulato al 2030 sarebbe pari a quasi +1,5%. Nello scenario più favorevole, con moltiplicatori unitari e un procurement domestico pari all'80% del totale della spesa, il PIL sarebbe superiore di circa +2% rispetto al baseline.

In sintesi, **a seconda delle ipotesi, la stima dell'impatto sulla crescita economica dell'aumento della spesa per la difesa fino al 3% del PIL entro il 2030 offre un ventaglio piuttosto ampio di risultati (tra +1% e +2% sul livello del PIL dopo 5 anni)**. Al momento, scegliamo di adottare un approccio cauto, considerato il rischio che l'aumento effettivo di spesa possa risultare inferiore a quanto preventivato, dato il limitato spazio fiscale di diversi paesi membri. **Nel nostro scenario di base scontiamo un non pieno raggiungimento della soglia del 3% e stimiamo quindi un apporto al PIL piuttosto contenuto, pari a non più di un decimo in media all'anno nel biennio 2025-26. È possibile però che l'impatto possa farsi più tangibile negli anni seguenti.**

L'impatto sulla finanza pubblica: i casi di Italia e Francia

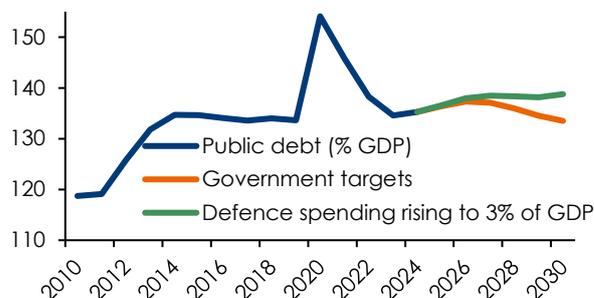
L'Italia, che al momento spende circa 30 miliardi di euro in difesa (l'1,5% del PIL), potrebbe ricevere fino a 20 miliardi di euro di prestiti europei (ipotizzando che vengano ripartiti sulla base del PIL nominale). Assumendo che in uno scenario senza ipotesi di riarmo la spesa militare sarebbe rimasta invariata all'1,5% del PIL, l'utilizzo dei prestiti europei, distribuito su 5 anni, lascerebbe comunque la spesa al di sotto della soglia del 2% del PIL. L'Italia dovrebbe quindi sfruttare pienamente la flessibilità garantita dalla clausola di salvaguardia per raggiungere il 3% del PIL entro il 2030. La maggiore spesa cumulata sarebbe pari, in termini nominali, a oltre 100 miliardi di euro. Ipotizzando che l'aumento della spesa militare abbia un impatto positivo sulla crescita a fronte di un incremento del costo medio del debito, abbiamo stimato gli effetti sulla finanza pubblica. Utilizzando i target governativi contenuti nel "Piano Strutturale di Bilancio di medio termine" come base di partenza, e ipotizzando che la maggiore spesa militare venga finanziata interamente a debito, il risultato è che, per portare la spesa per la difesa al 3% del PIL nei prossimi anni, si dovrebbe interrompere il sentiero di discesa del disavanzo previsto dagli obiettivi programmatici del governo: **l'indebitamento netto si stabilizzerebbe intorno al 3,3% del PIL nel 2030 (Fig. 12)**. Inoltre, **il debito pubblico, anziché cominciare a ridursi del 2027 come previsto dal governo, salirebbe ancora fino a circa il 138% del PIL nel prossimo quinquennio (Fig. 13)**.

Fig. 12 - Italia: indebitamento netto (% PIL)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

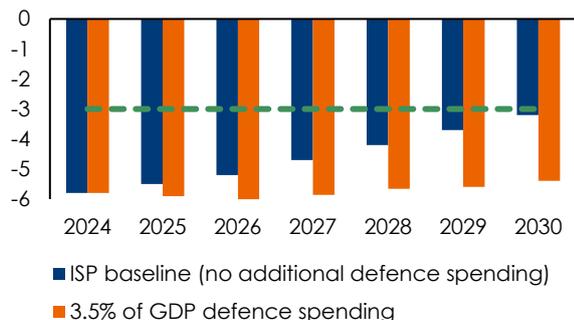
Fig. 13 - Italia: debito pubblico (% PIL)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

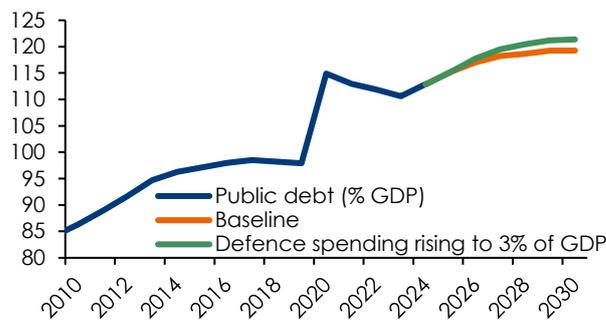
In Francia, nonostante sia presente un'industria militare molto avanzata (la più importante in Europa) e la volontà di mantenere un ruolo di leadership all'interno dell'UE, lo spazio fiscale a disposizione è ridotto. Il presidente Macron ha annunciato la volontà di aumentare la spesa per la difesa, al momento al 2% del PIL, verso il 3-3,5% del PIL. Il Piano militare francese in essere prevede 413 miliardi di euro di spesa nell'orizzonte 2024-30, che non sarebbero però sufficienti per raggiungere l'obiettivo delineato da Macron. Pur tenendo conto di un impatto sulla crescita più ampio rispetto agli altri paesi europei (per via sia di moltiplicatori più alti, che di un minor ricorso alle importazioni), **il pieno raggiungimento del target del 3% del PIL comporterebbe una più lenta discesa dell'indebitamento netto (che rimarrebbe superiore al 4% del PIL nel 2030, Fig. 14) ed un più ampio aumento del debito pubblico (sopra il 120% del PIL tra 5 anni, Fig. 15)**.

Fig. 14 - Francia: indebitamento netto (% PIL)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 15 - Francia: debito pubblico (% PIL)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

In conclusione, anche ipotizzando la mobilitazione di fondi europei o l'applicazione meno severa delle regole fiscali, **potrebbe essere complicato per i paesi con un limitato spazio fiscale incrementare la spesa bellica fino al 3%** del PIL. È quindi probabile che nei prossimi anni assisteremo ad un aumento della spesa militare inferiore agli importi che sono stati annunciati; **lo sforzo maggiore sarà verosimilmente concentrato in quei paesi, come la Germania, con molte più risorse a disposizione**: la recente riforma fiscale tedesca va infatti in questa direzione, con l'esclusione delle spese per la difesa oltre l'1% del PIL dalla regola del debito, aprendo la porta ad un aumento potenzialmente illimitato.

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.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

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 Protetico 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 LSEG 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 – in accordo con 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 società del loro 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>.

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 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)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com