

**Focus Area Euro**

## Consolidamento fiscale sotto pressione? Le prospettive per Italia, Germania, Francia e Spagna

In questo documento analizziamo le prospettive per la finanza pubblica nelle principali economie dell'area euro. In Italia e Spagna nel biennio 2025-26 il percorso di consolidamento fiscale dovrebbe rimanere nel solco tracciato. In Francia, al contrario, i rischi sono significativi, alla luce dell'instabilità politica e della necessità di un'ampia correzione. Infine, la Germania, archiviata la stagione della frugalità, ha presentato un budget con programmi di spesa molto ambiziosi già a partire da quest'anno, che dovrebbero tradursi in un rilevante aumento di indebitamento e debito pubblico nei prossimi anni. Nel più lungo periodo le regole fiscali europee impongono che il debito pubblico mantenga una tendenza discendente, ma la nostra analisi di sostenibilità suggerisce che i rischi non solo in Francia, ma anche in Italia e Spagna, siano rivolti prevalentemente verso l'alto.

**Italia.** Nel 2024 i dati a consuntivo su indebitamento e debito pubblico si sono rivelati decisamente migliori delle attese, grazie alla buona dinamica del gettito fiscale. Le indicazioni più recenti suggeriscono che le entrate possano crescere più del previsto anche quest'anno, a fronte però di persistenti difficoltà nel controllo delle spese. Nel breve termine, proprio la tenuta delle entrate suggerisce ancora possibili sorprese positive sul deficit, come accaduto lo scorso anno; anzi non è da escludere che il deficit possa scendere sotto il 3% del PIL già quest'anno. In prospettiva però gli obiettivi contenuti nel Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine restano sfidanti, suggerendo che un allentamento dei target fiscali negli ultimi anni del piano settennale rimane possibile.

**Germania.** L'aumento di spesa programmato dal Governo è significativo già quest'anno e compatibile con un indebitamento netto programmatico intorno al 3,2% del PIL, atteso salire verso il 3,8% nel 2026. Sulla base delle previsioni di spesa contenute nel piano finanziario pluriennale, il disavanzo dovrebbe rimanere superiore al 3% fino ad almeno il 2029; il debito pubblico dovrebbe assumere una tendenza ascendente fino a circa il 70% del PIL. Il Governo ha infatti recentemente segnalato che dal 2027 potrebbe essere necessario reperire risorse aggiuntive ritornare su di un sentiero di consolidamento fiscale.

**Francia.** Nella proposta di budget per il 2026 recentemente presentata, è stata ribadita la volontà di confermare il percorso di consolidamento fiscale delineato nell'aggiornamento di aprile del Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine. L'indebitamento netto programmatico dovrebbe quindi scendere dal 5,4% del PIL atteso per quest'anno al 4,6% nel 2026, per tornare sotto il 3% nel 2029. La strada è però in netta salita: l'instabilità politica alimenta il rischio che i target vengano rilassati e, nel lungo periodo, affinché il debito possa anche soltanto stabilizzarsi, sarà necessario il raggiungimento di un avanzo primario (che oggi appare molto lontano).

**Spagna.** La fragilità dell'Esecutivo per il momento non impedisce il proseguimento del percorso di rientro sia del disavanzo che del debito. Il venir meno di spese una tantum dovrebbe, anche in uno scenario a politiche invariate, consentire un calo del deficit fino al 2027. Dall'anno successivo, però, il margine per far diminuire il disavanzo senza implementare misure aggiuntive si ridurrà progressivamente. In ogni caso, a differenza che negli altri principali paesi dell'Eurozona, in Spagna anche in uno scenario tendenziale il deficit rimarrebbe sotto il 3% del PIL e il debito non aumenterebbe.

1 agosto 2025

**Research Department**

**Macroeconomic Research**

**Andrea Volpi**

Economista - Area euro

**Giorgio Ucropina**

Economista - Area euro

**Allegra Fiore**

Economista - Area euro

## Italia

**Nel 2024 i dati a consuntivo su indebitamento e debito pubblico si sono rivelati decisamente migliori delle attese.** Il disavanzo è infatti risultato pari al 3,4% del PIL contro il 3,8% programmatico atteso nel Documento Programmatico di Bilancio (DPB) di metà ottobre 2024 di Finanza Pubblica (e il 4,3% previsto nel Programma di Stabilità di aprile 2024); anche il rapporto debito/PIL è risultato più basso di quanto atteso nel DPB (135,3% contro 135,8%). **La sorpresa positiva deriva esclusivamente dalle entrate**, che hanno più che compensato una crescita delle spese anch'essa superiore alle attese. La ragione principale consiste nella buona dinamica sia dell'occupazione sia dei redditi nominali (in quest'ultimo caso, amplificata dalla presenza di scaglioni Irpef costanti).

La revisione al rialzo della dinamica delle entrate ha permesso, nel Documento di Finanza Pubblica di aprile, nonostante la correzione al ribasso delle stime di crescita del PIL nominale nel biennio in corso (2,9% da 3,3% sul 2025 e 3% da 3,1% sul 2026), di ribadire gli obiettivi di finanza pubblica contenuti nel Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine (PSBMT): il deficit pubblico è stato confermato al 3,3% del PIL nel 2025 e al 2,8% nel 2026, con un saldo primario atteso in miglioramento dallo 0,4% del PIL del 2024 allo 0,7% nel 2025 e all'1,2% nel 2026. Grazie anche ad un effetto trascinamento favorevole, **il profilo atteso per il debito in rapporto al PIL è stato invece limato a 136,6% per il 2025 (-0,3pp rispetto al PSBMT) e a 137,6% per il 2026 (-0,2pp). Permane comunque una tendenza di aumento del debito nel 2025 e nel 2026 nonostante il calo dell'indebitamento, per via degli effetti ritardati dei bonus edilizi maturati soprattutto nel 2021-23.**

**Nel 1° trimestre del 2025 il disavanzo si è attestato a 44,9 miliardi, in aumento rispetto ai 42,9 miliardi dello stesso trimestre dell'anno precedente** (8,5% del PIL contro l'8,2%). **Il deterioramento è dovuto alla spesa**, che è aumentata in misura significativa (+10,2 miliardi ovvero +4% a/a), in parte a seguito dei maggiori investimenti (+1,5 miliardi), che potrebbero segnalare progressi nell'attuazione dei lavori infrastrutturali previsti nel PNRR. Tuttavia, **la maggior parte dell'aumento della spesa è imputabile alle uscite correnti (+7,9 miliardi), di cui quasi 2 miliardi sono dovuti ai maggiori interessi passivi** (per via sia delle maggiori emissioni, sia dei rialzi dei rendimenti sui titoli indicizzati all'inflazione). **Al netto degli interessi, l'aumento della spesa corrente è stato pari a 5,9 miliardi (+3,4%), di cui 3 miliardi in più per le prestazioni sociali** (principalmente pensioni, anche in questo caso verosimilmente per effetto dell'indicizzazione) e 1,1 miliardi in più per i consumi intermedi. Nel frattempo, **proseguono i progressi sul fronte delle entrate**, che sono aumentate di 8,2 miliardi (+3,8%) rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente: la differenza è dovuta alle entrate correnti e, in particolare, ai contributi sociali (quasi 5 miliardi in più rispetto all'anno precedente), oltre a 2,2 miliardi in più di imposte indirette (mentre le imposte dirette sono diminuite di oltre 1 miliardo).

Nel complesso, **l'indebitamento netto rispetto allo scorso anno è peggiorato** per tre decimi di PIL (da -8,2% a -8,5%), **ma il saldo primario è migliorato di un decimo** (da -4,8% a -4,7%): in altre parole, **il deterioramento è dovuto alla spesa per interessi, che potrebbe però diminuire nel secondo trimestre rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, vista la flessione della curva dei rendimenti** (e il rientro dell'inflazione).

Alla luce delle tipiche dinamiche stagionali (di norma il saldo migliora in modo significativo a partire dal trimestre primaverile), il dato rimane compatibile con l'obiettivo governativo sull'indebitamento 2025 (3,3% del PIL da 3,4% lo scorso anno), ma segnala delle difficoltà nel controllo della spesa che sono però al momento compensate da un aumento delle entrate.

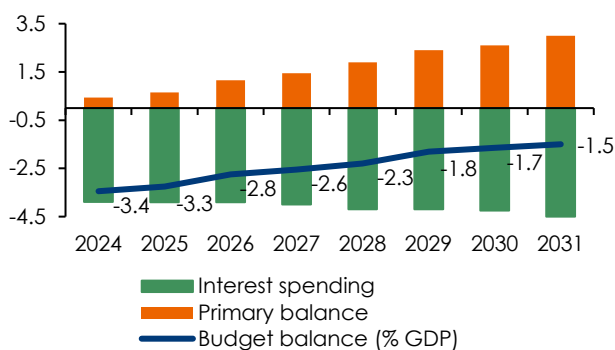
**La tendenza di aumento superiore alle attese per le entrate dovrebbe essere seguita anche nel 2° trimestre.** Il più recente rapporto della Ragioneria Generale dello Stato mostra infatti un aumento degli incassi da entrate tributarie e contributive per 17,1 miliardi di euro (+5,2%) nel periodo gennaio-maggio rispetto allo stesso periodo del 2024. Il dato è sintesi di un progresso di 7,3 miliardi (+3,4%) delle entrate tributarie (+3% la crescita per competenza giuridica) e di 9,8 miliardi (+8,8%) per quelle contributive. Si consideri che il Documento di Finanza Pubblica di aprile

stimava una crescita delle entrate tributarie e contributive, per l'intero anno 2025, del 3,1%, con un modesto progresso per quelle tributarie (+0,8%) e una dinamica non troppo distante dagli incassi registrati nei primi cinque mesi dell'anno (+8,3%) per quelle contributive. **In sostanza è possibile che, come accaduto nel 2024, anche nel 2025 la crescita delle entrate fiscali possa risultare superiore alle attese.**

Non è quindi da escludersi interamente che, come suggerito dal Fondo Monetario Internazionale nel contesto delle consultazioni Articolo IV, il disavanzo possa non superare il 3% del PIL già quest'anno, con un'uscita dalla procedura d'infrazione per disavanzo eccessivo nel 2026. Tuttavia, a nostro avviso, la probabilità di una grossa sorpresa positiva sul deficit è minore rispetto allo scorso anno. **L'assestamento di bilancio di metà anno**, approvato dal Consiglio dei Ministri a fine giugno, **certificava un miglioramento dell'indebitamento netto** - rispetto al Documento di Finanza Pubblica - **pari a circa 500 milioni di euro, numeri sostanzialmente in linea con l'obiettivo di un disavanzo al 3,3% del PIL nel 2025**, sintesi di entrate superiori alle precedenti stime per 1,4 miliardi e di maggiori uscite per 900 milioni. **Anche i dati sul fabbisogno del settore statale vanno in questa direzione**: il primo semestre ha visto un aumento di 2,6 miliardi rispetto al 2024, il che è coerente con un aumento di circa 5 miliardi sull'intero anno (l'obiettivo governativo è di un fabbisogno a 130 mld quest'anno, dai 125 del 2024).

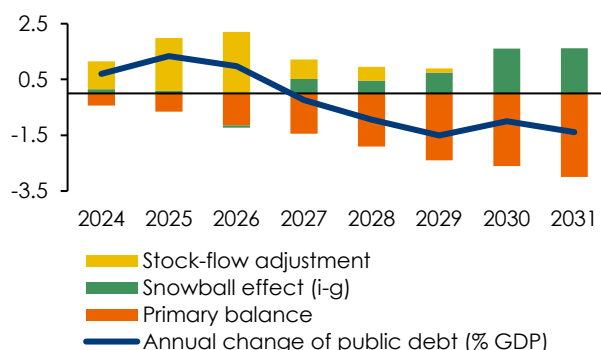
**Nel complesso la tendenza di miglioramento per il deficit italiano nel biennio 2025-26, in uno scenario a politiche invariate, non sembra essere a rischio (Fig.1).** Resta da vedere se il governo intenda, nella manovra d'autunno, varare nuove misure espansive: si è parlato di un possibile "secondo modulo" della riforma fiscale che potrebbe essere implementato in forma parziale nella riduzione dal 35% al 33% della seconda aliquota Irpef per i contribuenti al di sotto dei 50 mila euro di reddito annuo (in tal caso il costo sarebbe limitato a circa 3 miliardi di euro ovvero poco più di un decimo di PIL). Un ulteriore fattore di incertezza è rappresentato dal possibile aumento della spesa militare; in merito, però, le dichiarazioni del governo sinora sono state improntate a grande cautela. L'aumento delle spese per la difesa quest'anno potrebbe avere un impatto neutro sull'indebitamento, in quanto deriverebbe prevalentemente da una riclassificazione di spese già esistenti. Inoltre, è possibile che anche per gli anni seguenti l'incremento effettivo risulti contenuto.

**Fig. 1 - Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine: contributi all'evoluzione del disavanzo programmatico**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo italiano

**Fig. 2 - Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine: contributi all'evoluzione del debito pubblico**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo italiano

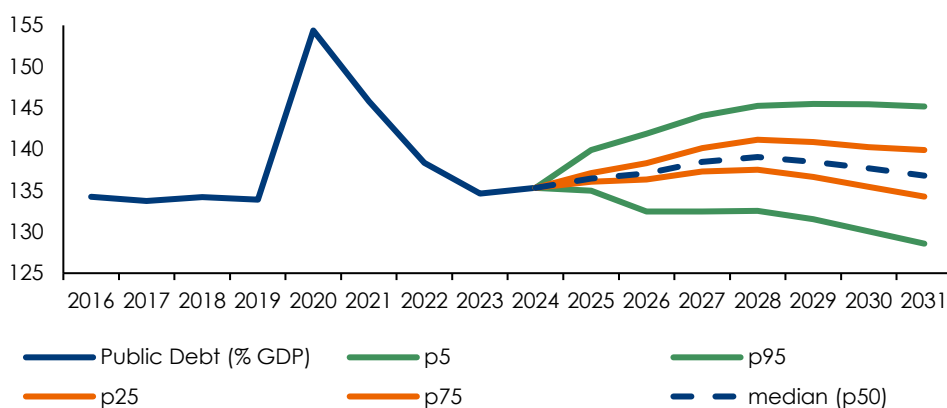
**Il rapporto debito/PIL nelle stime governative dovrebbe tornare a calare a partire dal 2027 (Fig.2), per raggiungere il 132,5% entro il 2031.** Tuttavia, il modesto calo (di due decimi) atteso nel 2027 dipende da ipotesi considerate per lo più ottimistiche (tra gli altri, dall'Ufficio Parlamentare di Bilancio) sul programma di privatizzazioni nonché sulla riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro. In sostanza, l'obiettivo di un'inversione di tendenza del debito a partire dal 2027 è soggetto a rischi da non sottovalutare.

**L'elevato costo medio del debito, atteso restare superiore al ritmo di crescita nominale del PIL, richiede infatti un importante consolidamento fiscale per instradare il debito su una traiettoria discendente** (le regole fiscali europee richiedono un calo medio annuo di un punto percentuale). L'esecutivo prevede di riportare il deficit all'1,5% del PIL entro il 2031, obiettivo che, con una spesa per interessi attesa toccare il 4,5% del PIL, richiederebbe un avanzo primario pari al 3%, circa il doppio rispetto alla media registrata nel quinquennio pre-Covid: un livello che difficilmente sarebbe sostenibile a lungo. **In sintesi, se nel biennio 2025-26 non vediamo criticità significative nel consolidamento fiscale italiano, nel più lungo termine un allentamento della restrizione prevista è possibile.** Il FMI nell'ultimo rapporto nel contesto delle consultazioni Articolo IV, pur evidenziando i miglioramenti recenti nei principali aggregati di finanza pubblica, valuta che un ragionevole punto di "atterraggio" per il deficit possa essere attorno al 2,5% del PIL.

Le nostre previsioni sui saldi di finanza pubblica (che utilizziamo come scenario baseline per l'analisi di sostenibilità del debito di seguito) coincidono con quelle governative per quanto riguarda l'indebitamento nel 2025-26. Siamo invece più cauti in merito al sentiero del rapporto debito/PIL, che vediamo in crescita più di quanto previsto dal governo in ragione di previsioni più moderate circa l'evoluzione del deflatore del PIL. Per gli anni seguenti assumiamo, ottimisticamente, che il disavanzo si stabilizzi a un valore dell'1,7%, compatibile con una stabilizzazione del rapporto debito/PIL intorno al 137%.

**Su queste basi, la nostra analisi stocastica di sostenibilità del debito<sup>1</sup> evidenzia il profilo d'incertezza circa l'andamento futuro del rapporto debito/PIL nel periodo 2025-2031 (Fig.3). Il percorso appare incerto e soggetto a rischi.** Nel 2028, il primo quartile della distribuzione di probabilità da noi stimata sarebbe pari a 137,5%, il terzo quartile a 141%, per una differenza pari a 3,5%; tale distanza si allarga chiaramente negli anni successivi, riflettendo una dispersione che segnala la maggiore incertezza delle statistiche al centro della distribuzione, le quali raggiungono una distanza interquartile pari a 5,6% nel 2031 (superiore a quella che si riscontra in Francia e Spagna). **Tuttavia, a differenza che in quei paesi, il profilo dei rischi non è asimmetrico nel 2031**, poiché la differenza tra il novantacinquesimo percentile e la mediana è pari a 8,3%, circa pari alla distanza tra la mediana e il quinto percentile (8,2%): ciò riflette da un lato una minore asimmetria tra rischi al rialzo e al ribasso, dall'altro un comunque rilevante rischio di coda (simile a quello che si riscontra per la Spagna). Un profilo particolarmente favorevole come quello delineato dal governo (raggiungimento del 132,5% entro il 2031) si collocherebbe solo nella fascia inferiore più estrema, e quindi più incerta, della distribuzione di probabilità.

**Fig. 3 – Analisi di sostenibilità del debito: Italia**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

<sup>1</sup> Si veda la nota metodologica per i dettagli tecnici dell'analisi

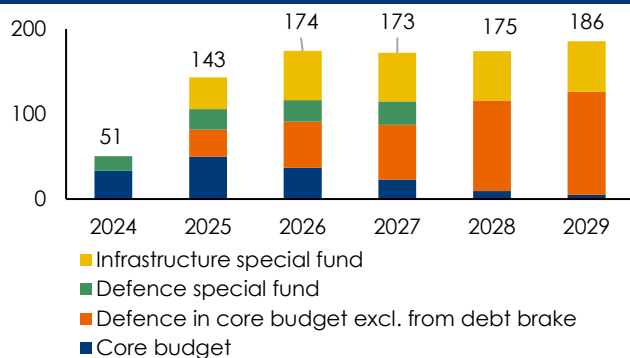
## Germania

**A giugno, il Governo ha approvato il disegno di legge di bilancio per l'anno in corso, che verrà votato dal Parlamento a settembre.** A fine luglio è stato approvato anche il budget per il 2026 ed è stato inviato in Commissione il Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine, richiesto dalle nuove regole fiscali europee.

**L'aumento di spesa previsto dal budget è significativo già quest'anno, con un indebitamento netto programmato pari a 143 miliardi (il 3,2% del PIL), sopra le attese e circa il doppio di quanto incluso nella bozza preliminare del governo precedente. Il disavanzo è visto poi aumentare in maniera graduale negli anni successivi, fino a raggiungere quasi 190 miliardi di euro nel 2029.**

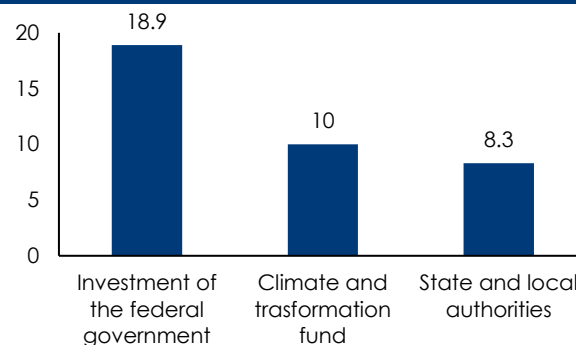
L'indebitamento programmato per il 2025 deriva da 81,7 miliardi di disavanzo nel budget "core" (di cui 32,1 miliardi, ovvero oltre l'1% del PIL, riguardano spese militari escluse dalla regola del debito), cui vanno aggiunti i contributi dei fondi speciali in infrastrutture (37,2 miliardi) e difesa (24,1 miliardi).

**Fig. 4 - Evoluzione dell'indebitamento netto programmato**



Nota: dati in miliardi di euro. Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo tedesco

**Fig. 5 - Allocations della spesa per investimenti infrastrutturali nel 2025**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo tedesco

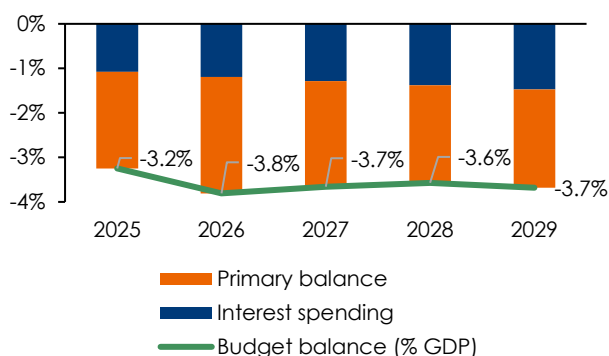
**La maggior parte del nuovo indebitamento è pertanto dovuto alle maggiori spese per la difesa,** che, nonostante il progressivo esaurimento del fondo straordinario per l'esercito lanciato dopo l'inizio della guerra in Ucraina, raggiungeranno il 2,4% del PIL. **Per quanto riguarda gli investimenti infrastrutturali, in attesa della normativa sul fondo speciale che verrà approvata solo nei prossimi mesi, è difficile che il Governo riesca a centrare l'obiettivo sulla spesa in nuovi progetti per quasi 40 miliardi di euro nel trimestre finale dell'anno.** Tuttavia, potrebbero essere finanziati progetti già in essere sul fondo straordinario in modo da liberare risorse sul budget core. **In sostanza, riteniamo improbabile che la maggiore spesa annunciata, almeno nei primi anni del programma, sia aggiuntiva (si potrebbe vedere una sostituzione da spesa in conto capitale in spesa corrente).** Ciò dovrebbe da un lato ridurre l'impatto sul PIL, dall'altro tradursi in una più rapida spesa delle risorse in consumi correnti. Considerando le tempistiche necessarie per preparazione, approvazione e messa a terra dei progetti, appare improbabile che la spesa in nuove infrastrutture inizi ad avere impatti tangibili sull'economia prima di fine 2026.

**In sintesi, l'espansione fiscale annunciata è potenzialmente molto rilevante, ma pensiamo che l'impatto sulla crescita nel 2025-26 possa risultare inferiore rispetto a quanto implicito nei numeri sull'indebitamento.** In attesa di maggiori dettagli su come verrà declinato il pacchetto fiscale, e sotto ipotesi caute sulla spesa effettiva e sui moltiplicatori associati, manteniamo una previsione ancora conservativa sulla crescita del PIL tedesco l'anno prossimo, all'1% (con rischi verso l'alto), dopo lo 0,4% stimato per l'anno in corso.

**Un punto rilevante da considerare è che il piano tedesco si dovrà misurare con le regole europee e le regole nazionali sull'indebitamento "core".** Nelle stime statiche di [Bruegel](#), adottando diverse ipotesi di lavoro circa la crescita di lungo periodo e la spesa in difesa (in un range di 2,5-3,5% del

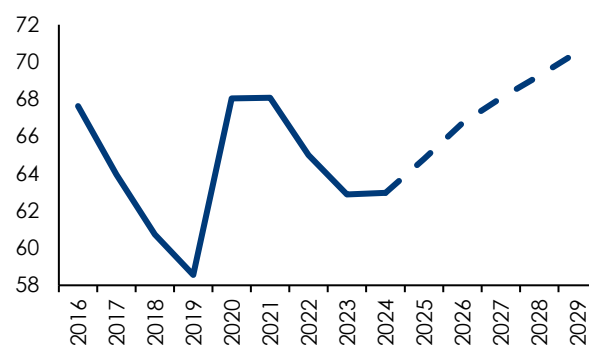
PIL) si otterrebbero valori per il rapporto debito/PIL superiori al 100%: evidentemente, ciò sarebbe in conflitto con la regola UE sul debito. Nei prossimi anni, anche il declino demografico dovrebbe accentuare le pressioni sulle finanze pubbliche in un contesto in cui la regola sul freno al debito (al netto delle maggiori spese per difesa e infrastrutture) resta in vigore. Il piano strutturale di medio-lungo termine, recentemente inviato a Bruxelles, prevede, infatti, che, nonostante gli investimenti infrastrutturali e l'aumento della spesa per la difesa, a partire dal 2027 inizi un consolidamento fiscale finalizzato a riportare il disavanzo su di una tendenza discendente. In particolare, come segnalato dall'Esecutivo, **nel 2027 potrebbe essere necessario reperire risorse aggiuntive pari a circa 30 miliardi di euro per un totale di 172 miliardi nel triennio 2027-29.**

Fig. 6 – Contributi all'evoluzione del disavanzo



Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Debito pubblico (% PIL)

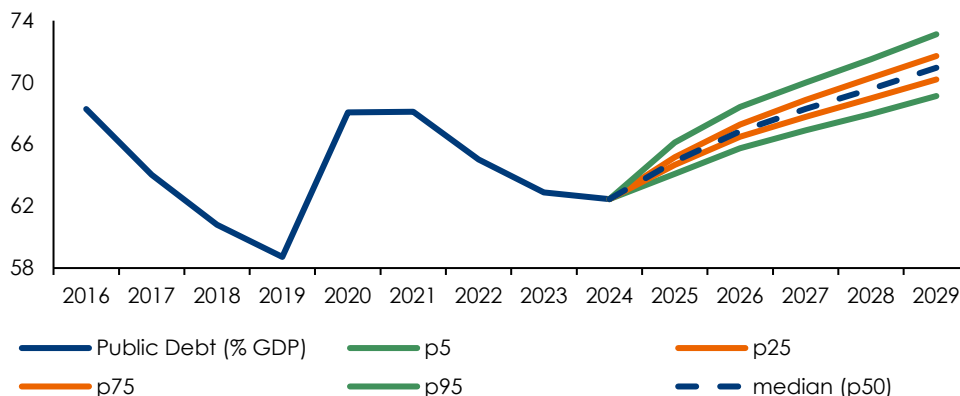


Fonte: Intesa Sanpaolo

Per l'analisi di sostenibilità del debito ipotizziamo uno scenario tendenziale compatibile con il piano finanziario pluriennale, senza però considerare le eventuali coperture che potrebbero essere richieste a partire dal 2027. Sulla base di ipotesi di crescita del PIL reale allo 0,3% nel 2025, 1% nel 2026 e 1,6% nel periodo 2027-29, e assumendo una convergenza del deflatore del PIL al 2%, **stimiamo che dal 2025 in poi il disavanzo pubblico, in percentuale del PIL, possa registrare livelli superiori al 3%,** con un picco nel 2026 pari a 3,8% (Fig. 6). Ciò inciderebbe sulla dinamica del **rapporto debito/PIL, che salirebbe verso il 70% entro il 2029** (Fig. 7).

**Il profilo d'incertezza di tali stime sarebbe più contenuto rispetto a quello di paesi** come l'Italia (Fig. 3), la Francia (Fig. 15) o la Spagna (Fig. 18): la distanza interquartile per le stime sulla Germania (Fig. 8) sarebbe, infatti, meno ampia, almeno fino al 2029, rispetto a quella degli altri paesi.

Fig. 8 – Analisi di sostenibilità del debito: Germania

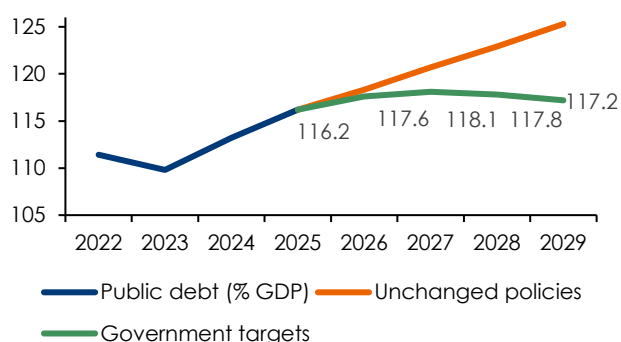


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Francia

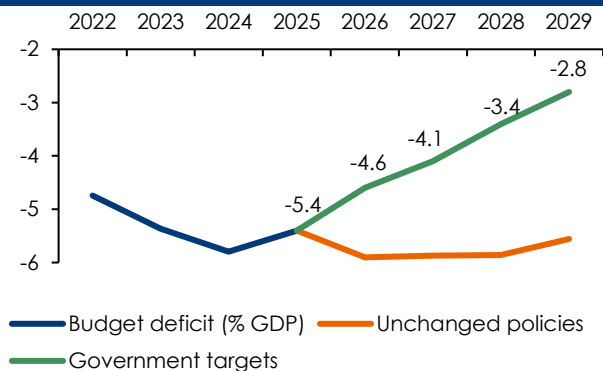
Dopo che il bilancio per l'anno in corso è stato approvato solo a febbraio, il 15 luglio il Governo Bayrou ha presentato una prima proposta per il budget 2026 che dovrà approdare in Parlamento dopo l'estate. È stato confermato il percorso di consolidamento fiscale delineato nell'aggiornamento di aprile del Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine, con un indebitamento netto programmatico atteso scendere dal 5,4% del PIL stimato per quest'anno al 4,6% nel 2026, al 4,1% nel 2027, al 3,4% nel 2028 e al 2,8% nel 2029 (Fig. 10).

**Fig. 9 - Debito pubblico (% PIL): scenario tendenziale e programmatico**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo francese

**Fig. 10 - Disavanzo pubblico (% PIL): scenario tendenziale e programmatico**

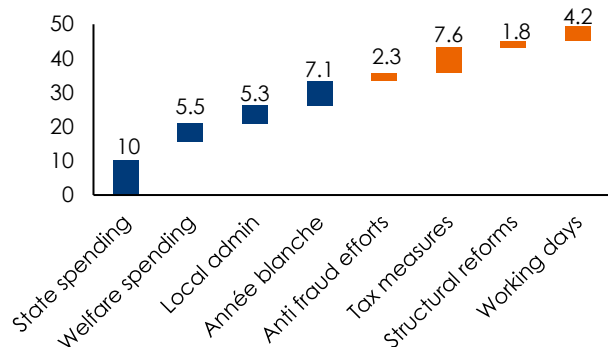


Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo francese

Il saldo programmatico per il 2026 è compatibile con un disavanzo primario intorno al 2% del PIL dopo il 3,1% atteso per quest'anno: **la restrizione fiscale corretta per il ciclo, l'anno prossimo, si attesterebbe a circa un punto di PIL**. Il saldo primario dovrebbe poi migliorare progressivamente negli anni successivi, fino a raggiungere un surplus pari allo 0,6% del PIL nel 2029.

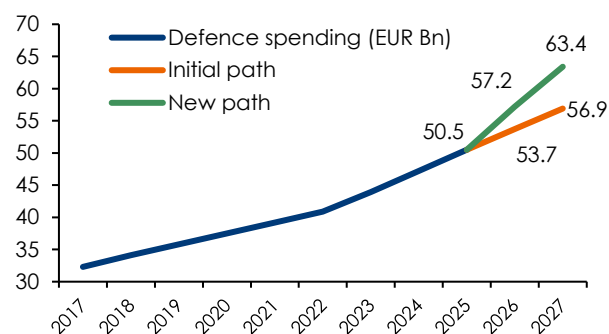
Poiché in uno scenario tendenziale il disavanzo salirebbe verso quasi il 6% del PIL nel 2026 (Fig. 10), la manovra per il prossimo anno dovrebbe reperire risorse per circa 40 miliardi di euro. Vanno inoltre coperti i 3,6 miliardi di euro di spese aggiuntive per la difesa rispetto al piano pluriennale militare, portando il **totale di risorse da reperire a 43,8 miliardi** (1,4% del PIL).

**Fig. 11 - Declinazione dello sforzo fiscale**



Nota: dati espressi in miliardi di euro, in blu le minori spese e in arancione le maggiori entrate. Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo francese

**Fig. 12 - Solo la spesa militare vedrà un aumento delle allocazioni di bilancio**



Nota: dati espressi in miliardi di euro. Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo francese

La manovra si declina per circa il 60% in una diminuzione delle spese e per il restante 40% in un aumento delle entrate (Fig. 11). Dal lato delle uscite, si intende ricorrere alla misura di "emergenza" dell'année blanche, con il mancato adeguamento all'inflazione di salari pubblici,

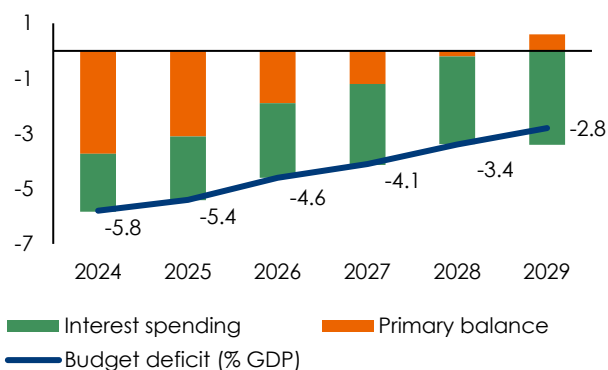


pensioni e prestazioni sociali, nonché degli scaglioni fiscali per l'imposta sul reddito. Sono anche previsti tagli alle Amministrazioni centrali e locali e una riduzione della spesa sanitaria. In sostanza, il livello della spesa primaria nominale al netto della difesa dovrebbe risultare sostanzialmente invariato rispetto al 2025. **Dal lato delle entrate, si prevede un aumento della tassazione e della lotta alle frodi e all'evasione, nonché la cancellazione di due giorni festivi** (l'8 maggio e il lunedì dopo Pasqua). Il Governo è intenzionato anche ad aprire un confronto con le parti sociali per una riforma dell'*Assurance Chômage* e del mercato del lavoro, insieme a un taglio alle sovvenzioni alle imprese a fronte di uno sfoltimento della burocrazia.

**La nostra valutazione preliminare è che gli obiettivi sui tagli di spesa, così come quelli sugli aumenti delle entrate, siano ottimistici e non semplici da realizzare. Inoltre, alcune delle misure annunciate sembrano essere temporanee.** Dal punto di vista dell'impatto economico, lo sforzo fiscale appare concentrato su pubbliche amministrazioni e famiglie, a fronte di un effetto più contenuto sulle imprese. In aggiunta, le stime OFCE sulla base del modello di microsimulazione dell'INSEE evidenziano come l'*année blanche* danneggerebbe soprattutto i nuclei familiari meno abbienti e gli interventi di compensazione annunciati avrebbero un impatto comunque modesto. **Infine, le misure di austerità comunicate non sembrano risolutorie in quanto, oltre ad avere un impatto recessivo sull'economia, non configurano un efficientamento della struttura della spesa pubblica ma si limitano a frenarne, temporaneamente, l'aumento rispetto all'inflazione.**

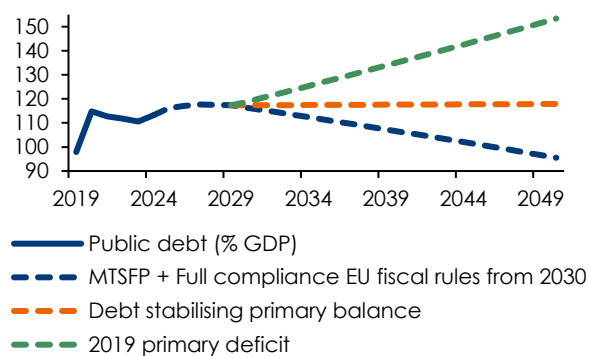
La risposta delle opposizioni è stata immediata: sia a destra che a sinistra sono emerse minacce di censura. Anche la reazione da parte dei partiti che hanno finora sostenuto l'esecutivo è stata piuttosto tiepida. **È improbabile che il budget venga approvato nella forma attuale**, visto che in Parlamento il Governo non gode della maggioranza assoluta dei seggi. **È dunque possibile che le negoziazioni tra esecutivo e opposizione possano portare ad un attenuamento della stretta fiscale rispetto a quella proposta.** In particolare, il disavanzo programmatico per il 2026 potrebbe essere alzato a circa il 5% del PIL (la nostra previsione è 5,2%), che resterebbe in linea con le regole fiscali europee.

**Fig. 13 - Contributi alla tendenza programmatica dell'indebitamento netto**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo francese

**Fig. 14 - Tendenza di lungo periodo del debito pubblico in diversi scenari di saldo primario**



Fonte: Intesa Sanpaolo

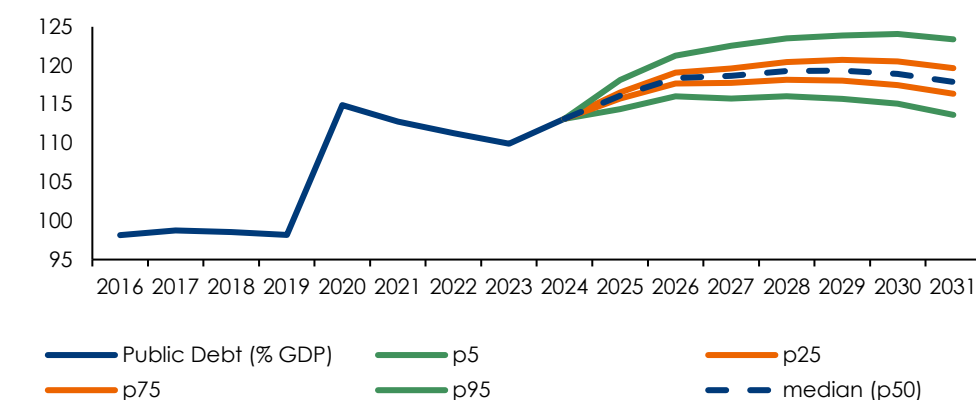
In sintesi, **l'instabilità politica da un lato, e l'ampiezza della correzione richiesta dall'altro, suggeriscono che i rischi sulla finanza pubblica francese nei prossimi anni resteranno significativi, sia per la temporaneità di alcune delle misure annunciate, che per la complessità delle sfide di lungo periodo.** Ipotizzando che i target programmatici del governo possano effettivamente essere raggiunti e che il disavanzo tornasse sotto il 3% del PIL nel 2029, sarebbe poi necessario un avanzo primario intorno allo 0,7% del PIL affinché il debito si stabilizzi, e all'1,7% perché possa scendere in media di un punto all'anno come prescritto dalle regole fiscali europee. Al contrario,



ipotizzando un ritorno al disavanzo primario registrato nel 2019 (-0,9%), il debito potrebbe avvicinarsi al 160% del PIL entro il 2050.

Nel nostro scenario centrale, che utilizziamo per l'analisi di sostenibilità del debito, assumiamo quindi un aggiustamento strutturale medio pari a quello minimo richiesto dalle regole fiscali europee, con un ritorno del deficit sotto la soglia del 3% solo nel 2031. **In questo scenario di base, il debito salirebbe con un profilo di rischio sbilanciato, più accentuato al rialzo che al ribasso (Fig. 15):** nel 2031, non solo la distanza tra la mediana (117,9%) e il terzo quartile (119,7%) sarebbe maggiore di quella tra la mediana e il primo quartile (116,4%), ma anche le fasce più estreme della distribuzione vedrebbero una dispersione più ampia al rialzo (la differenza tra il novantacinquesimo percentile e la mediana è pari a 5,5%) che al ribasso (la differenza tra la mediana e il quinto percentile è pari a 4,3%). Sempre nel 2031, la distanza interquartile (3,3%) sarebbe inferiore a quella di Italia e Spagna, segnalando una minore dispersione al centro della distribuzione di probabilità rispetto agli altri due paesi, e quindi un minore rischio di coda in base al comportamento storico dei dati.

**Fig. 15 – Analisi di sostenibilità del debito: Francia**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Spagna

**Nell'ultimo biennio, l'instabilità politica non ha ostacolato il proseguimento del percorso di consolidamento fiscale. Anzi, la mancata approvazione delle leggi di bilancio per gli anni 2024-25 (tale situazione non è inusuale per la finanza pubblica spagnola e dal 2016 in poi è quasi diventata la norma) ha consentito di contenere l'incremento della spesa.**

**Lo scorso anno è stato archiviato con un disavanzo pari al 3,2% del PIL, leggermente superiore rispetto al 3% contenuto nel Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine (PSBMT) formalizzato a ottobre.** Il dato a consuntivo risente però sia delle spese una tantum associate all'alluvione DANA (0,35% del PIL), sia dell'anticipazione di spese derivante da sentenze giudiziarie negative, inizialmente programmate per essere distribuite su un orizzonte temporale più lungo. Al netto di questi fattori, l'indebitamento netto si sarebbe fermato al 2,8%. **Il debito pubblico è calato al 101,8% del PIL dal 105,1% dell'anno precedente, confermando la tendenza di discesa dal picco del 119,3% registrato nel 2020.**

**A fine aprile, il Governo ha presentato l'Annual Progress Report sullo stato di attuazione del PSBMT. Il disavanzo è atteso scendere al 2,8% del PIL nel 2025,** ma tale stima include le spese legate a DANA, che pesano sull'indebitamento dell'anno in corso per tre decimi, al netto delle quali il deficit si assesterebbe al 2,5% del PIL (in linea con le stime di ottobre). Il debito è, invece, stimato al 101,7% del PIL, circa stabile rispetto al 2024 (al netto dell'aggiustamento stock-flussi, il debito calerebbe di quasi due punti percentuali).

**Nelle ipotesi governative, il miglioramento del deficit nell'anno in corso dovrebbe derivare da un aumento delle entrate superiore al ritmo di crescita del PIL nominale (6,3% vs 5,3%),** a fronte di una sostanziale stabilizzazione della spesa in rapporto al PIL (al netto dei fattori straordinari legati a DANA). **Metà dell'aumento del gettito sarebbe dovuta al venir meno delle misure di sostegno varate durante la crisi energetica (pari a circa lo 0,3% del PIL), l'altra metà a nuove entrate tributarie. Le uscite dovrebbero beneficiare del calo, rispetto al 2024, delle spese legate alle sentenze giuridiche sfavorevoli.** In sostanza, per l'anno in corso non sembrano sussistere particolari criticità circa il raggiungimento di un obiettivo di indebitamento che, alla luce delle dinamiche sottostanti (il venir meno di poste straordinarie), non appare particolarmente ambizioso.

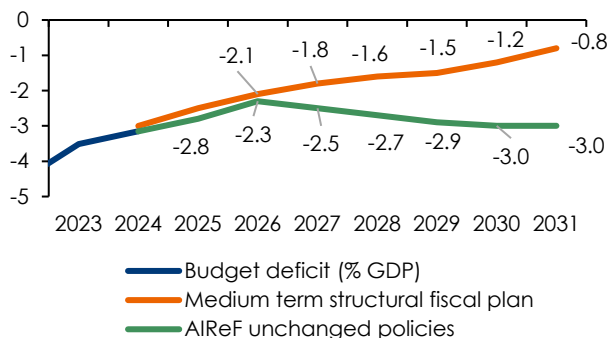
In un contesto di elevata incertezza politica, il miglioramento dei saldi è imputabile prevalentemente a ragioni cicliche. Nel 2025, infatti, il saldo primario strutturale dovrebbe rimanere sostanzialmente invariato, compatibile con una stance di politica fiscale neutrale.

**Un capitolo a parte merita il tema delle spese per la difesa.** Il Governo ha presentato un piano dettagliato (*Plan Industrial y Tecnológico para la Seguridad y la Defensa*) per portare tali spese al 2% del PIL dall'1,4% corrente. **L'impatto fiscale, almeno per quanto riguarda il 2025, dovrebbe risultare però sostanzialmente neutro,** in quanto l'incremento dovrebbe essere realizzato prevalentemente attraverso la riclassificazione di spese preesistenti nonché la riassegnazione di crediti non utilizzati.

**Le incognite si moltiplicano, però, per ciò che concerne le prospettive di più lungo termine: il rapporto annuale del Governo non offre dettagli sui saldi di finanza pubblica per gli anni successivi al 2025, limitandosi a confermare i robusti ritmi di crescita del PIL reale già delineati a ottobre.** Le proiezioni del PSBMT stimano un proseguimento della tendenza discendente del deficit al 2,1% del PIL nel 2026 e negli anni successivi, fino a raggiungere lo 0,8% entro il 2031, in un contesto di progressivo calo del debito fino a circa il 100% del PIL. Tuttavia, l'AIReF, nella sua relazione di monitoraggio del Piano, ha segnalato che in uno scenario a politiche invariate (che non include il consolidamento previsto dal PSBMT), il disavanzo scenderebbe ancora nel 2026, al 2,3% del PIL, per poi tornare a peggiorare negli anni seguenti, riavvicinandosi al 3% del PIL entro

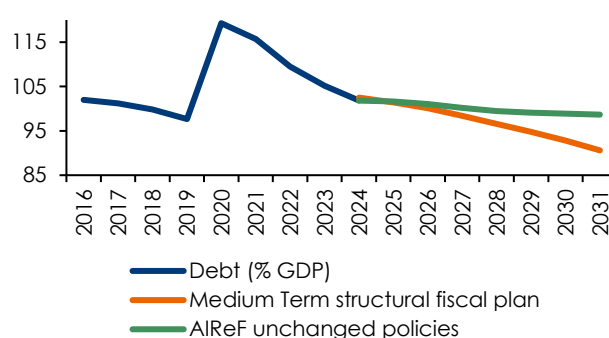
il 2031. **In questo scenario, il saldo primario non interromperebbe la tendenza al miglioramento, ma i progressi non sarebbero sufficienti per compensare l'aumento della spesa per interessi,** attesa anch'essa dirigersi verso il 3% del PIL.

**Fig. 16 - Indebitamento netto: differenza tra le stime del Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine e quelle a politiche invariate dell'AIRF**



Fonte: Intesa Sanpaolo, governo spagnolo, AIRF

**Fig. 17 - Debito pubblico: differenza tra le stime del Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine e quelle a politiche invariate dell'AIRF**



Fonte: Intesa Sanpaolo, governo spagnolo, AIRF

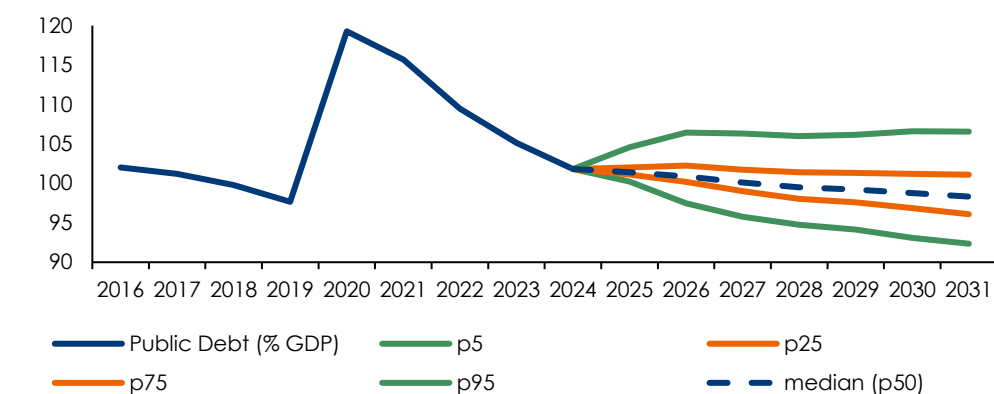
**Nel 2026, la differenza tra le stime AIRF e quelle governative dipende anche da previsioni di crescita meno ottimistiche (1,7% vs 2,2%), ma nel complesso i rischi risultano contenuti** grazie al venire meno delle poste straordinarie legate a DANA, al minore impatto delle sentenze giudiziarie, nonché a un aumento della tassazione verso le imprese multinazionali. A partire dal 2027 però, sulla scia della normalizzazione dei ritmi di crescita dell'economia, il margine per ridurre il disavanzo senza implementare misure aggiuntive si ridurrà progressivamente, traducendosi, nelle stime dell'AIRF, in una risalita dell'indebitamento netto. Il debito è visto calare fino al 99,1% del PIL nel 2029, ma meno rispetto a quanto previsto dal PSBMT (94,8%).

**Nel complesso, i rischi sul percorso di finanza pubblica sono contenuti almeno sull'orizzonte 2025-26, grazie a uno scenario congiunturale ancora favorevole. Nel quinquennio successivo, a differenza di altri paesi, anche in uno scenario a politiche invariate, il deficit rimarrebbe entro la soglia del 3% del PIL e il debito pubblico continuerebbe a calare ma meno rispetto a quanto prescritto dalle nuove regole fiscali europee.**

**Nel più lungo periodo, le sfide strutturali legate alla spesa pensionistica rimangono, tuttavia, un fattore da monitorare,** in grado di innescare una nuova accelerazione al rialzo del sentiero del debito.

Per l'analisi di sostenibilità del debito abbiamo utilizzato come scenario di base quello a politiche invariate dell'AIRF. **I risultati mostrano un profilo di incertezza maggiore rispetto a quello osservato per la Francia, ma solo leggermente inferiore a quello dell'Italia:** la distanza interquartile per la Spagna è pari a 5% nel 2031, il che implica che il rischio di coda pare più rilevante rispetto alla Francia, ma leggermente più contenuto che per l'Italia. La dispersione nelle fasce più estreme della distribuzione di probabilità è più ampia di quella francese, registrando di nuovo rischi al rialzo più rilevanti di quelli al ribasso (a differenza dell'Italia); la differenza tra il novantacinquesimo percentile e la mediana è pari a 8,3% (un profilo simile a quello italiano), mentre la differenza tra la mediana e il quinto percentile è pari a 6%.

Fig. 18 – Analisi di sostenibilità del debito: Spagna



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Nota metodologica

L'equazione che stimiamo, sulla base sia della procedura sia delle ipotesi economiche ed econometriche delineate in seguito, è:

$$d_t = \frac{1 + r_t}{1 + g_t} \times d_{t-1} - pb_t + sfa_t$$

dove:

- $d_t$ : rapporto debito/PIL;
- $r_t$ : tasso effettivo d'interesse pagato sul debito maturato (calcolato come  $\frac{s_t}{d_{t-1}}$ , dove  $s_t$  è la spesa per interessi);
- $g_t$ : tasso di crescita nominale del PIL, pari alla somma di tasso di crescita del PIL reale e deflatore del PIL;
- $pb_t$ : saldo primario;
- $sfa_t$ : stock flow adjustment, ossia termine di aggiustamento che include tutte quelle voci che influenzano il debito pur non rientrando nel deficit.

Nella letteratura accademica e nella pratica della Commissione Europea, l'analisi della sostenibilità del rapporto debito/PIL viene svolta con proiezioni stocastiche del suo andamento futuro (2025-31): ciò permette di misurare l'ampiezza dei rischi, al rialzo e al ribasso, circa la tendenza del suddetto rapporto. Tali proiezioni vengono calcolate secondo un'analisi a più livelli, che è declinata differentemente a seconda delle assunzioni che si fanno sul saldo primario e sul trattamento degli errori nel modello. In generale, la struttura che adottiamo è la seguente: 1) utilizziamo un modello autoregressivo a tre variabili (come d'uso anche nella letteratura della Commissione<sup>2</sup>), che include il tasso di crescita annua del PIL reale e del deflatore del PIL e il costo medio del debito (ricavato dalle proiezioni del Governo); il VAR è stimato su dati trimestrali per il periodo 1991Q1-2025Q1, salvo il caso di serie storiche più recenti; 2) la matrice dei residui del VAR viene poi utilizzata per generare 2000 sequenze di shock (attraverso un metodo statistico di ricampionamento, c.d. *bootstrapping*), e quindi altrettante traiettorie del rapporto debito/PIL che determinano le fasce d'incertezza sulla sua evoluzione futura; 3) attraverso la struttura probabilistica fornita dal punto 2) è possibile tracciare la mediana, la media e gli intervalli di incertezza per l'aggregato delle simulazioni.

A questa procedura sono sottese almeno due ipotesi:

- **Ipotesi economiche:** lo scenario di base deterministico è fornito da previsioni interne *ad hoc* per ciascun paese. Quindi, le ipotesi sull'andamento futuro di deflatore del PIL, tasso di crescita del PIL reale, saldo primario e aggiustamento stock-flussi coincidono con le previsioni Intesa Sanpaolo per Italia, Germania e Francia, mentre per la Spagna adottiamo le stime dell'AIReF. Questo approccio è simile a quello di Berti (2013)<sup>3</sup>, che a partire da uno scenario centrale - dettato da proiezioni indipendenti dal modello - implementa degli shock casuali per ottenere molte traiettorie del debito.
- **Ipotesi econometriche:** a) non utilizziamo la matrice di varianza-covarianza (VCOV) dei residui, poiché ciò implicherebbe assumere una distribuzione normale degli errori, che tipicamente non si riscontra né nei residui dei VAR né, tantomeno, nelle simulazioni stocastiche del rapporto debito/PIL, come suggerisce Medeiros (2012), e come riporta anche Berti (2013). Quindi, utilizziamo residui *bootstrappati* come Medeiros (2012); b) non determiniamo il saldo primario sulla base di una stima della funzione di risposta fiscale (FRF), né ipotizziamo "politiche fiscali invariate", cioè un saldo primario strutturale costante per l'orizzonte della simulazione; assumiamo, piuttosto, che il saldo primario sia determinato dallo scenario deterministico di base, come Berti (2013).

In sintesi, adottiamo un approccio di compromesso tra Medeiros (2012) e Berti (2013).

<sup>2</sup> "Stochastic debt simulation using VAR models and a panel fiscal reaction function: results for a selected number of countries", (João Medeiros, [Economic Papers July 2012](#)).

<sup>3</sup> "Stochastic public debt projections using the historical variance-covariance matrix approach for EU countries", (Katia Berti, [Economic Papers April 2013](#)).

## 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)

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

Alessio Tiberi

[alessio.tiberi@intesasnpaolo.com](mailto:alessio.tiberi@intesasnpaolo.com)

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

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

Mario Di Marcantonio

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

Allegra Fiore

[allegra.fiore@intesasnpaolo.com](mailto:allegra.fiore@intesasnpaolo.com)

Andrea Volpi

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