

Macro Rapid Response

Italia: deficit sopra il 3% nel 2027-28

Il DPFP conferma il deficit 2026 al 2,9% ma **riporta il disavanzo sopra il 3% nel 2027-28**, attivando la clausola di salvaguardia per difesa ed energia (14,4 miliardi l'anno). La manovra rispetterà le regole UE ma non sembra poter disporre di spazi fiscali al di fuori di quelli coperti dalla flessibilità. Il conto interessi sale di 30 miliardi in quattro anni e il debito nel 2029 è allo stesso livello del 2025. L'aumento dell'avanzo primario è rinviato alla prossima legislatura.

Il Consiglio dei Ministri ha approvato venerdì 2 ottobre il **Documento Programmatico di Finanza Pubblica (DPFP) 2026**, che aggiorna lo scenario a legislazione vigente e fissa gli obiettivi programmatici per il 2027-2029, in vista del Documento programmatico di bilancio atteso entro il 15 ottobre. Le principali novità, rispetto al Documento di Finanza Pubblica (DFP) dello scorso aprile, sono le seguenti:

- **la crescita del PIL 2026 è rivista al rialzo all'1% dallo 0,6% di aprile**, grazie a un acquisito già pari a 0,8% e a una domanda estera migliore delle attese; il 2027 tendenziale resta però a 0,6% (0,8% nel 2028-29), perché il maggior trascinamento è compensato da energia più cara (Brent a 78 dollari e gas a 47 euro/MWh nel 2027) e tassi più alti; nel quadro programmatico la crescita sale a 0,8% nel 2027 e a 0,9% nel 2028;
- **il PIL nominale è rivisto al rialzo di circa due decimi l'anno in media** (2,7% nel 2026 da 2,4%; 3,2% e 3% programmatici nel 2027-28 contro 2,6% e 2,5% del DFP), anche per effetto dell'inflazione (deflatore dei consumi al 3% quest'anno e al 2,3% nel 2027): è il fattore che più aiuta i rapporti di finanza pubblica rispetto ad aprile;
- **il deficit 2026 è confermato al 2,9% del PIL** (avanzo primario all'1,2%), nonostante una spesa per interessi salita a 96,9 miliardi, circa 2 in più di quanto stimato in primavera, soprattutto per la rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione;
- **il deficit tendenziale 2027-29 peggiora di uno-due decimi l'anno** (2,9%, 2,7% e 2,2%, da 2,8%, 2,5% e 2,1%) e la causa è soprattutto il costo del debito: gli interessi passivi sono attesi a 103,7 miliardi nel 2027, 112,3 nel 2028 e 117,2 nel 2029, pari al 4,6% del PIL nel 2028 (4,3% implicito nel DFP di aprile), mentre l'avanzo primario tendenziale è sostanzialmente invariato (1,4%, 1,9% e 2,5%, contro 1,5%, 1,8% e 2,4%);
- soprattutto, **il nuovo quadro programmatico vede il disavanzo al 3,4% nel 2027, al 3,2% nel 2028 e al 2,3% nel 2029**: mezzo punto sopra il tendenziale nel prossimo biennio e di nuovo oltre la soglia del 3% dopo un solo anno al di sotto;
- lo scarto riflette l'attivazione della **clausola di salvaguardia nazionale per 0,6 punti di PIL l'anno nel 2027 e nel 2028** (0,3% per la difesa e 0,3% per la sicurezza energetica), ovvero 14,4 miliardi l'anno e circa 29 nel biennio, meno dei 36 circa che il mandato parlamentare di agosto avrebbe consentito; poiché parte dell'aumento della spesa militare è già nel tendenziale, **l'espansione netta rispetto alla legislazione vigente vale circa mezzo punto di PIL (12 miliardi) nel 2027**;
- la **spesa netta programmatica cresce del 3,3% nel 2027, contro un limite raccomandato dell'1,9%**, per poi rallentare all'1,7% nel 2028 e ad appena lo 0,2% nel 2029; al netto della clausola i tassi coincidono con i limiti del Consiglio UE (1,9%, 1,7% e 1,5%) e il Governo ne deduce che per il 2027 "non emergerebbe la necessità di una correzione di bilancio", con spazi per una manovra "moderatamente espansiva" solo dal 2028;
- **il rapporto debito/PIL parte più basso di quanto previsto ad aprile (136,7% nel 2025 da 137,1%) grazie alla revisione al rialzo comunicata dall'Istat sul PIL nominale**, sale al 138,1% quest'anno (138,6% in aprile) e tocca il picco al 138,5% nel 2027 (nel DFP era previsto iniziare a calare dall'anno prossimo), per poi scendere al 137,9% nel 2028 e al 136,6% nel 2029, tre decimi sopra l'obiettivo di aprile: a fine periodo il beneficio della revisione statistica è già interamente speso;

5 ottobre 2026

Research Department

Macroeconomic Research

Paolo Mameli
Economista

- la salita del debito nel 2026-27 resta guidata dall'**aggiustamento stock-flussi legato ai crediti d'imposta edilizi** (2,1 punti di PIL quest'anno e 1,3 il prossimo), che tiene il fabbisogno di cassa del settore pubblico al 5,7% del PIL nel 2026 (oltre 130 miliardi) e al 5,1% nel 2027; il fabbisogno è visto migliorare successivamente al 3,4% del PIL nel 2028 e al 2,2% del PIL nel 2029.

Il quadro di finanza pubblica: DPFP di ottobre e DFP di aprile a confronto

	DPFP ottobre – programmatico				DPFP ottobre – tendenziale				DFP aprile – tendenziale			
	2026	2027	2028	2029	2026	2027	2028	2029	2026	2027	2028	2029
PIL reale (var. %)	1,0	0,8	0,9	0,8	1,0	0,6	0,8	0,8	0,6	0,6	0,8	0,8
PIL nominale (var. %)	2,7	3,2	3,0	2,6	2,7	2,9	2,7	2,6	2,4	2,6	2,5	2,7
Indebitamento netto (% PIL)	-2,9	-3,4	-3,2	-2,3	-2,9	-2,9	-2,7	-2,2	-2,9	-2,8	-2,5	-2,1
Saldo primario (% PIL)	1,2	0,9	1,4	2,4	1,2	1,4	1,9	2,5	1,2	1,5	1,8	2,4
Interessi passivi (% PIL)	4,2	4,3	4,6	4,7	4,2	4,3	4,6	4,6	4,1	4,2	4,4	4,5
Debito pubblico (% PIL)	138,1	138,5	137,9	136,6	138,1	138,4	137,7	136,3	138,6	138,5	137,9	136,3
Spesa netta (var. %)	1,6	3,3	1,7	0,2	1,6	2,1	1,3	1,1	1,6	2,2	1,7	1,5

Fonte: elaborazioni su dati MEF (DPFP 2026 e DFP 2026)

Il DPFP rinvia al Documento programmatico di bilancio il dettaglio delle misure da inserire nella prossima manovra di bilancio. **La nostra valutazione è la seguente:**

- le stime di crescita del PIL non appaiono eccessivamente ottimistiche**, anche se lo scarto tra crescita programmatica e tendenziale in particolare per il 2027 (0,8% contro 0,6%) presuppone che un impulso fiscale di mezzo punto di PIL, concentrato su spesa militare ad alto contenuto di importazioni e su investimenti energetici dai tempi di attuazione lunghi, si trasferisca al PIL con un moltiplicatore di 0,4 già nel primo anno; il tutto mentre viene meno la spinta del PNRR (investimenti in frenata da 2,8% a 0,8% l'anno prossimo a legislazione vigente) e la BCE sta alzando i tassi; gli scenari di rischio dello stesso MEF su energia e condizioni finanziarie valgono ciascuno uno-due decimi di crescita in meno all'anno;
- tutto l'impianto poggia su un margine di un solo decimo nel 2026** (poco più di 2 miliardi): l'uscita dalla procedura per disavanzo eccessivo richiede un consuntivo sotto il 3% e, per un Paese già in procedura, solo a quella condizione la Commissione valuterà i deficit 2027-28 al netto della clausola (2,8% e 2,6%); già nel 2025 il deficit è risultato superiore alle stime (3,1%) per l'emersione inattesa di crediti Superbonus, anche se i rischi di non rispettare il limite del 3% quest'anno paiono più contenuti;
- la deviazione dal percorso precedente del disavanzo grazie all'utilizzo della clausola UE è temporanea** (dal 2029, il disavanzo tornerebbe nelle stime del governo significativamente al di sotto del 3% e circa in linea con il sentiero previsto in precedenza, a2,3% da 2,1%); tuttavia, non si possono escludere rischi di maggiore persistenza;
- fuori dalla clausola la manovra 2027 dovrà essere a saldo zero**: le misure di calmieramento dei prezzi sono escluse dalla flessibilità europea, e ogni altro intervento andrà coperto con tagli di spesa o maggiori entrate, in un anno in cui la sola indicizzazione delle pensioni (+4,2%, quasi 15 miliardi) potrebbe assorbire circa tre quarti dell'aumento di spesa netta consentito dalle regole; le richieste che la stampa attribuisce alla maggioranza (estensione del taglio IRPEF, uscite anticipate, misure per i giovani) varrebbero oltre 5 miliardi l'anno; trattandosi dell'ultima legge di bilancio piena della legislatura, il rischio è che le coperture siano di bassa qualità o temporanee;
- non a caso il Governo ha già chiesto di più: secondo la stampa, il 1° ottobre la Presidente del Consiglio ha sollecitato la Commissione a tenere conto dell'inflazione nella valutazione della spesa netta e a consentire l'uso di parte dell'extra-gettito per misure temporanee sull'energia, ricevendo una prima risposta fredda; **a nostro avviso la legge di bilancio potrebbe valere 20-25 miliardi lordi, con impatto netto rispetto alla legislazione vigente pari a circa mezzo punto di PIL (12 miliardi), interamente coperto dalla clausola di flessibilità UE** (un eventuale via libera

europeo a nuova flessibilità, che valutiamo al momento poco probabile, sposterebbe il deficit 2027 oltre il 3,4%);

- **l'aggiustamento è rinviato al 2029 e poggia su un'ipotesi tecnica:** il saldo primario strutturale peggiora di due decimi nel 2027, con output gap positivo, e recupera 0,5 punti nel 2028 e 0,9 nel 2029, quando la spesa netta crescerebbe solo dello 0,2% perché la spesa finanziata con la clausola verrebbe meno; ma la maggiore spesa per la difesa è per natura permanente (la raccomandazione del Consiglio UE, ricorda il DPFP, chiede di adattare il bilancio a un livello "strutturalmente più elevato"); se anche solo questa componente non rientrasse, il deficit 2029 sarebbe più vicino al 2,6% che al 2,3%; inoltre, a legislazione vigente, due terzi del calo della spesa primaria in rapporto al PIL tra 2025 e 2029 vengono dal conto capitale (da 6% a 4,7%), cioè dall'esaurirsi di Superbonus e PNRR più che da scelte di bilancio;
- **il tendenziale incorpora ipotesi di spesa difficili da mantenere:** redditi da lavoro pubblico in crescita dell'1,5% l'anno nel 2027-28 e consumi intermedi dell'1,1% nel 2027, con un'inflazione al 2,3%, e spesa sanitaria in calo dal 6,4% al 6,3% del PIL; sono voci che le leggi di bilancio tendono a rifinanziare (rinnovi contrattuali, sanità), mentre dal lato delle entrate la pressione fiscale è già al 43% e offre pochi margini (nel quadro del governo è vista sostanzialmente invariata nei prossimi anni);
- **la spesa per interessi è la voce più dinamica del bilancio:** +30 miliardi tra il 2025 e il 2029 (+6,6% l'anno nel 2027-29), fino al 4,7% del PIL, con un costo medio del debito in salita dal 2,9% al 3,5%; le stime assumono un BTP decennale al 4,3% nel 2027 e al 4,5% nel 2029, circa 30 punti base sopra le ipotesi di aprile, e secondo il MEF uno shock di altri 50 punti base porterebbe il deficit 2029 al 2,5% e il debito al 137,9%; con un fabbisogno ancora superiore a 120 miliardi nel 2027 e la BCE in fase restrittiva, la sensibilità ai rendimenti è il principale canale di rischio; in effetti, le proiezioni del MEF sono basate, come da ipotesi tecniche, sulla curva forward del mese di settembre (come per tassi di cambio e commodities, la data di cut-off dovrebbe essere stata l'11/9); a nostro avviso, viste le evoluzioni dei rendimenti dei titoli governativi nelle ultime settimane (il rendimento del BTP decennale è oggi 30 punti-base più alto della media ipotizzata dal DPFP nel 2027), **rispetto a queste stime vi sono rischi al rialzo (che potrebbero essere dell'ordine di due-tre decimi di PIL all'anno sul triennio di previsione);**
- **la discesa del debito è rinviata e fragile:** nel 2029 il rapporto sarebbe al 136,6%, lo stesso livello del 2025 e oltre due punti sopra il 2024; il calo dal 2028 presuppone che l'aggiustamento stock-flussi scenda da 2,1 punti quest'anno a 0,3 nel 2028 e a zero nel 2029 (anche grazie a una riduzione della liquidità del Tesoro e a un piano di dismissioni che il Documento non quantifica) e che l'avanzo primario salga al 2,4% del PIL, ben sopra l'1,9% del 2019;
- il debito resta inoltre esposto al differenziale, già sfavorevole, tra costo medio del debito e crescita del PIL nominale: secondo le nostre simulazioni, **con una crescita nominale inferiore di mezzo punto l'anno nel 2027-29 (in pratica il profilo del DFP di aprile per il 2027-28), il debito continuerebbe a salire fino a circa il 140% nel 2029 e il deficit resterebbe sopra il 3% per tutto l'orizzonte;** anche solo sommando i due scenari avversi del MEF, a fine periodo il rapporto sarebbe ancora sul livello del picco (circa 138,5%).

In sintesi, il DPFP rispetta formalmente le regole europee grazie alla clausola, ma lascia il Paese con un deficit nominale sopra il 3% per altri due anni, un conto interessi in rapida crescita, un fabbisogno molto elevato anche nel 2027 e un rapporto debito/PIL che a fine periodo non è più basso di oggi. **Il test di credibilità sarà la composizione della legge di bilancio:** è auspicabile che vi siano coperture strutturali per tutto ciò che non rientra nella clausola, e che si delineato un percorso esplicito di finanziamento della spesa per la difesa oltre il 2028.

I prossimi passaggi sono i seguenti: voto parlamentare a maggioranza assoluta sulla relazione che autorizza lo scostamento di bilancio; invio del Documento Programmatico di Bilancio alla UE entro il 15 ottobre; opinione della Commissione e decisione dell'Ecofin sulla clausola attese a novembre; l'approvazione della manovra di bilancio è richiesta entro fine anno; la verifica decisiva

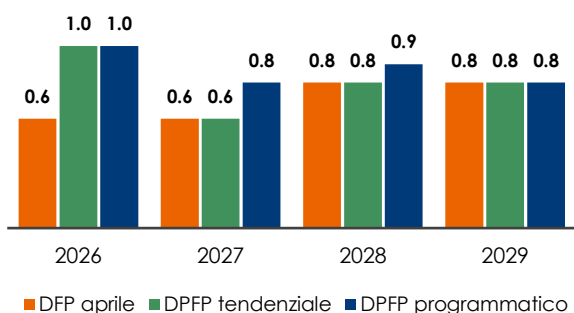
sull'attivazione della clausola di flessibilità UE arriverà in primavera, con la notifica del deficit 2026 e la decisione sulla procedura per disavanzo eccessivo.

I principali fattori di rischio per deficit e debito: canali e ordini di grandezza

Fattore di rischio	Che cosa può succedere	Ordine di grandezza	Rischio
Deficit 2026 al 3% o oltre	Procedura per disavanzo eccessivo ancora aperta; clausola non scomputata dai deficit 2027-28	Margine di 0,1 punti di PIL (circa 2,3 miliardi)	Basso
Crescita 2027 sotto lo 0,8%	Minori entrate, denominatore più basso; impulso della clausola disperso in importazioni	Scenario energia del MEF: 0,2 punti di crescita in meno, debito 2029 al 137,2%	Medio-basso
Inflazione più persistente	Indicizzazione delle pensioni, titoli indicizzati, rinnovi contrattuali	Un punto di inflazione in più vale oltre 3 miliardi di spesa pensionistica (stima Intesa Sanpaolo)	Medio
Stock-flussi che non si azzerano	Crediti edilizi sopra le attese, liquidità del Tesoro non ridotta, dismissioni mancate	Il DPFP assume un calo da 2,1 punti di PIL nel 2026 a zero nel 2029	Medio
Manovra pre-elettorale	Coperture temporanee; nuova flessibilità europea che alza il deficit programmatico	Richieste per oltre 5 miliardi l'anno fuori dalla clausola (fonti di stampa)	Medio
Rendimenti più alti	Più spesa per interessi su un fabbisogno ancora sopra 120 miliardi nel 2027	MEF: con 50 punti base in più deficit 2029 al 2,5% e debito al 137,9%	Medio-alto
Spesa per la difesa permanente	La spesa finanziata con la clausola non rientra dopo il 2028	0,3 punti di deficit in più nel 2029 (0,6 se resta anche la componente energia)	Medio-alto

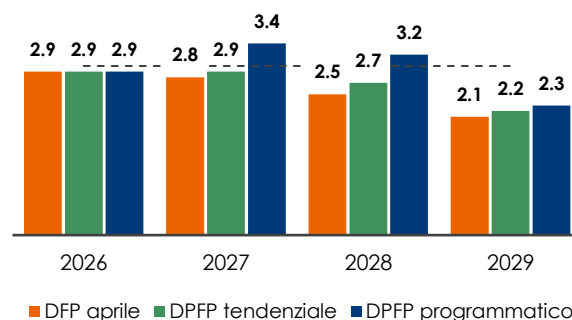
Nota: la colonna "Rischio" riporta una nostra valutazione qualitativa. Fonte: elaborazioni su dati MEF (DPFP 2026)

PIL reale, variazione % annua: il 2026 è rivisto al rialzo, il 2027 no



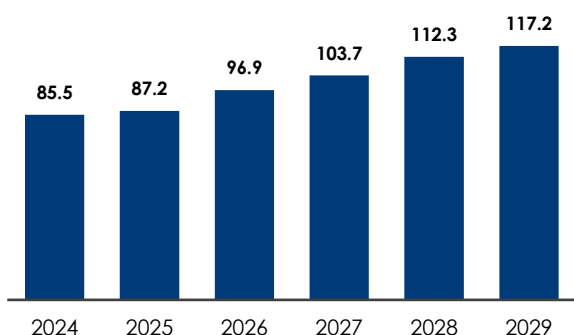
Fonte: elaborazioni su dati MEF (DPFP 2026 e DFP 2026)

Indebitamento netto in % del PIL: di nuovo sopra il 3% nel 2027-28



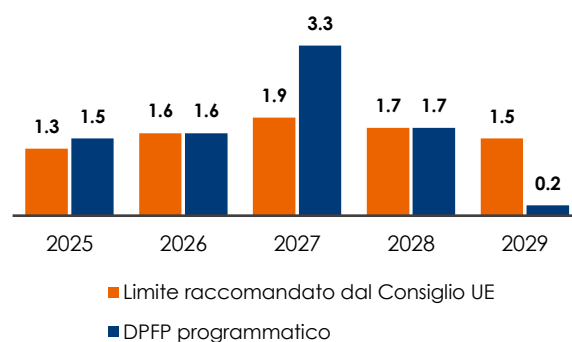
Fonte: elaborazioni su dati MEF (DPFP 2026 e DFP 2026). Linea tratteggiata: soglia del 3%

Spesa per interessi, miliardi di euro: 30 miliardi in più tra 2025 e 2029



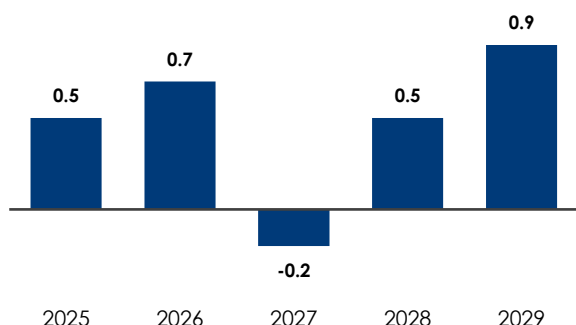
Fonte: elaborazioni su dati MEF (DPFP 2026, quadro a legislazione vigente)

Spesa netta, variazione % annua: obiettivi del DPFP e limiti raccomandati



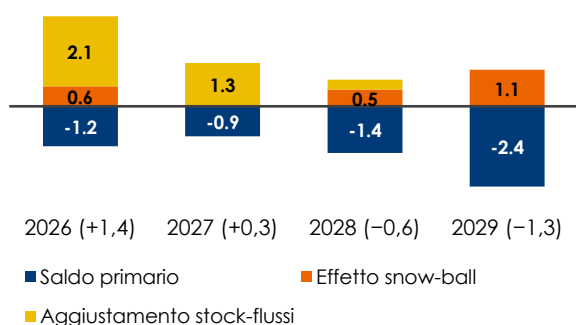
Fonte: elaborazioni su dati MEF (DPFP 2026) e Consiglio UE

Variazione del saldo primario strutturale, punti di PIL: la correzione slitta al 2028-29



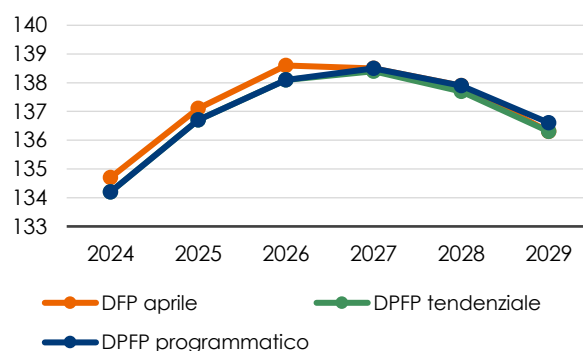
Fonte: elaborazioni su dati MEF (DPFP 2026, quadro programmatico)

Determinanti della variazione del debito/PIL, punti di PIL (tra parentesi la variazione totale)



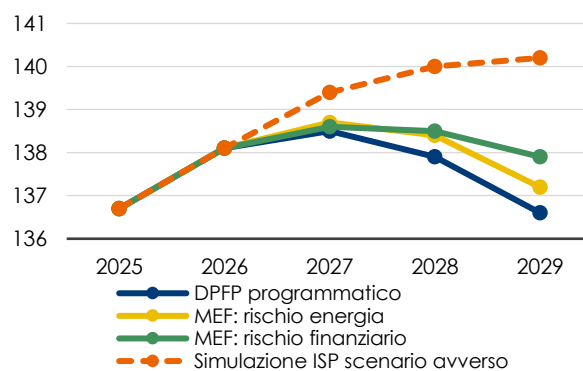
Fonte: elaborazioni su dati MEF (DPFP 2026, quadro programmatico)

Debito pubblico in % del PIL: il vantaggio della revisione Istat si esaurisce entro il 2029



Fonte: elaborazioni su dati MEF (DPFP 2026 e DFP 2026)

Debito/PIL: scenario del Governo, scenari di rischio MEF e nostra simulazione di scenario avverso



Nota: la "Simulazione ISP scenario avverso" applica l'equazione di dinamica del debito al quadro programmatico (tasso implicito, saldo primario e stock-flussi del DPFP), riducendo di 0,5 punti l'anno la crescita nominale nel 2027-29 e ipotizzando una semi-elasticità del saldo primario pari a 0,5. Fonte: MEF (DPFP 2026) e Intesa Sanpaolo (crescita nominale inferiore di 0,5 punti l'anno nel 2027-29)

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 SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA 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 SpA.

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 SpA 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 Divisione IMI Corporate & Investment Banking (www.imi.intesaspanpaolo.com) - 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 SpA 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 SpA. 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 SpA.

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 dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, 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 SpA 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 SpA, 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 e 2242 ove applicabile, 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 SpA 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 SpA all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai 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.

Intesa Sanpaolo SpA agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Riccardo Bellesia

riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Alessia Gavazzi

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com
