



La Belle e la Dette | Una storia franco-italiana

Macroeconomic Analysis - Research Department

20 ottobre 2026

Documento basato sulle informazioni disponibili al 20.10.2026.
Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

Agenda

1

Macro Outlook - La Francia conserva il primato di produttività, ma le partite esterne si deteriorano

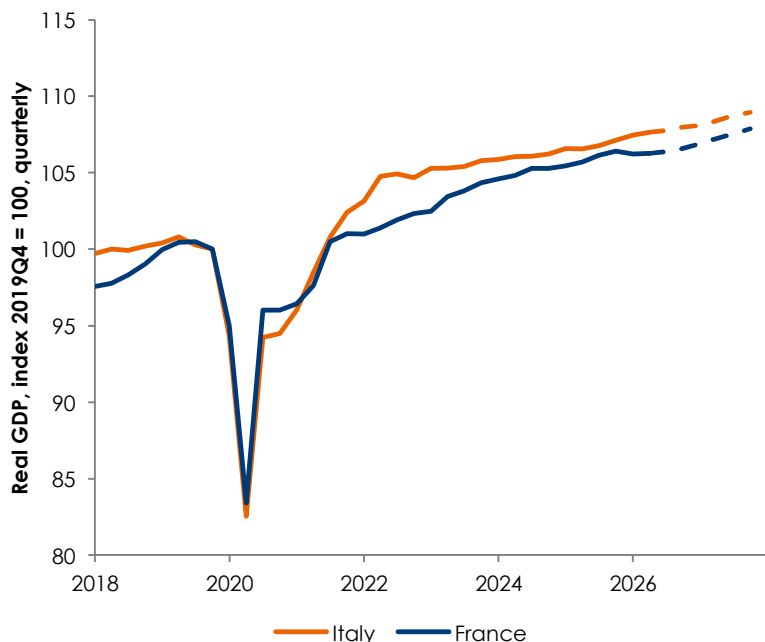
2

Debt and Fiscal - Un problema di stock in Italia, di flussi in Francia, e un divario che continua a ridursi

La Francia ha perso il premio di crescita che sosteneva il vantaggio di credito sull'Italia

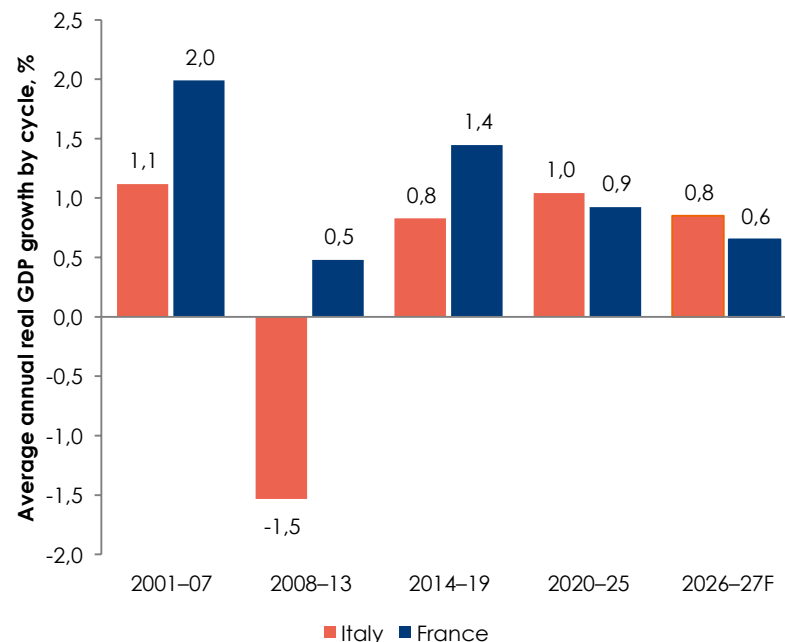
La crescita non distingue più i due paesi, con entrambe le economie sotto l'1% annuo nelle nostre previsioni per il 2026 e il 2027.

Dalla pandemia l'Italia cresce più della Francia



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

L'Italia è cresciuta meno della Francia in ogni ciclo fino al 2019

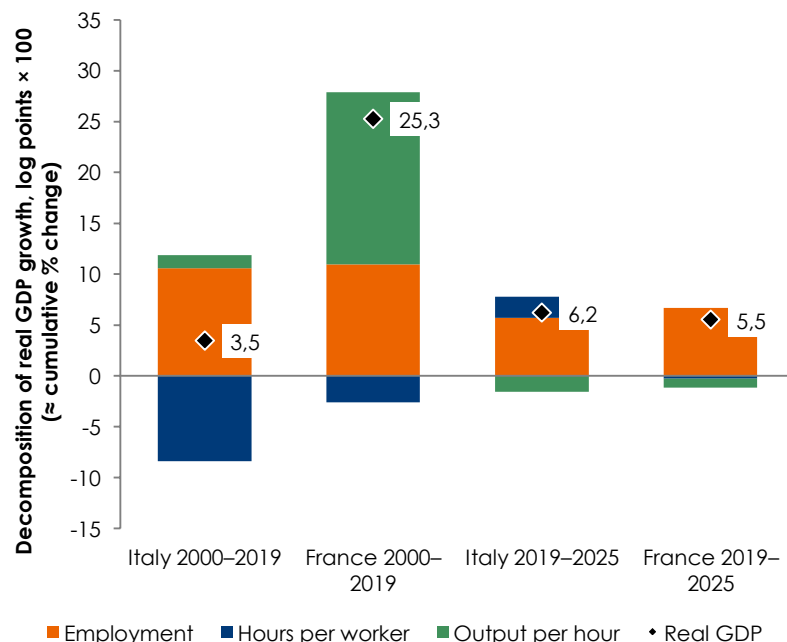


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Il recupero dell'Italia poggia sull'occupazione, ma la produttività ferma ne limita la durata

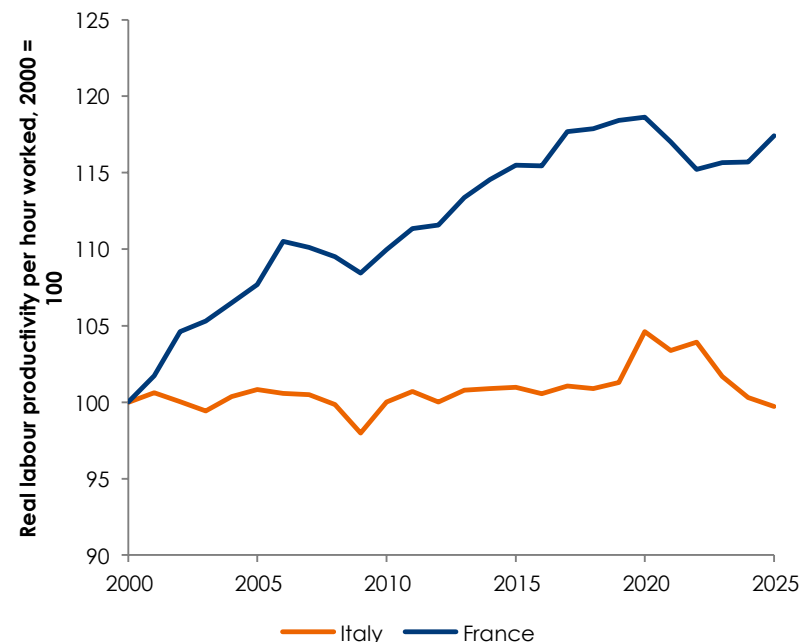
A parità di potere d'acquisto l'Italia produce l'84% dell'output orario francese, per cui il suo vantaggio di crescita dipende dai guadagni occupazionali, che la demografia limita.

Fino al 2019 l'output orario spiega il vantaggio francese, da allora entrambe crescono solo per l'input di lavoro



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

La produttività italiana non si è mai spostata dai livelli del 2000

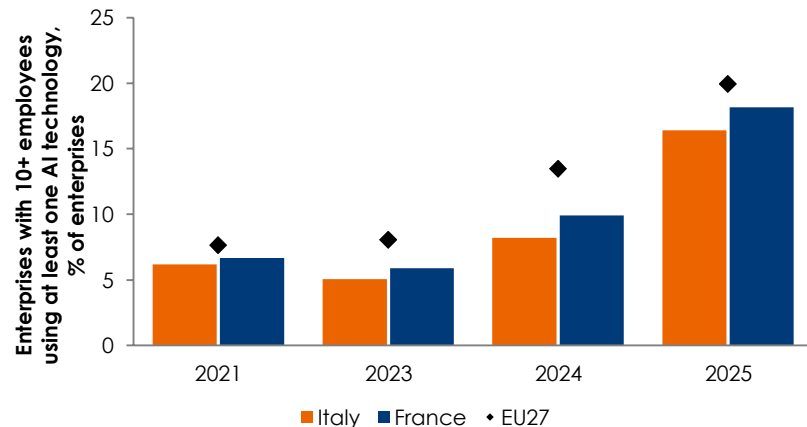


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Il primato francese sul digitale aumenta la produttività

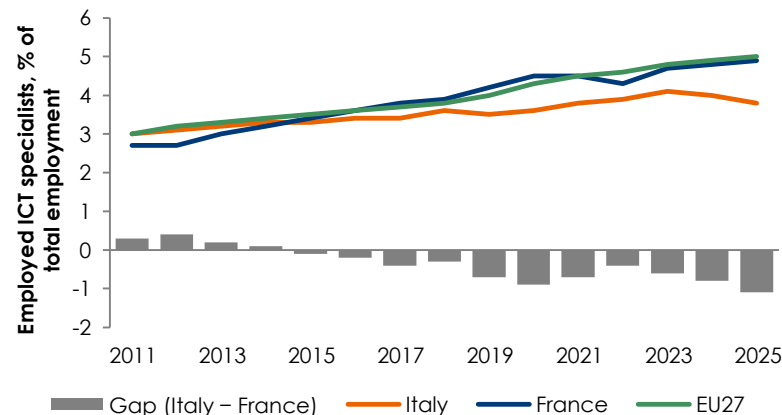
4

L'uso dell'IA è triplicato nelle imprese francesi e italiane dal 2023, con la Francia poco avanti ed entrambe sotto la media UE



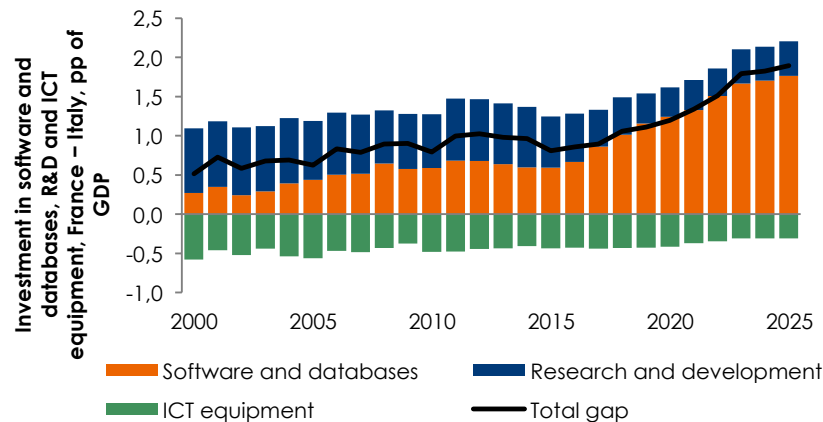
Fonte: Eurostat (isoc_eb_ai, indagine ICT nelle imprese)

In Francia gli specialisti ICT sono il 4,9% degli occupati, contro il 3,8% in Italia



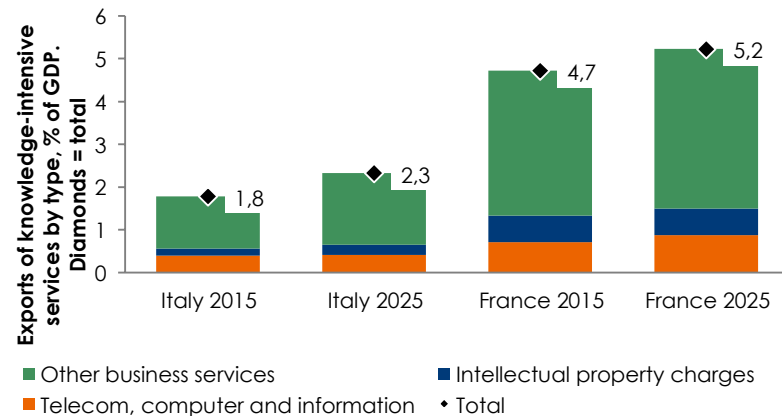
Fonte: Eurostat

Il vantaggio francese negli investimenti digitali è più che raddoppiato dal 2015 a 1,9pp di PIL, trainato dal software



Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La Francia esporta servizi ad alta intensità di conoscenza per il 5,2% del PIL, oltre il doppio del 2,3% italiano

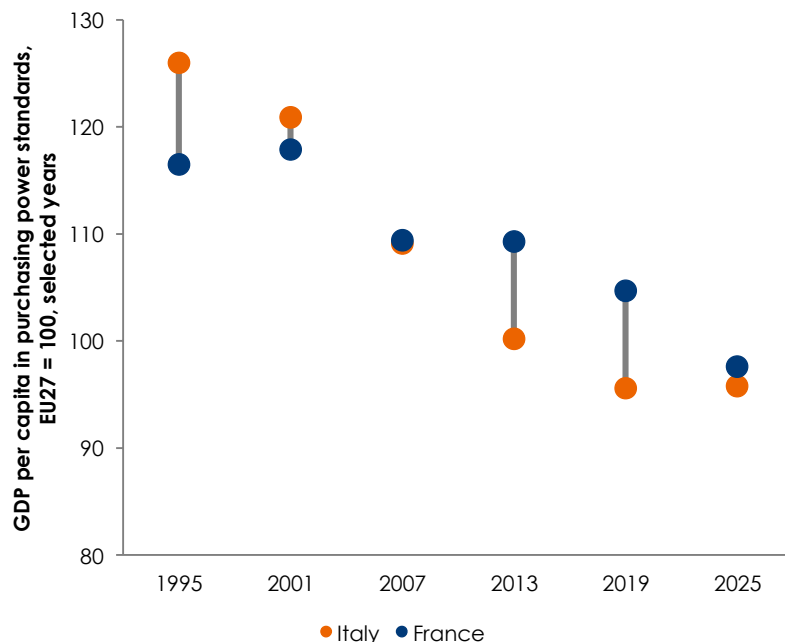


Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Più occupati allargano la base imponibile, ma il reddito pro-capite italiano è sotto quello francese

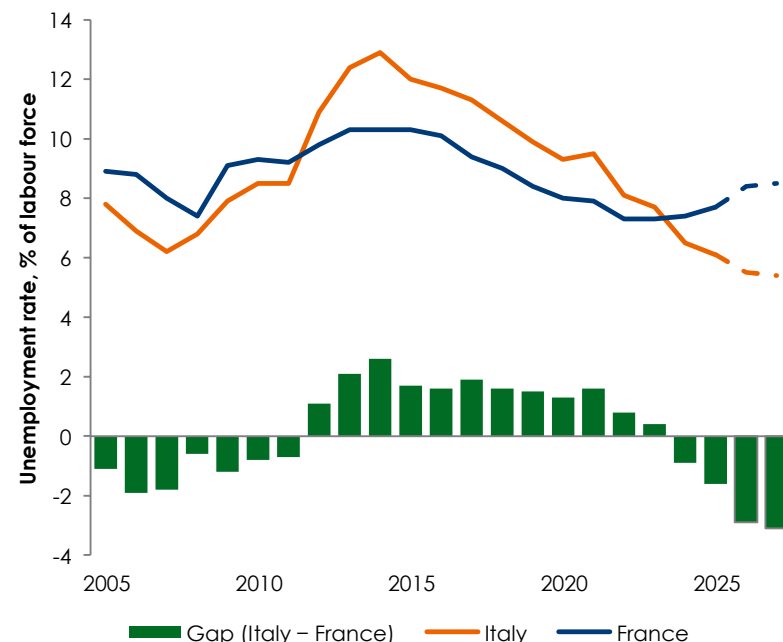
Ci attendiamo che il tasso di disoccupazione italiano si collochi 3pp sotto quello francese entro il 2027, mentre in entrambi i paesi il reddito pro-capite si è avvicinato alla media UE.

Il reddito pro-capite italiano è sceso due punti sotto quello francese



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

La disoccupazione italiana è sotto quella francese e il divario si allarga ancora



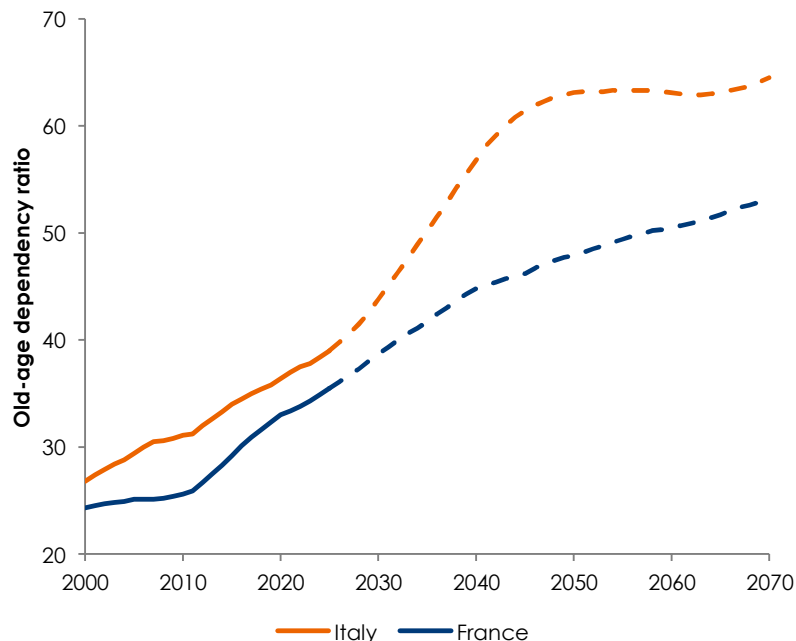
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

L'invecchiamento eroderà la crescita dell'occupazione italiana e alzerà la spesa pensionistica fino al 2040

6

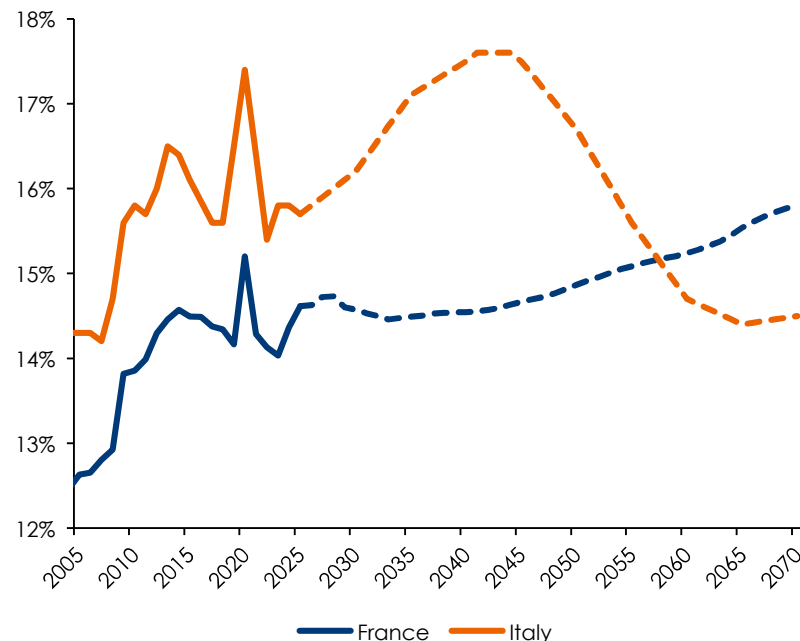
Le proiezioni della Commissione fanno della partecipazione al lavoro il prossimo vincolo per l'Italia. La spesa pensionistica è attesa salire ancora per toccare un picco non prima del 2040.

La dipendenza degli anziani in Italia sale a 63 nel 2050, 15 punti sopra la Francia



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

La spesa pensionistica italiana tocca il picco al 17% del PIL verso il 2040, poi scende sotto la Francia entro il 2060

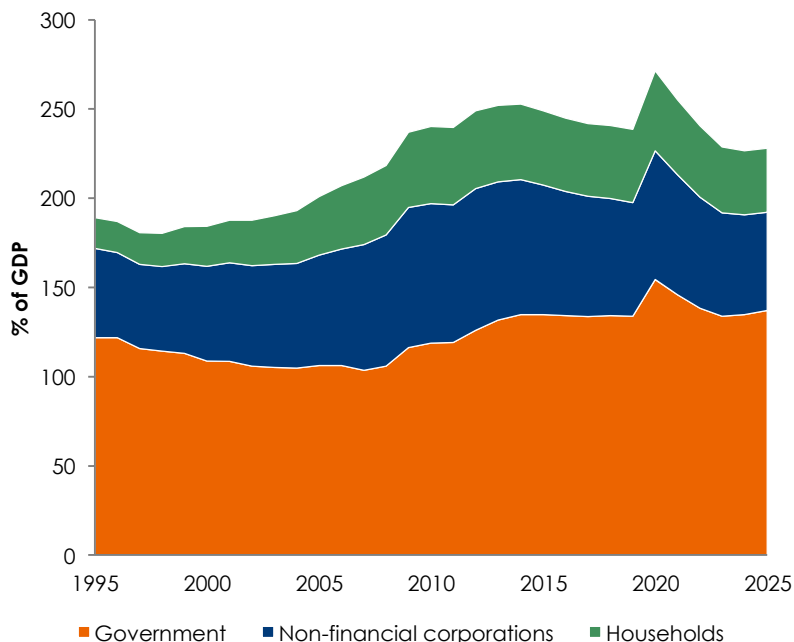


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati e previsioni Conseil d'orientation des retraites e Ragioneria Generale dello Stato

Il settore privato italiano è molto meno indebitato di quello francese

In Italia il settore pubblico è ormai l'unico più indebitato rispetto a prima della crisi finanziaria, mentre in Francia imprese e famiglie hanno aggiunto 36pp di PIL ai 50pp di aumento del debito pubblico.

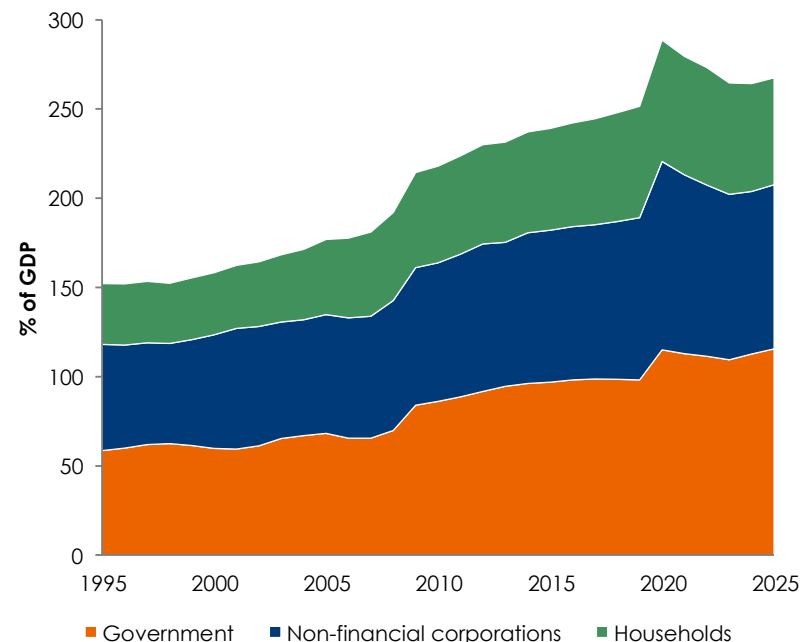
Il debito privato italiano è sceso di 32pp di PIL dal 2012



Nota: debito dei settori non finanziari, Italia, % del PIL.
Amministrazioni pubbliche = debito Maastricht, imprese e famiglie = prestiti e titoli di debito (consolidati)

Fonte: Eurostat

Il debito dei settori non finanziari francesi è salito di 86pp di PIL dal 2007



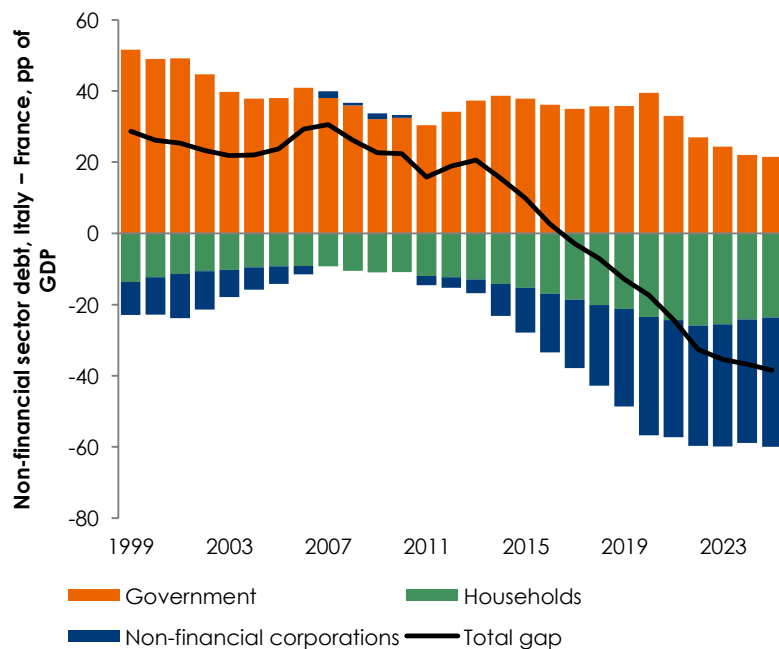
Nota: debito dei settori non finanziari, Francia, % del PIL.
Amministrazioni pubbliche = debito Maastricht, imprese e famiglie = prestiti e titoli di debito (consolidati)

Fonte: Eurostat

La leva delle imprese espone la Francia più dell'Italia al rialzo dei tassi

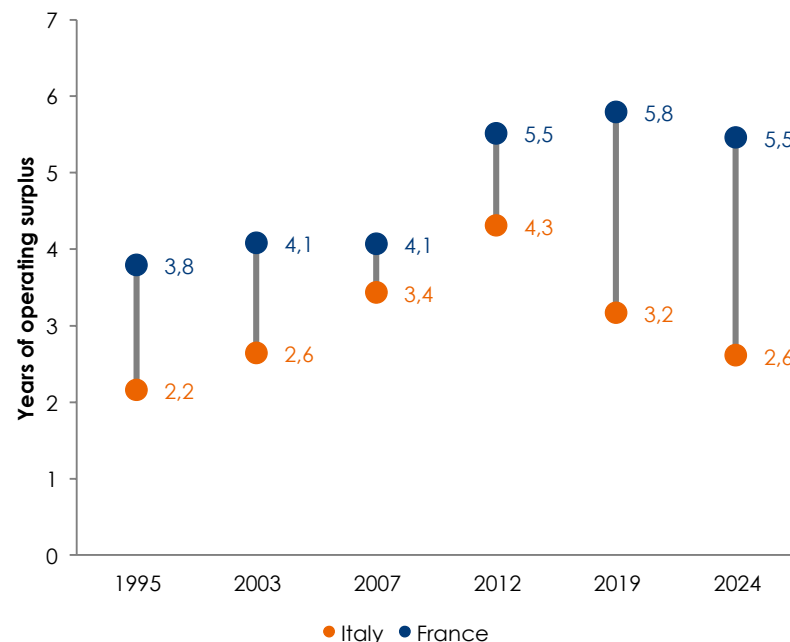
Il debito totale raggiunge il 267% del PIL in Francia contro il 228% in Italia, dove la minore leva lascia le imprese meglio posizionate per assorbire condizioni più restrittive.

Includendo il debito privato, la Francia è l'economia più indebitata dal 2017



Fonte: Eurostat

Il debito delle imprese francesi vale 5,5x anni di margini lordo, 2,6x in Italia

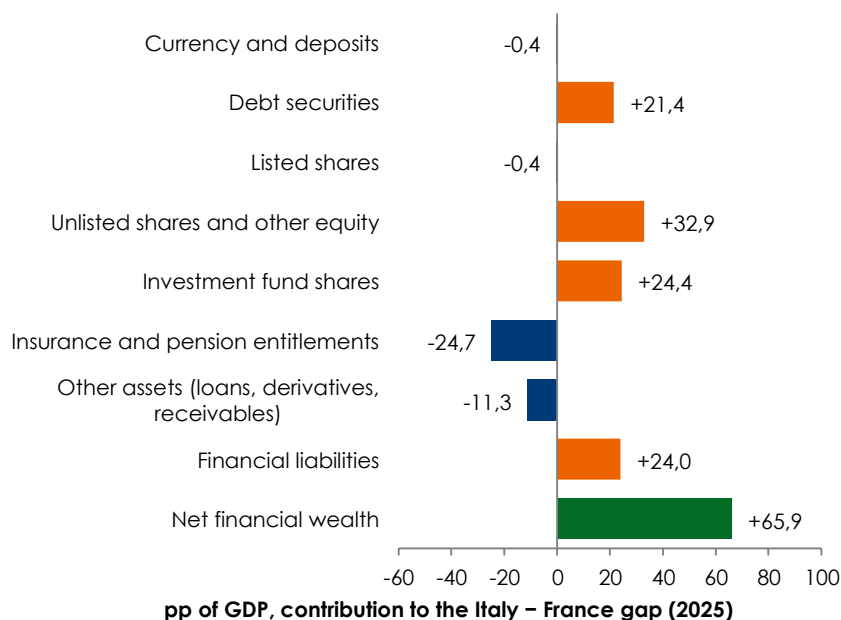


Nota: Debito delle società non finanziarie (prestiti + titoli di debito) in rapporto al risultato lordo di gestione, anni, anni selezionati. Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il risparmio privato italiano è un ammortizzatore degli shock

Le famiglie italiane hanno una ricchezza finanziaria netta pari al 240% del PIL contro il 174% in Francia, dove il surplus netto delle famiglie, al 5,9% del PIL, copre appena il deficit pubblico.

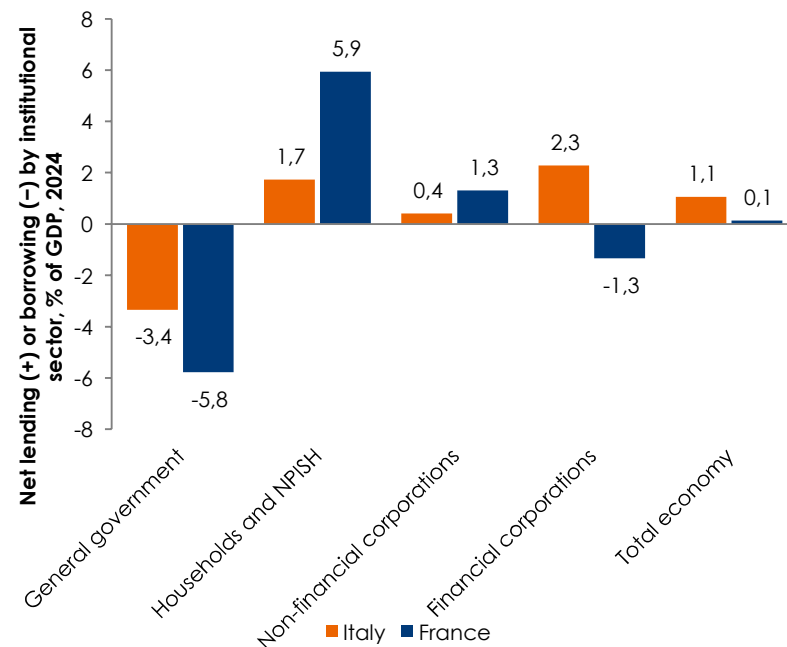
Le famiglie italiane detengono 66pp di PIL in più di ricchezza finanziaria netta, in obbligazioni, fondi e partecipazioni



Nota: passività con segno invertito (Francia – Italia) così che le barre sommino al divario di ricchezza netta.
Ricchezza finanziaria netta Italia 240%, Francia 174% del PIL.

Fonte: Eurostat

L'avanzo delle famiglie francesi rispecchia il deficit dello Stato, mentre il settore privato italiano copre ampiamente il deficit pubblico

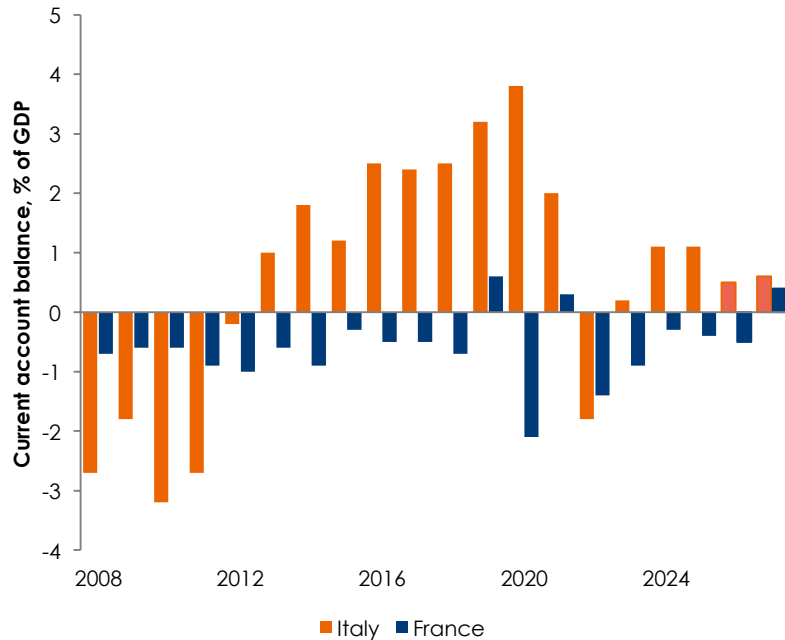


Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'Italia ora presta al resto del mondo, mentre la Francia dipende ancora dai capitali esteri

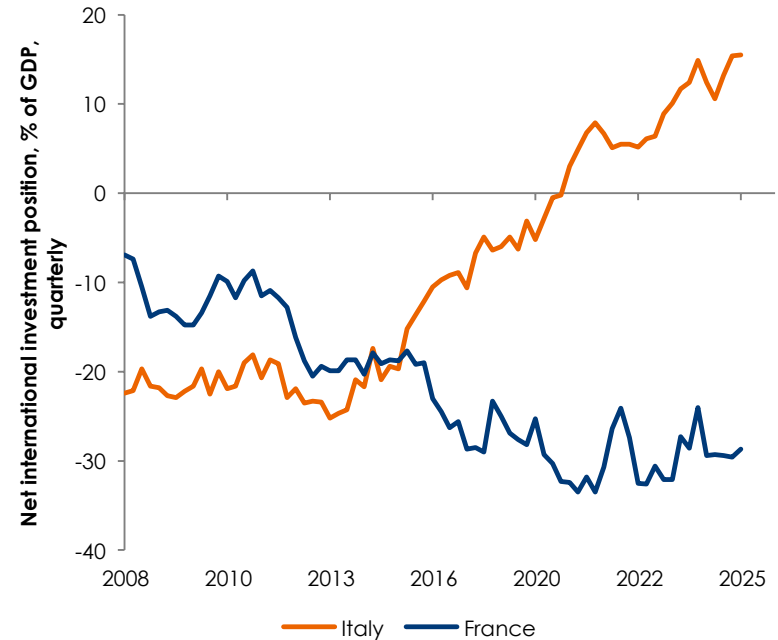
La posizione di creditore netto protegge l'Italia da un arresto improvviso dei flussi di capitale, mentre passività nette sull'estero del 29% del PIL vi espongono la Francia.

L'Italia ha registrato un avanzo di partite correnti in 12 degli ultimi 13 anni, la Francia in 2



Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

L'Italia è diventata creditore netto verso l'estero, mentre le passività nette francesi sono salite al 29% del PIL



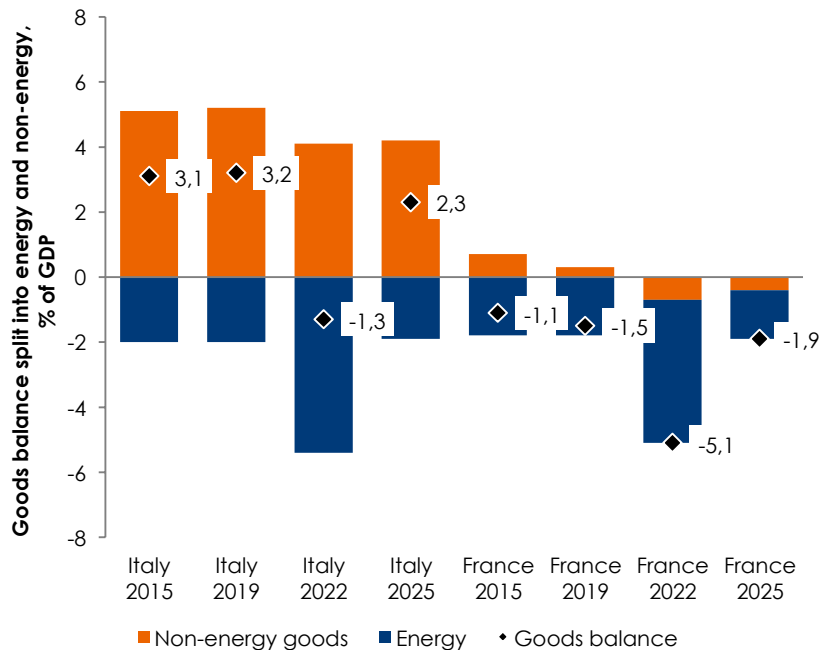
Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

Uno shock energetico resta la principale minaccia all'avanzo esterno italiano, come nel 2022

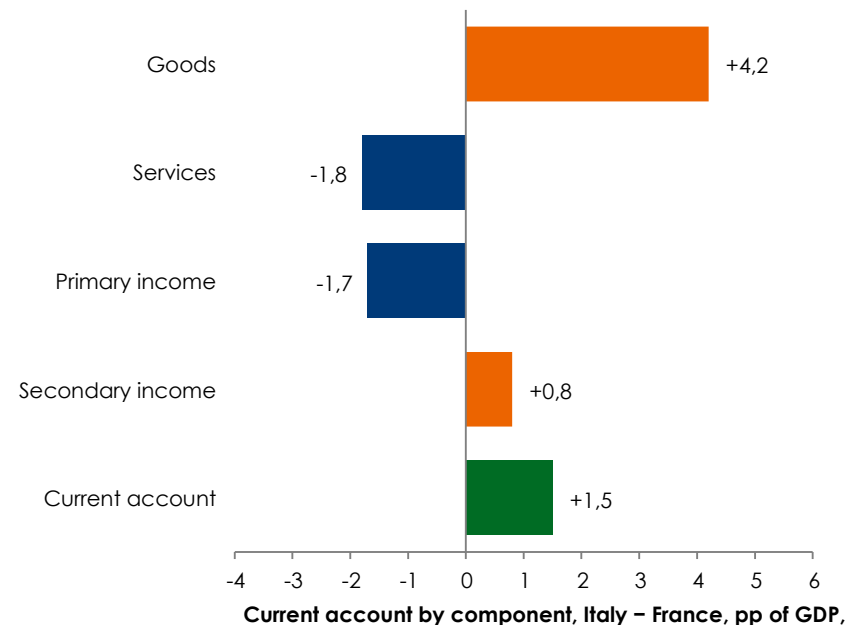
Nel 2022 un deficit energetico del 5,4% del PIL ha reso negativo il saldo dei beni dell'Italia, e il suo rientro all'1,9% ha ripristinato un avanzo del 2,3% nel 2025.

Al netto dell'energia l'Italia ha un avanzo dei beni superiore al 4% del PIL, la Francia un piccolo deficit

L'Italia ha un vantaggio nei beni, la Francia nei servizi e nei redditi da investimento



Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

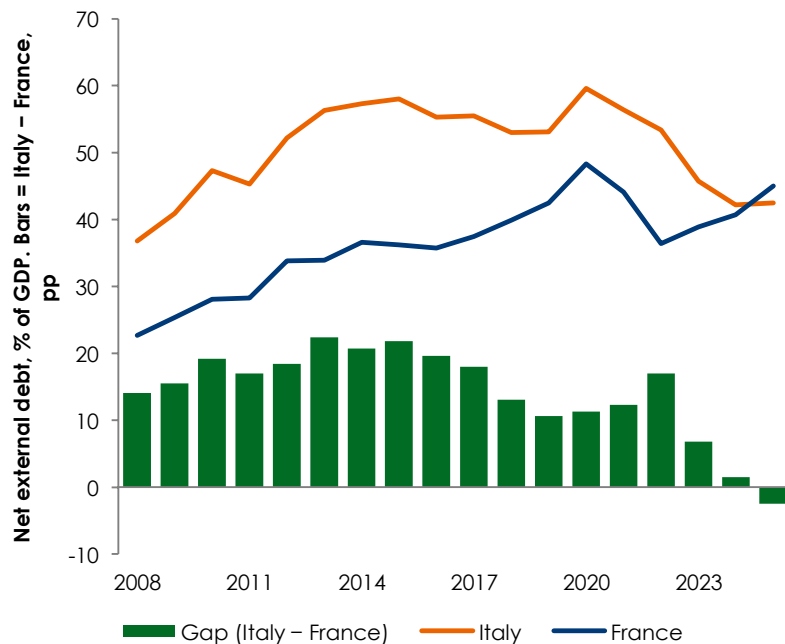


Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

La Francia deve al resto del mondo più dell'Italia, e i capitali continuano ad affluire verso l'Italia

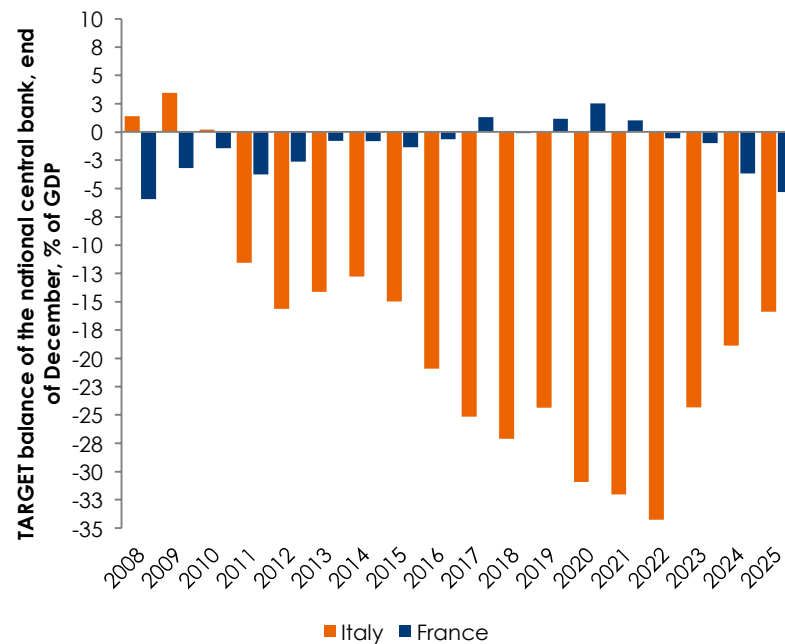
Al netto dei saldi TARGET, le attività nette sull'estero dell'Italia raggiungono il 31% del PIL e le passività nette francesi il 24%, un divario ancora più ampio delle posizioni ufficiali.

Il debito estero netto francese è raddoppiato dal 2008 al 45% del PIL e ha superato l'Italia nel 2025



Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

Le passività TARGET dell'Italia si sono più che dimezzate dal 2022, mentre la Francia è passata a una posizione debitoria netta



Fonte: BCE, Eurostat, Intesa Sanpaolo

Agenda

1

Macro Outlook - La Francia conserva il primato di produttività, ma le partite esterne si deteriorano

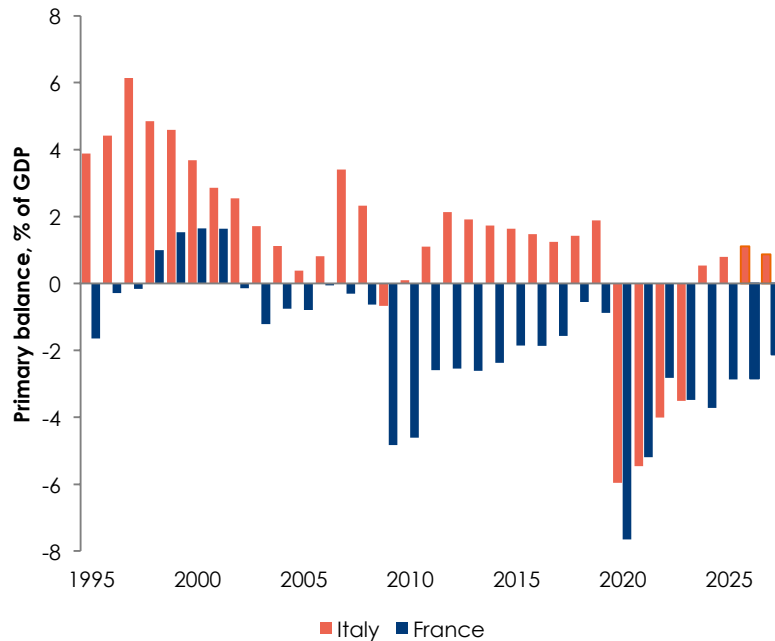
2

Debt and Fiscal - Un problema di stock in Italia, di flussi in Francia, e un divario che continua a ridursi

L'Italia ha un problema di stock, la Francia un problema di flussi

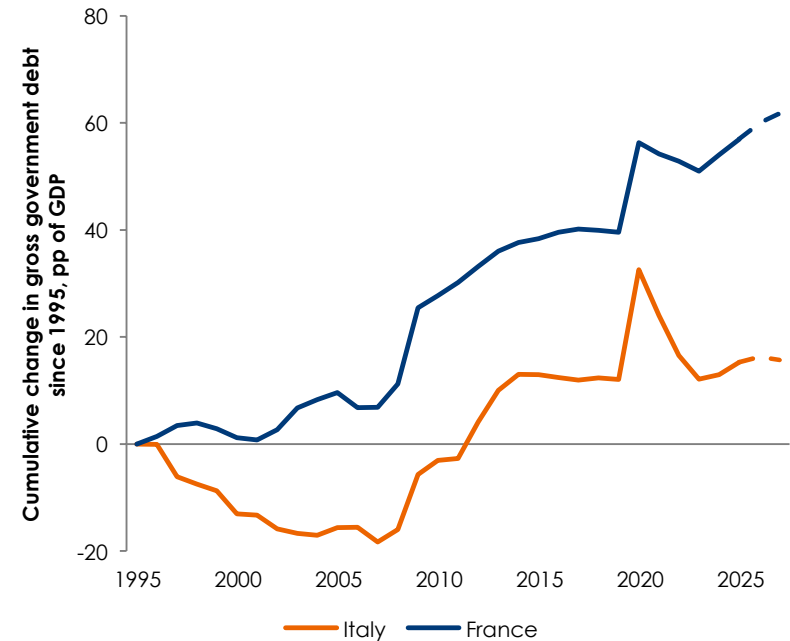
Gli avanzi primari danno credibilità agli obiettivi italiani, mentre i deficit cumulati della Francia spiegano l'accumulo di debito e tengono i mercati concentrati sui suoi flussi.

La Francia non registra un avanzo primario dal 2001



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Lo stock di debito italiano resta più elevato, ma la Francia sta recuperando rapidamente

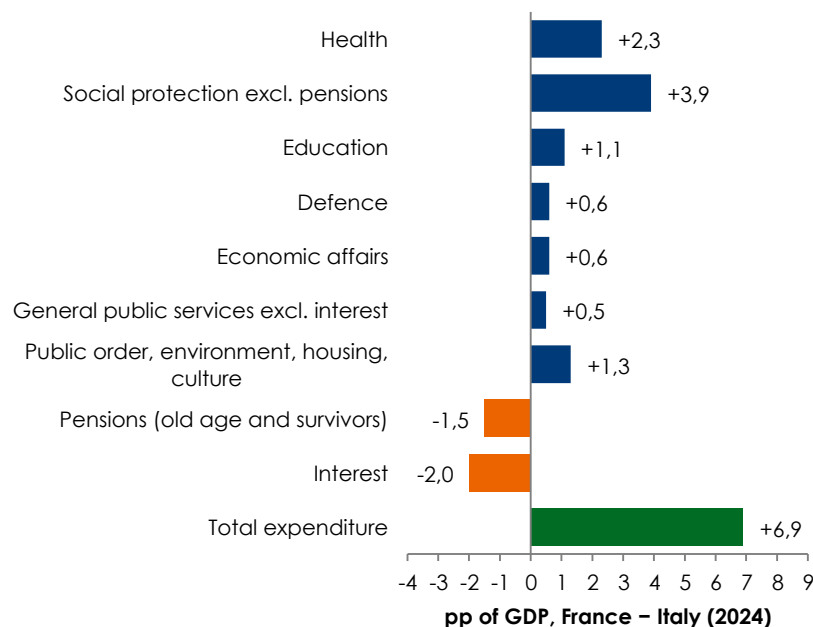


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

La Francia ha un welfare più ampio, finanziato da prelievi più pesanti su lavoro e produzione

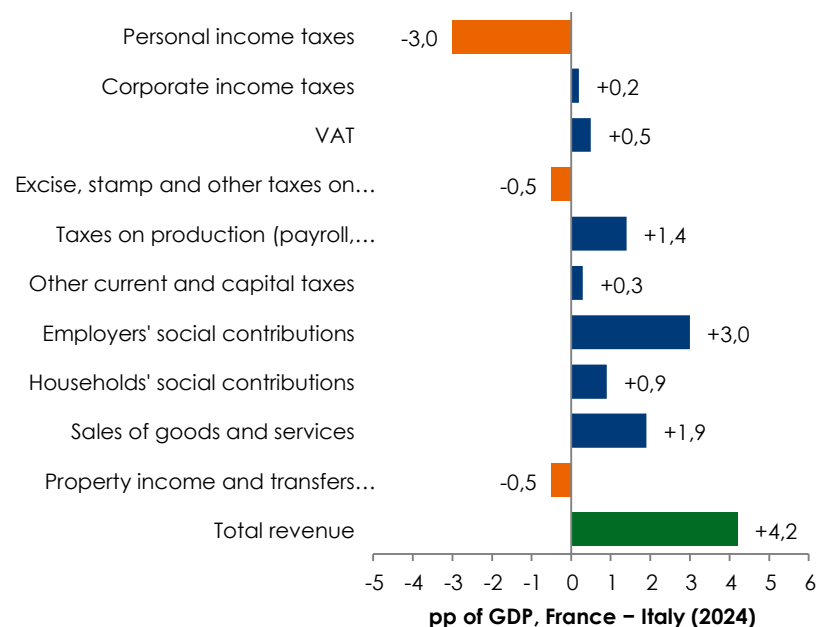
La Francia spende 6,9pp di PIL più dell'Italia, soprattutto in sanità e protezione sociale, dove la manovra 2027 individua 10,8 miliardi dei 24 miliardi di risparmi di spesa.

La maggiore spesa francese va a sanità e protezione sociale, mentre l'Italia spende di più per pensioni e interessi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

La Francia incassa di più da contributi datoriali, imposte sulla produzione e tariffe, l'Italia dall'imposta sul reddito

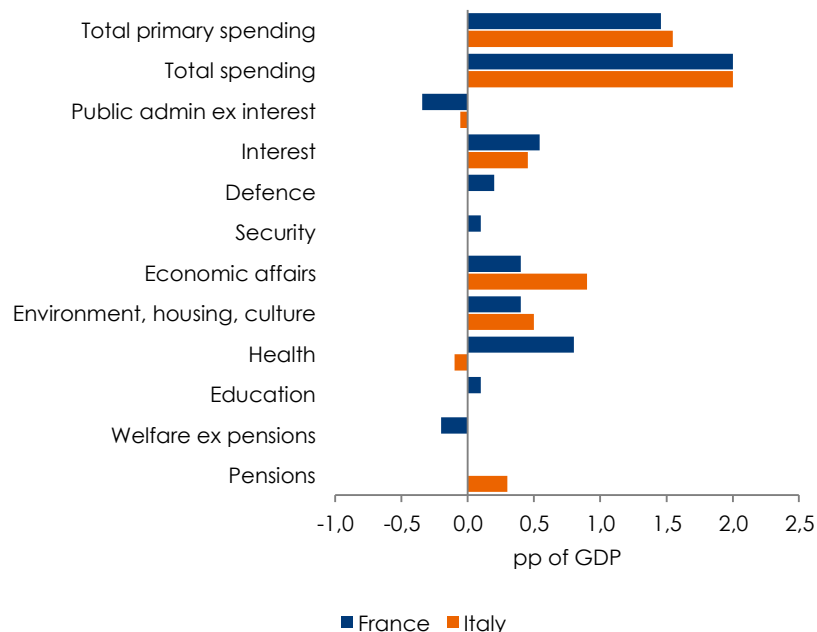


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Dal 2019 il calo delle entrate distingue la Francia dall'Italia e rende inevitabili le misure fiscali

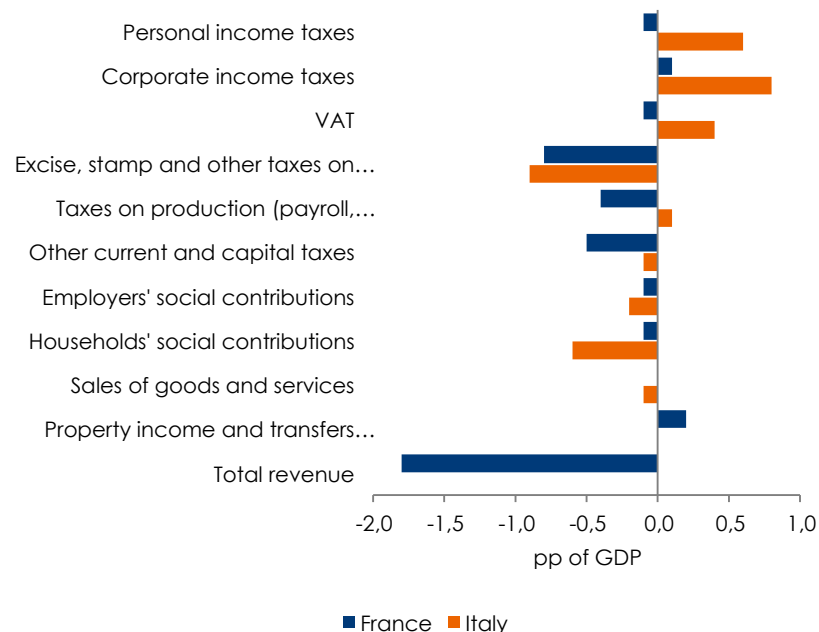
La Francia ha perso 0,8pp di PIL sulle imposte sui prodotti diverse dall'IVA e 0,4pp sulle imposte sulla produzione, mentre l'Italia ha guadagnato 0,8pp dall'imposta sulle società e 0,6pp da quella sulle persone fisiche.

Entrambe hanno aggiunto 1,5pp di PIL di spesa primaria dal 2019, la Francia in sanità e l'Italia negli affari economici



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat (COFOG)

Le entrate francesi sono scese di 1,8pp di PIL dal 2019, quelle italiane stabili grazie alle imposte sul reddito

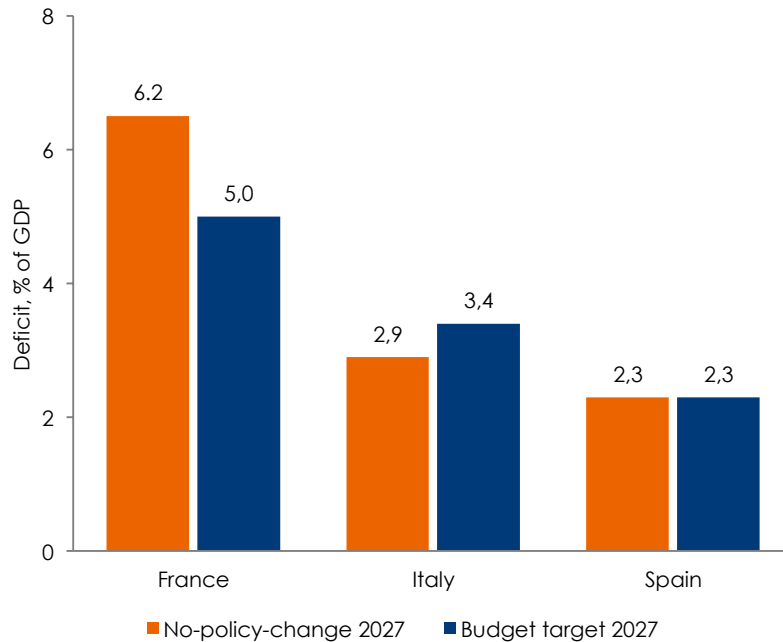


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

La manovra francese 2027 rallenta soltanto la salita del debito, anche con il deficit al 5%

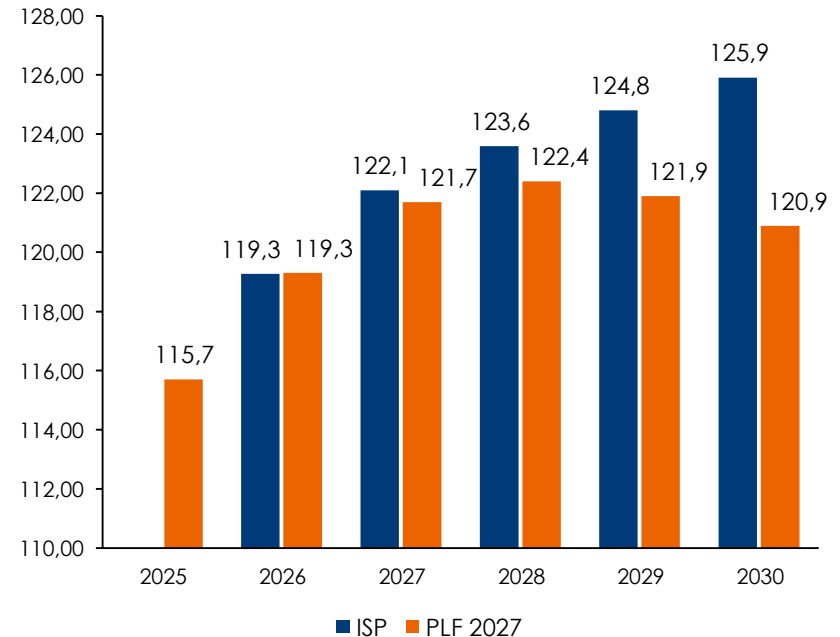
La stabilizzazione è rinviata oltre le presidenziali del 2027, il che lascia al prossimo governo il grosso dell'aggiustamento.

Alla Francia serve oltre l'1% del PIL di correzione per il 5% nel 2027, l'Italia va mezzo punto sopra il tendenziale con la clausola UE



Fonte: stime Intesa Sanpaolo, PLF 2027, DPFP 2026

Il PLF porta il debito al 121,7% del PIL nel 2027, un deficit al 5% non lo stabilizza

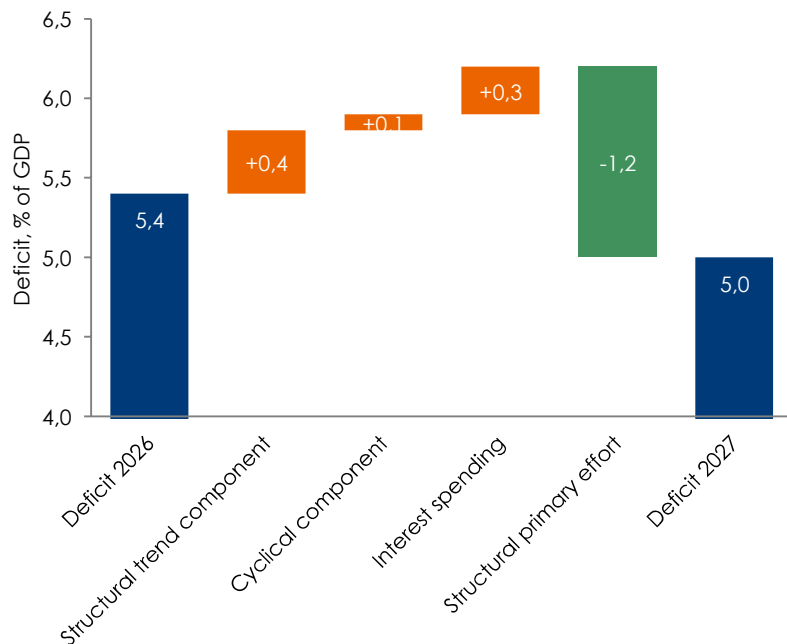


Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, PLF 2027

Alla Francia servono 43 miliardi per tagliare il deficit di 0,4pp, a rischio di diluizione pre-voto

Indicizzazione delle pensioni, risparmi sanitari e contributi dei datori di lavoro valgono oltre un terzo del pacchetto, e sono le misure politicamente più sensibili in un parlamento frammentato.

Interessi, spesa tendenziale e ciclo assorbono due terzi dell'1,2pp di sforzo francese nel 2027



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, PLF 2027

Le misure di spesa valgono 24 miliardi dei 43 del pacchetto, quelle sulle entrate 19 miliardi

	EUR bn
Central government	19.9
<i>Expenditure related measures</i>	11.4
Spending cuts by central government and public agencies	9.0
Other expenditure savings	2.4
<i>Revenue related measures</i>	8.5
Extension of the corporate income-tax surcharge	5.0
Reduction in the ceiling of the 10% pension income-tax allowance	1.4
Higher tax on long-distance transport infrastructure operators	0.8
Anti-fraud activity and tax collection enforcement	1.0
Extension of taxation to processed sugary products	0.3
Local authorities	4.6
<i>Expenditure/transfers related measures</i>	2.1
Reform and refocusing of the VAT Compensation Fund, FCTVA	2.1
<i>Revenue related measures</i>	2.5
Progressive contribution to the budget consolidation effort, CPEB	2.5
Social security	18.5
<i>Expenditure related measures</i>	10.8
Healthcare expenditure savings	5.1
Reduced indexation of pensions above EUR 1,260 per month	4.1
Freeze and reform of family-related benefits	1.6
<i>Revenue related measures</i>	7.7
Reform of employer contribution relief on bonus-related pay	3.7
Freeze of employer contribution relief parameters for low wages	2.9
Extended exceptional levy on complementary health insurers	1.1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati PLF e PLFSS 2027

Alla Francia resta poco margine per un altro rinvio

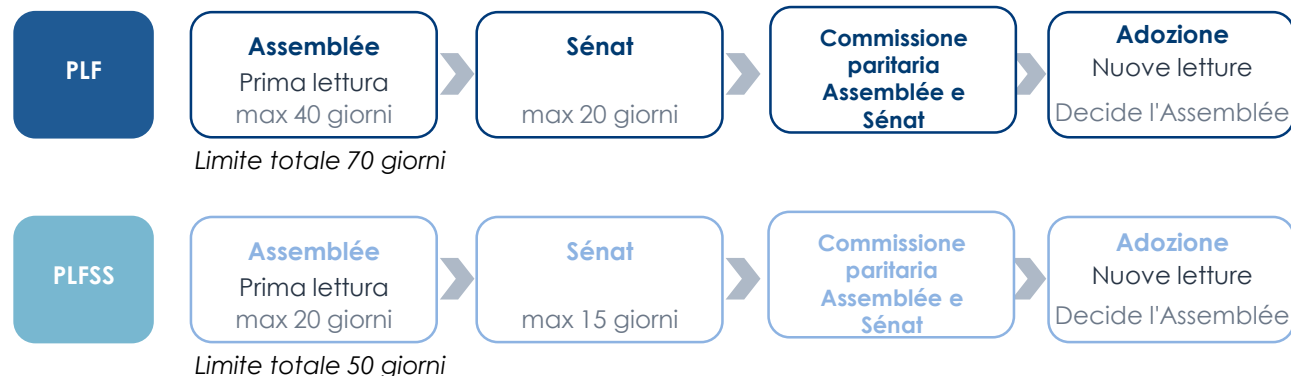
Senza una maggioranza stabile vediamo nell'articolo 49.3 o nelle *ordonnances* le vie più probabili, e senza accordo a fine anno servirebbe una legge speciale per il terzo anno.

PRIMA LETTURA ALL'ASSEMBLÉE NATIONALE



I voti in prima lettura sono il segnale politico da seguire sulla disponibilità dei partiti al compromesso, anche se l'adozione richiede ulteriori letture

DALLA PRIMA LETTURA ALL'ADOZIONE



SCADENZE

METÀ DICEMBRE

Scadenza 70 giorni Il governo può adottare il bilancio per decreto (*ordonnances*)

31 DICEMBRE Senza approvazione servirà una legge speciale per il terzo anno consecutivo

28 FEB 2027 Inizio della campagna presidenziale

AGENZIE DI RATING

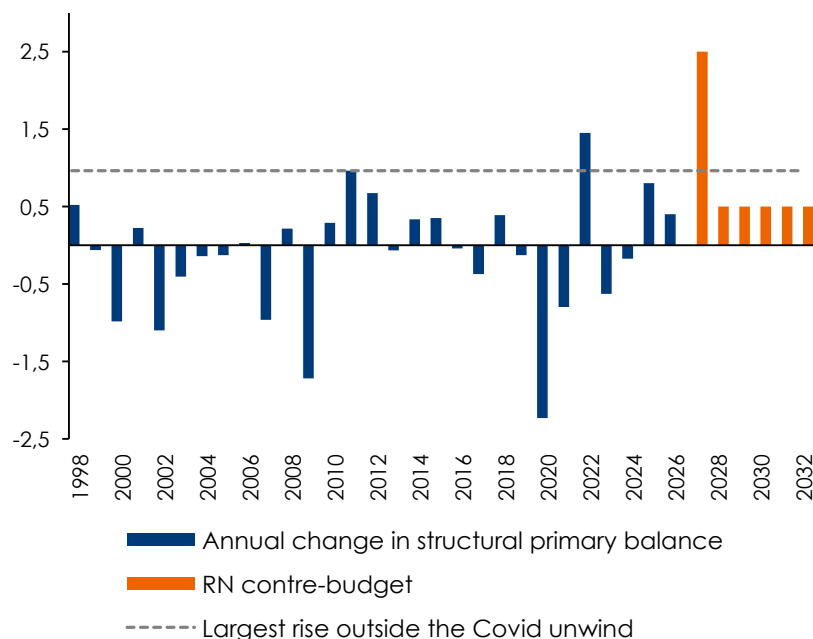
23 OTT Moody's Aa3 con outlook negativo. **Rischio di downgrade**

27 NOV S&P A+ con outlook stabile. **Possibile outlook negativo**

La storia fiscale francese mette in dubbio gli obiettivi irrealisticamente ambiziosi del RN

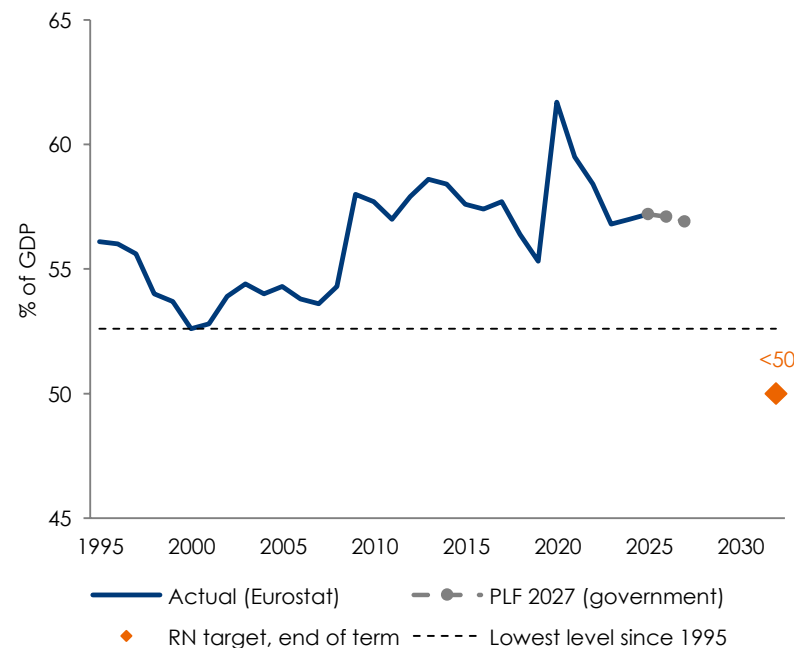
Il RN ha presentato il suo *contre-budget* il 6 ottobre. Prevede di ridurre il deficit al 3,7% del PIL nel 2027, poi al 3% nel 2030 e al 2,2% nel 2032. Il debito pubblico scenderebbe al 112,1% del PIL entro il 2032. Questi obiettivi poggiano su ipotesi favorevoli e asimmetriche sui moltiplicatori (moltiplicatori fiscali ampi e positivi per tagli di imposte e spesa aggiuntiva, ma moltiplicatori restrittivi prossimi allo zero per i tagli di spesa) e sui tassi di interesse.

Il contre-budget del RN richiede un aggiustamento primario strutturale molto ambizioso, vicino al 3% del PIL, nel 2027



Fonte: stime Intesa Sanpaolo su Rassemblement national, Pour la Renaissance de la France : l'urgence de réparer les finances publiques, dossier stampa, 6 ottobre 2026

Una spesa sotto il 50% del PIL implica un taglio di 7pp in sei anni, il doppio del massimo francese al di fuori del rientro post-Covid

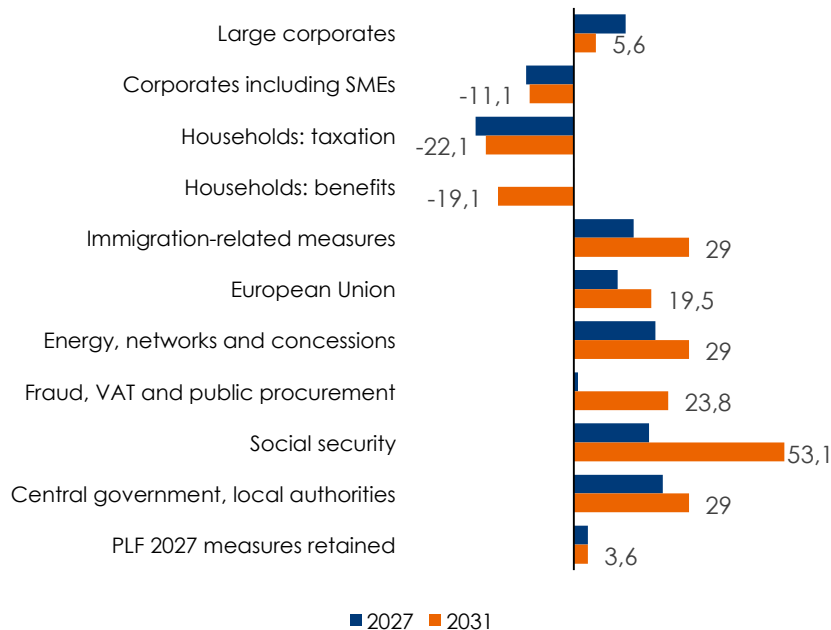


Fonte: dati Eurostat e Governo francese, stime Intesa Sanpaolo su Rassemblement national, Pour la Renaissance de la France : l'urgence de réparer les finances publiques, dossier stampa, 6 ottobre 2026

Il contre-budget del RN fissa obiettivi ambiziosi e difficilmente raggiungibili

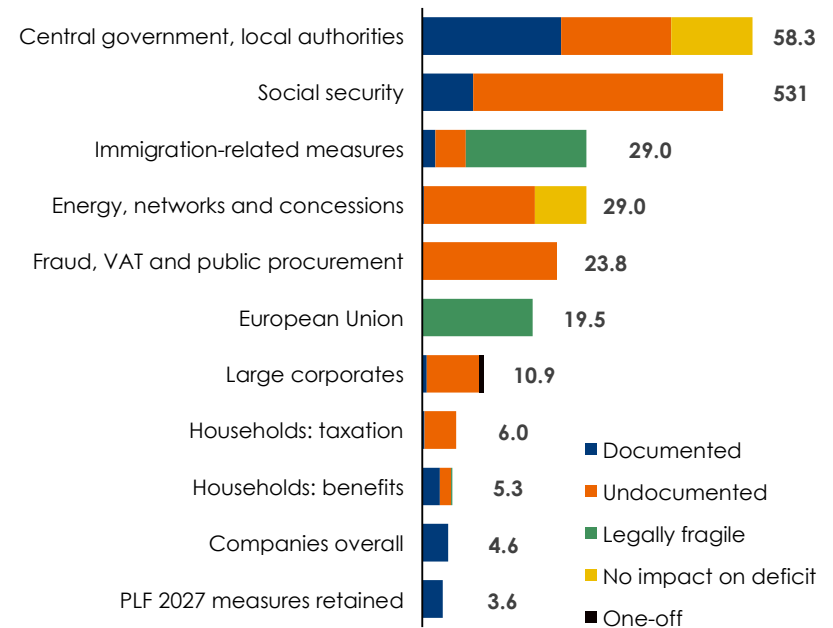
Il contre-budget del RN punta a un miglioramento annuo del saldo rispetto al tendenziale di 72 miliardi nel 2027, in salita a 142 miliardi nel 2031, finanziando al contempo ampi tagli di imposte e spesa aggiuntiva. Le coperture si concentrano su sicurezza sociale, immigrazione, contributi UE e risparmi nel settore pubblico, ma gran parte di queste risorse manca di dettagli attuativi o incontra persino vincoli giuridici.

Aggiustamento netto da sicurezza sociale, immigrazione ed entrate non tributarie. Meno imposte per famiglie e PMI



Nota: mld di euro, aggiustamento vs scenario a politiche invariate. Fonte: Intesa Sanpaolo, stime IDEP

Il contre-budget punta a oltre 240 miliardi di risparmi al 2031, ma molte misure sono non documentate o giuridicamente fragili

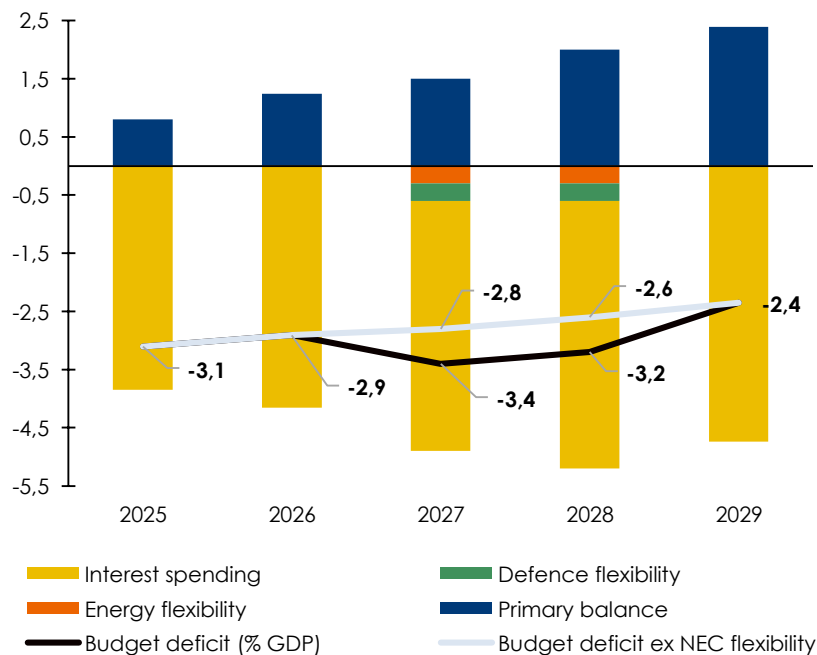


Nota: mld di euro. Fonte: Intesa Sanpaolo, stime IDEP

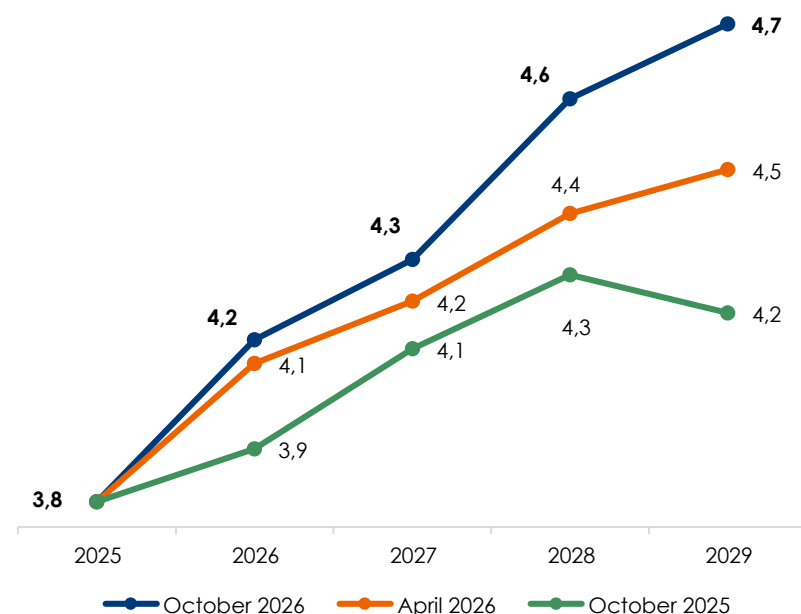
Il deficit italiano sale leggermente, mentre la spesa per interessi cresce rapidamente

Il deficit dovrebbe scendere al 2,9% del PIL nel 2026, per poi risalire temporaneamente sopra il 3% nel 2027-28 per la spesa legata alla clausola NEC. Il consolidamento dovrebbe riprendere nel 2029, riportando il deficit sotto la soglia del 3%.

Senza la clausola per difesa ed energia il deficit italiano resterebbe sotto il 3%, al 2,8% nel 2027 e al 2,6% nel 2028



Spesa per interessi rivista al rialzo a ogni documento, al 4,7% del PIL nel 2029. I recenti sviluppi di mercato tengono i rischi al rialzo



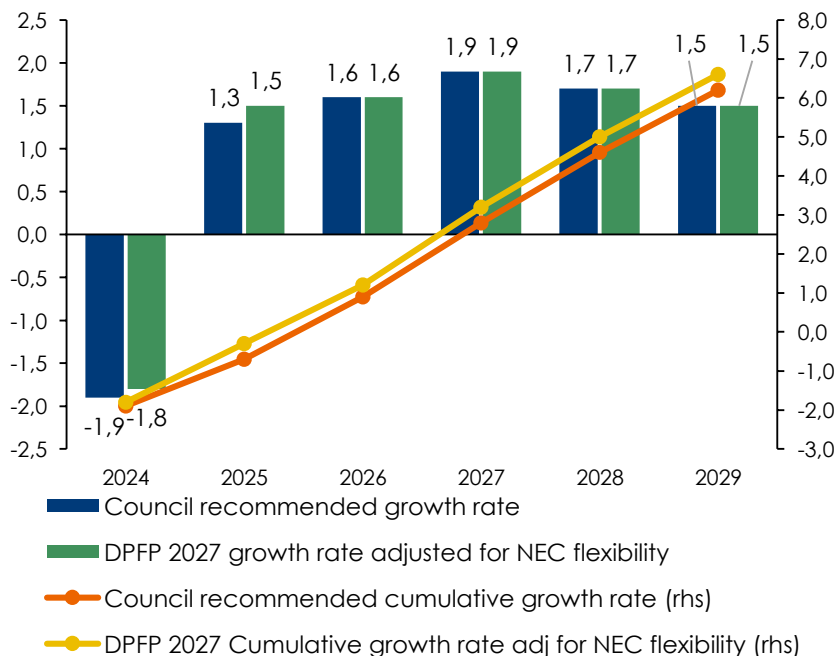
Fonte: Intesa Sanpaolo, DPFP 2026

Nota: % del PIL. Fonte: Intesa Sanpaolo, documenti di finanza pubblica

L'Italia rinvia l'aggiustamento di bilancio al 2029

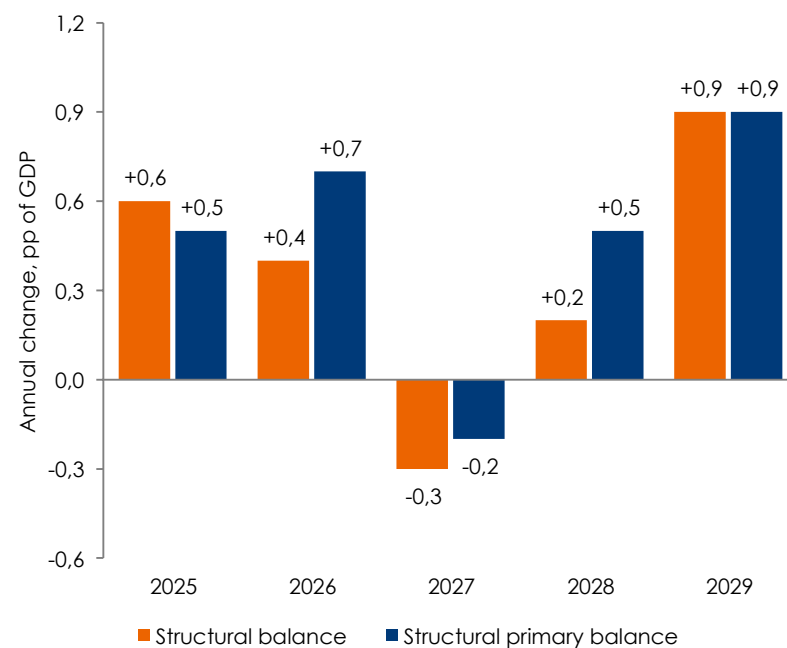
L'uscita dalla procedura per deficit eccessivo resta possibile se il deficit 2026 è sotto il 3% e la Commissione conferma che il sentiero del deficit sottostante resta sotto la soglia dello 0,6%.

La crescita cumulata della spesa netta al netto della flessibilità NEC resta sopra il sentiero UE, ma entro lo 0,6% del PIL



Fonte: Intesa Sanpaolo, DPFP 2026

Il calo del deficit nel 2029 dipende da un aggiustamento strutturale ambizioso

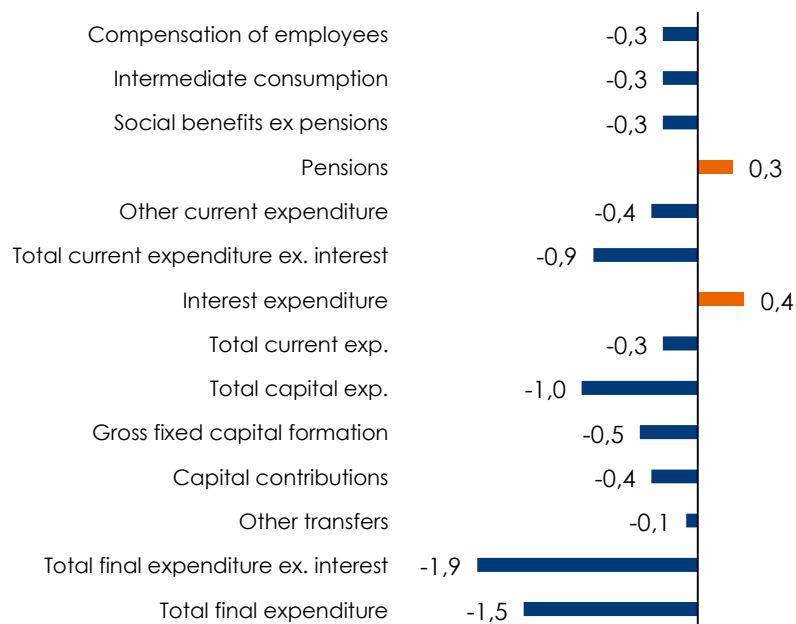


Fonte: Intesa Sanpaolo, MEF (DPFP 2026)

Le dinamiche tendenziali lasciano poco spazio a concessioni di bilancio

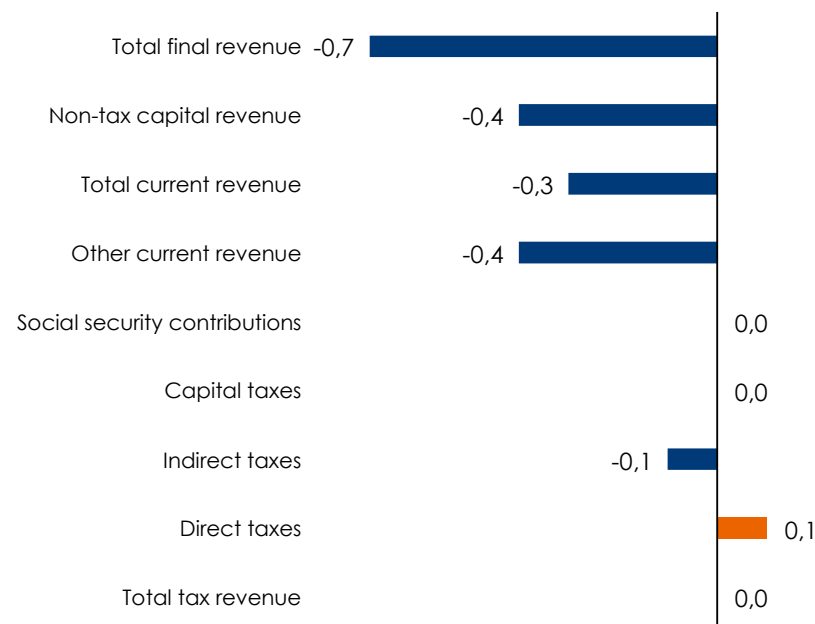
Il miglioramento della dinamica di bilancio tra 2026 e 2029 poggia su un'attesa ottimistica di calo della spesa pubblica (al netto di pensioni e interessi) e su una pressione fiscale stabile, poiché il calo delle entrate è dovuto soprattutto alla fine dei fondi UE e a minori altre entrate in conto capitale.

**Spesa pubblica, previsioni tendenziali (% PIL),
differenza tra 2029 e 2026**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPFP 2026

**Entrate pubbliche, previsioni tendenziali (% PIL),
differenza tra 2029 e 2026**

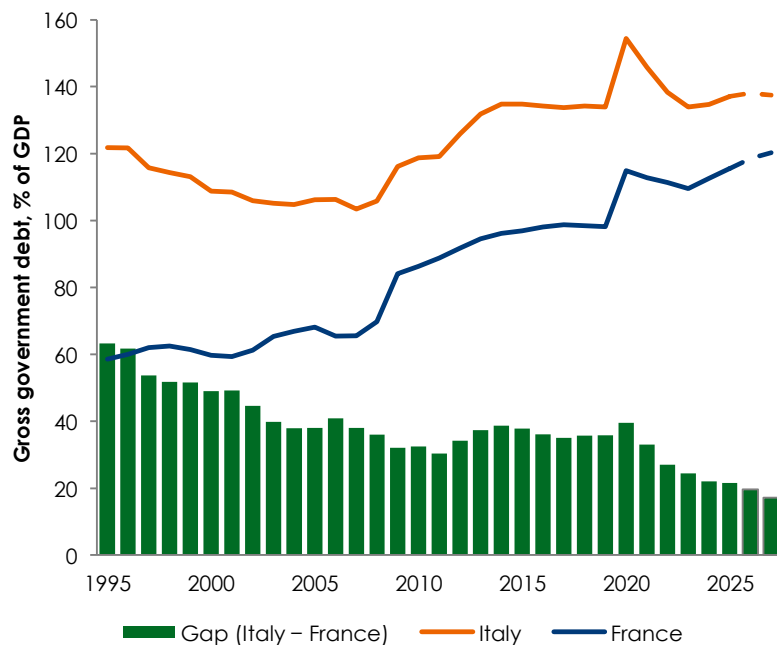


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPFP 2026

Un divario di debito quasi dimezzato dal 2020 sostiene la convergenza dei premi al rischio

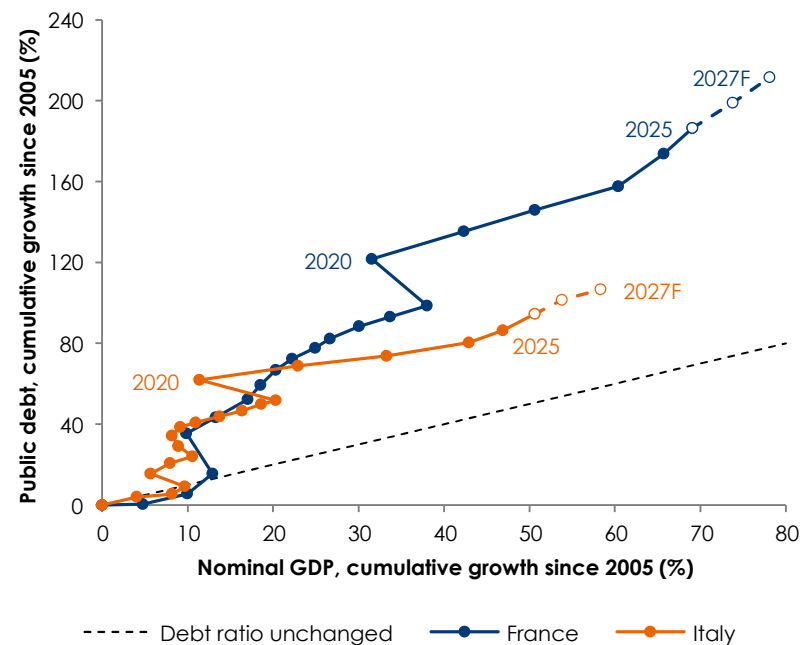
Ci attendiamo che il debito italiano si stabilizzi vicino al 138% del PIL nel 2026 e nel 2027, mentre quello francese potrebbe salire sopra il 120% con il persistere dei disavanzi primari.

Il divario di debito con la Francia scende a 17pp di PIL nel 2027 nelle nostre previsioni, meno della metà del livello 2020



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Dal 2005 il debito pubblico francese è quasi triplicato, contro un +69% del PIL nominale

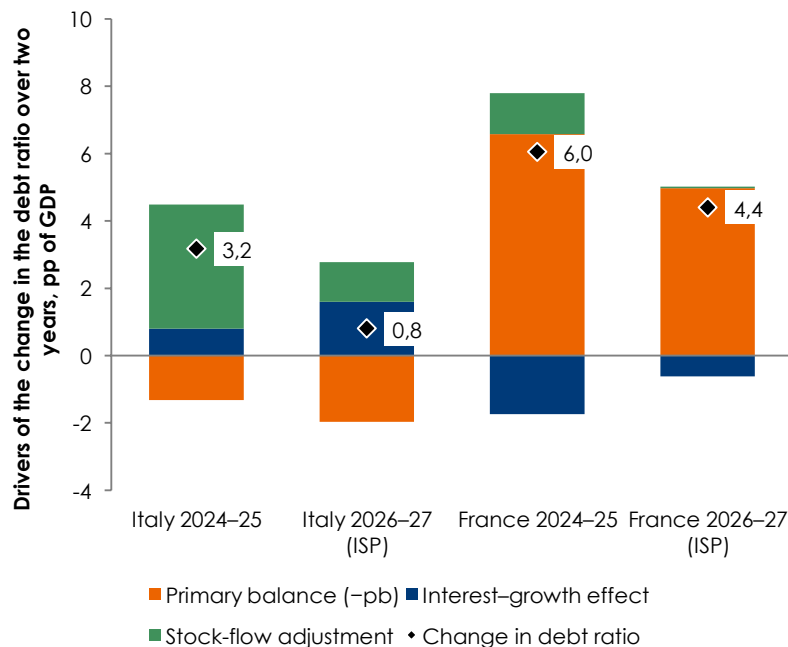


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

La fine del dividendo dell'inflazione espone i deficit francesi e gli interessi italiani

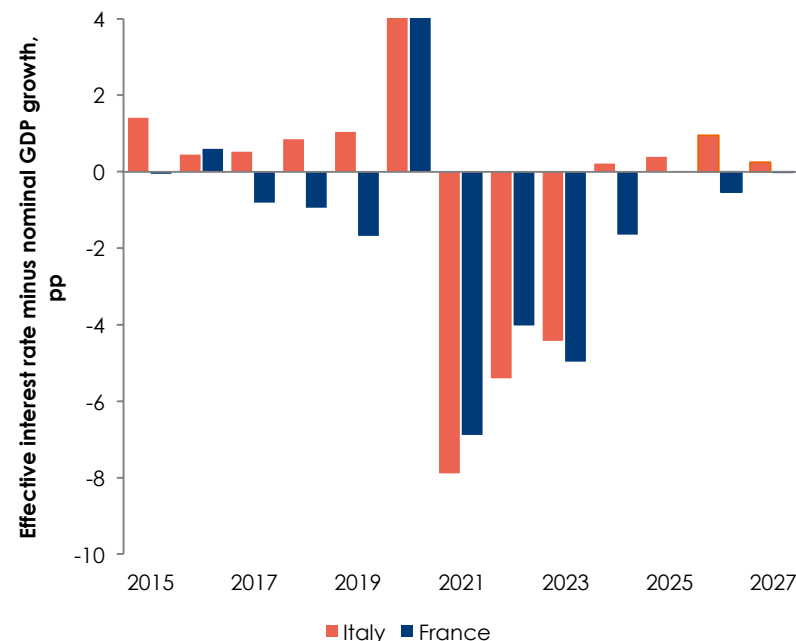
Il differenziale tra interessi e crescita è ora neutrale per la Francia e sfavorevole per l'Italia, dove le uscite per crediti d'imposta si sommano all'aumento del debito.

Il debito francese sale per i deficit primari, l'italiano per crediti d'imposta e $r - g$ positivo



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Il dividendo dell'inflazione è finito, con $r - g$ a zero per la Francia e positivo per l'Italia

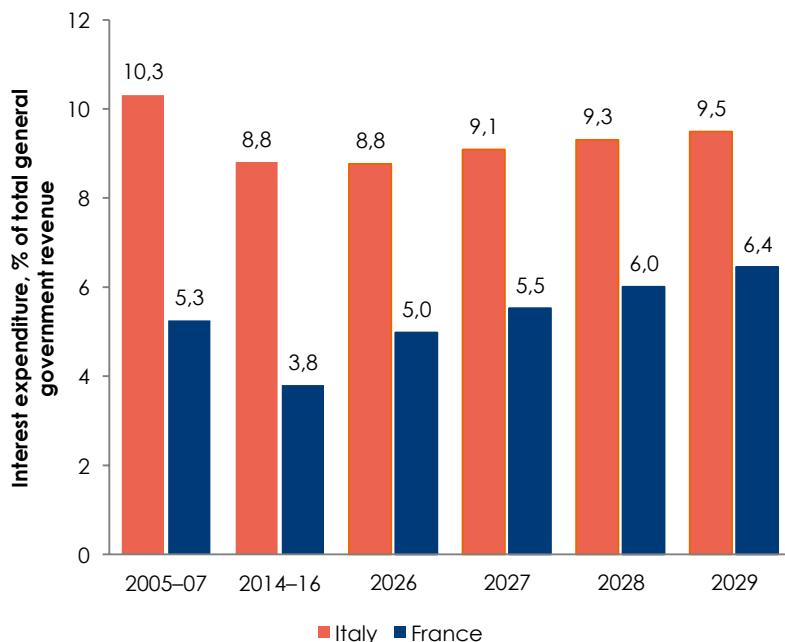


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Il costo medio del debito dovrebbe salire significativamente nei due paesi

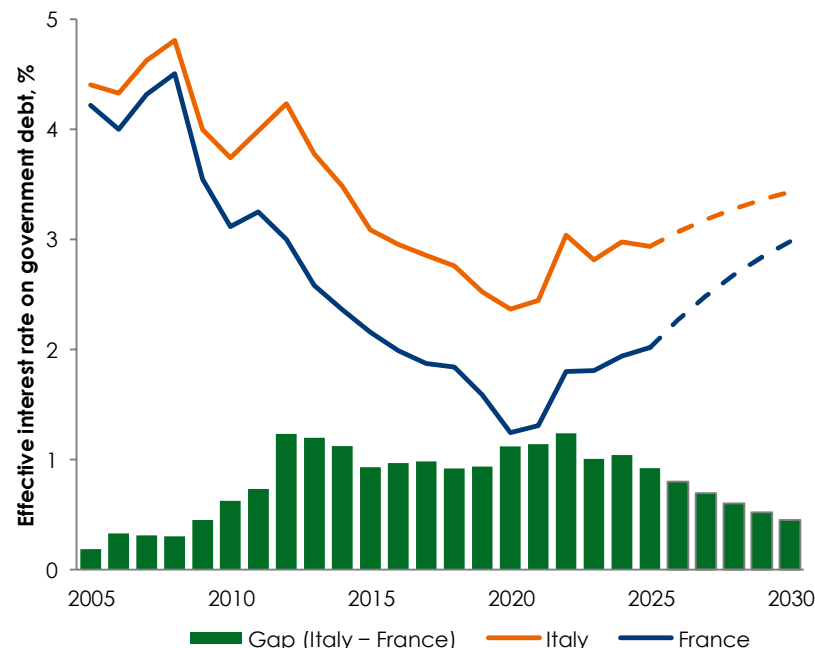
Nel 2029 gli interessi dovrebbero assorbire il 6,4% delle entrate francesi, sopra il livello del 2005-07, mentre in Italia potrebbe raggiungere il 9,5% avvicinandosi al record pre-crisi del 10,3%.

La spesa per interessi francese sale rapidamente



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Il costo medio del debito francese più che raddoppia dal minimo del 2020 al 2030

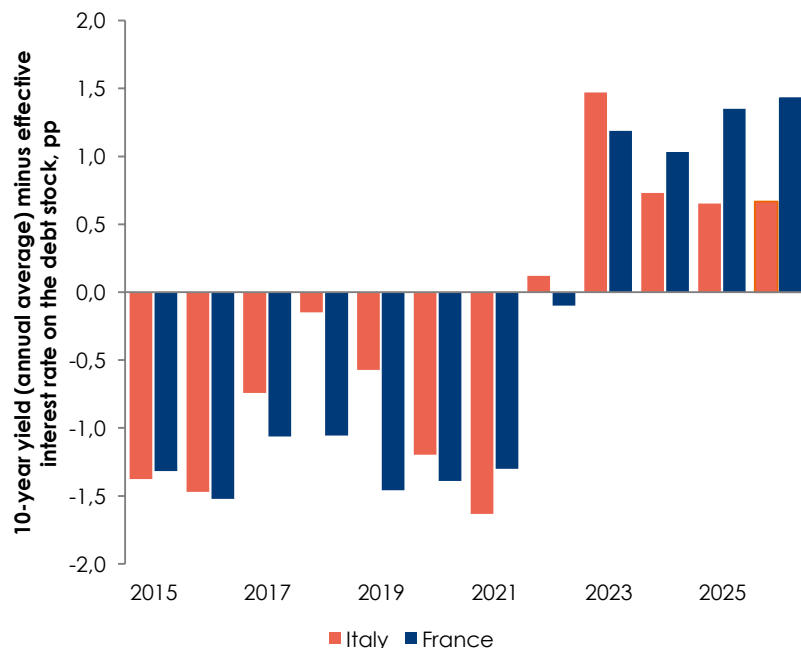


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Gli interessi francesi devono ancora salire, le lunghe scadenze rinviano solo il riprezzamento

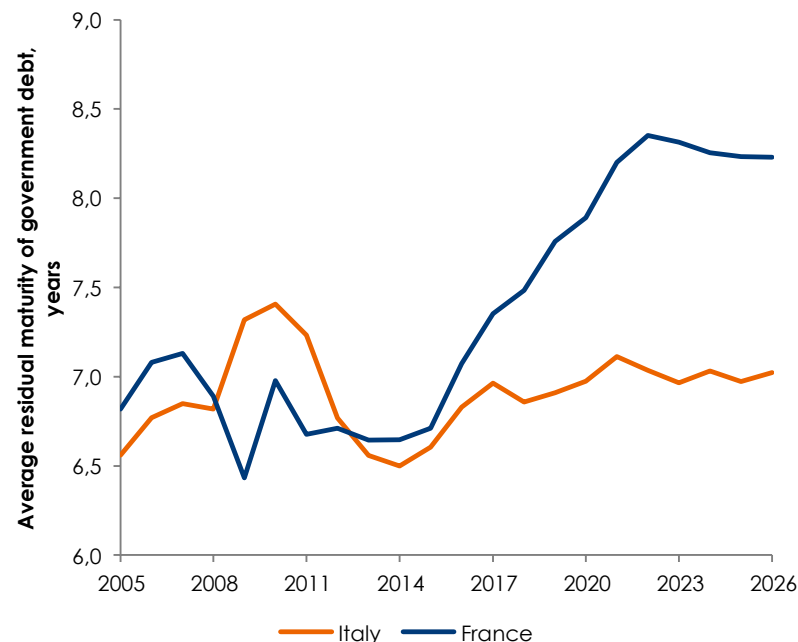
Il gap di riprezzamento della Francia è il doppio di quello italiano per il più basso punto di partenza, per cui il costo medio del debito continua a salire anche con rendimenti stabili ai livelli attuali.

Il nuovo debito francese costa 1,4pp più del costo medio dello stock



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

La maggiore vita residua del debito francese è una delle sue ultime protezioni

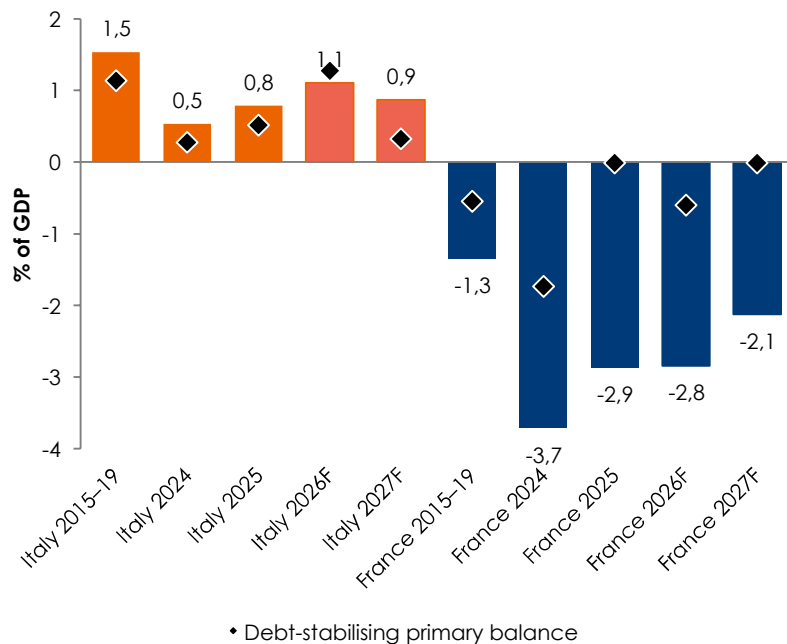


Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

La Francia si indebita quasi quanto l'Italia ogni anno, con deficit primari che alzano il debito

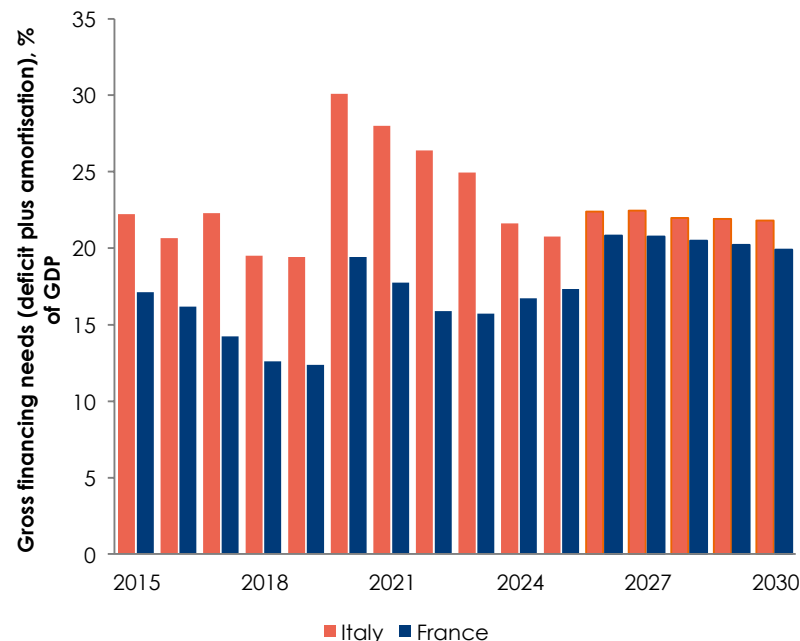
Il saldo primario italiano resta entro mezzo punto dal livello che stabilizza il debito, mentre quello francese è sotto di 2-3pp di PIL, rendendo più difficile una riduzione del debito.

La Francia è lontana dal saldo primario che stabilizza il debito



Fonte: Eurostat, previsioni ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il fabbisogno lordo francese è salito a circa il 21% del PIL, vicino al 22% italiano

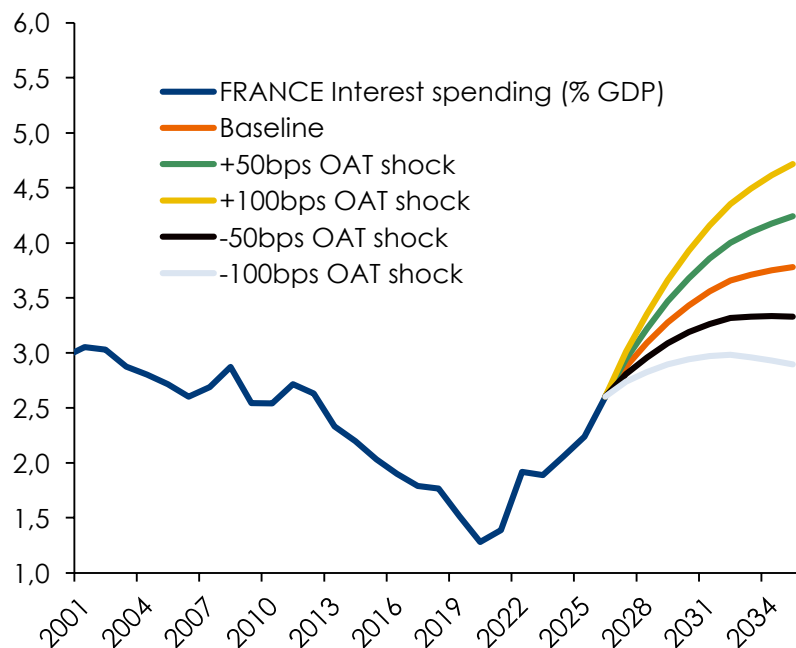


Fonte: S&P Global, Intesa Sanpaolo, Eurostat

Rendimenti più alti costerebbero più all'Italia che alla Francia, per il maggiore stock di debito

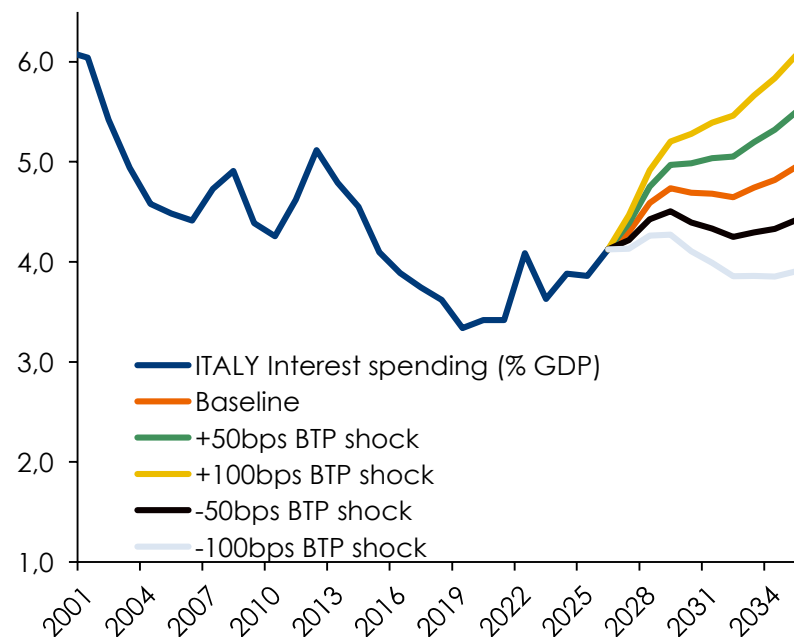
L'entità di uno shock sui tassi è simile nei due paesi, per cui il divario riflette il maggiore debito italiano.

Un rialzo permanente di 100pb sugli OAT aggiunge 0,9pp di PIL agli interessi francesi entro il 2035



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati AMECO, PLF 2027, LSEG Datastream

Un rialzo permanente di 100pb sui BTP aggiunge 1,1pp di PIL agli interessi italiani entro il 2035

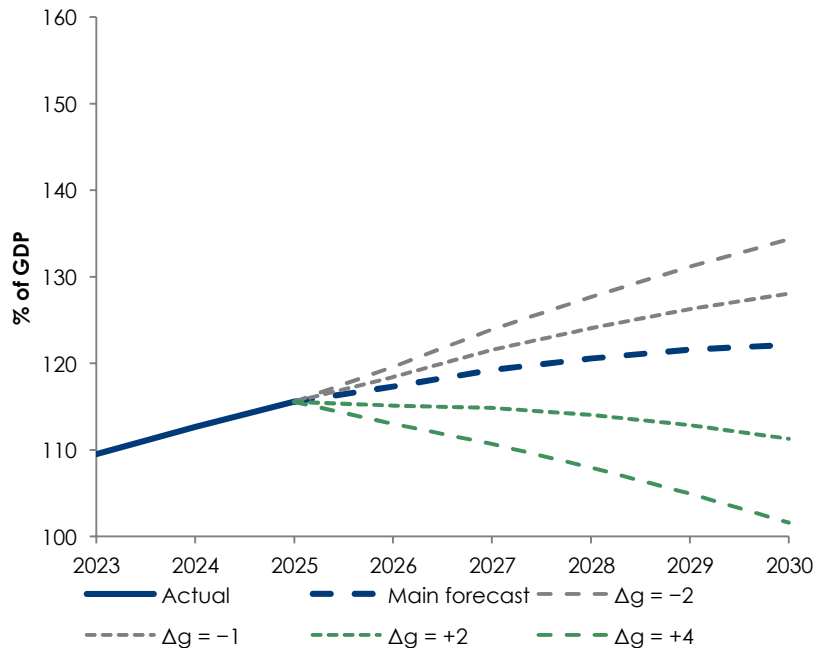


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati AMECO, DPFP 2026, LSEG Datastream

Un punto di crescita in meno invertirebbe il calo del debito italiano, lasciando entrambi i sentieri in salita

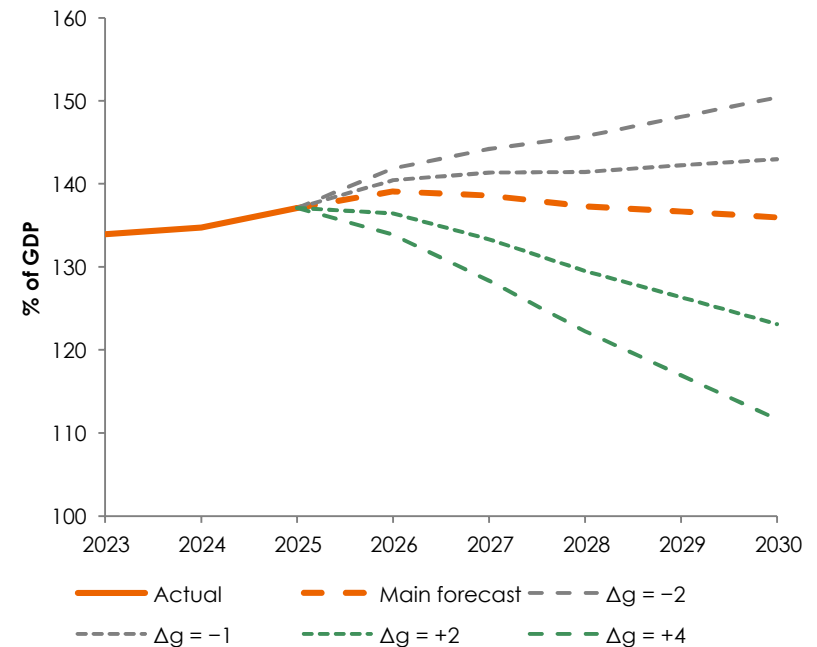
Ogni punto di crescita nominale annua in meno sposta il rapporto debito/PIL italiano di circa 7pp entro il 2030 e quello francese di circa 6pp, per cui il sentiero italiano è il più fragile.

Il debito francese sale al 122% del PIL entro il 2030 nel nostro scenario base



Fonte: Intesa Sanpaolo

Un pp di crescita nominale annua in meno porterebbe il debito italiano al 143%

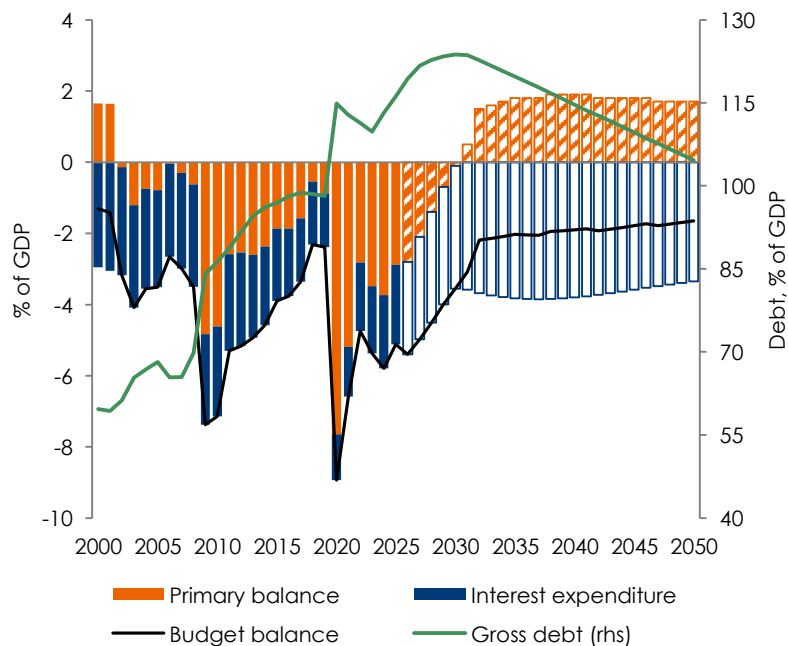


Fonte: Intesa Sanpaolo

Solo avanzzi primari come nel 2001 metterebbero il debito francese su un sentiero in discesa

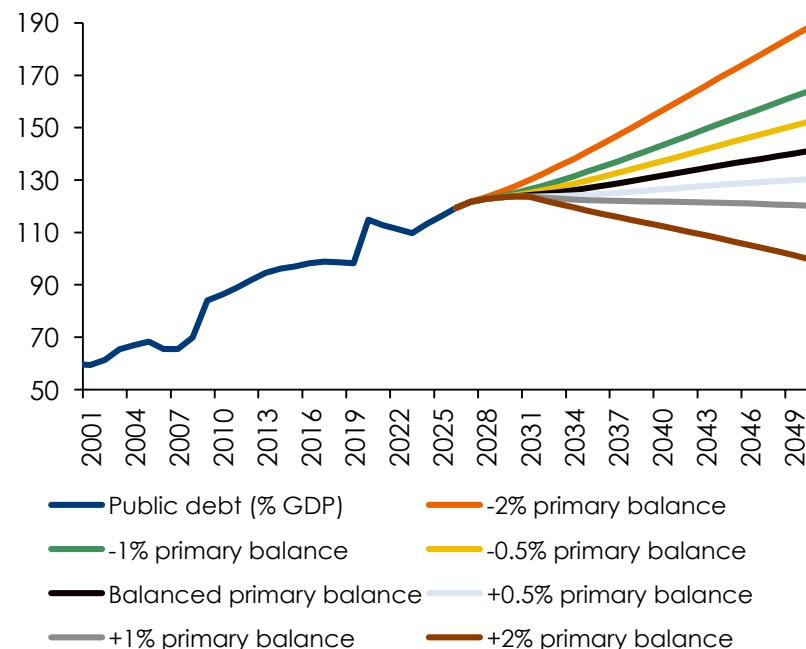
Anche un saldo primario in pareggio lascia il debito in salita al 141% del PIL nel 2050, per cui l'ancoraggio di lungo periodo dipende da una svolta duratura, e poco realistica, della politica di bilancio.

Il pieno rispetto delle regole UE richiede avanzzi primari francesi vicini al 2% del PIL per due decenni



Fonte: Intesa Sanpaolo, AMECO, Eurostat

Solo un avanzzo primario di almeno l'1% del PIL mette il debito francese in discesa

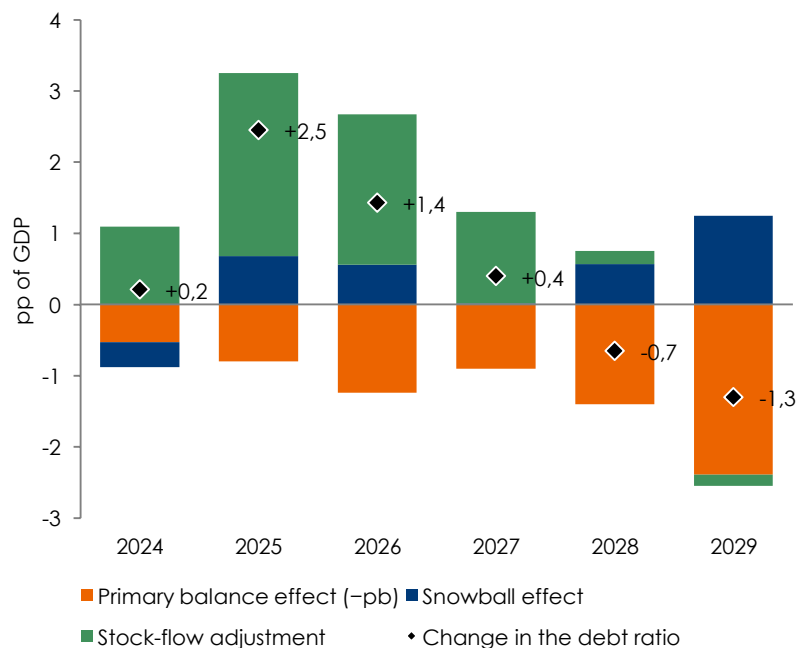


Fonte: Intesa Sanpaolo, AMECO, Eurostat, PLF 2027

Il calo del debito italiano poggia su avanzi primari stabilmente sopra il 2%

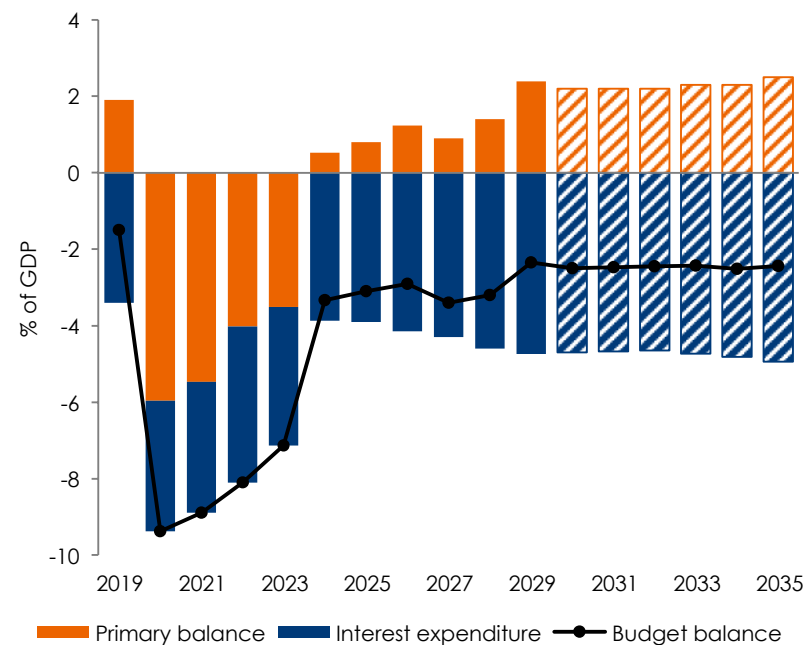
Con gli interessi che assorbono l'intero avanzo primario oltre il 2029, il deficit si assesta vicino al 2,5% del PIL e lascia poco margine di scostamento.

I crediti d'imposta alzano il debito italiano fino al 2027, poi il calo poggia su un avanzo primario al 2,4% nel 2029



Fonte: Intesa Sanpaolo, DFPF 2026

Oltre il 2029 il deficit italiano si assesta vicino al 2,5% del PIL, con gli interessi che assorbono l'intero avanzo primario

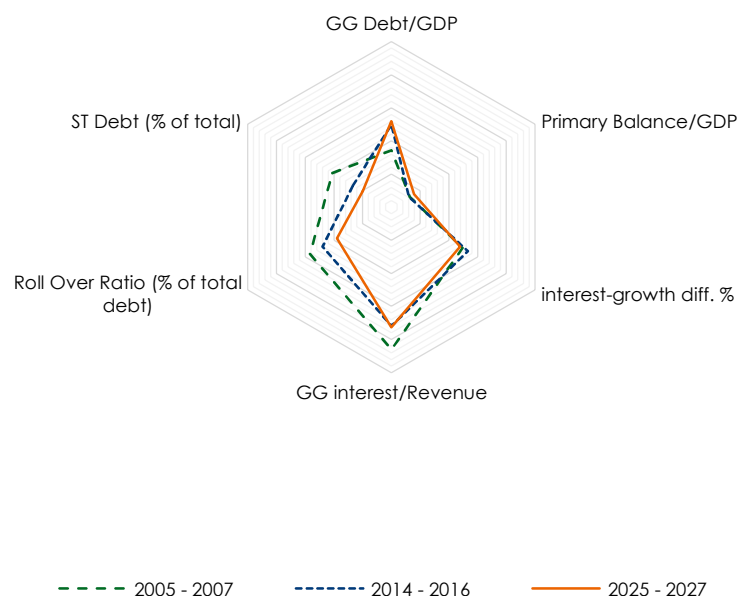


Nota: ipotesi Intesa Sanpaolo dopo il 2029. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, documenti di finanza pubblica

Italia e Francia sono ora vicine nel nostro indice di vulnerabilità

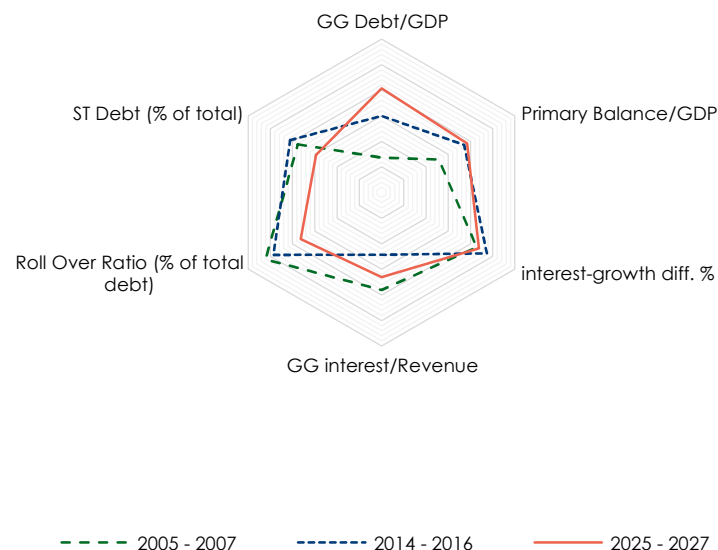
Il nostro indice G6 colloca l'Italia solo 4 punti sopra la Francia nel 2025-27, contro 12 nel 2005-07, con la spesa per interessi che rappresenta ancora il principale elemento di debolezza per l'Italia.

L'indice di vulnerabilità del debito italiano è migliorato in quattro dimensioni su sei



Nota: Indice Intesa Sanpaolo di vulnerabilità relativa del debito per dimensione, Italia, tre finestre. 0 = il più solido nel G6, 100 = il più vulnerabile. Maggiore è il perimetro, maggiore è la vulnerabilità. Fonte: Intesa Sanpaolo

L'indice francese si è allargato su debito e deficit dalla metà degli anni 2000

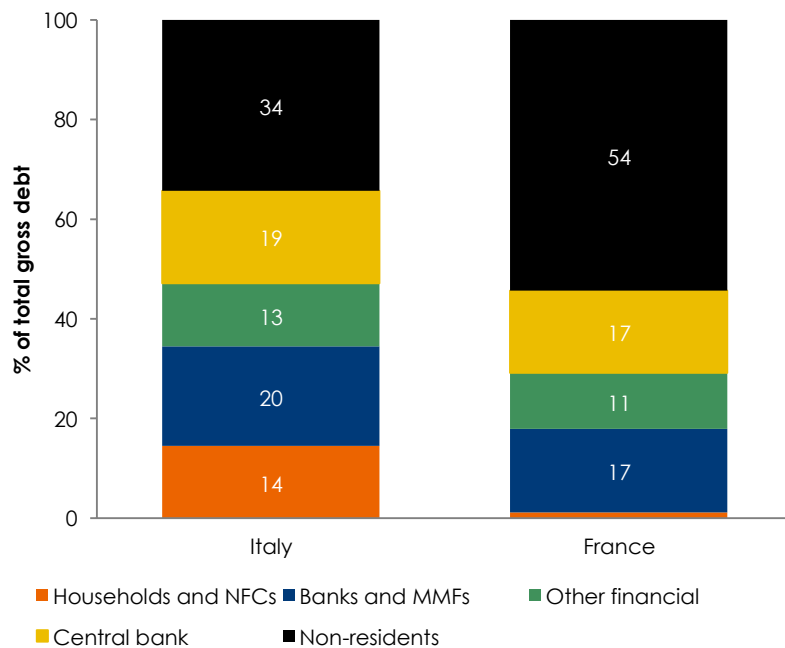


Nota: Indice Intesa Sanpaolo di vulnerabilità relativa del debito per dimensione, Francia, tre finestre. 0 = il più solido nel G6, 100 = il più vulnerabile. Fonte: Intesa Sanpaolo

Una base di investitori esteri più ampia espone gli OAT agli spostamenti dei portafogli globali

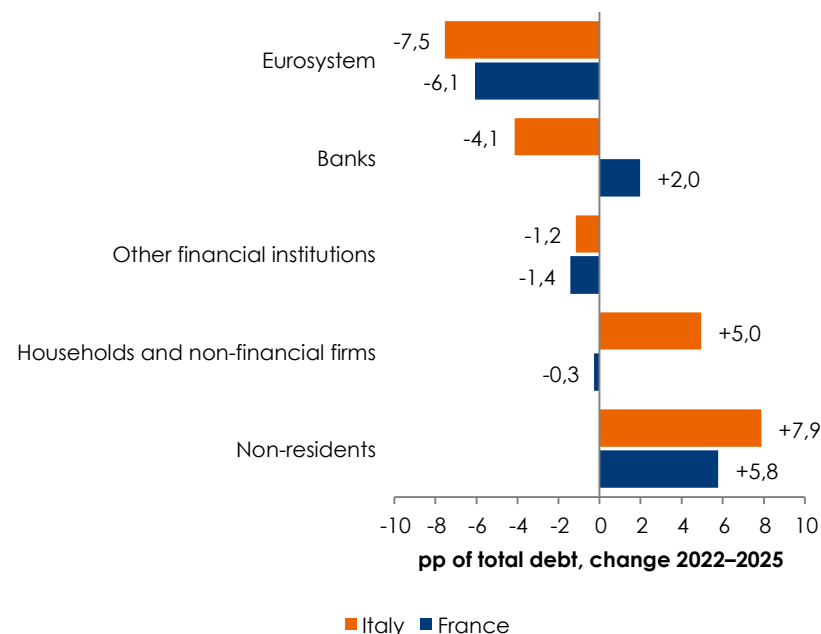
Famiglie e imprese italiane detengono il 14% del debito del proprio Stato contro l'1% in Francia, un'ancora domestica che assume maggiore importanza mentre l'Eurosistema continua a ridurre le proprie detenzioni.

Oltre metà del debito francese è detenuta fuori dal perimetro domestico



Fonte: BCE, Eurostat

Gli investitori esteri hanno assorbito il ritiro dell'Eurosistema in entrambi i mercati, affiancati in Italia dalle famiglie

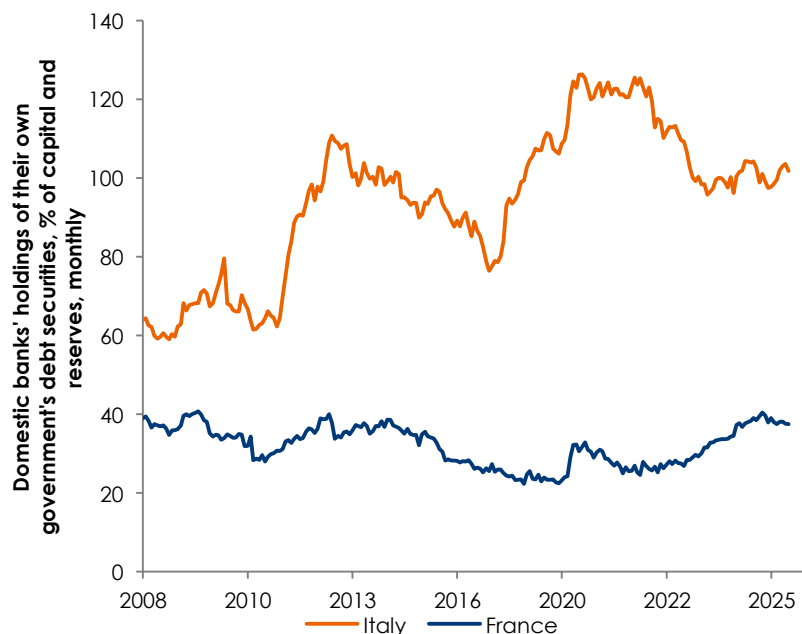


Fonte: BCE, Intesa Sanpaolo

Le banche italiane sono legate al debito sovrano, quelle francesi hanno ancora margine sugli OAT

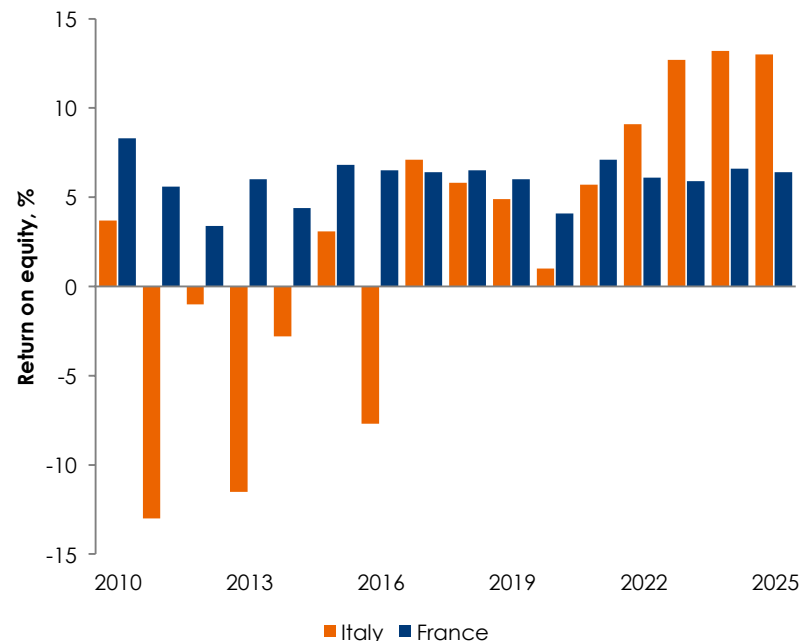
Le banche italiane detengono titoli di Stato domestici per il 102% del capitale contro il 38% della Francia, anche se un ROE doppio offre loro un cuscinetto reddituale più solido.

Le banche francesi hanno molto più spazio per assorbire titoli di Stato



Fonte: BCE, Intesa Sanpaolo

Le banche italiane hanno ora un ROE doppio rispetto a quelle francesi

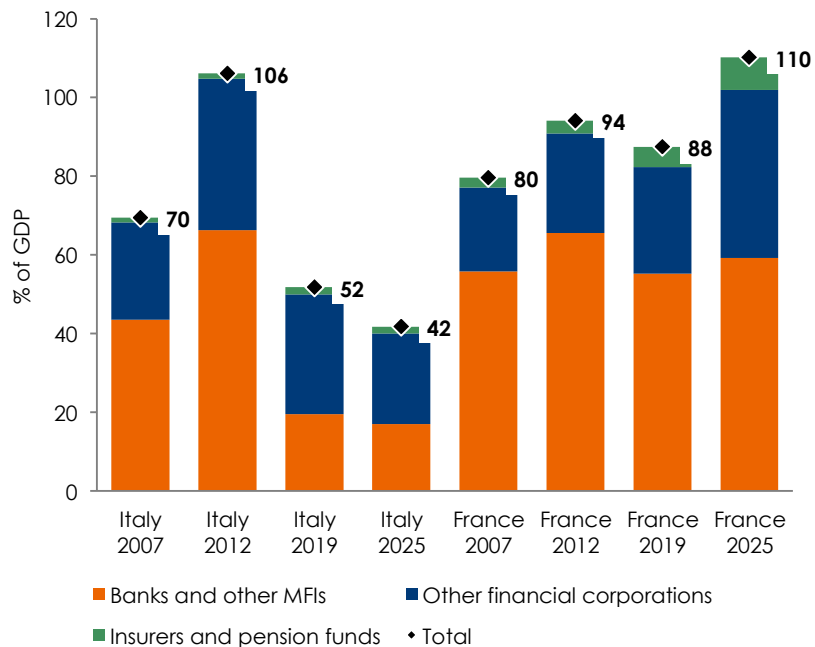


Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

Le banche francesi si finanziano con bond e il loro sostegno agli OAT cede sotto stress

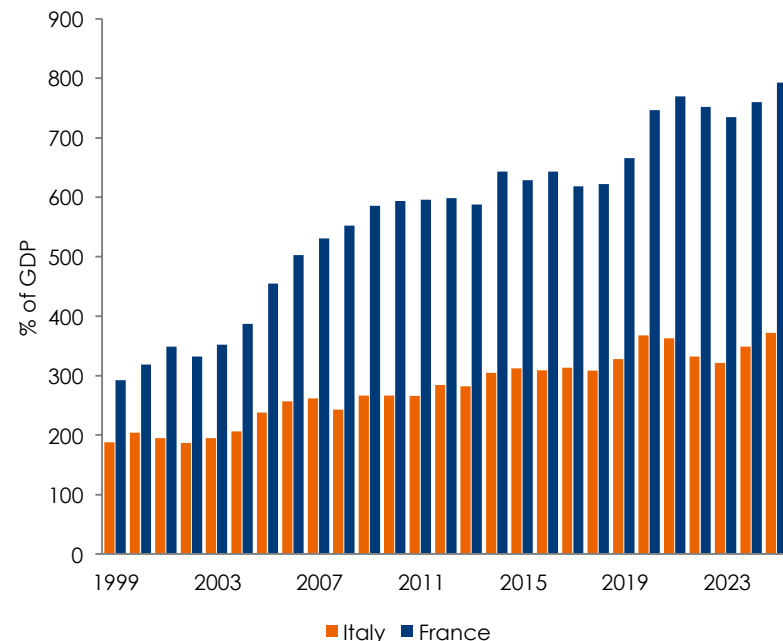
Le obbligazioni bancarie in essere valgono il 57% del PIL in Francia contro il 14% in Italia

Il debito del settore finanziario italiano è sceso al 42% del PIL dal 2012, quello francese è al 110%



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Attività e passività estere lorde della Francia valgono quasi otto volte il PIL, oltre il doppio dell'Italia



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Le banche francesi potrebbero assorbire un esodo estero dagli OAT, legandosi di più allo Stato

Basterebbero acquisti inferiori al 3% delle attività delle banche domestiche, ma la quota di titoli dello Stato centrale francese detenuta dalle IFM salirebbe dal 10,5% fino al 25%.

Un esodo estero in stile BTP richiederebbe circa 410 miliardi di acquisti dalle banche francesi

	Italy 2011 scenario	Peak-to-low scenario
<i>French central-government securities</i>	€2.806tn	€2.806tn
Initial non-resident share	57.5%	57.5%
Decline in non-resident share	-8.8 pp	-14.6 pp
Post-shock non-resident share	48.7%	42.9%
Simulated foreign sale	€246.9bn	€409.7bn
Initial observable MFI share	10.5%	10.5%
Post-shock observable MFI share	19.3%	25.1%
Increase in MFI share	+8.8 pp	+14.6 pp
MFI assets excluding central bank	€13.844tn	€13.844tn
Purchases as % of existing MFI assets	1.78%	2.96%

Nello scenario più ampio la quota delle banche supererebbe il 24,4% toccato dalle banche italiane nel 2013

I non residenti detengono il 57,5% dei titoli dello Stato centrale francese, contro il 10,5% delle banche domestiche.

Un calo della quota estera pari a quello italiano tra ottobre 2010 e luglio 2012, interamente assorbito dalle istituzioni finanziarie domestiche, richiederebbe acquisti netti per circa 410 miliardi, pari al 3% delle attività del sistema.

In questo scenario la quota detenuta dalle banche domestiche salirebbe al 25,1%, sopra il 24,4% raggiunto in Italia nel 2013, restando comunque contenuta rispetto ai loro bilanci.

Nota: Italia 2011 applica il calo della quota estera da ottobre 2010 a dicembre 2011, picco-minimo il calo fino a luglio 2012. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

La funzione di reazione BCE alle tensioni di mercato

1. Eccessivo irrigidimento delle condizioni di finanziamento



- Guidance sulla funzione di reazione (se necessaria per correggere le aspettative)
- **Meno rialzi dei tassi** (o più tagli)

2. Trasmissione compromessa in singole giurisdizioni



- **TPI** ("per contrastare dinamiche di mercato disordinate e ingiustificate che minacciano seriamente la trasmissione della politica monetaria")
- Nel caso della Francia il sostegno sarebbe inutile o controproducente senza una correzione della traiettoria fiscale
- Per gli altri paesi il TPI può essere attivato per fermare il contagio.

OMT (per i paesi con programmi di assistenza finanziaria)

3. Malfunzionamento del mercato



- **Sospensione del QT** (?) *Il nodo è che la nuova strategia di politica monetaria della BCE mantiene una netta separazione tra orientamento e trasmissione, ad esempio (1) il TPI non dovrebbe avere effetti persistenti su riserve in eccesso e bilancio, (2) APP e PEPP dovevano essere sostituiti da un portafoglio di liquidità.*
- **Avvio anticipato delle LTRO strutturali**
- Misure una tantum a sostegno della liquidità

TPI, eleggibilità di Francia, Belgio e Italia

TPI status (ECB, 21 July 2022)	France	Italy	Belgium
1. Compliance with the EU fiscal framework Not be subject to the Excessive Deficit Procedure (Article 126 TFEU), or not be deemed to have 'failed to take effective action' in response to a Council recommendation under Article 126(7).	OUTCOME: Compliant with reservations [D] Under the EDP since 26 July 2024; deadline for correction 2029 (Council, 21 January 2025). [D] 3 June 2026: the Commission considers that 'effective action' has been taken → EDP kept in abeyance (COM(2026)200, Annex 5). [D] Net expenditure in 2025 below the ceilings (annual and cumulative) → compliant. [P] 2026: annual growth in net expenditure exceeds the ceiling ('slightly'); risk of non-compliance; cumulative expenditure compliant. The Commission recommends that the Council call on France to adhere to the corrective path. [D] 2025 deficit: 5.1% of GDP. [P] 5.1% (2026), 5.7% (2027).	OUTCOME: Satisfactory [D] Under the EDP since 26 July 2024; correction deadline 2026 (Council, 21 January 2025). [D] 3 June 2026: 'effective action' confirmed → EDP in abeyance. [D] Net expenditure in 2025 exceeds the ceilings (annual; cumulative 2024–25 only marginally above) = non-compliant. The Commission nevertheless concludes that 'effective action' has been taken, taking into account the decline in the nominal deficit (3.4% in 2024 → 3.1% in 2025), the correction planned for 2026 and the small deviation. [P] 2026: net expenditure below the ceilings (annual and cumulative); deficit of 2.9 per cent in 2026 and 2027. Repeal of the EDP conceivable after the 2026 final accounts (spring 2027) if the deficit is <3%.	OUTCOME: Satisfied [D] Under the EDP since 26 July 2024. 3 June 2026: 'effective action' confirmed → EDP in abeyance. [D] Net expenditure in 2025 exceeds the ceilings, but the cumulative deviation falls within the NEC flexibility (defence) → compliant. [P] 2026: below the ceilings (annual and cumulative) → compliant. [D] Reforms underpinning the extension of the adjustment to 7 years: 'broadly on track', with delays (pension reform: parliamentary vote postponed to 2026; partial tax reforms; coordination between levels of government to be legislated by the end of 2026). Overall assessment: commitments satisfactorily met. [D] 2025 deficit: 5.2% of GDP. [P] 5.2% (2026), 5.4% (2027).
2. Absence of serious macroeconomic imbalances Not subject to the EIP (Excessive Imbalance Procedure), nor in breach of the Council's recommendation under Article 121(4) TFEU.	OUTCOME: Satisfied [D] Not subject to the EIP. France is not among the seven countries subject to an In-Depth Review (IDR) in the 2026 (or 2025) MIP cycle: COM(2026)200, Table 1, Annex 4. [D] In 2026, the only country with excessive imbalances (EIP) is Romania; countries with simple imbalances: Italy, Hungary, Slovakia. 'No IDR' ≠ an explicit declaration of the absence of imbalances: it merely indicates that the country is not among those already classified as having imbalances in the previous cycle (all 7 2026 IDRs were) and selected by the Alert Mechanism Report.	OUTCOME: Compliant, under monitoring [D] Not in the EIP. IDR 2026: Italy 'continues to experience imbalances' (imbalances, not excessive). [D] Vulnerabilities: high public debt and weak productivity, with cross-border implications. Debt rose in 2024 and 2025, and is expected to increase in 2026–27; productivity is falling and is forecast to stagnate; the link between banks and the sovereign remains a cause for concern (exposure to domestic debt, particularly among smaller banks and cooperative credit banks). [D] Recommendation: pro-growth reforms and a prudent fiscal stance.	OUTCOME: Satisfied [D] Not in EIP. No IDR in the 2025 or 2026 MIP cycle (COM(2026)200, Table 1, Annex 4). Same caveat as for France regarding 'no IDR'.
3. Fiscal sustainability Sustainable public debt trajectory: DSA by the Commission, ESM, IMF and other institutions, plus internal ECB analysis. (Only the EU/Commission part is covered here.)	OUTCOME: CRITICAL; fiscal adjustment required [D] 2025 Medium-Term Fiscal Strategy (IP 332, 12 February 2026): medium-term risk HIGH; long-term risk MEDIUM. Every component of the DSA (baseline, scenarios, stochastic analysis) indicates high risk. [D] Debt 116.3 per cent (2025) → 144.0 per cent (2036) assuming no policy changes; P(debt in 2030 > 2025) = 95 per cent; gross borrowing requirement 21.1 per cent / 21.9 per cent of GDP (2026/27, >16 per cent). [P] Spring 2026: debt 115.6 per cent (2025) → 118.1 per cent → 120.2 per cent (2027); deficit 5.1 per cent / 5.1 per cent / 5.7 per cent. [D] Ratings: Fitch downgraded in 2025 due to fiscal policy concerns; Moody's outlook negative. Worst outlook of the four due to a combination of a high primary deficit and already high debt.	OUTCOME: CRITICAL, but deficit dynamics under control [D] DSM 2025: medium-term risk HIGH; long-term risk LOW (previously MEDIUM in the DSM 2024). [D] Debt 136.4% (2025) → 149.1% (2036) assuming no policy changes; P(debt in 2030 > 2025) = 57%; S2 = -1.0, S1 = 1.6; gross borrowing requirement 23.7 per cent / 22.4 per cent (2026/27, the highest of the four). [P] Spring 2026: debt 137.1 per cent (2025) → 138.5 per cent → 139.2 per cent (2027); deficit 3.1 per cent / 2.9 per cent / 2.9 per cent. Increase in debt driven by an unfavourable r-g gap and stock-flow adjustments (Superbonus). [D] S&P and Fitch upgrades in 2025 (fiscal prudence). Higher debt level, but a deficit close to 3 per cent and better long-term indicators. Same reservations regarding the ECB's assessment (ESM/IMF/domestic not covered).	OUTCOME: CRITICAL [D] 2025 DSM: HIGH medium-term risk and HIGH long-term risk (the only one of the four with high risk in the long term as well; S2 = 7.0, the highest of the four; S1 = 5.9). [D] Debt 107.1 per cent (2025) → 137.4 per cent (2036) assuming no policy changes; P(debt 2030 > 2025) = 90 per cent; gross borrowing requirement 19.5 per cent / 19.9 per cent (2026/27, >16 per cent). [P] Spring 2026: debt 107.9 per cent (2025) → 110.5 per cent → 112.8 per cent (2027); deficit 5.2 per cent / 5.2 per cent / 5.4 per cent ('structurally high deficits' driving debt growth). [D] Rating: Fitch downgraded in 2025; negative outlook from Moody's and S&P (31 December 2025). A deficit profile similar to France's, with the added long-term risk of age-related expenditure. The same reservations apply regarding the ECB's assessment.
4. Sound and sustainable macroeconomic policies Compliance with the commitments under the National Recovery and Resilience Plans (RRF) and the Commission's country-specific recommendations (CSR) on fiscal matters within the European Semester.	OUTCOME: Satisfactory with reservations [D] RRF: 5th and final request (€6.1 billion) assessed positively on 29 September 2026; all 176 milestones/targets met → 100% of the plan's €40.3 billion (payment following the EFC's opinion and the Commission's decision). [D] Fiscal CSR (EDP path): net expenditure for 2025 compliant; 2026 annual figure at risk of non-compliance ('by a narrow margin'); cumulative figure compliant. [D] Reforms underpinning the 7-year extension: 'broadly on track', but social security contribution exemptions on the minimum wage have yielded savings below the commitments; the 2023 pension reform has been suspended until January 2028.	OUTCOME: Satisfactory with a minor reservation [D] RRF: 9th instalment (€12.8 billion, 50 M&T) assessed positively on 29 April 2026 and disbursed on 3 June 2026; 416 M&T achieved, ~85% of the resources (€166 billion received). [D] 10th and final request (€28.4 billion, 156 targets) submitted to the Commission on 29 September 2026: preliminary assessment within 2 months → PENDING (source: Italian government/press). [D] Fiscal CSR: 2025 net expenditure non-compliant (marginal in cumulative terms), 2026 expected to be compliant; reforms underpinning the 7-year extension 'on track' (R&D: authorities' preliminary estimate 0.59% of GDP in 2025).	OUTCOME: Satisfactory with reservations [D] RRF: 5th request (€225 million) assessed positively on 27 July 2026 and disbursed; total €3.86 billion = 73% of the plan (€5.26 billion); 67.6% of milestones/targets achieved. [D] Initial delay in payments because the pension reform did not meet EU requirements (subsequently made up for, according to the government, through an accelerated pace of applications). [D] 6th and final request announced by the government for late September 2026 (status unverified). [D] Fiscal CSR: net expenditure compliant in 2025 (with NEC) and projected to be compliant in 2026; delays in the reforms underpinning the 7-year extension (pensions, tax, coordination)..

Importanti comunicazioni

Certificazione degli analisti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo 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.intesasnpaolo.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.

A cura di:

Riccardo Bellesia, *Macroeconomic Analysis, Research Department Intesa Sanpaolo*
Andrea Volpi, *Macroeconomic Analysis, Research Department Intesa Sanpaolo*