

Genesi e iter della procedura d'infrazione

Il Patto di Stabilità e Crescita (PSC) è l'insieme di norme che regolano il coordinamento delle politiche di bilancio dei paesi membri dell'Unione Europea al fine di assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche. Il Patto è articolato lungo due "braccia": il braccio preventivo e il braccio correttivo. Il braccio preventivo è mirato ad assicurare che le politiche fiscali dei paesi membri siano gestite in maniera coerente con il raggiungimento dell'Obiettivo di Bilancio di Medio Termine (OMT) specifico per ogni singolo paese. Il braccio correttivo definisce invece le azioni da implementare nel caso in cui i livelli di disavanzo e debito pubblico nazionali dovessero superare i parametri europei di riferimento o, comunque, se dovessero essere considerati non sostenibili.

La richiesta della Commissione Europea. Il 21 novembre la Commissione ha deciso di fare il primo passo verso la richiesta di apertura di una procedura di infrazione per deficit eccessivo nei confronti dell'Italia. La Commissione, ottenuto il parere del Comitato per gli Affari Economici e Finanziari entro due settimane, indirizzerà un parere all'Italia e una raccomandazione più ampia al Consiglio Europeo circa i seguenti punti: la necessità di aprire la procedura, la tempistica concessa per la correzione e i target annuali di debito, deficit e spesa per rendere effettivo il sentiero di rientro. Proprio in relazione alla tempistica, la definizione di "bilancio particolarmente a rischio di seria violazione" potrebbe aprire la strada alla richiesta da parte della Commissione di una tempistica più stringente (entro tre mesi), entro la quale l'Italia intraprenda un'azione effettiva di correzione del bilancio.

La posizione del Governo italiano. Rispetto all'avvio dell'iter che potrebbe portare alla procedura per deficit eccessivo, il Governo italiano ha risposto con una dichiarazione formale del ministro del Tesoro Tria e un intervento alla Camera del Primo Ministro Conte, entrambi in data 22 novembre. Entrambi hanno difeso l'impianto della manovra che porterà nelle previsioni del Governo a maggiore crescita. Tria ha sottolineato come il bilancio programmatico italiano assicuri il totale controllo dei conti pubblici nei limiti della moderata politica espansiva resa necessaria dal rallentamento dell'economia europea ed italiana. Il Governo si è detto altresì convinto che la manovra prevista per il 2019 garantisca in ogni caso anche l'obiettivo della riduzione del rapporto debito/PIL. Il Tesoro si impegna a continuare il dialogo con la Commissione alla ricerca di una soluzione condivisibile nell'interesse reciproco e il Premier Conte ha dichiarato che se, nonostante tutto, sarà aperta una procedura d'infrazione il Governo chiederà tempi di attuazione "molto distesi". Entrambi gli interventi sottolineano l'obiettivo finale della manovra lasciando aperta la porta al dialogo. Una risposta più esaustiva ai rilievi della UE, che al momento resta la posizione ufficiale del Governo, era stata peraltro inviata lo scorso 13 novembre. Il Governo italiano appare dunque consapevole del mancato rispetto del Patto di Stabilità e Crescita ma lo ritiene un passo necessario per il sostegno alla crescita del Paese.

Il processo sanzionatorio potrebbe richiedere diversi mesi (almeno 6, se la *deadline* non fosse ridotta a 3 per caratteristiche di urgenza) prima di essere applicato. **Inoltre tutti gli step prevedono una dialettica intensa tra le parti: la Commissione**, che di fatto formula le raccomandazioni, **il Consiglio**, che prende le decisioni effettive, **e lo Stato** coinvolto che è tenuto a rispondere. **Tale dialettica, seppur definita dentro binari normativi piuttosto precisi, lascia spazio ad ampi margini di incertezza in termini di tempistica, sanzioni ed esito delle trattative stesse.**

Un ruolo centrale in prospettiva sarà svolto anche dai mercati e dal giudizio implicito che essi daranno della sostenibilità del debito pubblico in presenza di un aumento del deficit. L'eventuale volontà del Governo di modificare almeno parzialmente l'impianto della legge di bilancio e l'andamento della crescita economica nei prossimi trimestri rappresentano i fattori chiave nella definizione dello scenario dell'Italia per il 2019.

23 novembre 2018

13:59 CET

Data e ora di produzione

23 novembre 2018

14:05 CET

Data e ora di prima diffusione

Obbligazioni

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per Investitori
privati e PMI

Fulvia Risso
Analista Finanziario

Patto di Stabilità e Crescita: i due bracci

Il Patto di Stabilità e Crescita (PSC) è l'insieme di norme che regolano il coordinamento delle politiche di bilancio dei paesi membri dell'Unione Europea al fine assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche nell'interesse della stabilità dell'Unione Monetaria Europea. Il Patto si fonda sugli articoli 121 e 126 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFEU) ed è articolato lungo due "braccia": il braccio preventivo e il braccio correttivo. Il braccio preventivo è mirato ad assicurare che le politiche fiscali dei paesi membri siano gestite in maniera coerente con il raggiungimento dell'Obiettivo di Bilancio di Medio Termine (OMT) specifico per ogni singolo paese. Il braccio correttivo definisce invece le azioni da implementare nel caso in cui i livelli di disavanzo e debito pubblico nazionali dovessero superare i parametri europei di riferimento o, comunque, se dovessero essere considerati non sostenibili.

Più in dettaglio:

- **Braccio preventivo.** Gli stati che non sono soggetti a procedura di deficit eccessivo (EDP) devono rispettare le disposizioni del braccio preventivo del Patto di Stabilità e Crescita. Queste disposizioni sanciscono che ogni Stato membro deve avere un Obiettivo di Medio Termine specifico adeguato alla sua posizione finanziaria. Se in base alle previsioni della Commissione lo Stato non rispetta l'obiettivo deve mettere in atto un piano di aggiustamento per l'anno stesso con un processo sanzionatorio che può portare anche alla richiesta di un deposito fruttifero a carico del Paese inadempiente.
- **Braccio correttivo.** Il braccio correttivo controlla invece la cosiddetta "Procedura di disavanzo eccessivo" (EDP), ed è finalizzato a far rientrare i parametri di bilancio pubblico all'interno del perimetro definito al Protocollo 12 del TFUE. Una peculiarità della EDP è che la parola "deficit" è utilizzata per fare riferimento sia a una situazione di eccessiva necessità di finanziamento (quindi un deficit vero e proprio superiore al 3%) sia a un debito superiore al 60% che non stia diminuendo a un ritmo soddisfacente. La procedura è la stessa qualsiasi sia la causa della violazione. Se la Commissione giudica che un deficit eccessivo esiste o si può verificare, formula delle raccomandazioni che poi devono essere ratificate dal Consiglio e che comprendono target annuali per il deficit sia in termini nominali che strutturali. Il processo sanzionatorio può portare alla richiesta di un deposito non fruttifero e al blocco dell'accesso ad alcuni Fondi europei.

Il braccio preventivo

Le regole

Gli stati che non sono soggetti a procedura di deficit eccessivo (EDP) devono rispettare le disposizioni del braccio preventivo del Patto di Stabilità e Crescita. Queste disposizioni sanciscono che ogni Stato membro deve avere un **Obiettivo di Medio Termine (OMT)** specifico adeguato alla sua posizione finanziaria (e un "benchmark di spesa").

- L'OMT è il saldo di bilancia strutturale (cioè aggiustato per la componente ciclica e al netto delle misure temporanee).
- L'OMT deve garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche, o un rapido aggiustamento delle stesse, anche se contestualmente permette un margine di manovra, in particolare in relazione agli investimenti pubblici.
- L'OMT è rivisto ogni tre anni oppure in caso di riforme strutturali con un impatto significativo sulla sostenibilità delle finanze pubbliche.

Per i paesi membri dell'area euro l'OMT deve essere specificato entro un intervallo compreso tra -1% del PIL e il pareggio (o il surplus). Per i paesi firmatari del Fiscal Compact (tra cui l'Italia) i limiti sono più stringenti: si richiede un saldo di bilancia strutturale al di sopra di -0,5% del PIL, a meno che il rapporto debito/PIL non sia al di sotto del 60%, in tal caso il limite inferiore rimane

invariato a -1% del PIL. Per gli stati che non hanno ancora rispettato l'OMT si richiede una correzione strutturale annua pari allo 0,5% del PIL.

Sono permesse deviazioni temporanee dall'OMT nei casi in cui:

- siano previste importanti riforme strutturali (ed esempio una riforma delle pensioni) che abbiano un impatto positivo di lungo periodo e verificabile sulle finanze pubbliche e che siano presentate, implementate e adottate in un dettagliato piano di medio termine. In questo capitolo sono inclusi anche investimenti pubblici considerati come "riforme strutturali" in un contesto di crescita negativa o comunque ampiamente sotto il potenziale e nel rispetto del tetto massimo del 3% del deficit;
- si verifichi un inatteso evento fuori dal controllo dello Stato membro che abbia un impatto significativo sulla posizione di finanza pubblica;
- si verifichi un periodo di severa recessione per l'area euro o per l'Unione Europea nel suo complesso.

In tutti e tre i casi il deficit non può comunque eccedere il 3% del PIL.

L'insieme delle raccomandazioni specifiche per i singoli paesi (CSR), attuate con cadenza annuale dal Consiglio Europeo, include una raccomandazione (definita "sforzo fiscale" in termini strutturali, che nel braccio preventivo non è chiaramente specificata in termini numerici) **relativa ai progressi verso l'OMT e, per i paesi con un debito/PIL superiore al 60%, relativa anche al rispetto della procedura di riferimento per la riduzione del debito.**

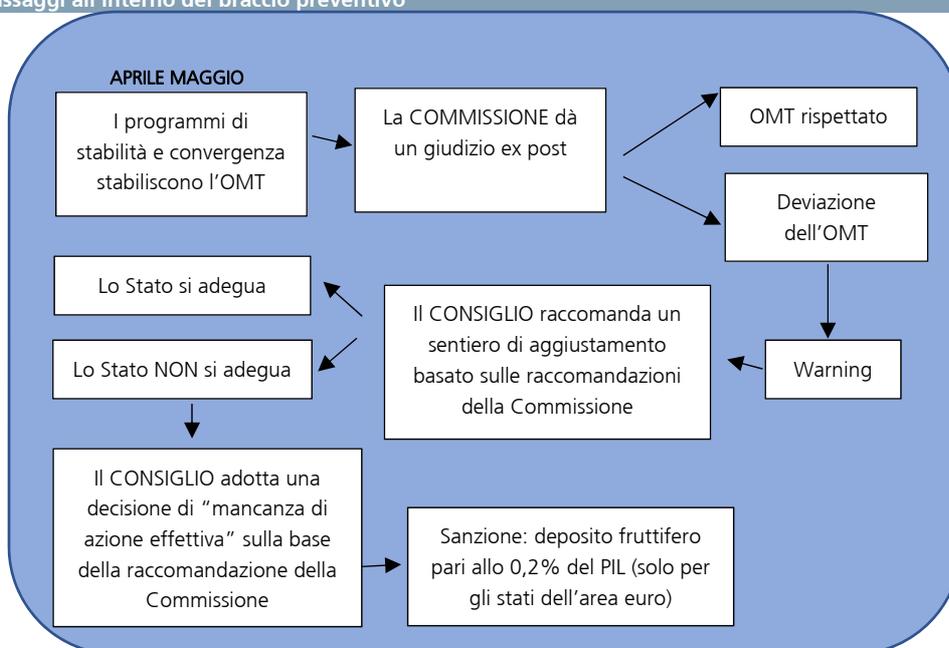
Il Patto di Stabilità e Crescita include anche un "benchmark di spesa", secondo il quale la crescita della spesa pubblica (al netto delle misure discrezionali in materia di entrate) deve essere inferiore al tasso di espansione potenziale del PIL di medio-termine.

I passaggi e le tempistiche

- Il punto di partenza per l'analisi annuale è **verificare se nell'anno in corso lo Stato membro stia rispettando il proprio OMT**, sia ex ante che ex post. Se in base alle previsioni della Commissione lo Stato non rispetta l'obiettivo deve mettere in atto un **piano di aggiustamento** per l'anno stesso.
- La Commissione formula una **valutazione ex post** (*ex post assessment*) e se rileva uno sfioramento significativo rispetto al percorso di aggiustamento verso l'OMT la Commissione può emettere un **avvertimento** (*warning*), come previsto dall'Articolo 121.4 del TFEU, nei confronti del Paese in questione.
- **Entro un mese** dall'avvertimento, il Consiglio, a maggioranza dei suoi membri ad esclusione del Paese sotto esame, può decidere di inviare una **raccomandazione** per una serie di misure correttive da implementare entro una certa scadenza, incluso un nuovo sentiero di aggiustamento verso l'OMT. Queste raccomandazioni saranno basate sull'avvertimento della Commissione e dovranno porre una scadenza **non superiore ai 5 mesi** allo Stato membro per affrontare la deviazione. Se la Commissione giudica la situazione particolarmente seria e necessaria di un'azione repentina la **deadline può essere ridotta a 3 mesi**. Su proposta della Commissione, il Consiglio può rendere pubbliche le raccomandazioni inviate al Paese.
- **Se il Paese non dovesse prendere delle misure adeguate entro la scadenza** definita dal Consiglio, **la Commissione raccomanderà al Consiglio di adottare, a maggioranza qualificata, una decisione che sancisca che nessuna misura effettiva è stata intrapresa**. La Commissione può anche raccomandare al Consiglio di adottare una nuova raccomandazione in base all'articolo 121(4) del TFEU sulle misure appropriate che devono essere prese.

- Se il Consiglio non prende la decisione sulla mancanza di azioni effettive e persiste la mancanza di azioni appropriate da parte dello Stato membro, la Commissione reitererà la raccomandazione al Consiglio di certificare l'assenza di misure effettive **entro un mese** dalla prima raccomandazione (punto precedente). Tale decisione sarà presa da una maggioranza semplice inversa, che significa che la maggioranza degli stati membri deve votare contro la certificazione (dell'assenza di misure effettive) affinché questa non venga certificata.
- **L'adozione della decisione del Consiglio circa l'assenza di misure effettive è l'inizio della procedura sanzionatoria per lo Stato membro.** Entro 20 giorni dalla decisione la Commissione deve emettere una raccomandazione per una nuova decisione del Consiglio che chieda allo Stato in oggetto di predisporre un deposito fruttifero pari allo 0,2% del PIL dell'anno precedente. Anche su questa decisione il Consiglio vota con una maggioranza semplice inversa entro 10 giorni dalla raccomandazione della Commissione. Inoltre, il Consiglio può votare per modificare la raccomandazione della Commissione con una maggioranza qualificata.
- **Il deposito fruttifero è previsto allo 0,2% ma può variare su richiesta dello Stato oggetto della procedura,** se accolta dalla Commissione prima e poi dal Consiglio, fino a diventare nullo.
- Il deposito fruttifero offrirà un interesse che riflette il rischio di credito della Commissione e il periodo del deposito e sarà restituito al Paese in oggetto quando la situazione che ha portato alla decisione di certificare che nessuna misura effettiva è stata intrapresa non esisterà più, su decisione del Consiglio a seguito di una raccomandazione della Commissione.
- A meno di modifiche che dovranno essere prese dal Consiglio a maggioranza qualificata, il deposito diventerà non fruttifero a seguito della decisione del Consiglio circa l'esistenza di un deficit eccessivo, che porti il Paese ad entrare nel braccio correttivo del Patto di Stabilità e Crescita.

Passaggi all'interno del braccio preventivo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo sul Documento "Stability and Growth Pact – An Overview of rules, European Parliament", dicembre 2015

Il braccio correttivo

Il braccio correttivo riguarda invece la cosiddetta "Procedura di disavanzo eccessivo" (EDP), regolata dall'articolo 126 del TFUE, ed è finalizzato a far rientrare i parametri di bilancio pubblico all'interno del perimetro definito al Protocollo 12 del TFUE.

Una peculiarità della EDP è che la parola "deficit" è utilizzata per fare riferimento sia a una situazione di eccessiva necessità di finanziamento (quindi un deficit vero e proprio) sia a un debito superiore al 60% che non stia diminuendo a un ritmo soddisfacente. La procedura è la stessa qualsiasi sia la causa della violazione e la parola deficit è utilizzata per fare riferimento sia a un eccesso di deficit che di debito.

Il braccio correttivo comprende diversi passaggi che vengono intrapresi quando i livelli di deficit o di debito vengono considerati eccessivi.

Ricordiamo che in caso di deficit questo corrisponde a un valore superiore al 3% del PIL, mentre in caso di debito corrisponde a un valore superiore al 60% e qualora non sia in calo a tassi ritenuti soddisfacenti (a una media su tre anni intorno a 1/20 della differenza con il target). Il giudizio sul deficit si basa su dati, programmi di Governo e previsioni, mentre il giudizio sul debito deve essere confermato dai dati per far scattare la procedura. La Commissione si impegna a preparare un rapporto ogni qualvolta rilevi il rischio di un deficit/PIL superiore al 3% in base alle proprie previsioni, oltre che nel caso in cui il limite massimo sia superato nei fatti o nel programma di Governo dello Stato in esame.

Le previsioni della Commissione assumono un ruolo cruciale nei diversi step della EDP. In particolare, nella valutazione iniziale per aprire la procedura, lo sfioramento del tetto del deficit viene considerato temporaneo se è previsto rientrare al di sotto del valore di riferimento con il concludersi di un evento esogeno inatteso (*unusual event*) e/o di una severa recessione economica sulla base delle previsioni della Commissione. Le previsioni della Commissione, che sono a politiche invariate (*no policy change assumption*), servono anche per formulare le raccomandazioni della Commissione in quanto "quantificano" di fatto la correzione necessaria.

Se la Commissione giudica che un deficit eccessivo esiste o si può verificare, questa (1) trasmette un parere allo Stato membro (Art 126(5) TFEU), (2) prepara la proposta per una decisione del Consiglio in base all'articolo 126(6) TFEU e infine (3) formula una raccomandazione (Art 126(7) TFEU) che stabilisce un limite di tempo entro il quale il Paese deve tornare ad essere in regola in termini di deficit e debito. La raccomandazione comprende target annuali per il deficit sia in termini nominali che strutturali, legati a un sottostante scenario macroeconomico elaborato sulla base delle previsioni della Commissione. Viene anche fornita una quantificazione delle misure necessarie per ottenere gli obiettivi (ammontare totale della manovra da intraprendere).

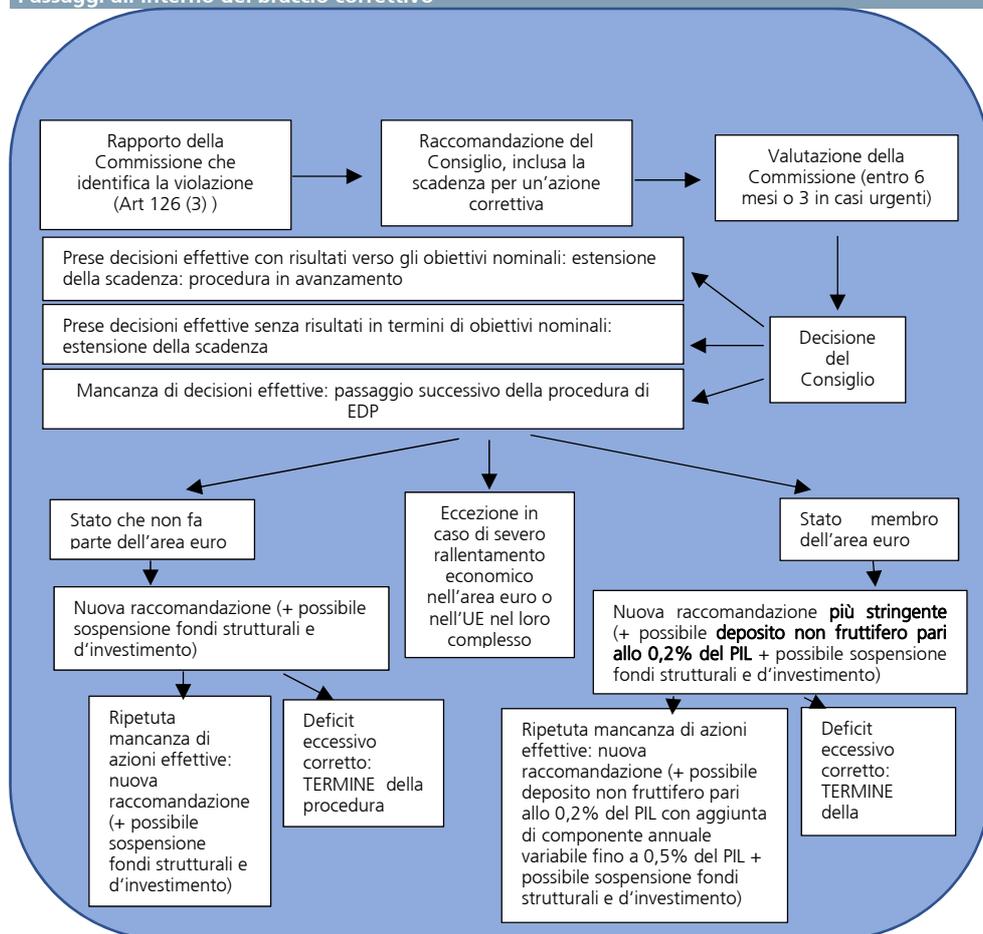
L'inizio della procedura prevede una raccomandazione del Consiglio affinché lo Stato membro prenda delle decisioni in modo da correggere il deficit eccessivo entro un determinato arco temporale. Secondo la normativa la *deadline* deve essere entro 6 mesi, entro 3 mesi se la situazione è giudicata particolarmente seria. La Commissione può anche raccomandare al Consiglio la richiesta di un deposito non fruttifero da parte dello Stato in oggetto, se già era stato corrisposto in forma fruttifera durante le fasi di braccio preventivo o se giudica il non rispetto degli obiettivi europei particolarmente grave.

Il Consiglio e la Commissione monitorano su base regolare le azioni decise dallo Stato in oggetto e valutano se sta intraprendendo le azioni effettive necessarie o se è necessario passare allo step successivo. I passaggi successivi implicano richieste più stringenti e sanzioni finanziarie. Il Consiglio può chiedere allo stato di pubblicare ulteriori informazioni prima dell'emissione di

titoli di debito, invitare la Banca Europea per gli Investimenti a modificare la politica creditoria verso il Paese, sospendere i fondi strutturali e di investimento europei e imporre un deposito non fruttifero pari allo 0,2% del PIL dell'anno precedente. Le sanzioni entrano in vigore, su proposta della Commissione, a meno che, come durante la procedura preventiva, il Consiglio non la rigetti a maggioranza qualificata dei suoi membri. Tali sanzioni possono essere rafforzate, aggiungendo una componente variabile per un totale fino a 0,5% del PIL, o abrogate in base a come il Paese interessato agisca o meno in linea con le raccomandazioni indicate.

La procedura viene interrotta quando il deficit eccessivo è corretto in maniera duratura in base alle previsioni della Commissione e la correzione è confermata dai dati effettivi. In ogni caso, l'interruzione della procedura richiede che la correzione del deficit sia, oltre che duratura, anche in linea con la regola relativa al sentiero del debito su una base *forward looking*. La decisione di interruzione viene presa dal Consiglio a maggioranza qualificata su raccomandazione della Commissione.

Passaggi all'interno del braccio correttivo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo sul Documento "Stability and Growth Pact – An Overview of rules, European Parliament", dicembre 2015

Italia: a che punto siamo?

L'Italia rispetto al braccio preventivo

L'Obiettivo di Medio Termine (OMT) corrisponde, nel caso italiano, al pareggio di bilancio.

Nell'ultima raccomandazione, all'interno del braccio preventivo, rilasciata dalla Commissione e datata 23 maggio 2018, dato l'elevato livello di debito pubblico, si richiedeva un aggiustamento del saldo strutturale di bilancio pari allo 0,6% del PIL all'anno nel 2019. Invece **nel documento programmatico di bilancio pubblicato in ottobre il Governo prevede, per il 2019, una crescita del disavanzo strutturale dello 0,8% del PIL, una deviazione di 1,4pp dalle raccomandazioni della Commissione.**

Anche il tasso di crescita della spesa risulta superiore al ritmo indicato dal benchmark di riferimento di 1,1pp solo nel 2019. Dal 2016 il percorso di riavvicinamento richiesto dalla Commissione Europea non è mai stato interamente rispettato ma è sempre stata concessa una certa dose di flessibilità e la deviazione rispetto alle correzioni previste è sempre stata inferiore allo 0,5% annuo (o lo 0,25% in media su due anni), che rappresenta la soglia oltre la quale la Commissione può far partire le procedure previste sotto il braccio preventivo del Patto di Stabilità e Crescita, seguendo il percorso indicato nel Regolamento 1173/2011.

Sulla base delle recenti previsioni della Commissione, anche nel 2018 il percorso di aggiustamento verso l'OMT non risulterebbe rispettato, ma la deviazione rispetto alle indicazioni della Commissione rimane comunque al di sotto dello 0,5% annuo necessario per innescare la procedura di "significativa deviazione". Invece, le previsioni per il prossimo biennio avrebbero potuto offrire i presupposti per l'apertura della procedura preventiva in quanto sia la deviazione dal percorso di aggiustamento suggerito che la divergenza dal benchmark di spesa supererebbero ampiamente le soglie annuali e biennali concesse. D'altra parte, la procedura correttiva (EDP) prevale rispetto a quella preventiva – ossia uno Stato è soggetto all'analisi descritta nel braccio preventivo se non è già soggetto a un'analisi e a un controllo (più stringente) del braccio correttivo. Questa è di fatto stata la scelta della Commissione che il 21 novembre ha deciso di fare il primo passo verso la richiesta di apertura di una procedura di infrazione per deficit eccessivo nei confronti dell'Italia, citando tuttavia tra le motivazioni anche il mancato rispetto delle correzioni richieste verso l'OMT per l'anno in corso.

Italia – OMT: richieste della UE e piani del Governo				
OMT	2016	2017	2018	2019
Indebitamento netto	-2,5	-2,4	-1,8	-2,4
OMT	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo strutturale	-0,9	-1,1	-0,9	-1,7
Variazione annuale del saldo strutturale	-0,7	-0,2	0,2	-0,8
Variazione richiesta del saldo strutturale (corretta per le clausole di flessibilità e di eventi non usuali)	-0,6	0,1	0,3	0,6
Deviazione del saldo strutturale dalla var. richiesta (<0,5pp)	-0,4	-0,3	-0,1	-1,4
Variazione media su due anni del saldo strutturale	-0,3	-0,5	-0,3	
Variazione media su due anni del saldo strutturale richiesta	-0,3	-0,2	0,5	
Deviazione del saldo strutturale dalla var. media a 2 anni richiesta (<0,25pp)	0,0	-0,3	-0,7	
Regole di spesa	2016	2017	2018	2019
Tasso di crescita aggregato di spesa di riferimento (in term. reali fino al 2017, nominali dal 2018)	2,2	1,3	0,0	1,4
Benchmark di spesa (in termini reali fino al 2017, nominali dal 2018)	1,3	-0,4	0,5	0,1
Deviazione dalla variazione annuale richiesta (<0,5pp)	0,1	-0,3	-0,3	-1,1
Deviazione media a due anni (<0,25pp)	0,3	-0,1	-0,7	

Fonte: Tavola III.6, Nota di aggiornamento Documento di economia e finanza 2018, pag. 49.

L'Italia rispetto al braccio correttivo

La Commissione Europea ha raccomandato l'apertura di una procedura d'infrazione per deficit eccessivo (EDP) nei confronti dell'Italia, in quanto ha rilevato una violazione della regola sul debito per l'anno 2017.

Più in dettaglio nel 2017 il rapporto debito/PIL era al 131,2% del PIL da 131,4% dell'anno precedente. Il ritmo di aggiustamento verso il target è pertanto ben lontano rispetto a quanto richiesto dai trattati (riduzione di 1/20 della differenza tra livello effettivo e target). Infatti, nel caso italiano la differenza fra il rapporto debito/PIL e il target del 60% è pari a 131,2% meno 60%, ossia 71,2% il cui ventesimo è 3,55% annuo. Questo ritmo su una media di tre anni significherebbe un calo fino a circa il 120% entro il 2020, mentre le previsioni puntano a 126,7% secondo il Governo e 131,1% secondo la Commissione.

Negli ultimi anni il Paese è sempre riuscito a evitare l'avviamento di una procedura di infrazione in quanto la Commissione ha riconosciuto l'aderenza, o meglio, la mancata violazione del percorso di aggiustamento verso l'OMT, le riforme strutturali implementate e condizioni macroeconomiche meno favorevoli. Dopo la chiusura dell'ultima procedura di deficit eccessivo nel giugno 2013, ogni anno a partire dal 2015 la Commissione ha sempre preparato il rapporto preliminare che, ai sensi dell'Articolo 126(3) del TFUE, corrisponde allo step propedeutico per l'apertura di una procedura di deficit eccessivo. Nel 2015 e nel 2016 la Commissione ha confermato il rispetto del criterio del deficit, mentre è stato riconosciuto il mancato rispetto del criterio del debito. Si è comunque deciso di non proseguire nella procedura riconoscendo i progressi in atto in termini di riforme strutturali e di avvicinamento verso l'OMT. Nel gennaio del 2017, secondo le stime di inverno, si è ritenuto che i progressi, soprattutto sul fronte dell'OMT, non fossero soddisfacenti e, invece di aprire una procedura, sono state richieste misure aggiuntive. La risposta del Governo non ha soddisfatto completamente la Commissione ma si è deciso di posticipare la decisione per l'eventuale inizio della procedura di infrazione solo dopo le stime di maggio (*spring forecast*), tenendo in considerazione i dati finali relativi al 2016 e l'effettiva implementazione delle nuove misure da parte del Governo. La decisione finale è stata di non intraprendere la procedura correttiva (storicamente non è mai stata veramente implementata una procedura di infrazione nel caso di un rapporto debito/PIL superiore al 60% a fronte di un disavanzo inferiore al 3%).

Con il primo atto formale per la richiesta di apertura della procedura per deficit eccessivo comunicato il 21 novembre, la Commissione definisce tale richiesta necessaria perché i piani fiscali italiani per il 2019 rappresentano un cambiamento sostanziale nei fattori rilevanti analizzati dalla Commissione lo scorso maggio. L'analisi presentata in questa nuova relazione (ai sensi dell'Articolo 126 (3) del Patto di Stabilità e Crescita) comprende la valutazione di tutti i fattori relativi alle prospettive di finanza pubblica dell'Italia e in particolare:

1. **il fatto che le condizioni macroeconomiche**, nonostante i rischi al ribasso recentemente intensificati, **non possono essere considerati una giustificazione** (*event of severe economic downturn*) per la mancata riduzione del debito, dato che la crescita del PIL nominale supera il 2% dal 2016;
2. il fatto che i **programmi del Governo rappresentano una "marcata retromarcia" sulle riforme strutturali** che hanno favorito la crescita del passato, in particolare le passate riforme pensionistiche;
3. **il rischio identificato di deviazione significativa dal percorso di aggiustamento raccomandato verso l'obiettivo di bilancio a medio termine nel 2018** (pareggio di bilancio strutturale in caso dell'Italia) e la non conformità particolarmente grave per il 2019 rispetto alla raccomandazione indirizzata all'Italia dal Consiglio il 13 luglio 2018. In questo

passaggio la Commissione fa riferimento al braccio preventivo del Patto di Stabilità e Crescita.

Nel complesso, conclude la Commissione “l'analisi suggerisce che il criterio del debito come definito nel trattato dovrebbe essere considerato non rispettato e che quindi è giustificata una procedura per disavanzo eccessivo basata sul debito”.

Il rapporto della Commissione deve essere sottoposto in prima battuta al Comitato per gli Affari Economici e Finanziari che deve esprimere un parere entro due settimane, a seguito del quale la Commissione può indirizzare un parere all'Italia e una raccomandazione più ampia al Consiglio Europeo circa la necessità di aprire la procedura, la tempistica concessa per la correzione e i target annuali di debito, deficit e spesa per rendere effettivo il sentiero di rientro.

Proprio in relazione alla tempistica, la definizione di “bilancio particolarmente a rischio di seria violazione” potrebbe aprire la strada alla richiesta da parte della Commissione, dopo l'apertura ufficiale della procedura da parte del Consiglio, di una **tempistica più stringente (entro tre mesi)** entro la quale l'Italia intraprenda un'azione effettiva di correzione del bilancio.

Stime della Commissione UE e della Nota di aggiornamento al DEF a confronto						
	PIL (var. % annue)		Bilancio pubblico/PIL		Debito/PIL	
	NADEF	Comm. UE	NADEF	Comm. UE	NADEF	Comm. UE
2018	1,2	1,1	-1,8	-1,9	130,9	131,1
2019	1,5	1,2	-2,4	-2,9	130,0	131,0
2020	1,6	1,3	-2,1	-3,1	128,1	131,1
2021	1,4	ND	-1,8	ND	126,7	ND

Nota: ND= non disponibile. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su NADEF e Previsioni d'Autunno della Commissione Europea

La posizione del Governo italiano

Rispetto all'avvio dell'iter che potrebbe portare alla procedura per deficit eccessivo, il Governo italiano ha risposto con una dichiarazione formale del ministro del Tesoro Tria in data 22 novembre, in cui si sottolinea come il bilancio programmatico italiano assicuri il totale controllo dei nostri conti pubblici, nei limiti della moderata politica espansiva resa necessaria dal rallentamento dell'economia europea ed italiana. Il Governo si dice altresì convinto che la manovra prevista per il 2019 garantisca in ogni caso anche l'obiettivo della riduzione del rapporto debito/PIL. Tria sottolinea anche che la drammatizzazione del dissenso tra Italia e Commissione Europea danneggi l'economia italiana e di conseguenza l'economia europea e che il Tesoro si impegna a continuare il dialogo con la Commissione alla ricerca di una soluzione condivisibile nell'interesse reciproco. L'intervento di Tria, dopo la scelta della Commissione di avviare il primo passo verso l'apertura della procedura d'infrazione, sottolinea l'obiettivo finale della manovra lasciando aperta la porta al dialogo. Una risposta più esaustiva ai rilievi della UE, che al momento resta la posizione ufficiale del Governo, era stata peraltro inviata lo scorso 13 novembre. Allora il Tesoro aveva risposto ai rilievi della Commissione Europea del 30 ottobre evidenziando che la manovra “non espone a rischi la stabilità dell'Italia né degli altri paesi dell'Unione Europea”. Il punto centrale della tesi del Governo consiste nel rilancio della crescita che sarà ottenuto anche grazie alla manovra presentata. Viene inoltre sottolineato il ruolo delle riforme strutturali nel migliorare la fiducia di cittadini, imprese e investitori: “Grazie all'espansione fiscale, alle riforme introdotte, al rilancio degli investimenti e alla riduzione del carico fiscale sulle piccole imprese, la manovra consentirà di conseguire un tasso di crescita superiore a quello tendenziale e di recuperare parzialmente il divario rispetto agli altri Paesi europei”. Inoltre, il Governo afferma che la manovra è stata costruita sulla base del quadro macroeconomico tendenziale e non tiene conto della crescita programmata. Questa impostazione viene definita prudenziale in quanto introduce una sorta di cuscinetto di salvaguardia contro il deterioramento dei saldi di bilancio, anche nel caso in cui gli obiettivi di

crescita non siano pienamente conseguiti. Sempre nella risposta del 13 novembre, confermando l'impianto strutturale della manovra, in termini di rilancio della crescita, incremento delle risorse relative agli investimenti pubblici, reddito di cittadinanza e attenuazione delle "rigidità e vincoli" del sistema pensionistico, il Governo risponde ai rilievi sulla mancata discesa del rapporto del debito/PIL annunciando l'innalzamento all'1% dell'obiettivo di dismissione del patrimonio pubblico. Nel complesso, quindi, il Governo italiano è consapevole del mancato rispetto del Patto di Stabilità e Crescita ma lo ritiene un passo necessario per il sostegno alla crescita del Paese. Oltre a confermare il ruolo dell'Italia nell'area dell'euro, il Governo si impegna ad adottare le misure necessarie a correggere eventuali scostamenti dagli obiettivi di bilancio, sottolineando come il livello di deficit al 2,4% sia da considerarsi un limite invalicabile.

Sempre il 22 novembre ha indirettamente risposto alla Commissione Europea anche il Primo Ministro Conte di fronte alla Camera dei Deputati, anticipando alcune linee di indirizzo di quella che sarà la prima replica offerta all'Italia nell'iter che porta all'avvio della procedura. Il Governo infatti potrà formulare, all'incirca tra un mese, a beneficio dell'Ecofin nuove osservazioni in merito alla raccomandazione della Commissione (si veda il Box alla fine del documento per l'elenco dei prossimi passaggi). Il Premier ha sottolineato ancora gli effetti della manovra sulla crescita attraverso un'attesa accelerazione degli investimenti, della produttività e del reddito potenziale e ha fatto cenno a una possibile rimodulazione di alcuni interventi previsti dalla legge di bilancio, se dal confronto parlamentare dovessero emergere indicazioni che possono accrescere gli effetti positivi delle misure sulla crescita, senza tuttavia alterarne ratio e contenuti. Conte ha anche sottolineato come nella manovra siano contenute alcune azioni in linea con le raccomandazioni dell'Ecofin del 13 luglio scorso, in particolare in materia di politiche attive del lavoro, potenziamento della ricerca, riduzione dei tempi della giustizia e riduzione dell'economia sommersa. Per converso, Conte ha affermato che il Governo non ha accolto le raccomandazioni in materia di aggiustamento strutturale, perché non compatibili con lo Stato congiunturale dell'economia domestica e con il disegno di politica economica del Governo. Il Primo Ministro ha anche delineato la strategia del Governo nell'ipotesi in cui l'Ecofin dovesse decidere di aderire alla raccomandazione della Commissione, affermando che in questo caso l'obiettivo sarà chiedere tempi di attuazione delle misure richieste dalla UE "molto distesi" (cercando pertanto di evitare almeno il carattere di urgenza, che porta la tempistica per un'azione effettiva da sei a tre mesi) "in modo da consentire alla manovra economica di produrre i suoi effetti sulla crescita e, grazie a questo, di ridurre il debito pubblico".

Conclusioni

La procedura d'infrazione per deficit eccessivo è un iter molto complesso che trae origine dal Patto per la Stabilità e la Crescita, l'insieme di norme che regolano il coordinamento delle politiche di bilancio dei paesi membri dell'Unione Europea al fine di assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche. Originariamente formulato in modo più semplificato, il pacchetto di controlli preventivi e consuntivi si è rafforzato in seguito a eventi destabilizzanti per l'Unione economica e monetaria, come la crisi greca iniziata nel 2010. La ratio alla base di un controllo capillare delle politiche fiscali dei paesi, soprattutto quelli appartenenti all'area valutaria comune, consiste nella **necessità di evitare divergenze eccessive nella dinamica dei conti pubblici**, con conseguenze potenzialmente destabilizzanti per l'intera area euro.

E' indubbio che tali limitazioni rappresentino un vincolo nell'attuazione di politiche economiche espansive se non giustificate da condizioni economiche recessive, ma il principio ispiratore consiste nella necessità di relativa convergenza dei conti pubblici in un'area valutaria comune. **La proposta franco-tedesca di istituzione di un fondo (un'evoluzione dell'ESM) dedicato a interventi di stabilizzazione macroeconomica di Paesi in difficoltà con risorse europee rappresenta un importante passo in avanti nella direzione del completamento dell'UEM**, ancora priva di una

completa integrazione prevalentemente in ambito fiscale e finanziario (Unione bancaria, Unione del mercato dei capitali).

Nel caso dell'Italia il livello persistentemente elevato del debito rappresenta la spada di Damocle in un percorso di aggiustamento dei conti pubblici che è stato significativo nel corso degli ultimi 10 anni, con un deficit/PIL passato dal 5,3% del 2009 al 2,4% del 2017 e all'1,9% stimato dalla Commissione Europea per il 2018. L'interruzione di tale percorso virtuoso, che aveva reso accettabile il livello elevato del debito nel giudizio della Commissione, ha giustificato il cambiamento di rotta che ha portato all'avvio della procedura per deficit eccessivo (sulla base dell'elevato debito e della contestuale previsione di aumento del deficit).

Come evidenziato nelle sezioni precedenti, il processo sanzionatorio potrebbe richiedere diversi mesi (almeno 6, se la *deadline* non fosse ridotta a 3 per motivi di urgenza) prima di essere applicato. Inoltre tutti gli step, sia nel braccio preventivo che in quello correttivo, prevedono una dialettica intensa tra Commissione, che di fatto formula le raccomandazioni, Consiglio, che prende le decisioni effettive con diverse composizioni di maggioranza in base alla fase del processo in atto, e Stato coinvolto che è tenuto a rispondere. Tale dialettica, seppur definita dentro binari normativi piuttosto precisi, lascia spazio ad ampi margini di incertezza in termini di tempistica, sanzioni e di esito delle trattative stesse.

Un ruolo centrale in prospettiva sarà svolto anche dai mercati e dal giudizio implicito che essi daranno alla sostenibilità del debito pubblico in presenza di un aumento del deficit. L'eventuale volontà del Governo di modificare almeno parzialmente l'impianto della legge di bilancio e l'andamento della crescita economica nei prossimi trimestri rappresentano i fattori chiave nella definizione dello scenario dell'Italia per il 2019.

Le prossime scadenze in calendario per l'Italia

- 3-4 dicembre: incontri dell'Eurogruppo e dell'Ecofin per ulteriori analisi delle Manovre economiche dei paesi membri, Italia compresa.
- Entro il 5 dicembre (a due settimane dal rapporto della Commissione): opinione del Comitato Economico e Finanziario sul rapporto della Commissione sull'Italia, come previsto dall'Art. 126(4) del TFUE.
- In seguito all'opinione del Comitato la Commissione dovrebbe preparare una proposta per la decisione del Consiglio in base all'Art. 126(6).
- 13-14 dicembre: incontro del Consiglio Europeo.
- Entro la fine del 2018: approvazione della Legge di bilancio da parte del Parlamento italiano.
- 22 gennaio 2019 (data da confermare): voto da parte del Consiglio dell'Ecofin per l'effettiva apertura della Procedura di Deficit Eccessivo. Se approvata, il Consiglio stabilirà il limite di tempo (3 o 6 mesi) entro cui l'Italia dovrà prendere le decisioni per correggere gli squilibri e fornirà una serie di raccomandazioni, come da Art. 126(7). Le raccomandazioni del Consiglio non saranno rese pubbliche.
- 11 febbraio 2019 (da confermare): nel caso in cui si dovesse considerare il caso sotto esame come particolarmente serio, la Commissione potrebbe raccomandare al Consiglio l'applicazione di una prima sanzione pecuniaria. Altrimenti non dovrebbero essere previste ulteriori sanzioni.

- Entro il 22 aprile 2019 (o entro il 22 luglio in caso di situazione giudicata particolarmente seria): il Governo del paese membro dovrebbe rilasciare un rapporto pubblico sulle misure correttive intraprese.
- 14 maggio 2019 (da confermare): nel caso il giudizio della Commissione sul rapporto del Governo dovesse risultare negativo, il Consiglio può determinare l'assenza di azioni effettive e può proporre la sospensione dei fondi strutturali e d'investimento.
- 26 maggio 2019: elezioni europee.
- Entro il 3 giugno 2019 (da confermare): la Commissione, nel caso in cui si fosse determinata l'assenza di azioni effettive, potrebbe raccomandare l'imposizione di una sanzione pari a 0,2% del PIL.
- 20-21 giugno 2019 (da confermare): incontro del Consiglio Europeo.
- 9 luglio 2019 (entro due mesi dalla decisione di mancanza di azioni effettive): incontro dell'Ecofin, il Consiglio può esprimere raccomandazioni più stringenti in base all'Art. 126(9).
- Entro ottobre 2019: pubblicazione, da parte del Paese sotto esame, di rapporti a scadenze regolari (ogni 3 o 6 mesi) per informare la Commissione sugli sviluppi fiscali.
- Entro 9 novembre 2019: possibile inasprimento delle sanzioni in caso di assenza prolungata di azioni correttive da parte dello Stato membro, come da Art. 126(11).
- Dal 2020: ogni anno successivo a quello in cui è stata imposta la prima sanzione si richiede un'ulteriore analisi delle misure implementate dal Paese con un possibile inasprimento delle sanzioni.

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Il presente documento è anche distribuito da Banca IMI, banca autorizzata in Italia e soggetta al controllo di Banca d'Italia e Consob per lo svolgimento dell'attività di investimento, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

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, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

La pubblicazione 'Focus' viene redatta senza una cadenza predefinita per analizzare temi di particolare interesse e che possono variare a seconda delle circostanze. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 21.11.2018.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia e verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet di Banca IMI (<http://www.bancaimi.prodottiequotazioni.com/Studi-e-Ricerche>) e di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.com/it/persone-e-famiglie/mercati.html>).

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp

Note Metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/contentData/view/link?id=CNT-05-0000004DF584>.

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 in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti e alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni,

all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario 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.

Certificazione dell'analista

L'analista che ha predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo sono riportati nella prima pagina del documento, dichiara che:

- (a) le opinioni espresse sulla Società citata nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'analista;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Altre indicazioni

1. Né l'analista né qualsiasi altra persona strettamente legata all'analista hanno interessi finanziari nei titoli della Società citata nel documento.
2. Né l'analista né qualsiasi altra persona strettamente legata all'analista operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nella Società citata nel documento.
3. L'analista citato nel documento è socio AIAF.
4. L'analista citata nel documento non riceve bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e 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 Banca IMI e/o 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 Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice
Responsabile Retail Research
Paolo Guida

Analista Azionario
Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario
Serena Marchesi
Fulvia Risso

Analista Valute e Materie prime
Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi