

Focus Germania

Elezioni politiche in Germania: sfida all'ultimo voto

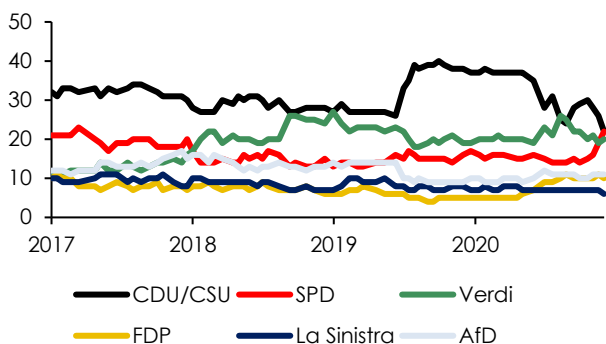
L'incertezza che caratterizza le elezioni federali tedesche del 26 settembre rende ancora possibili svariati scenari di coalizione. La sfida per diventare il prossimo cancelliere sarà tra i leader dei conservatori e dei socialdemocratici; tuttavia, una campagna elettorale fortemente incentrata sul tema della "sostenibilità" può favorire un recupero in extremis dei Verdi. Non ci aspettiamo significativi cambiamenti sul fronte della politica fiscale del futuro Governo, che sarà lievemente più espansiva. Per quanto concerne la politica europea, la forte presenza di Verdi e SPD nel nuovo esecutivo potrebbe favorire il processo di maggiore integrazione tra Paesi membri dell'UE.

Il panorama politico tedesco è diventato più fluido nell'ultimo biennio a causa di diversi fattori. Dal lato dell'offerta, i due principali partiti, la CDU/CSU e la SPD, hanno vissuto un calo degli iscritti e un allontanamento degli elettori, di cui hanno beneficiato formazioni politiche relativamente più giovani. Il principale partito tedesco, CDU/CSU, vive un momento di crisi fisiologica legata alla fine del ciclo politico del premier uscente Angela Merkel. Alcune scelte prese durante la crisi pandemica e la leadership debole del suo nuovo segretario, Armin Laschet, hanno accelerato la fuga dei consensi. La maggiore centralità dei temi ambientali ha favorito la crescita dei Verdi, che, tuttavia, scontano l'assenza di esperienza di governo. Dal lato della domanda, un elettorato meno ideologizzato, soprattutto nelle nuove generazioni, ha rafforzato l'effetto sostituzione tra forze politiche. In questo contesto, i sondaggi suggeriscono che la competizione per il posto di Cancelliere sarà fra Armin Laschet, leader dei cristiano-democratici della CDU/CSU, Annalena Baerbock, leader dei Verdi, e Olaf Scholz, leader dei socialdemocratici della SPD, mentre i segretari degli altri partiti in lizza (AfD, FDP, Sinistra) appaiono fuori dai giochi. La differenza nei sondaggi tra i tre è stretta e i risultati delle elezioni non sembrano essere scontati come negli anni passati.

Coalizioni di governo

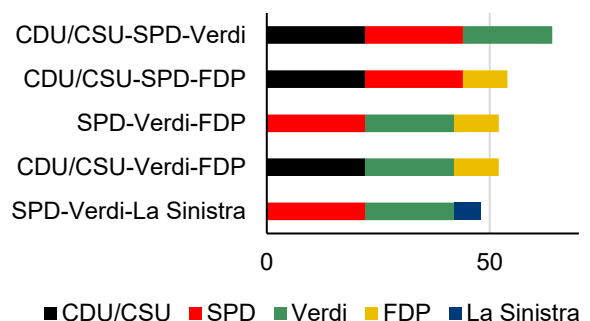
Il sistema elettorale tedesco è sostanzialmente un proporzionale con soglia di sbarramento al 5%, in cui la distribuzione del voto degli elettori rispecchia verosimilmente i seggi in Parlamento. L'incertezza che caratterizza le elezioni di questo autunno apre il campo a scenari di coalizione molto diversi, i quali non includono, però, il partito di estrema destra AfD, considerato dai politologi fuori dai giochi. Le possibili coalizioni di governo sono cinque:

Fig. 1 – Sondaggi elettorali



Fonte: elaborazioni ISP su dati Wahlrecht.de

Fig.2 – Ipotesi di coalizioni di governo



Nota: a seconda di quanti voti andranno ai partiti che non superano il 5%, i partiti più grandi potrebbero ottenere più seggi rispetto alla percentuale di consensi. Fonte: elaborazioni ISP su dati Wahlrecht.de

2 settembre 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Aniello Dell'Anno

Economista - Area euro

Andrea Volpi

Economista - Area euro

- **Coalizione “Kenya”, CDU/CSU-SPD-Verdi.** L'attuale frammentazione politica potrebbe portare ad una *Grosse Koalition* allargata ai Verdi. **Questa ipotesi rappresenta il nostro scenario centrale**, con la leadership del governo che sarà contesa tra conservatori e socialdemocratici. In questo caso, la formazione del Governo potrebbe impegnare più tempo del previsto per costruire un equilibrio tra le tre forze politiche. Le parti dovranno superare non poche differenze, in particolare per quanto riguarda (1) la scelta di politica industriale e di politica climatica, (2) il consentire o meno un aumento del deficit per finanziare la spesa per investimenti e (3) la riforma del welfare state;
- **Coalizione “semaforo”, SPD-Verdi-FDP.** Gli ultimi sondaggi hanno segnalato una risalita dei socialdemocratici a discapito dei cristiano-democratici e una sostanziale stabilità dei Verdi. Nell'ipotesi di uno scarto estremamente piccolo tra SPD e CDU/CSU, l'ipotesi di una coalizione tra socialdemocratici, Verdi e liberali (FDP) appare probabile. Un solido asse Verdi-SPD potrebbe incentivare i liberali ad entrare nel Governo e sostituire un partito conservatore che fatica a modernizzarsi;
- **CDU/CSU-SPD-FDP.** Una rottura tra Verdi e socialdemocratici potrebbe portare ad una coalizione tra SPD, conservatori e liberali. Questo scenario, è meno probabile del precedente, perché la SPD difficilmente avrà un potere contrattuale tale da incidere sul programma economico. Non vi è alcun interesse da parte dei socialdemocratici di far parte di un Governo ancorato a destra;
- **Coalizione “Giamaica”.** Questa coalizione includerebbe il partito democristiano CDU/CSU, i Verdi e i liberali. Questa opzione trova il favore della CDU e dei liberali ma risulta fortemente osteggiata dall'ala sinistra del partito dei Verdi, che potrebbero vedere le proprie istanze fortemente diluite;
- **Verdi-SPD-Sinistra.** Questa è un'opzione gradita sia ai socialdemocratici, sia all'ala sinistra del partito dei Verdi e rappresenta il peggior scenario per il partito conservatore. Ad ogni modo, questa coalizione, anche se amministra alcune regioni tedesche, risulta poco probabile a livello federale, sia per la difficoltà a trovare una maggioranza in Parlamento, che per le posizioni in politica estera (uscita dalla NATO, vicinanza alla Russia di Putin) e di difesa della sinistra.

Gli scenari possibili, quindi, escludono la presenza nel nuovo esecutivo della destra estrema, mentre risulta improbabile una coalizione completamente sbilanciata a sinistra. Un clima ancora più incerto riguarda, invece, la corsa per la nomina a Cancelliere.

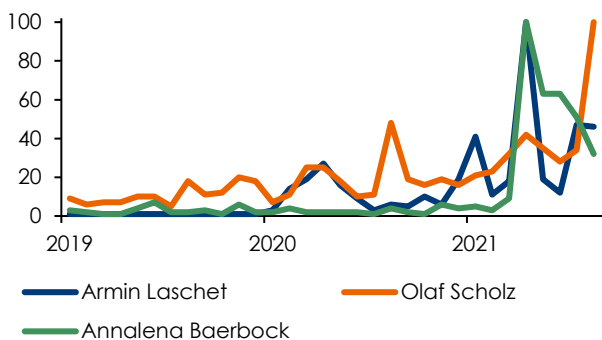
## Il ruolo di candidati e programmi

Il forte recupero nei sondaggi di Olaf Scholz visto in questi ultimi giorni ha di fatto riequilibrato le probabilità di vittoria dei due principali partiti, la CDU/CSU e la SPD. Pertanto, picchi a breve termine nelle preferenze degli elettori potrebbero essere determinanti per il risultato finale, in particolare se coincidono con gli ultimi giorni delle elezioni. Una posizione di vantaggio è però occupata dall'attuale ministro delle finanze socialdemocratico, come si evince dai dati di Google trends di agosto, anche per via della risonanza mediatica della massiccia manovra fiscale tedesca. Tuttavia, Laschet, pur essendo il meno gradito tra i politici in campo, può beneficiare in parte del cosiddetto “effetto esperienza” del partito conservatore. Con riferimento al lavoro di Lee (2001)<sup>1</sup>, anche in Germania troviamo, infatti, la presenza di un “effetto esperienza” di cui generalmente gode il partito di maggioranza di Governo, e che ne aumenta le probabilità di vittoria.

---

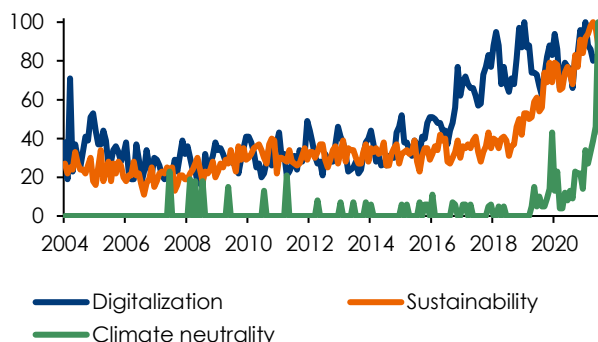
<sup>1</sup> L'autore attraverso un'analisi RD mostra come, negli Stati Uniti, i candidati che vincono di pochi punti le elezioni, e che di conseguenza gli elettori ritengono ideologicamente non differenti dai candidati sconfitti, hanno una probabilità più alta di vincere le tornate elettorali successive. Per maggiori dettagli, vedi [The Electoral Advantage to Incumbency and Voters' Valuation of Politicians' Experience: A Regression Discontinuity Analysis of Elections to the U.S. House, Lee D. S. \(2001\)](#).

**Fig. 3 – Interesse nel tempo per i principali leader politici (100=massimo relativo)**



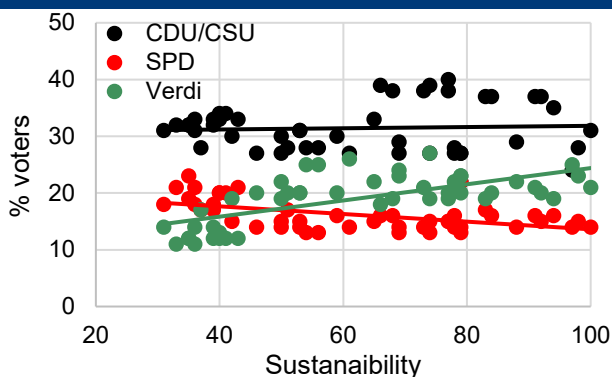
Fonte: Google trends

**Fig. 4 – Interesse nel tempo per digitalizzazione e sostenibilità (100=massimo relativo)**



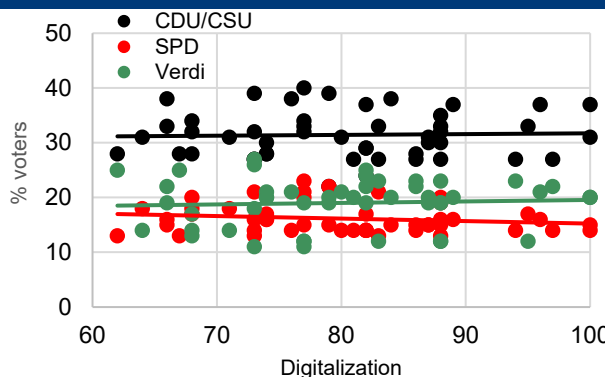
Fonte: Google trends

**Fig. 5 – Regressione lineare tra le percentuali di voto nei sondaggi elettorali e ricerche via Google su sostenibilità**



Fonte: elaborazioni ISP su dati Google trends e Wahlrecht.de

**Fig. 6 – Regressione lineare tra le percentuali di voto nei sondaggi elettorali e ricerche via Google su digitalizzazione**



Fonte: elaborazioni ISP su dati Google trends e Wahlrecht.de

Un ruolo chiave sarà giocato dagli argomenti che saranno trattati più avanti nella campagna elettorale. Tra i temi che potranno impegnare il dibattito politico bisogna citare "digitalizzazione" e "sostenibilità". Tuttavia, dalle regressioni tra dati dei sondaggi dei principali partiti e tendenze segnalate da Google (figure 5 e 6), emerge che solamente i Verdi potrebbero godere di un aumento dei consensi nel caso in cui il tema della sostenibilità acquisisca una forte centralità a poche settimane dal voto. Infatti, mentre le curve di tendenza sono sostanzialmente orizzontali se analizzate rispetto alla digitalizzazione (Figura 6), una campagna elettorale focalizzata su tematiche ambientali (ad esempio "sostenibilità") potrebbe favorire un recupero del partito di Annalena Baerbock, la cui curva di regressione, che indica appunto la relazione tra sondaggi e interesse nell'argomento, è inclinata positivamente.

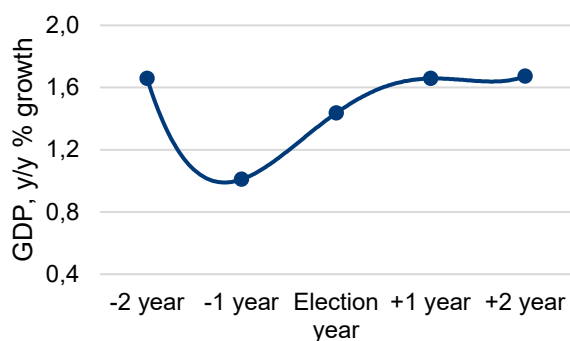
In sintesi, sulla corsa per diventare cancelliere pesano diversi fattori, di breve e medio periodo, che ne aumentano l'incertezza. I leader dei Verdi e dei socialdemocratici potranno trarre giovamento da effetti di breve termine legati alla campagna elettorale, mentre il leader della CDU/CSU potrà contare su fattori di medio periodo ("effetto esperienza"), che, a meno di sorprese, difficilmente forniranno un valore aggiunto in queste ultime settimane.

**I possibili scenari di politica economica**

La composizione politica del futuro governo inciderà sulle politiche dei prossimi quattro anni. I dati storici mostrano come la Germania, a differenza di altre grandi economie, non usi la politica fiscale in maniera discrezionale per favorire il ciclo economico nell'anno delle elezioni, o

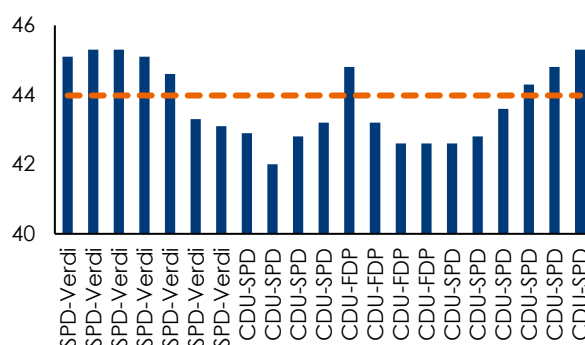
nell'anno antecedente, e guadagnare consenso tra gli elettori. In un momento in cui è centrale il dibattito sugli investimenti in ambiente e digitalizzazione, è utile sottolineare come anche l'andamento della spesa, seppur con opportune differenze tra schieramenti, non sembrerebbe soffrire di un "effetto partigiano"<sup>2</sup> significativo. La spesa pubblica è lievemente più alta nei governi di centro-sinistra, mentre il risultato è misto nelle coalizioni trasversali. In ogni caso, l'effetto è minimo, sia perché il rigore dei conti pubblici è un valore ideologico diffuso nel campo politico tedesco, sia per il rispetto delle regole definite da costituzione e trattati europei.

**Fig. 7 – Nei dati storici non c'è evidenza di Political Business Cycle**



Fonte: elaborazione ISP su dati Refinitiv

**Fig. 8 – Spesa pubblica in relazione al PIL corretta per il ciclo nei vari Governi dal 1999 al 2019**



Fonte: elaborazioni ISP su dati Ameco

I quattro principali partiti tra i quali ci sarà la prossima coalizione di governo pur con delle fisiologiche dissonanze non differiscono in maniera drastica negli obiettivi di politica economica (Tabella 1). Per esempio, le tematiche ambientali occupano un ruolo importante nei manifesti di tutti i partiti che presentano ambiziosi obiettivi di riduzione delle emissioni e di transizione energetica seppur con modalità divergenti sulle modalità e sulla tempistica di raggiungimento. Sono chiaramente i Verdi il partito che fonda il proprio manifesto su tematiche di politica ambientale e che, nell'ipotesi di un'entrata nel governo, ha il maggior interesse a sostenere le politiche più radicali. Il prossimo esecutivo dovrebbe quindi avere un indirizzo "green" anche se è probabile che le proposte più radicali verrebbero comunque drasticamente smorzate in un programma di coalizione congiunto.

Per quanto riguarda invece la politica fiscale, CDU/CSU e FDP sono intenzionati a confermare la norma costituzionale sul "freno al debito" e propongono una riduzione della tassazione per le imprese. I socialdemocratici sono meno conservatori rispetto ai partiti di centrodestra, ma non propugnano modifiche radicali alle regole sul pareggio di bilancio. Anche su questo fronte potrebbe essere la presenza dei Verdi al Governo a favorire un approccio relativamente più espansivo rispetto a quello espresso dalle precedenti Grandi coalizioni. I Verdi propongono infatti l'abolizione del "freno al debito" (ipotesi comunque improbabile in quanto le modifiche costituzionali richiedono una maggioranza qualificata dei 2/3 del parlamento che difficilmente verrà raggiunta) e un programma di investimenti pari al 4% del PIL nei prossimi dieci anni. Anche per quanto concerne la tassazione, SPD e Verdi sono favorevoli a un'imposizione più progressiva e all'introduzione di un'imposta patrimoniale. Come per le questioni ambientali però anche sul piano della politica economica è probabile che le posizioni più radicali vengano ammorbidite nel tentativo di raggiungere un accordo sull'esecutivo.

<sup>2</sup> Con "effetto partigiano" intendiamo l'impatto che l'ideologia partitica può avere sui conti pubblici. Gran parte della letteratura sull'argomento concorda sull'esistenza di differenze significative tra schieramenti politici per quanto concerne spesa, deficit e debito nei paesi sviluppati.

**Il Governo di coalizione che uscirà dalle urne sarà il risultato di un lungo processo di negoziazione tra partiti che saranno costretti a ridimensionare le proprie proposte più ambiziose e radicali per raggiungere un programma condiviso.** Per queste ragioni è probabile che il prossimo esecutivo non si traduca in un capovolgimento paradigmatico della **politica economica tedesca** rispetto al passato, che **dovrebbe quindi restare all'interno dei limiti posti dalla norma sul pareggio di bilancio.** Tuttavia, la composizione della coalizione e i pesi dei vari partiti saranno determinanti per guidarne l'approccio. **Un governo a trazione di centro-sinistra con un forte ruolo dei Verdi potrebbe quindi tradursi in una politica fiscale relativamente più espansiva, soprattutto per quanto riguarda gli investimenti pubblici. Un esecutivo guidato da conservatori e liberali invece potrebbe presentare un approccio di politica fiscale più in linea con il passato e maggiormente focalizzato sulla riduzione della tassazione sulle imprese.**

**Tabella 1 – I manifesti dei principali partiti su alcune selezionate tematiche**

	CDU/CSU	SPD	Verdi	FDP
Politica fiscale	Conferma del freno al debito	Politica fiscale marginalmente più espansiva all'interno delle norme costituzionali con un ritorno al freno al debito dal 2023	Modifica delle regole costituzionali di freno al debito per incrementare gli investimenti pubblici	Conferma del freno al debito, taglio spesa pubblica
Tassazione e politica economica	Taglio tassazione alle imprese. Aumento della no tax area per i "mini-job"	Aumento tassazione per i redditi più elevati, introduzione di una patrimoniale. Aumento salario minimo. Incremento investimenti pubblici	Maggiore progressività della tassazione sui redditi. Introduzione di una imposta sui patrimoni superiori ai 2 milioni. 500 miliardi (4% del PIL) di investimenti nei prossimi 10 anni.	Taglio della tassazione sui redditi e alle imprese.
Politica ambientale	Riduzione delle emissioni di CO2 del 65% (rispetto ai livelli del 1990) entro il 2030 Sostegno al Green Deal Europeo. Eliminazione utilizzo carbone entro il 2038. Estensione delle quote di emissione (ETS) a trasporti ed edifici. Sostegno idrogeno	Riduzione delle emissioni di CO2 del 65% (rispetto ai livelli del 1990) entro il 2030 e dell'88% entro il 2040. Sostegno mobilità sostenibile e sistema ferroviario.	Riduzione delle emissioni di CO2 del 70% (rispetto ai livelli del 1990) entro il 2030. Transizione dai combustibili fossili verso solare ed eolico. Divieto auto a combustione entro il 2030. Eliminazione utilizzo carbone entro il 2030. Aumento costo emissioni CO2 per industrie, trasporti ed edifici	Zero emissioni entro il 2050. Carbon tax. Sostegno idrogeno.
Politiche migratorie	Maggiori controlli per l'immigrazione. Limiti ai ricongiungimenti familiari. Deportazione immigrati irregolari senza status di rifugiati	Maggiore cooperazione a livello internazionale per la gestione delle crisi migratorie.	Posizione generalmente favorevole all'immigrazione	Sistema migratorio "a punti". Cooperazione a livello europeo per l'accoglienza dei rifugiati.

Fonte: Intesa Sanpaolo

Per quanto riguarda invece le posizioni nei confronti dell'Unione Europea (Tabella 2), tutti i principali partiti si fondano su una base europeista e i sondaggi elettorali evidenziano come i consensi degli euroscettici (AfD) si siano ridimensionati rispetto alle precedenti elezioni. Tuttavia, solo i Verdi e i liberali del FDP spingono per una maggiore integrazione a livello comunitario con possibilità di riforma dei trattati europei attraverso una nuova conferenza sul futuro dell'Unione. Tra i punti di contatto però si segnala come tutti i partiti siano favorevoli a un'estensione delle competenze del Parlamento Europeo anche attraverso la formalizzazione del sistema dello "Spitzenkandidaten" (la presidenza dell'esecutivo comunitario viene assegnata al candidato principale del partito europeo che ha ottenuto il maggior numero di seggi in parlamento) che

permetterebbe una maggiore legittimazione democratica delle istituzioni comunitarie; solo Verdi e FDP supportano però la creazione di vere e proprie liste elettorali transnazionali. Sul fronte della politica economica, invece, soltanto i Verdi sono favorevoli a un ampliamento del bilancio europeo con l'introduzione di una tassazione comunitaria (plastic, carbon, digital e financial transaction tax). Anche gli altri partiti, ad eccezione del FDP, non sono contrari in linea di principio all'introduzione di imposte comunitarie ma limitate solo ad alcuni settori, come quello delle transazioni finanziarie oppure per le Big Tech. Decisamente più divergenti invece le posizioni dei quattro partiti sul futuro del Recovery Fund: solo i Verdi infatti sono favorevoli ad una sua estensione in uno strumento finalizzato a favorire gli investimenti in aree di importanza strategica. Decisamente più ambigua invece la posizione del SPD che vede in NGEU un generico strumento per permettere una maggiore integrazione e la creazione di una vera e propria unione fiscale, senza però offrire indicazioni dettagliate. Ben più chiare invece le intenzioni di CDU/CSU e di FDP, contrari a ipotesi di mutualizzazione del debito e alla trasformazione della Recovery and Resilience Facility in uno strumento permanente. CDU/CSU e FDP presentano infatti un approccio conservativo per quanto riguarda il controllo delle politiche fiscali che rispecchia la loro posizione anche in materia di politica economica interna: i due partiti sono infatti favorevoli a un rientro in vigore del Patto di Stabilità e Crescita (PSC) al termine dell'emergenza sanitaria con l'introduzione anche di maggiori sanzioni per gli Stati membri che non rispettano le norme e l'istituzione di una procedura d'insolvenza. Verdi e SPD invece sono favorevoli a una riforma del PSC in senso più anticiclico e finalizzato a proteggere gli investimenti pubblici anche nei paesi con limiti di spazio di manovra fiscale. Infine, sia Verdi che FDP propongono una riforma del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) ma con posizioni trasversalmente differenti: il FDP vuole trasformare il MES in un vero e proprio "Fondo Monetario Europeo" con maggiori poteri di controllo sugli stati; al contrario i Verdi propongono di dare al MES il potere di offrire fondi a breve termine senza condizionalità per contrastare i rischi di speculazione finanziaria.

In sintesi, **il prossimo governo tedesco sarà europeista** ma la composizione potrebbe modificarne il posizionamento su alcune tematiche cruciali. Anche nel caso di una coalizione guidata da CDU/CSU **un immediato ritorno alle regole fiscali pre-COVID o un loro inasprimento appare comunque poco probabile in uno scenario post-pandemico** ed è possibile che il precedente del Recovery Fund possa fornire le basi per una maggiore integrazione, tuttavia **una radicale trasformazione delle istituzioni comunitarie appare irrealistica. Una coalizione di centro-sinistra con una forte presenza dei Verdi potrebbe favorire un maggiore impegno dell'UE su tematiche ambientali** (anche se su questo fronte le modalità di azione saranno un terreno di forte scontro tra i paesi membri) **e sociali e spingere verso una maggiore integrazione a livello comunitario**. In ogni caso **tale processo non sarà immediato**, al contrario risulterà molto probabilmente graduale e discontinuo.

Il vuoto di potere che ha lasciato Angela Merkel dopo aver dominato la politica tedesca e europea per oltre un decennio richiederà infatti del tempo per essere colmato. Soprattutto nei primi anni, il nuovo esecutivo dovrà concentrarsi primariamente sullo sforzo di compromesso necessario per formare un indirizzo comune nella coalizione, e potrebbe non avere interesse a spendere energie e capitale politico sugli sforzi di riforma della governance europea. Nei prossimi anni l'UE rimarrà a trazione franco-tedesca ma il tempo necessario perché il nuovo governo tedesco possa ricostituire l'autorevolezza che aveva saputo garantire la precedente Cancelliera, oltre alle elezioni presidenziali in Francia in calendario per il 2022, potrebbero ostacolare eventuali iniziative di integrazione europea, soprattutto sulle tematiche sulle quali le divergenze tra paesi membri, e nell'opinione pubblica tedesca, sono più profonde.

Tabella 2 – Le posizioni dei principali partiti su temi di politica europea

	CDU/CSU	SPD	Verdi	FDP
Politica fiscale	Sostanziale conferma del Patto di stabilità e crescita (PSC) con minore discrezionalità. Introduzione di procedure d'insolvenza	Trasformazione PSC in un "Patto di sostenibilità" per salvaguardare gli investimenti pubblici.	Riforma PSC per salvaguardare gli investimenti pubblici. Trasformazione ESM in un Fondo Monetario Europeo con la possibilità di fornire prestiti a breve termine senza condizionalità.	Riforma PSC in senso restrittivo con maggiori sanzioni per chi non rispetta le regole. Introduzione di procedure d'insolvenza. Trasformazione ESM in un Fondo Monetario Europeo con maggiori poteri di controllo.
Recovery Fund	Temporaneo	Primo passo per una maggiore integrazione europea	Permanente	Temporaneo
Welfare		Salario minimo europeo e sostegno di uno schema comunitario per la disoccupazione.	Salario minimo europeo e sostegno di uno schema comunitario per la disoccupazione.	
Tassazione	Financial transaction tax	Financial transaction tax	Incremento del bilancio UE con entrate derivanti da plastic, digital e financial transaction tax.	Contrari all'introduzione di ulteriori tasse comunitarie
Struttura istituzionale	Maggiori competenze per il Parlamento Europeo e minor potere per la Commissione. Formalizzazione del principio dello Spitzenkandidaten.	Maggiori competenze per il Parlamento Europeo.	Maggiori competenze per il Parlamento Europeo e più trasparenza nei meeting del Consiglio. Formalizzazione del principio dello Spitzenkandidaten. Liste elettorali transnazionali.	Trasferimento di alcune competenze al Parlamento Europeo dalla Commissione e più trasparenza nei meeting del Consiglio. Formalizzazione del principio dello Spitzenkandidaten. Liste elettorali transnazionali.
Unione bancaria	Completamento unione bancaria.		Completamento unione bancaria con assicurazione comunitaria dei depositi.	

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Conclusione

Le elezioni di questo autunno consegneranno un quadro politico frammentato, caratterizzato da una sostanziale vicinanza tra i tre principali partiti. **Con molta probabilità il nuovo Governo nascerà da un accordo tra SPD, CDU/CSU e Verdi.** Il ruolo di cancelliere sarà conteso tra Olaf Scholz e Armin Laschet. A nostro avviso, il leader dei socialdemocratici è in lieve vantaggio per la guida dell'esecutivo, che quindi sarà sbilanciato verso l'asse di centro-sinistra.

**Non ci aspettiamo cambiamenti radicali nella politica interna.** La politica economica del nuovo Governo, infatti, non dovrebbe comportare un profondo cambio di passo rispetto ai precedenti esecutivi. Ad ogni modo, un governo a trazione centro-sinistra con un forte ruolo dei Verdi potrebbe prevedere una maggiore spesa in conto capitale che servirà a finanziare principalmente gli investimenti in ambiente.

**Il rafforzamento di partiti europeisti e aperti a riforme dell'attuale struttura UE potrebbe favorire il processo di maggiore integrazione a livello comunitario.** Un ritorno alle regole fiscali pre-COVID in uno scenario post crisi appare improbabile ma, al contrario, riteniamo che il precedente del Recovery Fund possa fornire le basi per una maggiore capacità di tassazione e di spesa da parte dell'UE. A ogni buon conto, la politica europea potrebbe risultare un punto destabilizzante per il futuro governo, per via delle differenze ideologiche dei tre partiti che lo comporranno: il rischio è che il processo di maggiore integrazione europea proceda più lentamente del previsto.

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

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 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor 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 e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

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



## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – 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, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le 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. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo 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 dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

62170

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

62985

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

62128

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Lorenzo Biagioli

lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com

Aniello Dell'Anno

63071

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

Giovanna Mossetti

62110

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

62339

andrea.volpi@intesasnpaolo.com