

Focus Stati Uniti

La Fed prende tempo: il conflitto altera l'equilibrio dei rischi

La riunione del FOMC del 28-29 aprile dovrebbe confermare una Fed ancora in pausa, in quella che dovrebbe essere l'ultima riunione da Chairman di Powell dopo che la chiusura dell'indagine del Dipartimento di Giustizia ha rimosso un ostacolo rilevante alla conferma di Kevin Warsh come suo successore. Il messaggio di Powell sarà verosimilmente che la policy della Fed è ben posizionata in uno scenario reso più complesso dalla guerra in Medio Oriente, dallo shock energetico e dall'incertezza sulla politica commerciale, e che il Comitato può permettersi di attendere maggiore chiarezza prima di modificare il sentiero dei tassi. Il flusso dei discorsi dei membri del FOMC segnala una distribuzione del sentiment sostanzialmente invariata rispetto a marzo, con il "blocco" neutrale ancora maggioritario. In questo quadro, la Fed non appare orientata né a riaprire rapidamente il ciclo dei tagli né a preparare il terreno a rialzi, ma piuttosto a prendere tempo per capire se il rincaro del petrolio resterà temporaneo o finirà per trasmettersi in modo più persistente all'inflazione di fondo e alle aspettative. Se la tregua dovesse reggere, continuiamo tuttavia a ritenere più probabile che la prossima mossa della Fed resti una riduzione dei tassi, anche se non imminente (nella migliore delle ipotesi, a dicembre).

27 aprile 2026

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

- **Ci aspettiamo che il FOMC lasci invariati i tassi nell'intervallo 3,50-3,75%.** Non è da escludere del tutto, anche se appare meno probabile, un nuovo dissenso di Miran a favore di un taglio di 25pb.
- **Dal comunicato ci attendiamo modifiche minime rispetto a marzo:** crescita ancora "solida", mercato del lavoro sostanzialmente invariato, inflazione ancora "elevata" e conferma del richiamo all'incertezza legata al conflitto in Medio Oriente. Il mantenimento del riferimento all'"entità e tempistica" di eventuali ulteriori aggiustamenti continuerebbe a segnalare una pausa attendista, più che una chiusura formale del ciclo di allentamento.
- I dati più recenti mostrano un quadro misto: **l'inflazione headline ha risentito in misura significativa dello shock petrolifero**, mentre sul core gli effetti restano per ora contenuti; **il mercato del lavoro appare fragile**, ma la domanda interna continua a tenere.
- **Durante la conferenza stampa ci attendiamo che Powell ribadisca come la policy sia ben posizionata** in uno scenario complicato da guerra, shock energetico e incertezza sui dazi, evitando sia aperture a tagli ravvicinati sia segnali che possano far pensare a una svolta più restrittiva.
- Ci attendiamo che **durante il Q&A** molte domande si concentrino sull'**impatto della guerra sull'inflazione, sui dazi e sulla recente fragilità del mercato del lavoro**; non mancheranno inoltre quesiti sulle implicazioni macroeconomiche dell'IA e sull'eventuale **permanenza di Powell nel Board** come Governatore.
- **Le aspettative di mercato dall'ultimo FOMC sono divenute più restrittive**, fino a non prezzare più tagli entro fine 2026, mentre le condizioni finanziarie sono divenute solo marginalmente più accomodanti.
- **L'audizione di Warsh alla Commissione bancaria del Senato** ha rafforzato l'idea di un possibile cambio di regime alla Fed, ma senza fornire indicazioni puntuali sul sentiero dei tassi. La chiusura dell'indagine del Dipartimento di Giustizia su Powell **apre la strada alla conferma di Warsh alla guida della Fed**, rendendo più concreta la prospettiva di una revisione del framework operativo e comunicativo dell'istituto.

Potenziati modifiche al comunicato

- **Il comunicato dovrebbe presentare variazioni molto limitate rispetto alla riunione di marzo.**
La valutazione sull'attività economica dovrebbe restare sostanzialmente invariata (la crescita dovrebbe essere ancora descritta come "solida"). Il riferimento al tasso di disoccupazione (definito a marzo "poco variato negli ultimi mesi") dovrebbe essere confermato o, al più, ritoccato solo marginalmente. Anche sul fronte dei prezzi, è probabile che il Comitato mantenga una formulazione simile a quella di marzo, continuando a segnalare che l'inflazione resta "ancora elevata".
- Dopo l'inserimento a marzo del riferimento secondo cui "**le implicazioni degli sviluppi in Medio Oriente per l'economia statunitense sono incerte**", riteniamo probabile che il FOMC mantenga un messaggio molto simile, evitando di irrigidire ulteriormente il tono del comunicato. Nel complesso, il mantenimento del riferimento all'"**entità e tempistica**" di eventuali ulteriori aggiustamenti continuerebbe a configurare una pausa attendista, più che una chiusura formale del ciclo di allentamento.

Principali sviluppi macroeconomici dopo il FOMC di marzo

- **Inflazione:** il dato sul **CPI di marzo** ha mostrato che **l'impatto della guerra sull'inflazione è significativo**: i prezzi al consumo sono saliti di 0,9% m/m (un record da giugno 2022), accelerando su base annua da 2,4% a 3,3% (ai massimi da quasi due anni), principalmente per effetto dei rincari della benzina (+21% m/m); gli effetti sull'indice core sinora sono contenuti (0,2% m/m, da 2,5% a 2,6% a/a), ma non si può escludere una maggiore propagazione nei prossimi mesi se lo shock energetico persiste. Peraltro, già prima della guerra le indicazioni derivanti dal **deflatore PCE** non erano rassicuranti (+0,4% m/m sia nella misura headline sia in quella core a marzo, per una variazione annua di 2,8% sull'headline e di 3% sul core). Un recente studio della Fed di Dallas¹ stima che, in uno scenario di base coerente con l'attuale disruption petrolifera globale (pari a circa il 15% dell'offerta), e con una chiusura dello stretto di Hormuz per un trimestre, l'effetto sull'inflazione sarebbe pari a +1,7% a/a nel primo trimestre, +0,5% nel secondo, per poi attenuarsi nella seconda parte dell'anno: **l'impatto sulla variazione media a/a nel 4° trimestre 2026 sarebbe pari a +0,6% sull'headline PCE e +0,2% sul core PCE.**
- **Occupazione:** **l'employment report di marzo** ha sorpreso fortemente al rialzo con +178 mila nuovi occupati e un calo del tasso di disoccupazione di un decimo al 4,3%. Tuttavia, il dato a nostro avviso riflette l'inversione degli effetti degli scioperi nel settore sanitario e delle condizioni meteorologiche che avevano pesato sulle assunzioni a febbraio, piuttosto che essere un segnale di rapida ripresa del mercato del lavoro. Peraltro, **il calo del tasso di disoccupazione è dovuto a un'ulteriore diminuzione della partecipazione**, e si registra un aumento del tasso di "sottoccupazione" U6 (che include coloro che lavorano a tempo parziale per ragioni economiche), dal 7,9% all'8%. Infine, si nota una moderazione delle retribuzioni orarie (da 0,4% a 0,2% m/m e da 3,8% a 3,5% a/a, un minimo da cinque anni). Due recenti analisi della Federal Reserve² e della Fed di Dallas³ suggeriscono che, con la crescita della forza lavoro ormai vicina allo zero, **il break-even dell'occupazione si sia ridotto sensibilmente**, di conseguenza, anche dati moderati sulle nuove assunzioni risultano compatibili con il mantenimento di un tasso di disoccupazione complessivamente stabile.
- **Crescita economica:** Il PIL del 4° trimestre 2025 è stato rivisto ulteriormente al ribasso allo 0,5% t/t ann., confermando un rallentamento legato in larga parte allo shutdown; si stima però una riaccelerazione, ad almeno 2% t/t ann. (nostra stima: 2,5%) nel 1° trimestre 2026. Le **vendite al dettaglio di marzo** hanno sorpreso positivamente, suggerendo che il rincaro dei

¹ [Implications of the Iran war for U.S. inflation Lutz Kilian, Michael Plante, Alexander W. Richter and Xiaoqing Zhou April 17, 2026](#)

² [April 02, 2026, Labor force growth, breakeven employment, and potential GDP growth Seth Murray and Ivan Vidangos](#)

³ [Break-even employment declines as unauthorized immigration outflows continue Anton Cheremukhin, Daniel Wilson and Xiaoqing Zhou March 31, 2026](#)

carburanti nel primo trimestre non abbia frenato in modo significativo i consumi, ancora sostenuti dall'impulso fiscale legato ai rimborsi OBBBA. Il **Beige Book** segnala un'attività ancora in crescita a ritmo lieve o moderato, con investimenti sostenuti nei comparti legati a energia e data center. Nel complesso, il conflitto in Medio Oriente e il conseguente shock energetico dovrebbero rappresentare un freno alla crescita nei prossimi mesi, ma non tale, nel nostro scenario centrale, da interrompere la tenuta della domanda interna.

Il flusso dei discorsi dei membri del FOMC segnala posizioni poco variate rispetto a marzo

I verbali del FOMC di marzo hanno mostrato una Fed più prudente dopo l'inizio del conflitto in Medio Oriente. La maggior parte dei membri ritiene **premature valutare gli effetti macroeconomici della guerra**, ma riconosce un aumento sia dei rischi al rialzo sull'inflazione sia di quelli al ribasso su occupazione e crescita. La maggioranza ritiene che il percorso di **rientro dell'inflazione possa essere più lento del previsto**, anche per il rischio che un rincaro persistente dell'energia si trasmetta alle aspettative. Molti partecipanti hanno evidenziato una **vulnerabilità crescente del mercato del lavoro**.

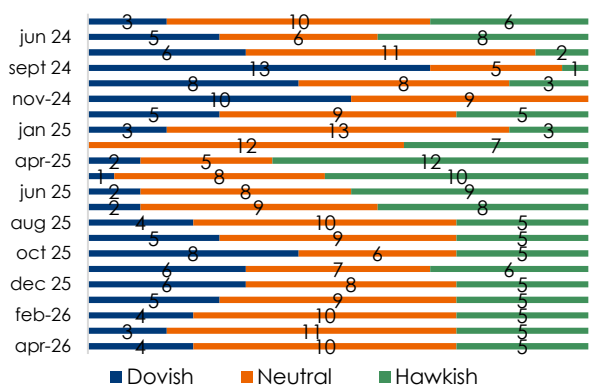
Rispetto al FOMC di marzo, **il sentiment medio del Comitato risulta poco variato**. La principale novità emersa dai discorsi dei membri riguarda i contenuti: la guerra in Medio Oriente e il conseguente shock energetico sono diventati il tema dominante, **rafforzando l'idea che la Fed si trovi di fronte a uno shock che complica il bilanciamento tra inflazione e crescita**. In questo contesto, la maggior parte dei membri continua a ritenere che la policy sia ben posizionata e che serva tempo per capire se il rialzo del petrolio resterà temporaneo o avrà effetti persistenti su inflazione core e aspettative.

- **Gruppo dei "falchi"** (5 membri, 3 votanti). Tra i votanti, **Hammack** (Fed di Cleveland) ha continuato a sottolineare che l'inflazione resta troppo elevata e che, nello scenario di base, i tassi dovrebbero rimanere fermi ancora a lungo. **Logan** (Fed di Dallas) ha ribadito di non essere stata convinta, già prima della guerra, che l'inflazione stesse tornando ordinatamente al 2%, pur riconoscendo che il mercato del lavoro appare ora meno solido. Tra i non votanti, **Musalem** (Fed di St. Louis) ha adottato un'impostazione chiaramente restrittiva, sostenendo che lo shock petrolifero stia verosimilmente alimentando anche l'inflazione core e che i tassi siano verosimilmente appropriati. **Schmid** (Fed di Kansas City) si conferma il più "falco", indicando l'inflazione come rischio più prominente per la Fed.
- **Gruppo "neutrale"** (10 membri, 5 votanti). Resta il blocco più numeroso e continua a rappresentare il baricentro del Comitato. Tra i votanti, **Williams** (Fed di New York) mantiene una linea attendista, riconoscendo che guerra e prezzi dell'energia spingeranno al rialzo l'inflazione headline, ma continuando a descrivere la policy come ben posizionata. **Jefferson** (Vice Chairman) e **Barr** (Board) restano prudenti, entrambi orientati a valutare se lo shock energetico produrrà effetti persistenti su inflazione ed economia. **Kashkari** (Fed di Minneapolis) ha affermato che è troppo presto per valutare l'impatto del conflitto su inflazione e crescita, e che serviranno nuovi dati per capire se il profilo atteso dei tassi resti appropriato. Tra i non votanti, **Goolsbee** (Fed di Chicago), **Daly** (Fed di San Francisco), **Barkin** (Fed di Richmond) e **Collins** (Fed di Boston) restano in un'area di cautela, sottolineando che molto dipenderà dalla durata del conflitto e dall'eventuale trasmissione alle aspettative.
- **Gruppo delle "colombe"** (4 membri, 4 votanti). **Miran** (Board) si conferma l'esponente di gran lunga più accomodante: ha continuato a sostenere che il pass-through del petrolio sull'inflazione core appare limitato e che il sentiero di base resta coerente con ulteriori tagli dei tassi nel corso dell'anno. **Waller** (Board), che nei discorsi di marzo era apparso più vicino a una postura neutrale, ad aprile ha ribadito una posizione di fondo ancora relativamente dovish: pur riconoscendo che uno shock energetico ampio e persistente sarebbe più difficile da ignorare, continua a escludere per ora la necessità di discutere rialzi e mantiene un orientamento favorevole a futuri tagli se le pressioni inflazionistiche dovessero rientrare.

Paulson (Fed di Philadelphia) ha sottolineato che non vede segnali di pressioni inflazionistiche provenienti dal mercato del lavoro.

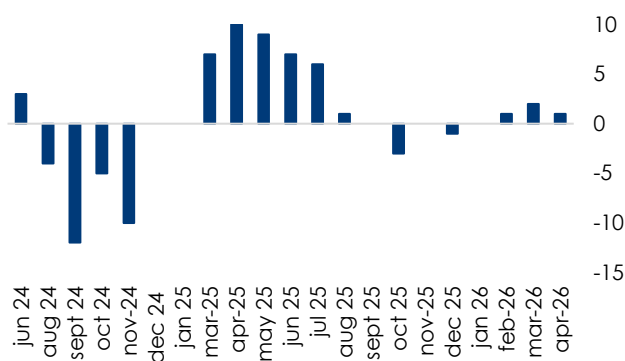
In sintesi, rispetto a marzo, **il FOMC continua a mostrare divisioni interne, ma senza cambiamenti significativi nella distribuzione dei gruppi** (Fig. 1). Il Comitato non appare orientato né a riaprire rapidamente il ciclo dei tagli né a preparare il terreno a rialzi, ma piuttosto a prendere tempo in un contesto reso più complesso dalla guerra e dallo shock energetico. Anche l'evoluzione dello spread tra membri hawkish e dovish **conferma un Comitato nel complesso prudente** (Fig. 2). In questo contesto, Miran resta il membro più favorevole a una ripresa dei tagli, ma i toni più cauti emersi negli interventi recenti rendono meno probabile un nuovo dissenso formale.

Fig. 1 – Il consenso all'interno del FOMC è rimasto su posizioni caute come nel pre-FOMC di marzo



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo basata sulla sentiment analysis dei discorsi dei membri della Fed

Fig. 2 – Lo spread tra membri hawkish e dovish segnala una posizione prudente all'interno del comitato



Nota: differenza tra il numero di membri hawkish e dovish, Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo basata sulla sentiment analysis dei discorsi dei membri della Fed

La conferenza stampa e il Q&A

Durante la conferenza stampa, **Powell dovrebbe cercare soprattutto di preservare flessibilità**, evitando sia di riaprire esplicitamente il sentiero dei tagli sia di suggerire che il Comitato stia già preparando una risposta più restrittiva. Il messaggio atteso è quello di una Fed ancora ferma, ma non passiva: i tassi possono restare invariati ancora a lungo, mentre il **Comitato valuta se lo shock energetico resterà circoscritto all'inflazione headline oppure se finirà per trasmettersi in misura più ampia all'inflazione core e alle aspettative**. Powell dovrebbe quindi insistere sull'elevata incertezza dello scenario e sulla necessità di raccogliere ulteriori evidenze prima di modificare il sentiero della policy.

Sul piano economico, il Q&A dovrebbe concentrarsi su quattro temi principali. Il primo sarà l'impatto della guerra sull'inflazione: Powell sarà verosimilmente chiamato a chiarire **se il rincaro dell'energia possa ancora essere trattato come uno shock temporaneo** oppure se, dopo anni di inflazione sopra il target, il rischio di effetti di seconda battuta renda più difficile "guardare oltre". Il secondo tema riguarderà i dazi: più che sulla decisione della Corte Suprema in sé, **l'attenzione potrebbe concentrarsi sull'impatto che le misure tariffarie introdotte nel 2025 hanno già avuto sui prezzi**. La recente nota della Fed⁴, secondo cui i dazi avrebbero spiegato l'intero eccesso di inflazione nei beni core rispetto ai livelli pre-pandemici, rende infatti probabili domande su quanto il quadro inflattivo resti condizionato dalla politica commerciale. Il terzo tema riguarderà **il mercato del lavoro, che continua a mostrare un equilibrio fragile**: crescita modesta degli

⁴ [April 08, 2026, Detecting Tariff Effects on Consumer Prices in Real Time – Part II Robert Minton, Madeleine Ray and Mariano Somale](#)

occupati, partecipazione debole e moderazione salariale rendono più difficile distinguere tra stabilizzazione e graduale indebolimento. Infine, non mancheranno domande sul tema dell'**Intelligenza Artificiale e le sue implicazioni macroeconomiche**.

Sul piano istituzionale, qualche domanda appare inevitabile dopo la chiusura dell'indagine del Dipartimento di Giustizia su Powell, che ha aperto la strada alla conferma di Kevin Warsh alla guida della Fed. Nel Q&A, Powell dovrebbe mantenere un registro istituzionale, ribadendo l'autonomia della banca centrale e la **necessità di assicurare continuità nella transizione**. È plausibile che emergano domande sull'audizione di Warsh, sulle possibili implicazioni per il framework della Fed e **sull'eventuale permanenza di Powell nel Board come Governatore dopo la fine del mandato in qualità di Chairman**.

Testimonianza di Warsh

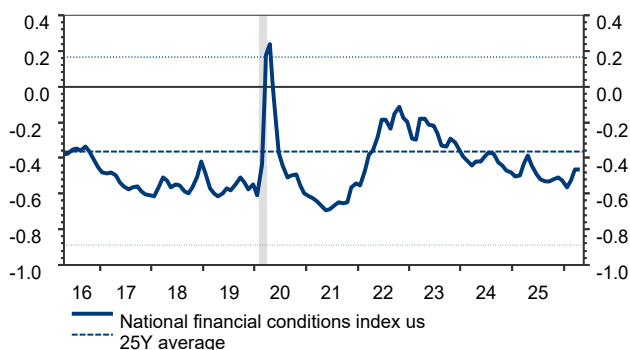
Nell'audizione davanti alla Commissione bancaria del Senato, Kevin Warsh ha cercato di accreditarsi come candidato capace di imprimere un cambio di regime alla Fed, ma senza offrire indicazioni puntuali sul sentiero dei tassi. Ha ribadito che, se confermato, agirà in modo indipendente, e di "non essere vincolato in anticipo ad alcuna decisione di policy". A nostro avviso il punto più rilevante è stato il **maggiore peso attribuito a misure alternative di inflazione sottostante**, come **trimmed mean e median inflation**, oggi inferiori al core PCE e quindi più coerenti con l'idea che la disinflazione di fondo stia proseguendo. Questa lettura gli consente di lasciare aperta la porta a tagli dei tassi più avanti nell'anno, anche alla luce dei possibili effetti dell'IA sulla produttività. Warsh ha inoltre rilanciato l'idea di una **revisione dell'impianto di politica monetaria e della comunicazione della Fed**. Resta però una certa ambiguità sulla lettura del tema-dazi, che ha evitato di affrontare in modo diretto. La chiusura dell'indagine del Dipartimento di Giustizia su Powell rimuove uno dei **principali ostacoli politici alla nomina di Warsh, aprendo la strada alla sua conferma alla guida della Fed**.

Condizioni finanziarie e aspettative di mercato su tassi

Dopo la riunione del FOMC di marzo, **le condizioni finanziarie sono divenute marginalmente più accomodanti**, riflettendo la lieve discesa dei rendimenti, il calo della volatilità azionaria misurata dal VIX e il restringimento di alcuni spread di mercato.

Dopo il massimo relativo toccato a fine marzo, **l'indice di policy rate uncertainty della Fed di Kansas City è diminuito in misura significativa**, coerentemente con un parziale allentamento delle tensioni e con lo scenario di una Fed ancora in pausa (Fig. 5).

Fig. 4 – Dall'ultimo FOMC, le condizioni finanziarie sono lievemente più accomodanti



Nota: l'indice nazionale delle condizioni finanziarie (NFCI) è costruito in modo da avere un valore medio pari a 0 e una deviazione standard pari a 1 su un periodo campione che si estende fino al 1973. I valori positivi dell'NFCI indicano condizioni finanziarie più restrittive della media, mentre i valori negativi indicano condizioni finanziarie più espansive della media. Fonte: Fed di Chicago

Fig. 5 – L'indice di policy rate uncertainty della Fed di Kansas City mostra un calo significativo dell'incertezza sui tassi Fed



Nota: il Kansas City Policy Rate Uncertainty Index (KC PRU) è costruito con una metodologia simile a quella del Cboe VIX, utilizzando i prezzi delle opzioni su contratti Eurodollar (fino al 2023) e su contratti SOFR (dal 2023 in poi). L'indice misura l'incertezza implicita sui tassi d'interesse a un anno, riflettendo le aspettative di mercato sulla variabilità futura della politica monetaria della Fed. Fonte: Fed di Kansas City

Dopo l'ultimo FOMC, e in seguito al conflitto con l'Iran, **le aspettative di mercato sui tassi si sono sensibilmente irrigidite**. Gli investitori non prezzano più tagli entro fine 2026, rinviando la prima riduzione alla fine del 2027; le nostre previsioni (assumendo un primo intervento a dicembre 2026) restano pertanto più accomodanti di quelle incorporate nei prezzi di mercato.

Conclusioni

Il FOMC dovrebbe confermare una Fed ancora in pausa, con un comunicato quasi invariato e un messaggio improntato alla cautela. Dopo marzo, **guerra e shock energetico hanno reso più complesso il quadro, aumentando i rischi per l'inflazione senza però interrompere, almeno per ora, la tenuta della domanda interna**. Anche il mercato del lavoro continua a mostrare un equilibrio fragile, più coerente con una fase di rallentamento che con una vera riaccelerazione. In questo contesto, **il Comitato non appare orientato né a riaprire rapidamente il ciclo dei tagli né a preparare il terreno a rialzi, ma piuttosto a guadagnare tempo** finché non sarà più chiaro se lo shock resterà circoscritto all'headline oppure si trasmetterà anche all'inflazione core e alle aspettative.

Ci aspettiamo che Powell, in quella che sarà probabilmente la sua ultima riunione da Chairman, ribadisca che la policy è ben posizionata, in uno scenario complicato da guerra, rincari energetici e incertezza sui dazi. Tuttavia, **se la tregua dovesse reggere, continueremo a ritenere più probabile che la prossima mossa della Fed sia una riduzione dei tassi**, anche se non prima di fine anno, perché subordinata a segnali più convincenti di moderazione dell'inflazione di fondo. La chiusura dell'indagine **apre la strada alla conferma di Kevin Warsh alla guida della Fed**, rendendo più concreta la prospettiva di una revisione dell'impianto di politica monetaria e della strategia di comunicazione.

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Divisione IMI Corporate & Investment Banking (www.imi.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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 separatezza 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

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

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Riccardo Bellesia

Mario Di Marcantonio

Allegra Fiore

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

riccardo.bellesia@intesasanpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

allegra.fiore@intesasanpaolo.com

alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com

andrea.volpi@intesasanpaolo.com