

Focus Stati Uniti

I consumi tra impulso fiscale e shock petrolifero

I consumi privati hanno rappresentato la principale ancora di sostegno della crescita statunitense nel triennio 2023-25, e restano determinanti per valutare la traiettoria dell'economia USA nel 2026. Dopo una crescita robusta del 2,6% nel 2025, due forze opposte si fronteggiano nel 2026: da un lato, la promulgazione dell'One Big Beautiful Bill Act (OBBBA) nel luglio 2025 ha introdotto un pacchetto fiscale di supporto ai redditi delle famiglie, con effetti nel 1° semestre; dall'altro, il conflitto con l'Iran ha innescato uno shock energetico di ampiezza significativa, con il prezzo della benzina salito del 50% circa rispetto a fine febbraio; l'aumento dei prezzi al consumo (al 3,8% a/a ad aprile) si è accompagnato inoltre a un brusco deterioramento della fiducia dei consumatori. Queste due forze agiscono in direzioni opposte su reddito disponibile reale e propensione alla spesa, e con profili temporali e meccanismi di trasmissione differenti. Nel nostro scenario centrale, l'impulso fiscale dovrebbe più che compensare lo shock inflattivo, consentendo ai consumi di mantenere una crescita superiore al 2% anche nel 2026.

- Secondo la teoria del ciclo vitale, **la spesa delle famiglie è funzione di reddito permanente e ricchezza strutturale**; nel contesto attuale, tuttavia, shock transitori su redditi, prezzi delle attività e fiducia generano un trasferimento alla spesa per consumi inferiore e più diluito nel tempo, riflettendo vincoli di liquidità, eterogeneità distributiva e inerzia comportamentale che attenuano l'efficacia degli impulsi ciclici e fiscali nel breve periodo.
- **Il principale fattore di supporto ai consumi è l'impulso fiscale legato ai rimborsi federali amplificati dall'One Big Beautiful Bill Act (OBBBA)**. Stimiamo da questo fattore un impulso al reddito disponibile reale di circa +2% t/t ann. nel 1° trimestre 2026 nello scenario base (che tiene conto della salita dell'inflazione), con effetti sulla spesa in parte diluiti sui trimestri successivi. Quanto osservato nei primi mesi dell'anno segnala che **l'incremento di reddito si è tradotto in un aumento di spesa più rapidamente che in occasioni simili in passato**, implicando una diminuzione significativa del tasso di risparmio.
- **Su questo quadro è intervenuto lo shock energetico causato dal conflitto con l'Iran, a seguito del quale** il prezzo alla pompa della benzina è passato da USD 3,01/gallone (media 2025) a quasi USD 4,47/gallone il 25 maggio; la salita dell'inflazione (al 3,8% a/a a maggio) ha causato un crollo del sentiment dei consumatori secondo l'indagine dell'Università del Michigan, che a maggio ha raggiunto un nuovo minimo storico nei 74 anni di storia della survey. Il "cessate il fuoco" del 7 aprile ha però permesso all'indice S&P 500 di recuperare integralmente le perdite precedenti, **limitando il rischio di inversione dell'effetto ricchezza**.
- Il saldo netto fra le due forze – impulso fiscale OBBBA da un lato, shock energetico dall'altro – è moderatamente positivo, ma con un profilo temporale concentrato sul 1° trimestre e con una distribuzione regressiva, che avvantaggia soprattutto i nuclei famigliari con una propensione marginale al consumo più bassa. Ciò **riduce l'efficacia di trasmissione dell'impulso fiscale ai consumi**.
- La revisione del nostro profilo previsivo sui consumi è coerente con queste considerazioni: **dopo una riaccelerazione attesa al 2,3% t/t ann. nel 2° trimestre, stimiamo un progressivo rallentamento della spesa nei prossimi trimestri**, con una crescita media annua 2026 stimata al 2,2% (dal 2,6% del 2025).

4 giugno 2026

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Contesto teorico: cosa guida i consumi delle famiglie

Secondo la teoria del ciclo vitale di [Modigliani \(1986\)](#), i consumi delle famiglie dipendono dalla ricchezza accumulata e dal reddito permanente, e le aspettative sul reddito futuro determinano quanto del flusso corrente venga risparmiato o speso. Nella realtà empirica, tuttavia, questo quadro è attenuato da alcuni fattori che è utile richiamare, sia dal lato della ricchezza che da quello del reddito:

- **Reddito permanente e transitorio.** La distinzione è cruciale per valutare misure fiscali come l'OBBBA: i rimborsi, essendo percepiti come una variazione una tantum del reddito disponibile, attivano una **propensione marginale al consumo** inferiore a quella associata a incrementi permanenti. La letteratura post-Friedman, sintetizzata da [Jappelli e Pistaferri \(2010\)](#), colloca la propensione al consumo da shock transitori in un intervallo ampio (tra il 20 e il 50%), con valori più elevati per le famiglie con bassa liquidità ("liquidity-constrained") e per trasferimenti di importo contenuto.
- **Viscosità del consumo.** Per abitudini consolidate e rigidità delle aspettative, il consumo aggregato reagisce lentamente agli shock, siano essi sul reddito o sulla ricchezza. [Slacalek \(2009\)](#) documenta per gli Stati Uniti un impatto iniziale contenuto che si amplifica nei trimestri successivi: anche i rimborsi OBBBA si tradurranno quindi solo parzialmente in spesa nel trimestre di ricezione, con una coda diluita nel tempo.
- **Composizione della ricchezza.** L'elasticità dei consumi alla ricchezza immobiliare è più marcata di quella alla ricchezza finanziaria per le famiglie esposte a vincoli di liquidità, grazie al ruolo dei valori immobiliari come garanzia dei debiti ([Berger et al., 2018](#)). L'asimmetria è rilevante nel 2026: la correzione azionaria di fine 2024 e marzo 2026 ha colpito soprattutto le famiglie a reddito medio-alto, mentre la stabilizzazione dei prezzi delle abitazioni sostiene la capacità di spesa delle coorti a reddito inferiore.
- **Ricchezza permanente e transitoria.** [Lettau e Ludvigson \(2004\)](#) mostrano che solo una piccola parte delle variazioni trimestrali della ricchezza netta influenza la spesa aggregata: gli shock permanenti si trasmettono ai consumi, quelli transitori no. Le stime convenzionali dell'effetto ricchezza (circa cinque centesimi per dollaro) tendono quindi a sovrastimare l'impatto effettivo, essendo calibrate su medie che mescolano le due componenti.
- **Fiducia dei consumatori.** L'indice di morale delle famiglie (University of Michigan, Conference Board) ha storicamente un potere predittivo limitato sui consumi reali: [Mustre-del-Río e Nichols \(2025\)](#) mostrano che la sua inclusione non migliora le previsioni rispetto a modelli basati sul reddito e sui consumi passati (tale conclusione è stata ripresa di recente dall'ex Presidente della Fed Powell). Tuttavia, il legame tra sentiment delle famiglie e spesa si rafforza nelle fasi di shock energetico, incertezza geopolitica o pressioni inflattive acute (come nel contesto attuale).

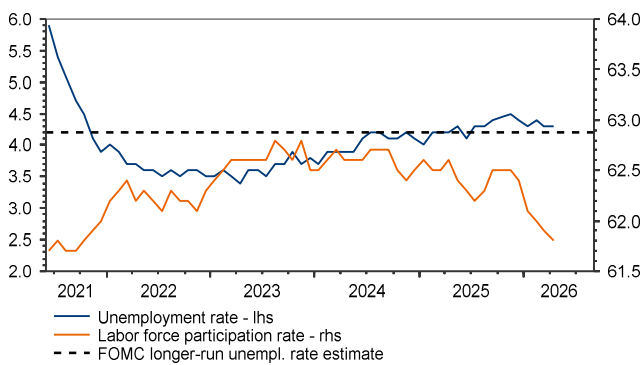
Mercato del lavoro, reddito e consumi

La centralità del mercato del lavoro per i consumi riflette il peso dominante del lavoro dipendente nel reddito delle famiglie americane. A marzo 2026, la *compensation of employees* rappresentava il 60,5% del reddito personale, di cui il 49,9% da salari e stipendi e il 10,6% da benefit e contributi aziendali. Le altre componenti – redditi da capitale, impresa e affitti – pesavano complessivamente per il 28,4%, mentre i trasferimenti pubblici netti contribuivano per l'11,2%. Questa struttura, storicamente stabile, implica che **anche variazioni contenute dell'occupazione e dei salari tendono a trasmettersi in modo significativo al reddito disponibile**, salvo fasi temporanee di trasferimenti straordinari (come nell'attuale ciclo di rimborsi OBBBA).

Il quadro attuale del mercato del lavoro statunitense resta coerente con una fase di debolezza ma non di contrazione. I **dati sugli occupati non agricoli di aprile sono stati lievemente più forti del previsto** (115 mila, in calo dai 185 mila di marzo ma ben al di sopra dei 65 mila attesi). Il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 4,3% e la partecipazione è calata ulteriormente (di un decimo, a 61,8%, Fig. 1); il tasso di sottoccupazione è salito a sorpresa di due decimi all'8,2%. I

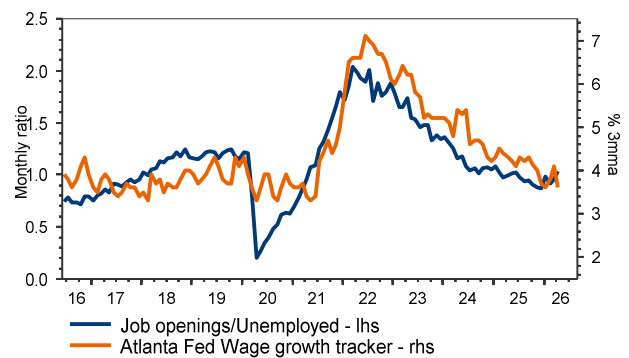
salari orari sono cresciuti meno del previsto, di 0,2% m/m come a marzo, pur accelerando su base annua da 3,4% a 3,6% a/a. **Il rapporto tra posti vacanti e disoccupati suggerisce che la tendenza di moderazione salariale possa attenuarsi** (Fig. 2). Nel complesso, il mercato del lavoro si conferma in netta decelerazione rispetto al biennio 2023-24.

Fig. 1 – La bassa partecipazione alla forza lavoro limita il rischio di aumento del tasso di disoccupazione



Fonte: Bureau of Labor Statistics (BLS)

Fig. 2 – Il rapporto tra posti vacanti e disoccupati suggerisce che la tendenza di moderazione salariale potrebbe essere attenuata



Fonte: BLS, Atlanta Fed

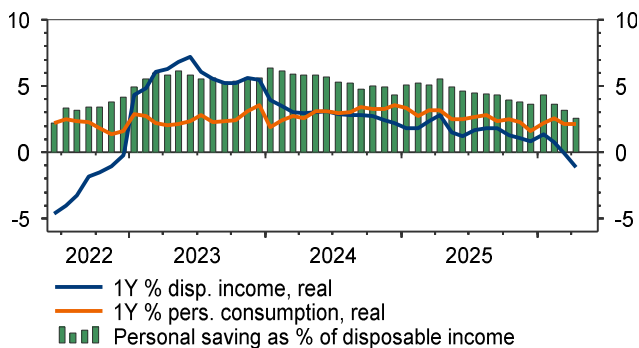
In sintesi, il differenziale tra salari nominali e inflazione resta positivo, ma più compresso e **vulnerabile a un eventuale rialzo persistente dei prezzi energetici**; il reddito da lavoro continua a crescere, ma con un impulso più contenuto da occupazione e salari.

Il rallentamento dei consumi di contabilità nazionale nel 1° trimestre (a 1,4% t/t ann., da 1,9% dei tre mesi precedenti) è stato determinato soprattutto dal mese di gennaio, mentre gli incrementi dello 0,3% m/m registrati dai consumi reali a febbraio e marzo garantiscono un solido passaggio di testimone al 2° trimestre. Infatti, nonostante l'aumento più contenuto dello 0,1% m/m della spesa personale ad aprile, nell'ipotesi di incrementi di entità simile a maggio e giugno **stimiamo che la crescita dei consumi tornerà poco sopra il 2% t/t ann. nel trimestre in corso**. La stagnazione del reddito personale ad aprile (e il conseguente calo del tasso di risparmio) non appare preoccupante, in quanto dovuta alla conclusione del programma di sostegno «Farmer Bridge» (la retribuzione dei lavoratori dipendenti è cresciuta di 0,2% m/m, in misura appena inferiore rispetto a marzo).

Dopo il dato relativamente robusto sulle **vendite al dettaglio di aprile** (Fig. 4), le indicazioni a più alta frequenza sulle vendite misurate da Redbook hanno registrato, nella rilevazione conclusa il 9 maggio, un +9,6% a/a (un record da dicembre del 2022), prima di rallentare solo moderatamente a +9% nella rilevazione più recente (al 23 maggio) – sebbene, naturalmente, tali dati siano gonfiati dall'effetto-prezzi.

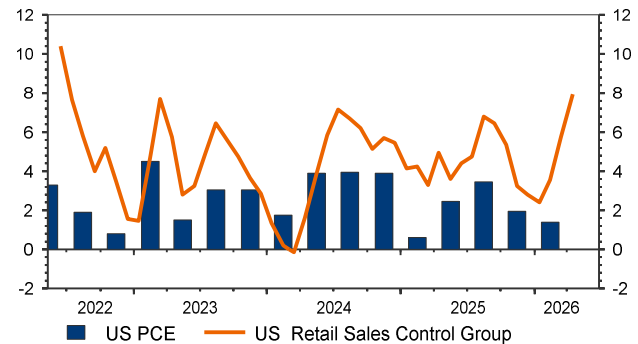
I fondamentali restano dunque moderatamente positivi, ma con maggiori rischi rispetto a inizio anno, dovuti soprattutto all'**ulteriore calo del tasso di risparmio, sceso al 2,6% ad aprile (un minimo da giugno 2022)**. Ciò **non modifica la nostra attesa di una riaccelerazione dei consumi nel 2° trimestre**, ma segnala una minore capacità di assorbire shock negativi nella seconda parte dell'anno, soprattutto qualora il rincaro dei carburanti dovesse permanere anche nei prossimi mesi.

Fig. 3 – Le famiglie per sostenere i consumi stanno riducendo la propensione al risparmio (ai minimi dal 2022)



Fonte: US Bureau of Economic Analysis (BEA)

Fig. 4 – Le vendite al dettaglio segnalano un andamento ancora robusto dei consumi nel trimestre in corso



Fonte: Census, BEA

Nel complesso, **la stabilizzazione dell'occupazione e la tenuta (seppure in decelerazione) della dinamica salariale restano coerenti con una crescita del reddito disponibile reale nel 2026**, ma i rischi vengono dalla combinazione di mercato del lavoro meno dinamico, risparmio ridotto ed erosione del potere d'acquisto a causa dei rincari di carburanti e alimentari.

Quanto sostegno viene dall'impulso fiscale OBBBA?

I rimborsi fiscali federali rappresentano la principale forma di trasferimento monetario diretto alle famiglie statunitensi nella prima metà dell'anno. Il meccanismo è lineare: **quando l'imposta trattenuta alla fonte nel corso dell'anno supera il debito fiscale definitivo, l'eccedenza viene restituita dall'Internal Revenue Service ("IRS") tra gennaio e maggio**, con un picco tra febbraio e marzo. I rimborsi presentano due caratteristiche: una forte concentrazione temporale nei primi mesi dell'anno e una percezione da parte delle famiglie come somma straordinaria e distinta dal flusso di reddito corrente. La letteratura empirica (Souleles 1999¹; Parker et al. 2013²) documenta sistematicamente livelli di propensione al consumo trimestrali sui rimborsi nell'ordine del 20-40%, ben superiori a quanto previsto dalla teoria del reddito permanente. L'elevata incidenza sui consumi è attribuita a vincoli di liquidità per le coorti a basso reddito e a fenomeni di **mental accounting** (Thaler 1990³) per quelle a reddito più elevato.

Secondo le *Internal Revenue Service Filing Season Statistics 2025*, il totale dei rimborsi fiscali federali del 2025 è stimabile in circa USD 315 mld nello scenario base, sulla base di 103,8 milioni di rimborsi erogati con un valore medio di USD 3.052 per contribuente.

L'*One Big Beautiful Bill Act* (Pub. L. 119-21, firmato nel luglio 2025) introduce quattro misure principali che amplificano i rimborsi 2026 rispetto allo scenario base:

- **Tetto SALT:** la deducibilità delle imposte statali e locali è aumentata da USD 10.000 a 40.000 per il periodo 2025-29, con riduzione progressiva sopra USD 500.000 di reddito. Il beneficio è soprattutto per i contribuenti in stati ad alta tassazione (New York, New Jersey, California). Costo stimato dalla Joint Committee on Taxation (JCT): USD 34,4 mld su dieci anni.

¹ Souleles, N. S. (1999). "The Response of Household Consumption to Income Tax Refunds." *American Economic Review*, 89(4), 947-958.

² Parker, J. A., Souleles, N. S., Johnson, D. S., & McClelland, R. (2013). "Consumer Spending and the Economic Stimulus Payments of 2008." *American Economic Review*, 103(6), 2530-2553.

³ Thaler, R. H. (1990). "Anomalies: Saving, Fungibility, and Mental Accounts." *Journal of Economic Perspectives*, 4(1), 193-205.

- **Deduzione straordinari:** esenzione fino a USD 12.500 (single)/USD 25.000 (coniugati) per i compensi da lavoro straordinario, con riduzione progressiva sopra USD 150.000. Vale per il periodo 2025-28. Beneficiari principali: redditi medi USD 50-150k. Costo stimato dalla Joint Committee on Taxation (JCT): circa USD 33 mld.
- **Deduzione mance:** fino a USD 25.000 annui deducibili sulle mance ammissibili, valida 2025-28. Impatto concentrato nei settori della ristorazione, dell'ospitalità e dei trasporti. Costo JCT: USD 31,7 mld.
- **Deduzione senior:** USD 6.000 annui per persona sopra i 65 anni, con riduzione progressiva sopra USD 75.000 (single). Beneficiari: pensionati a reddito medio-basso. Costo JCT: circa USD 23 mld.

Nel nostro modello, **i rimborsi totali 2026 (nello scenario base) sono stimati a USD 383 mld, con una variazione annua di +USD 68 mld rispetto al 2025**, composta da: contributo incrementale OBBBA di USD 65 mld e componente tendenziale a politiche invariate di USD 3 mld. Il nostro scenario base assume inoltre una propensione al consumo del 55% e un prezzo della benzina medio 2026 a 3,85 dollari/gallone. Accanto a questo scenario di base, consideriamo due scenari alternativi: lo **scenario low** combina rimborsi fiscali più contenuti (+USD 40 mld, una minore propensione al consumo (45%) e un prezzo della benzina più elevato (4,15 dollari/gallone); lo **scenario high** assume rimborsi più generosi (+USD 100 mld), una propensione al consumo più alta (65%) e una benzina meno cara (3,45 dollari/gallone). Questa analisi multi-scenario riflette l'incertezza su tre fattori: (i) **la velocità di recepimento delle nuove deduzioni** nei moduli W-4 aggiornati dal datore di lavoro; (ii) **la quota di lavoratori che beneficiano effettivamente delle deduzioni** su straordinari e mance, che, essendo deduzioni dall'imponibile e non crediti rimborsabili, escludono di fatto i contribuenti il cui reddito imponibile resta sotto la deduzione standard (USD 16.100 nel 2025); (iii) **la tempistica dei rimborsi SALT per i contribuenti che presentano la dichiarazione in ritardo**, spostando una quota del beneficio tra il 1° e il 2° trimestre.

Tempistiche e trasmissione dei rimborsi. Sulla base dei cicli storici dei rimborsi fiscali, lo scenario base assume che circa il 65% dei rimborsi venga erogato tra marzo e maggio. **L'impulso fiscale dell'OBBBA è quindi fortemente sbilanciato sul 1° semestre**, ma la trasmissione ai consumi è solo parziale. Il nostro modello incorpora una propensione al consumo del 25% nel 1° trimestre e del 55% su base annuale, coerente con la letteratura sui rimborsi fiscali come entrata straordinaria e con una distribuzione dei beneficiari concentrata sulle coorti a reddito medio-alto, caratterizzate da una propensione marginale al consumo più bassa.

Il sentiero temporale tipico delle stagioni di rimborsi – definito in letteratura “**dip-and-surge**” (Parker et al. 2013; Souleles 1999) – **prevede un accumulo dei risparmi nei mesi che precedono l'erogazione, seguito da un calo marcato nel mese di ricezione e da un successivo graduale ritorno alla tendenza precedente**. La velocità di assorbimento superiore alle attese suggerisce una propensione al consumo effettiva di breve periodo più elevata dell'assunzione nel modello del 25%, riflettendo verosimilmente l'effetto combinato dei vincoli di liquidità nelle coorti a basso reddito e dell'aumento contestuale delle bollette energetiche.

Le nostre ipotesi in merito alla ripartizione del rimborso (35% ai consumi, 30% a riduzione del debito e 35% a risparmio) sono prudenziali. I dati IRS (Internal Revenue Service) confermano un impulso fiscale positivo, ma nei dati di contabilità nazionale il sostegno OBBBA non appare come trasferimento diretto alle famiglie: si riflette invece in minori *personal current taxes* rispetto al controfattuale ed è in parte smussato dalla destagionalizzazione. Per questo, **il calo del reddito disponibile reale registrato tra febbraio e aprile non va letto come assenza di stimolo fiscale, ma come effetto del prevalere di fattori contrari:** rialzo del deflatore PCE, volatilità del farm income, minori redditi da capitale e altri trasferimenti governativi. Inoltre, pur in presenza di rimborsi più elevati rispetto allo scenario senza OBBBA, la voce delle imposte personali nette può aumentare su base mensile, perché riflette l'insieme delle imposte correnti al netto dei rimborsi, non il solo

flusso dei rimborsi provenienti dall'IRS. La tenuta dei consumi, accompagnata dal calo del tasso di risparmio, indica quindi che parte dell'impulso si è comunque trasferita alla spesa.

Quanto pesa lo shock petrolifero?

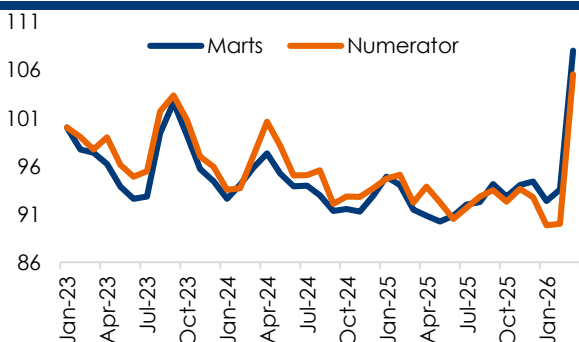
Per effetto del conflitto con l'Iran scoppiato il 28 febbraio 2026, la benzina, dal prezzo medio di 3,01 dollari/gallone registrato lo scorso anno, è salita a 3,72 dollari a metà marzo (+23% in due settimane), a USD 4,12 il 13 aprile (+37% rispetto a fine febbraio), per poi raggiungere USD 4,50/gallone a maggio (+50% rispetto a fine febbraio), a conferma che la traiettoria di rialzo è proseguita nonostante il "cessate il fuoco" del 7 aprile.

La calibrazione del nostro scenario di base incorpora un prezzo medio della benzina tra il 1° e il 2° trimestre pari a 3,85 dollari al gallone, in linea con la media osservata nella fase iniziale dello shock (9 marzo-13 aprile). I dati di maggio si collocano tuttavia al di sopra anche dello scenario low (USD 4,15 al gallone), che nella nostra calibrazione rappresentava l'ipotesi più sfavorevole ai consumi. **Qualora i livelli delle ultime settimane dovessero persistere, il freno dei carburanti sui consumi si avvicinerebbe ai valori dello scenario low** anziché a quelli dello scenario base, con **rischi di ulteriore deterioramento in caso di prosecuzione dei rincari**.

La letteratura ([Hamilton 2009](#); [Baumeister e Kilian 2016](#)) mostra che **la quasi totalità di un aumento della spesa energetica delle famiglie si traduce in uno spiazzamento dei consumi discrezionali nel breve periodo**. Infatti, l'elasticità di breve periodo della domanda di benzina è stimata in un intervallo tra -0,05 e -0,10, valori che implicano una capacità molto limitata delle famiglie di ridurre il consumo di carburante in risposta a prezzi più elevati. **La spesa aggiuntiva per i carburanti è quindi finanziata principalmente comprimendo altre componenti di spesa**, mentre solo una quota residuale viene assorbita attraverso una riduzione del risparmio. I dati recenti confermano il meccanismo: la spesa nominale per carburanti (Fig. 5) ha registrato un'accelerazione marcata da inizio 2026, mentre la spesa reale (Fig. 6), ovvero depurata dell'effetto prezzi, ha subito un calo relativamente contenuto. La trasmissione è inoltre asimmetrica: **le famiglie a basso reddito**, con quote di spesa energetica più elevate e minore capacità di smussare lo shock attraverso il risparmio, **subiscono uno spiazzamento proporzionalmente più marcato**.

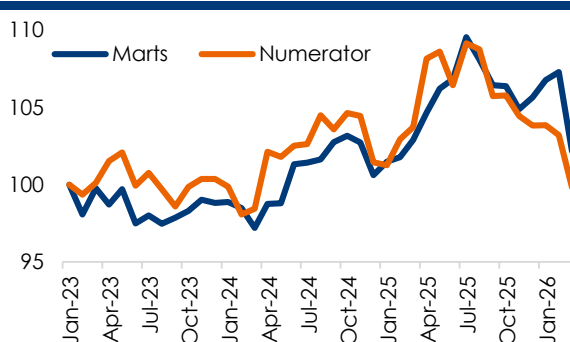
Assumendo un consumo di circa 140 miliardi di galloni l'anno, lo scenario base con un prezzo tra il 1° e il 2° trimestre a USD 3,85/gallone implica un delta di USD 0,84/gallone e un costo aggiuntivo annualizzato di circa USD 118 mld nella prima metà dell'anno. Applicando un coefficiente di spiazzamento dell'88%, l'impatto sui consumi discrezionali si attesta a circa USD -103 mld in termini annualizzati nel 1° semestre del 2026. Su base annua, **assumendo una normalizzazione nella seconda metà dell'anno verso 3,15 dollari/gallone, l'impatto dovrebbe collocarsi a -28 punti base nello scenario centrale**, con un range compreso tra -32 e -20 negli scenari low e high.

Fig. 5 – Spesa nominale per carburanti



Nota: crescita cumulata (gennaio 2023 = 100). Fonte: Numerator Consumer Spending Data, Advance Monthly Sales for Retail and Food Services (MARTS), New York Fed

Fig. 6 – Spesa reale per carburanti



Nota: crescita cumulata (gennaio 2023 = 100); la spesa reale utilizza il CPI Carburanti. Fonte: Numerator Consumer Spending Data, Advance Monthly Sales for Retail and Food Services (MARTS), New York Fed

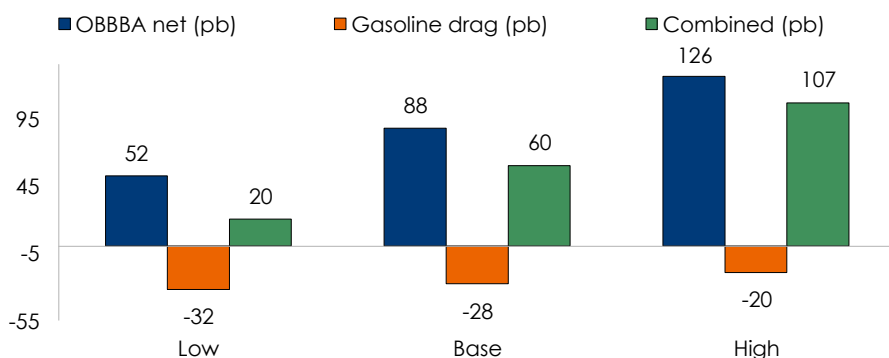
Il punto di break-even oltre il quale l'impulso fiscale OBBBA verrebbe interamente compensato dai rincari energetici è pari a USD 4,6 al gallone come media annua, un livello compatibile con uno scenario di escalation geopolitica prolungata. Il dato puntuale al 25 maggio (USD 4,47/gal.) si avvicina sensibilmente a questa soglia: affinché la media annua 2026 raggiunga il break-even, i livelli osservati nelle ultime settimane dovrebbero persistere per gran parte del resto dell'anno.

Impatto netto sui consumi

Nei dati di contabilità nazionale, l'impulso derivante dai rimborsi opera soprattutto attraverso minori *personal current taxes* rispetto al controfattuale, ed è in parte smussato dal trattamento contabile e dalla destagionalizzazione. Per questo, **il calo del reddito reale registrato tra febbraio e aprile non contraddice la presenza dello stimolo fiscale**, ma riflette il fatto che l'effetto positivo dei rimborsi è stato più che compensato, nel breve periodo, dall'aumento dei prezzi e da altre componenti negative del reddito. Inoltre, il trasferimento alla spesa effettiva si distribuisce nei trimestri successivi.

A questo sostegno si contrappone il freno derivante dai rincari dei carburanti. Considerando entrambi i canali, **il saldo netto sui consumi resta positivo in tutti gli scenari: +20 punti base annualizzati nello scenario low, +60pb nello scenario base e +107pb in quello high** (Fig. 7).

Fig. 7 – Impatto combinato “OBBBA + rincari dei carburanti” sui consumi PCE in tre diversi scenari



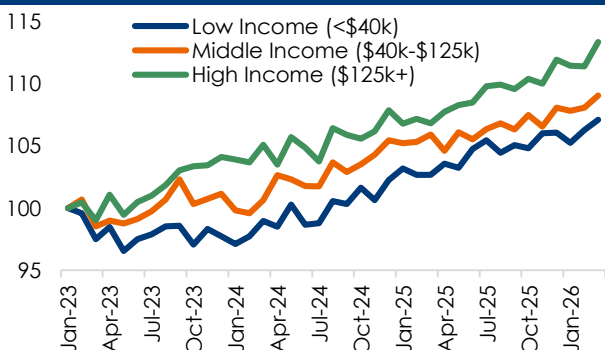
Nota: l'impatto netto di rimborsi fiscali OBBBA e rincari della benzina è espresso in punti base annualizzati. Nello scenario low si ipotizzano rimborsi per 40 miliardi di dollari, una propensione al consumo al 45% e benzina a 4,15 dollari al gallone; nello scenario base rimborsi per 68 miliardi, una propensione al consumo al 55% e benzina a 3,85 dollari; nello scenario high rimborsi per 108 miliardi, propensione al consumo al 65% e benzina a 3,45 dollari. Fonte: BEA, IRS, EIA, CBO; elaborazioni Intesa Sanpaolo

La distribuzione dei beneficiari accentua le disuguaglianze reddituali

Le principali misure contenute nell'OBBBA operano come deduzioni, non come crediti rimborsabili: **premano quindi solo i contribuenti il cui reddito imponibile supera la standard deduction** (USD 16.100 nel 2025), **escludendo de facto la fascia bassa**. Viceversa, dal lato opposto, i tagli a SNAP (Supplemental Nutrition Assistance Program) e Medicaid colpiscono prevalentemente i quintili più bassi di reddito. Il pacchetto di misure fiscali, nel suo insieme, tende quindi ad amplificare le disuguaglianze di reddito.

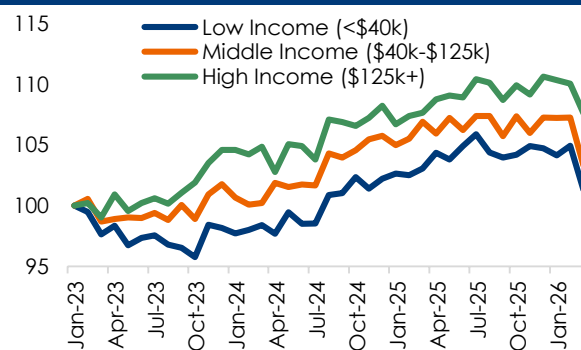
Una conferma arriva dai dati [Economic Heterogeneity Indicators \(EHIs\)](#) della Federal Reserve di New York e dagli studi di [Chakrabarti et al. \(2026a\)](#), che mostrano che la crescita reale della spesa dal 2023 è stata trainata quasi interamente dalle famiglie con reddito superiore a USD 125.000 (Fig. 8-9); la coorte sotto USD 40.000 ha recuperato i livelli di gennaio 2023 solo a metà 2024, mentre la fascia intermedia ha visto una sostanziale stagnazione della spesa per oltre un anno.

Fig. 8 – La spesa nominale per gruppi di reddito



Nota: crescita cumulata (gennaio 2023 = 100). Fonte: Numerator Consumer Spending Data, New York Fed

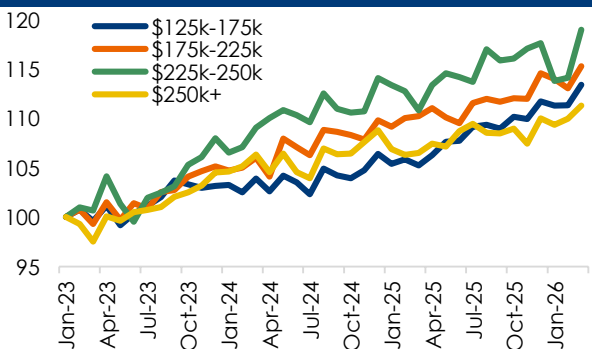
Fig. 9 – La spesa reale per gruppi di reddito



Nota: crescita cumulata (gennaio 2023 = 100). Fonte: Numerator Consumer Spending Data, New York Fed

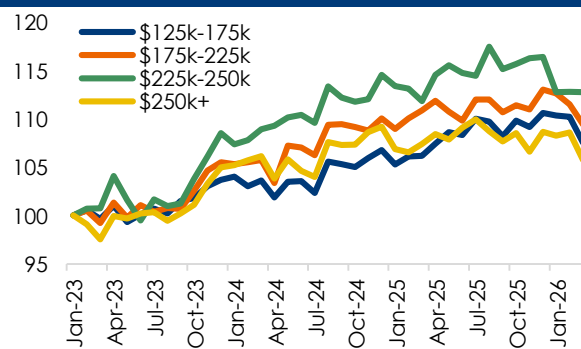
Viceversa, le famiglie a più alto reddito hanno sperimentato una crescita elevata sia in termini nominali che reali (Fig. 10-11).

Fig. 10 – Spesa nominale delle famiglie a più alto reddito



Nota: crescita cumulata (gennaio 2023 = 100). Fonte: Numerator Consumer Spending Data, New York Fed

Fig. 11 – Spesa reale delle famiglie a più alto reddito



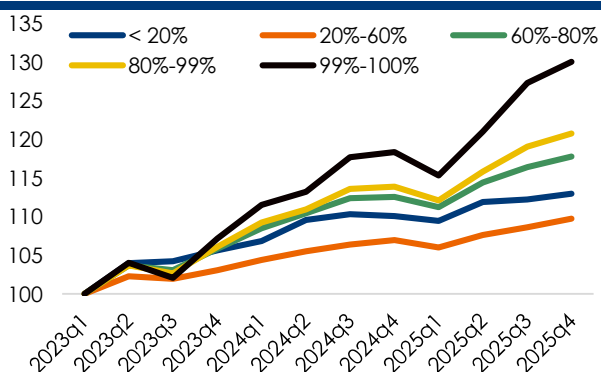
Nota: crescita cumulata (gennaio 2023 = 100). Fonte: Numerator Consumer Spending Data, New York Fed

[Chakrabarti et al. 2026b](#) identificano nella ricchezza finanziaria il driver principale di questa divergenza: dal 1° trimestre 2023 il patrimonio netto reale dell'1% delle famiglie più ricche è cresciuto di oltre il 25%, contro meno del 10% del 40% intermedio (Fig. 12-13). Questa crescita è stata alimentata da ampi aumenti dei valori degli asset finanziari, un **fenomeno che riguarda quasi esclusivamente le fasce alte**. I salari non spiegano il differenziale; al contrario, il quartile inferiore ha registrato una crescita salariale più vivace in alcuni periodi del 2023-24, il che suggerisce che il consumo delle fasce più abbienti sia ormai meno correlato al reddito da lavoro

e più dipendente dalla performance dei mercati finanziari. In tale contesto, una correzione delle quotazioni azionarie potrebbe rappresentare un serio rischio per l'economia.

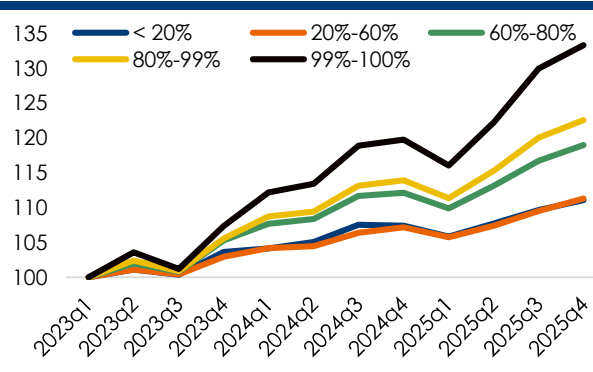
L'evidenza più recente suggerisce che **la relazione tra incertezza percepita e propensione al consumo è meno lineare di quanto previsto dal modello tradizionale** di risparmio precauzionale. I dati della Survey of Consumer Expectations, [Kosar e Melcangi \(2024\)](#), mostrano che la propensione marginale al consumo tende ad aumentare con l'incertezza soggettiva su redditi e spese per la maggior parte delle famiglie, riducendosi solo su livelli molto elevati di incertezza. In chiave prospettica, un mercato del lavoro più fragile o aspettative più incerte potrebbero quindi amplificare la reattività dei consumi proprio nelle coorti più vulnerabili.

Fig. 12 – Patrimonio netto reale per cluster di ricchezza



Nota: crescita cumulata (gennaio 2023 = 100). Fonte: [Fed Board of Governors Distributional Financial Accounts \(DFAs\)](#), New York Fed

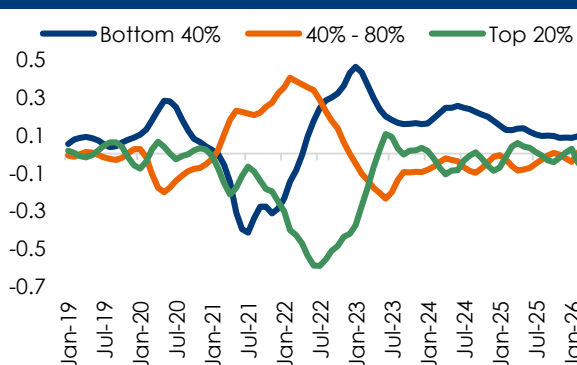
Fig. 13 – Attività finanziarie reali per cluster di ricchezza



Nota: crescita cumulata (gennaio 2023 = 100). Fonte: [Fed Board of Governors Distributional Financial Accounts \(DFAs\)](#), New York Fed

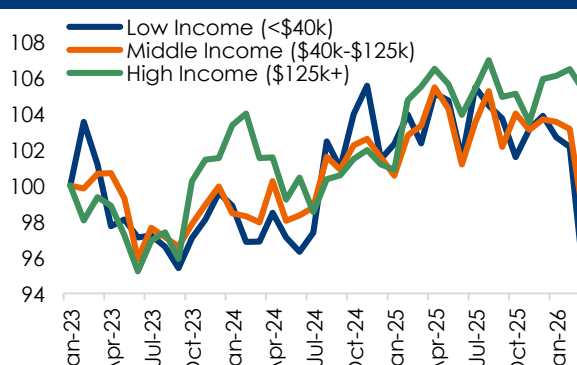
A questa dicotomia strutturale si sovrappone **un secondo canale di asimmetria: l'inflazione differenziale**. Dal 4° trimestre 2022 le famiglie a basso reddito sperimentano un'inflazione costantemente superiore alla media nazionale, riflesso del peso maggiore di energia e alimentari nel loro paniere abituale di consumo (Fig. 14). [Chakrabarti et al. \(2026c\)](#) documentano **una divergenza ("K-Shape") anche nei consumi di carburanti**: le famiglie ad alto reddito hanno mantenuto i consumi reali di benzina sostanzialmente invariati, mentre i meno abbienti hanno tagliato la domanda del 7% (Fig. 15), in larga parte attraverso car sharing e maggiore utilizzo del trasporto pubblico. In sintesi, **lo shock energetico amplifica le disparità di reddito e penalizza le stesse coorti colpite dai tagli a SNAP/Medicaid**.

Fig. 14 – Divario di inflazione per classe di reddito (punti percentuali)



Nota: i divari di inflazione sono calcolati rispetto all'inflazione complessiva (medie mobili a tre mesi). Fonte: BLS Consumer Spending Survey; indici dei prezzi al consumo BLS, New York Fed

Fig. 15 – Spesa per carburanti per fascia di reddito



Nota: crescita cumulata nominale (gennaio 2023 = 100). La spesa reale utilizza i prezzi della benzina specifici per ogni fascia di reddito. Fonti: Numerator Consumer Spending Data; BLS, New York Fed

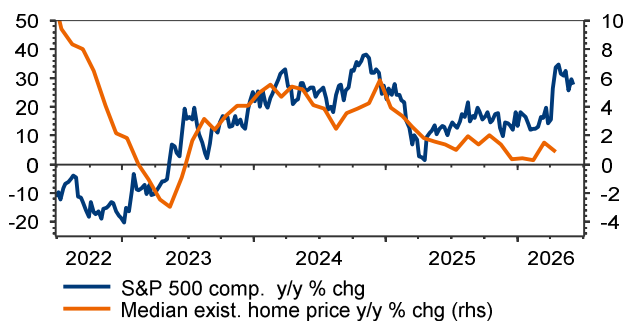
L'evidenza dello [studio della Fed di New York](#) è coerente con la nostra ipotesi di **una propensione al consumo aggregata sui rimborsi OBBBA dell'ordine del 55% nel 2026**. Tale valore riflette la media tra comportamenti eterogenei: da un lato, i beneficiari concentrati nelle fasce di reddito medio-alte, caratterizzati, come documentato da [Dyran, Skinner e Zeldes 2004](#), da una propensione al consumo strutturalmente più bassa (15-22%); dall'altro, le coorti vincolate dalla liquidità, che spendono una quota assai maggiore di ogni dollaro ricevuto (40-60%). Presso le famiglie a più alto reddito, infatti, una parte rilevante del rimborso tende a essere accantonata anziché spesa (circa il 35% è destinato al risparmio e il 30% alla riduzione del debito): si tratta di **un comportamento tipico di fronte a un'entrata straordinaria e non programmata, che viene trattata diversamente dal reddito ricorrente**.

Effetto ricchezza: tra i maggiori rischi del 2026

Nel 2025 **l'effetto ricchezza è stato uno dei principali fattori di supporto ai consumi**. La ricchezza netta aggregata delle famiglie ha continuato a crescere, trainata dal rialzo degli asset finanziari, con un contributo circa stabile dal canale immobiliare. La letteratura ([Slacalek 2009](#)) **documenta un'elasticità dei consumi alla ricchezza differenziata per classi di reddito**, con una dinamica nel 2025 particolarmente favorevole alle fasce medio-alte, detentrici della quota maggiore di attività finanziarie.

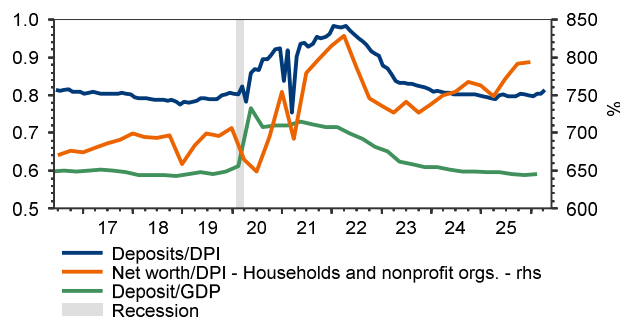
Il 2026 ha visto una significativa volatilità dovuta alla guerra in Iran; tuttavia, ad oggi il canale della ricchezza rimane di supporto. Dopo la correzione di circa il 10% tra fine febbraio e fine marzo legata al conflitto e all'impennata del greggio (Fig. 16), il "cessate il fuoco" del 7 aprile ha innescato un rally che ha riportato l'S&P 500 su nuovi massimi storici, cancellando le perdite del periodo bellico. **Il bilancio è quindi di un effetto ricchezza ancora positivo** (Fig. 17), ma **con maggiori rischi rispetto al 2025**, soprattutto sul fronte geopolitico.

Fig. 16 – I mercati azionari restano in ampio progresso su base annua, i prezzi delle case sono poco variati rispetto a un anno fa



Fonte: S&P, National Association of Realtors, LSEG Datastream

Fig. 17 – L'effetto ricchezza resta elevato nonostante la volatilità dei mercati



Fonte: Federal Reserve Board Distributional Financial Accounts, BEA

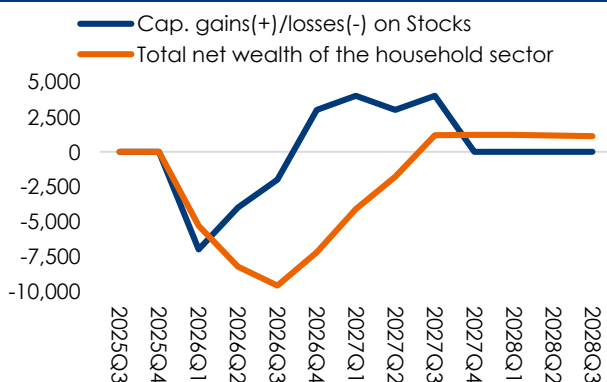
Una correzione significativa dei mercati azionari rappresenta uno dei principali rischi al ribasso sullo scenario previsivo, anche se [Lettau e Ludvigson \(2004\)](#) ricordano che **perché un calo patrimoniale si traduca in un taglio significativo alla spesa occorre che sia percepito come permanente**.

Per quantificare **l'impatto di un'eventuale correzione dei mercati finanziari sulla spesa delle famiglie** abbiamo replicato l'esperimento di un **wealth shock** sulla scorta di quello sviluppato da R.C. Fair (tramite un modello strutturale stimato su dati USA dal 1954, documentato in [Macroeconometric Modeling: 2018](#) e disponibile in versione operativa sul sito [fairmodel.econ.yale.edu](#)). Lo shock agisce sulla variabile esogena dei Capital Gains (CG) ed è stato calibrato per riprodurre l'entità e il profilo temporale del *drawdown* osservato nel 2022 (un calo cumulato di circa 13 trilioni di dollari nominali nei tre trimestri di shock). Applicando tale shock al contesto attuale, **la ricchezza netta delle famiglie calerebbe di USD -9.600 mld (-7,2%)**

rispetto allo scenario di base nel 4° trimestre 2026, per poi recuperare gradualmente nel corso del 2027 (Fig. 18).

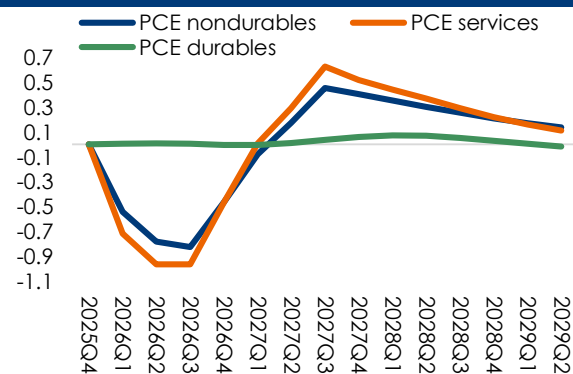
L'effetto sui consumi si manifesta con 1-2 trimestri di ritardo e si concentra sulle componenti servizi e beni non durevoli, mentre i beni durevoli (che nella specificazione di Fair dipendono dal costo del capitale più che dallo stock di ricchezza) non risultano sostanzialmente intaccati. Nell'aggregato, i consumi risultano inferiori allo scenario base di -0,1% nel 2026 e -0,6% nel 2027, con effetto massimo nel 1° trimestre del 2027 (Fig. 19). Durante lo shock energetico del 2022, la discesa dei corsi azionari e il conseguente **impatto su ricchezza e consumi reali risultò molto contenuto, grazie all'eccesso di risparmio accumulato durante la pandemia e agli stimoli fiscali residui**. Oggi quei fattori di supporto hanno decisamente meno rilevanza.

Fig. 18 – Shock sulla ricchezza delle famiglie: capital gains e ricchezza netta totale



Note: plusvalenze (+) / perdite (-) sulle azioni possedute da famiglie; deviazioni dallo scenario base, miliardi di dollari nominali; simulazione di uno shock esogeno sulla variabile Capital Gains (CG) calibrato sul drawdown osservato nel 2022 (Δ CG cumulato \approx -USD 13.000 mld nei tre trimestri di shock); shock attivato nel 2° trimestre 2026. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su base dati al 30 aprile 2026, [The US Model Workbook](#), simulazioni eseguite con Eviews 14

Fig. 19 – Trasmissione dello shock alle componenti dei consumi reali

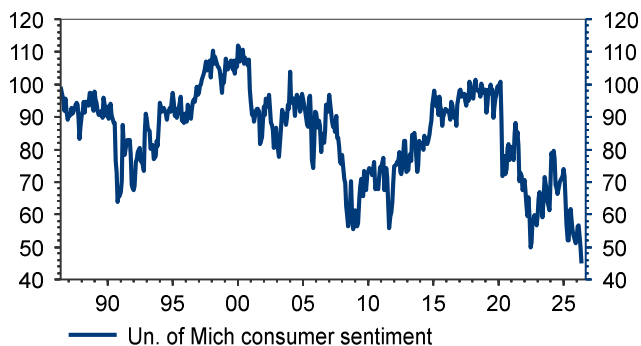


Nota: deviazioni dallo scenario base, variazioni t/t annualizzate, punti percentuali; simulazione di uno shock esogeno sulla variabile capital gains (CG) calibrato sul drawdown osservato nel 2022 (Δ CG cumulato \approx -USD 13.000 mld nei tre trimestri di shock); shock attivato nel 2° trimestre 2026. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su base dati al 30 aprile 2026, [The US Model Workbook](#), simulazioni eseguite con Eviews 14

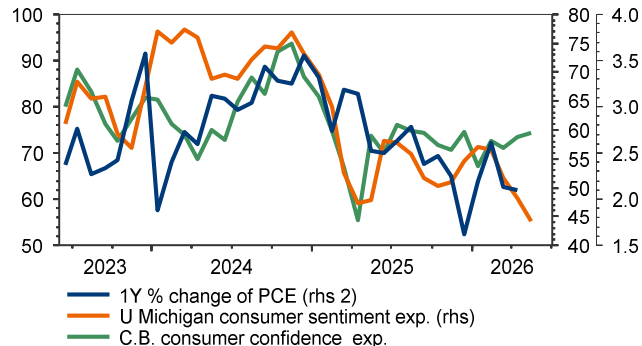
Come interpretare il nuovo minimo storico del sentiment dei consumatori?

Il sentiment dei consumatori diffuso dall'Università del Michigan ha raggiunto a maggio un nuovo minimo storico nei 74 anni della survey, a 44,8 (Fig. 20). Il calo di maggio (il terzo consecutivo) riflette soprattutto il riemergere delle pressioni sul costo della vita: **il 57% dei consumatori ha citato spontaneamente l'erosione delle finanze personali dovuta ai prezzi elevati, dal 50% del mese precedente**. La flessione è più marcata per famiglie a basso reddito e consumatori senza titolo universitario, più esposti ai rincari di benzina e beni essenziali. Tuttavia, mentre il calo registrato lo scorso anno in corrispondenza degli annunci sui dazi mostrava uno spaccato assai differenziato per classi di reddito e per appartenenza politica, **il crollo degli ultimi mesi è diffuso a tutto lo spettro politico ed è trasversale rispetto a reddito, età e istruzione**.

La letteratura segnala che il **sentiment delle famiglie è storicamente un predittore debole dei consumi** ([Mustre-del-Río e Nichols 2025](#)): l'inclusione di misure di fiducia nei modelli previsionali non migliora significativamente le stime rispetto ai modelli basati su reddito e spesa passati. Il punto empirico ribadito anche da Powell è che la fiducia riflette spesso più l'umore economico dichiarato che le intenzioni effettive di spesa.

Fig. 20 – Il crollo della fiducia dell'Università del Michigan è senza precedenti

Fonte: Università del Michigan

Fig. 21 – Il legame tra sentiment e spesa tende a rafforzarsi nelle fasi di stress congiunturale acuto

Fonte: BEA, Università del Michigan, Conference Board

Tuttavia, vi sono due considerazioni importanti per il caso attuale:

- **il legame tra sentiment e spesa, seppur generalmente debole** nei modelli di previsione standard ([Carroll, Fuhrer e Wilcox 1994](#), [Mustre-del-Río e Nichols 2025](#)), tende a rafforzarsi nelle fasi di forte stress congiunturale (Fig. 21): [Lahiri, Monokroussos e Zhao \(2016\)](#) mostrano che, **mentre in tempi normali la valenza predittiva delle indagini di fiducia si concentra sulla componente dei servizi, durante la recessione del 2007-09 il sentiment ha esercitato un effetto più pervasivo su tutte le componenti del consumo;**
- anche ammettendo che il sentiment sia un predittore imperfetto, **un deterioramento di questo ordine di grandezza segnala almeno una riduzione temporanea della propensione al consumo discrezionale**, con le famiglie che potrebbero posticipare acquisti durevoli e viaggi nell'attesa di maggiore chiarezza sul quadro geopolitico ed economico.

Infine, abbiamo ripreso gli esercizi empirici di [Carroll, Fuhrer e Wilcox 1994](#) e [Ludvigson 2004](#), ristimando i loro modelli su un campione mensile più recente, dal 2008 al 2026. Entrambe le stime confermano che **il consumer sentiment appare come un indicatore più coincidente che anticipatore dei consumi**. Nella regressione predittiva, i ritardi del Consumer Sentiment Index non aggiungono potere previsivo statisticamente significativo per il PCE. Analogamente, nella specificazione contemporanea, il coefficiente diretto della fiducia sui consumi risulta statisticamente indistinguibile da zero: il segnale viene assorbito quasi interamente dalla variazione del tasso di disoccupazione. In altri termini, **il sentiment non tende a precedere i consumi, ma a muoversi in sincronia con essi e con le condizioni del mercato del lavoro.**

Questa evidenza, tuttavia, non riduce la rilevanza del segnale attuale. Al contrario, proprio perché il crollo della fiducia coincide oggi con un raffreddamento dei fondamentali – minore dinamismo occupazionale ed erosione del reddito reale percepito – esso acquista maggiore credibilità come misura dello stato corrente del ciclo.

Conclusioni

Il 2026 si conferma per i consumi statunitensi un anno di forze contrapposte. **L'impulso fiscale OBBBA resta significativo e concentrato nel 1° semestre, ma la sua trasmissione alla spesa è graduale e in larga parte ancora da dispiegarsi:** i dati recenti mostrano infatti un reddito disponibile reale sostanzialmente fermo, mentre la tenuta dei consumi nel breve periodo è sostenuta soprattutto dalla compressione del tasso di risparmio, sceso su livelli storicamente contenuti. Il nostro scenario di base rimane coerente con una crescita del PCE reale del 2,2% nel 2026, sostenuta da un contributo netto combinato di OBBBA e rincari dei carburanti di circa +0,6%. La lettura centrale è quindi di **resilienza selettiva, non di riaccelerazione strutturale:** i consumi restano supportati dai tagli fiscali e da un reddito da lavoro ancora positivo, ma con un

impulso più fragile, distribuito in modo sfavorevole alla trasmissione piena ai consumi (i beneficiari dell'OBBBA si concentrano nelle coorti a propensione al consumo più bassa), e meno diffuso rispetto al biennio precedente.

I rischi restano più orientati al ribasso rispetto a inizio anno. Il mercato del lavoro è in rallentamento, il cuscinetto di risparmio è meno ampio, la fiducia è fragile e – soprattutto – il rincaro dei carburanti già osservato si **avvicina sensibilmente al break-even oltre il quale l'impulso OBBBA verrebbe interamente compensato.** Un'eventuale correzione duratura dei mercati azionari o un disancoraggio delle aspettative di inflazione accentuerebbero il rischio di una trasmissione più debole dell'OBBBA ai consumi. Dal lato opposto, una rapida normalizzazione del quadro geopolitico ed energetico – coerente con il nostro scenario *high* (+1,1% di impatto netto sui consumi di OBBBA e rincari carburanti) – insieme a un recupero della fiducia, rappresenterebbe il principale rischio al rialzo.

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.intesaspa.com) - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo SpA e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo SpA. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo SpA.

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo SpA e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di 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.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

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

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

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

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

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Riccardo Bellesia

Mario Di Marcantonio

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com