

Focus Stati Uniti
FOMC: la Fed mantiene la rotta (per ora)

La riunione del FOMC che si terrà tra oggi e domani dovrebbe concludersi con tassi invariati nell'intervallo 3,50-3,75%. I dati inferiori alle attese di giugno su occupazione e inflazione hanno indebolito le motivazioni per un rialzo immediato, senza tuttavia riaprire il dibattito sui tagli. Warsh ha invitato a non attribuire eccessivo peso all'ultima rilevazione sui prezzi, ribadendo che la Fed non tollererà un'inflazione persistentemente elevata e monitorerà il grado di propagazione degli shock da dazi ed energia al resto del paniere. Il flusso dei discorsi recenti conferma che il Comitato è spaccato ma che l'impostazione hawkish prevale su quella dovish: non si può escludere che la riunione possa registrare un dissenso esplicito a favore di un rialzo dei tassi (la maggiore candidata in tal senso è Logan). Il wording della Fed dovrebbe mantenere il riferimento all'elevata incertezza, confermando che le decisioni saranno prese riunione per riunione senza che la banca centrale fornisca un indirizzo esplicito sulla direzione delle prossime mosse sui tassi. Al momento, il nostro scenario centrale resta quello di tassi invariati sino a fine anno, ma l'escalation del conflitto in Medio Oriente potrebbe fornire nuovi argomenti agli esponenti più preoccupati per i rischi inflattivi.

28 luglio 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 un eventuale dissenso di Logan a favore di un rialzo di 25pb.
- **Dopo l'ampia riscrittura di giugno, il comunicato dovrebbe vedere poche variazioni:** la crescita dovrebbe ancora essere definita come "**solida**", e il giudizio sul mercato del lavoro dovrebbe restare costruttivo; dovrebbe rimanere il riferimento all'inflazione "**elevata**" e la conferma dell'impegno a "**conseguire la stabilità dei prezzi**". Scontata inoltre la conferma del riferimento all'elevata incertezza, a causa del protrarsi del conflitto con l'Iran.
- I dati di giugno su occupazione e inflazione hanno sorpreso al ribasso, **riducendo l'urgenza di un rialzo immediato**; tuttavia, occorrono ulteriori evidenze per convincere i membri più hawkish del fatto che l'inflazione abbia raggiunto un picco, e della rinnovata debolezza del mercato del lavoro.
- **La maggioranza dei membri del FOMC resta orientata all'attesa**; secondo la nostra valutazione, 4 membri votanti potrebbero essere orientati ad alzare i tassi, nessuno ad abbassarli.
- **Durante la conferenza stampa ci attendiamo che Warsh ribadisca l'impegno a ridurre l'inflazione ed impedire che lo shock petrolifero si diffonda**, in uno scenario complicato dall'elevata incertezza su conflitto in Iran e dazi, ma senza fornire indicazioni sul futuro della politica monetaria.
- **Nel Q&A Warsh dovrebbe preservare piena opzionalità, senza fornire forward guidance.** Le domande si concentreranno sulla propagazione degli shock da energia e dazi, sulle condizioni per un intervento a settembre e sulla tenuta del mercato del lavoro. Potrebbero emergere anche domande sulle **cinque task force avviate da Warsh (su comunicazione, bilancio, qualità dei dati, produttività e analisi dell'inflazione)**, con riferimento a tempi dei lavori, *dot plot*, nuove misure di inflazione e utilizzo di dati in tempo reale.
- **La nuova escalation del conflitto con l'Iran ha riportato le aspettative di mercato sui tassi in direzione restrittiva:** il mercato assegna una probabilità di circa il 33% a un rialzo già a luglio, e sconta pienamente una stretta da 25pb entro settembre.

Potenziali modifiche al comunicato

Dopo l'ampia riscrittura di giugno, **il comunicato dovrebbe rimanere pressoché invariato**. La crescita dovrebbe continuare a essere descritta come **"solida"** ed è probabile la conferma del riferimento all'incremento della produttività e degli investimenti introdotto il mese scorso. Il giudizio sul mercato del lavoro dovrebbe restare costruttivo, con guadagni occupazionali che si dovrebbero mantenere in equilibrio con la forza lavoro, mentre il tasso di disoccupazione potrebbe essere ridefinito come in lieve calo e non più "poco variato". Nonostante dati di inflazione migliori, una sola rilevazione difficilmente sarà sufficiente per modificare **la valutazione secondo cui l'inflazione "resta elevata"**. Dovrebbe inoltre essere confermato il riferimento all'elevata incertezza: il sostanziale fallimento della tregua con l'Iran e il rialzo del prezzo del petrolio in luglio (seguiti da un parziale allentamento delle tensioni nei giorni scorsi) mantengono significativi i rischi inflattivi. Il comunicato dovrebbe infine ribadire l'impegno a **"conseguire la stabilità dei prezzi"**.

Principali sviluppi macroeconomici dopo il FOMC di giugno

- **L'employment report di giugno ha sorpreso al ribasso sul fronte degli occupati** (appena 57 mila, e i dati dei due mesi precedenti sono stati rivisti al ribasso di -74 mila unità). Il tasso di disoccupazione è calato a sorpresa di un decimo al 4,2%, ma solo per effetto della contrazione della forza lavoro (-720 mila unità): l'indagine sulle famiglie ha rilevato una flessione degli occupati di ben -507 mila unità. Il calo dell'offerta di lavoro è dovuto anche alla diminuzione del tasso di partecipazione, da 61,8% a 61,5%, un minimo da marzo 2021. Il rapporto tra occupati e popolazione è sceso di due decimi al 59%, minimo da ottobre 2021.
- **Anche i dati di giugno su CPI e PPI hanno sorpreso al ribasso**, evidenziando soprattutto un calo dei prezzi al consumo dei servizi non abitativi, nonché un'attenuazione dell'effetto dei dazi sui beni core, sebbene restino pressioni selettive sui prezzi alla produzione derivanti soprattutto dal boom dell'Intelligenza Artificiale. Sulla base delle componenti rilevanti di CPI e PPI, i deflatori PCE di giugno dovrebbero vedere un calo dell'indice headline di -0,1% m/m (dopo il +0,4% di maggio), con l'inflazione annua in decelerazione al 3,6% dal 4,1%; il deflatore core dovrebbe rallentare a 0,1% m/m da 0,3% precedente, per una variazione annua in calo solo marginale a 3,3% da 3,4% di maggio.
- **Il Beige Book preparato per il FOMC** che si terrà oggi e domani segnala un'espansione dell'attività da lieve a moderata in undici Distretti, con consumi frenati dai rincari dei carburanti e maggiore cautela sulle spese discrezionali. Manifattura e servizi sono cresciuti moderatamente, sostenuti dagli ordini legati a data center, macchinari e difesa, mentre sono peggiorate le condizioni agricole. L'occupazione è aumentata nel complesso, ma in sette Distretti è rimasta pressoché invariata; la crescita salariale è risultata modesta o moderata. I prezzi sono saliti a ritmo moderato, uguale o inferiore al periodo precedente. Energia, trasporti, materie prime e dazi hanno spinto i costi, comprimendo in alcuni casi i margini. Resta elevata l'incertezza legata allo shock energetico.

Il flusso dei discorsi non mostra un'ulteriore virata verso posizioni più hawkish

Dopo l'ultima riunione del FOMC, Warsh è intervenuto in due occasioni:

- Al Forum BCE di Sintra del 1° luglio, **ha confermato la scelta di non fornire indicazioni sulla futura traiettoria dei tassi, preservando piena opzionalità e decisioni prese riunione per riunione**. Ha tuttavia osservato che, dopo il FOMC di giugno, le aspettative sui prezzi, e i rischi inflattivi, erano diminuiti. In merito all'impatto dell'Intelligenza Artificiale, ha riconosciuto che il boom degli investimenti sostiene inizialmente la domanda, ma ha sottolineato che **nel medio termine l'aumento della produttività e dell'offerta potrebbe avere implicazioni disinflazionistiche**. Ha infine confermato che la comunicazione della Fed (e in particolare il "grafico a punti") sarà riesaminata dalla task force avviata a giugno.

■ **Nella sua prima audizione semestrale di politica monetaria al Congresso¹**, (il 14 luglio alla Camera e il 15 luglio al Senato), **Warsh ha mantenuto l'inflazione al centro del messaggio**. Ha ridimensionato il dato "positivo" sul CPI di giugno, ricordando che l'inflazione è da 63 mesi al di sopra dell'obiettivo, e ha ribadito che il FOMC non tollererà un'inflazione persistentemente elevata. Secondo Warsh, dazi, rincari energetici e altri shock di offerta possono provocare aumenti iniziali di alcuni prezzi, ma **il compito della politica monetaria è impedire che queste pressioni si propaghino al resto del paniere, e soprattutto a aspettative e salari**. Il nuovo governatore ha inoltre chiarito di non avere una misura preferita di inflazione sottostante (nemmeno il "*trimmed mean*"), auspicando lo sviluppo di indicatori più granulari e tempestivi, capaci di cogliere anche la distribuzione dei prezzi praticati dai grandi rivenditori. Pur ribadendo che **ogni riunione resterà potenzialmente decisiva, non ha fornito indicazioni sulla traiettoria dei tassi né segnalato l'urgenza di un rialzo**. L'audizione ha infine delineato la revisione più ampia del framework attraverso le cinque task force dedicate a comunicazione, bilancio, qualità dei dati, produttività e analisi dell'inflazione: in questa direzione, il [Monetary Policy Report](#) inviato al Congresso è tornato a inserire tra gli indicatori da monitorare anche M2 (senza prospettare un ritorno a obiettivi monetari).

Rispetto alla riunione di giugno, il sentiment del FOMC non mostra un ulteriore spostamento generalizzato in direzione restrittiva. Il numero dei membri hawkish resta invariato a cinque, ma cresce da tre a quattro quello dei falchi con diritto di voto: **una sfumatura leggermente più restrittiva, che non modifica tuttavia l'ampia maggioranza favorevole a mantenere i tassi invariati**. I dati di giugno più favorevoli hanno infatti indebolito le motivazioni per un rialzo immediato, senza però riaprire il dibattito sui tagli. **Il blocco dovish resta assente, mentre il confronto si concentra tra una minoranza favorevole a una restrizione e un ampio centro ancora orientato all'attesa**.

Gruppo "hawkish" (5 membri, di cui 4 votanti). **Logan** (Fed di Dallas) esprime al momento la posizione più restrittiva ed è l'unica ad avere richiesto esplicitamente un aumento dei tassi: nonostante il miglioramento del CPI di giugno, ritiene che tassi moderatamente più elevati bilancerebbero meglio prospettive e rischi, poiché l'inflazione sembra convergere verso la fascia medio-alta del 2%, mentre attività e mercato del lavoro restano solidi. È quindi la principale candidata a dissentire a favore di un rialzo. **Hammack** (Fed di Cleveland) mantiene un orientamento hawkish, ma meno netto sul piano operativo: considera appropriato lasciare per ora i tassi invariati, pur avvertendo che la policy potrebbe non essere sufficientemente restrittiva. Un suo eventuale dissenso non si può escludere del tutto. **Cook** (Board) ritiene che i rischi rimangano sbilanciati sul fronte inflazione, in un contesto di un'economia resiliente e di possibili pressioni derivanti dagli investimenti nell'IA, ma considera prudente concedere ancora tempo ai dati. **Kashkari** (Fed di Minneapolis) aveva a giugno sostituito nella propria previsione un taglio con un rialzo entro fine anno. Tra i non votanti, **Schmid** (Fed di Kansas City) ha sottolineato che anche gli shock dal lato dell'offerta possono alimentare aspettative e persistenza inflattiva.

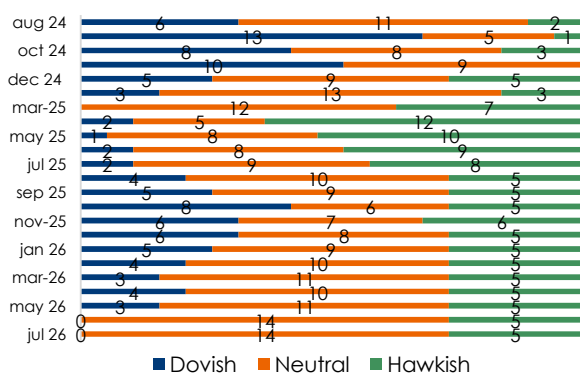
Gruppo "neutrale" (14 membri, di cui 8 votanti). Il gruppo resta il baricentro del Comitato e continua a privilegiare il mantenimento di tassi invariati (almeno per ora). **Williams** (Fed di New York) rappresenta la posizione relativamente più accomodante: ritiene che l'inflazione abbia probabilmente raggiunto il picco e possa tornare a scendere grazie al rientro delle pressioni provenienti da energia, dazi e investimenti nell'IA; la stance monetaria attuale sarebbe quindi adeguata a riportare gradualmente l'inflazione verso il 2%, senza necessità di rialzi. **Jefferson** (Board) mantiene una posizione bilanciata, ritenendo che l'attuale livello dei tassi possa sostenere il mercato del lavoro e consentire un'inversione della tendenza inflattiva, ma si dice pronto a riconsiderare la sua posizione se le pressioni sui prezzi non si attenuassero. **Waller** (Board) ha usato un linguaggio più restrittivo: prima del CPI aveva subordinato la discussione di un rialzo a un'altra sorpresa inflazionistica; il dato favorevole di giugno ha fatto venir meno questa

¹ [Semiannual Monetary Policy Report to the Congress](#)

condizione immediata. Tra i non votanti, **Goolsbee** (Fed di Chicago) ha accolto positivamente il dato sul CPI, ma considera prematuro trarre conclusioni da una sola rilevazione: le possibili ricadute dello shock energetico e i segnali contrastanti dal mercato del lavoro rafforzano, a suo avviso, la necessità di attendere.

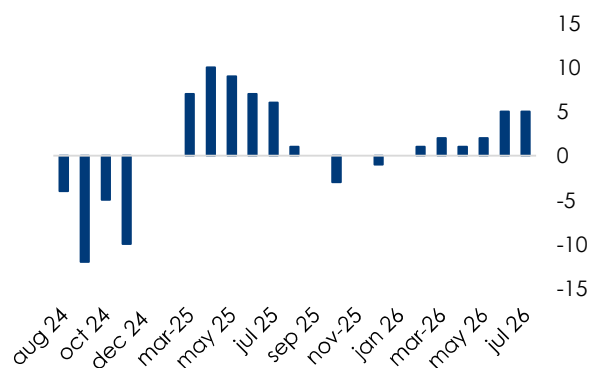
In sintesi, **rispetto a giugno, l'orientamento del FOMC è sostanzialmente invariato, anche se la maggiore presenza di falchi tra i votanti introduce una lieve sfumatura restrittiva** (Fig. 1). Il gruppo hawkish resta circoscritto, mentre l'ampio blocco neutrale continua a rappresentare il baricentro del Comitato e converge sull'opportunità di mantenere i tassi fermi. L'assenza di posizioni propriamente dovish e il differenziale tra falchi e colombe **suggeriscono che la Fed possa essere orientata a prolungare la pausa, mantenendo però aperta la possibilità di un rialzo qualora la disinflazione non trovasse conferma nei dati** (Fig. 2).

Fig. 1 – Il consenso all'interno del FOMC resta su posizioni neutrali o restrittive



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

Fig. 2 – Lo spread tra membri hawkish e dovish rimane stabile



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

La seconda conferenza stampa di Warsh dovrebbe essere dominata dall'inflazione e dalla funzione di reazione della Fed. Dopo i dati inferiori alle attese di giugno su occupazione e prezzi, Warsh sarà probabilmente chiamato a chiarire perché **le condizioni non giustifichino un rialzo immediato dei tassi e, al tempo stesso, perché non sia ancora possibile riaprire il dibattito sui tagli.** Le domande potrebbero concentrarsi su quali evidenze renderebbero necessario un intervento già a settembre. Coerentemente con quanto affermato a Sintra e al Congresso, il nuovo Governatore dovrebbe **evitare qualsiasi forward guidance e ribadire che un singolo dato non definisce una tendenza**, che ogni riunione resta potenzialmente decisiva e che la scelta dipenderà dall'insieme delle informazioni disponibili.

Il passaggio più delicato riguarderà dazi, energia e inflazione sottostante. La nuova escalation in Medio Oriente potrebbe riaccendere il dibattito sulla **capacità della Fed di guardare oltre gli effetti di primo impatto di uno shock di offerta.** Warsh dovrebbe ribadire che la politica monetaria non può impedire l'aumento iniziale di alcuni prezzi relativi, ma deve evitare che tali pressioni si propaghino al resto del paniere, ma soprattutto alle aspettative e ai salari. Potrebbe inoltre essere interrogato sugli indicatori utilizzati per distinguere un aggiustamento temporaneo da un'inflazione più persistente. Dopo aver chiarito al Congresso che il "trimmed mean" non è la sua misura preferita, dovrebbe insistere sulla necessità di un quadro più ampio, basato anche su dati più granulari e tempestivi.

Anche il mercato del lavoro sarà al centro del Q&A. La sorpresa negativa di giugno sul fronte degli occupati solleva interrogativi sulla valutazione di un mercato ancora "stabile" e sul possibile riequilibrio dei rischi verso il mandato occupazionale. Warsh dovrebbe tuttavia privilegiare l'andamento degli ultimi mesi rispetto a una singola rilevazione: **il dato rafforza le ragioni per attendere, ma difficilmente sarà considerato come sufficiente a giustificare un allentamento.**

Non mancheranno domande sull'IA, in particolare sul contrasto tra lo stimolo alla domanda già visibile negli investimenti e i benefici, più incerti e ritardati, su produttività e offerta. Warsh potrebbe confermare l'ottimismo di medio periodo espresso a Sintra, evitando però di attribuire a questi effetti un ruolo decisivo nelle scelte dei prossimi mesi.

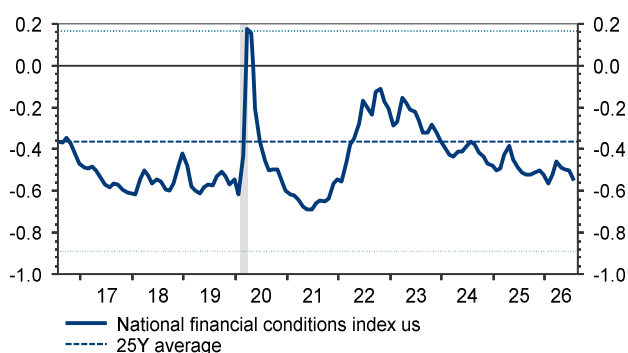
Infine, **potrebbero arrivare domande sulle cinque Task Force²** affidate a gruppi di economisti, banchieri centrali e rappresentanti del mondo tecnologico e imprenditoriale. Warsh potrebbe essere chiamato a chiarire tempi e modalità di pubblicazione dei lavori e le possibili conseguenze per il "grafico a punti", il bilancio della Fed, l'impiego di dati in tempo reale, le misure dell'inflazione e la valutazione degli effetti dell'IA su produttività e occupazione. Warsh dovrebbe peraltro ribadire che i risultati saranno sottoposti all'esame del FOMC.

L'eventuale dissenso di Logan alimenterebbe domande sulla profondità della divisione interna e sulla possibilità che la prossima mossa sia un rialzo. Warsh dovrebbe evitare di quantificare il sostegno alle diverse opzioni, sottolineando invece che le decisioni saranno collegiali e guidate dai dati.

Condizioni finanziarie e aspettative di mercato su tassi

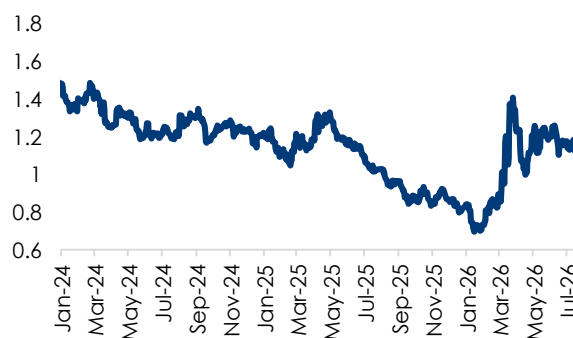
Dopo la riunione del FOMC di giugno, **le condizioni finanziarie sono diventate più accomodanti** (Fig. 3) e **l'indice di policy rate uncertainty della Fed di Kansas City** ha registrato un modesto rialzo, coerente con un contesto di maggiore incertezza sul sentiero dei tassi compatibile una pausa prolungata (Fig. 4).

Fig. 3 – Dall'ultimo FOMC, le condizioni finanziarie sono divenute 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. 4 – L'indice della Fed di Kansas City mostra un modesto aumento 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 la riunione di giugno, che aveva innescato un mercato riprezzamento al rialzo, le aspettative di mercato sui tassi si sono mantenute su livelli elevati, pur con ampie oscillazioni. Per la riunione di luglio i mercati assegnano ora una probabilità di circa il 35% a un rialzo, con tassi

² [Chairman's Task Forces for Advancing Monetary Policy](#)

fermi come scenario base. Sull'orizzonte di fine anno la curva sconta pienamente un rialzo da 25pb già a settembre e attribuisce una probabilità di circa il 50% a un secondo incremento entro dicembre; due rialzi da 25pb sono interamente prezzati entro la primavera del 2027. Nelle ultime settimane i dati di occupazione e inflazione avevano ridotto le probabilità di rialzo, ma l'escalation del conflitto e l'annuncio sui dazi le hanno riportate vicine ai massimi. Le nostre previsioni restano meno restrittive: riteniamo più probabile una Fed ferma più a lungo, piuttosto che una riapertura del ciclo di rialzi; tuttavia, un'ulteriore escalation del conflitto potrebbe costringere la Fed a intervenire per ancorare le attese di inflazione.

Conclusioni

In sintesi, **la riunione in agenda oggi e domani potrebbe essere una sorta di “pausa vigile” (“hawkish hold”) piuttosto che l'avvio di una nuova fase della politica monetaria.** I dati di giugno hanno riequilibrato i rischi e innalzato ulteriormente la soglia per un rialzo immediato, ma non offrono ancora evidenze sufficienti per riportare i tagli al centro del confronto. L'eventuale dissenso di Logan renderebbe più visibile la componente restrittiva del Comitato, senza modificare né l'esito della riunione né l'orientamento della maggioranza a mantenere i tassi fermi. **Warsh dovrebbe quindi preservare piena opzionalità, evitando di indicare la direzione della prossima mossa.**

Settembre resta pertanto una riunione aperta: saranno decisive le evidenze dalle prossime tornate di dati in merito alla tendenza del mercato del lavoro e soprattutto alla persistenza e diffusione delle pressioni inflazionistiche; **se la propagazione degli shock da energia e dazi al resto del paniere resterà contenuta, il Comitato potrà prolungare l'attesa, in caso contrario un rialzo entro l'autunno diventerebbe concreto.**

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241 e 2242 ove applicabile, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo SpA sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Riccardo Bellesia

riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Alessia Gavazzi

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com