

Focus Stati Uniti
FOMC: decisione sul filo, cresce il numero di membri a favore di un rialzo
15 settembre 2026
Research Department
Macroeconomic Research
Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Paolo Mameli
Economista

La riunione del FOMC che inizia oggi si presenta come molto incerta, e quasi sicuramente registrerà almeno un dissenso. In precedenza, ci attendevano un rialzo a dicembre, ma, dopo i dati di agosto su mercato del lavoro e CPI/PPI, l'asticella per un intervento immediato sembra essersi abbassata sensibilmente: se la Fed optasse per smentire le attese di mercato per un rialzo già a settembre, rischierebbe di provocare una salita delle aspettative inflazionistiche e dei rendimenti obbligazionari sulla parte lunga della curva. In caso di rialzo, Warsh in conferenza stampa potrebbe cercare di raffreddare le aspettative di ulteriori interventi ravvicinati; in caso di pausa, il rialzo potrebbe essere solo rimandato. Il dot plot dovrebbe in ogni caso mantenere previsioni di graduale normalizzazione dei tassi a partire dal 2027.

- **Il voto al FOMC di settembre è in bilico. Il Comitato appare spaccato** ma alla fine potrebbe prevalere l'idea di non smentire le attese di mercato di un rialzo dei tassi al 3,75-4%, anche per dare un "segnale" di mantenimento di credibilità della banca centrale e controllo delle aspettative inflazionistiche; si dovrebbe comunque registrare almeno un dissenso esplicito (quello di Williams). I contrari invece potrebbero essere almeno tre (Logan, Hammack e Kashkari) nel caso in cui si decidesse per un'ulteriore pausa.
- **Il comunicato dovrebbe contenere poche novità**, senza fornire indicazioni sulle mosse successive.
- Le **Summary of Economic Projections (SEP) dovrebbero vedere per lo più una lieve revisione al ribasso dell'inflazione core per il 2027**, mentre disoccupazione e crescita potrebbero vedere ritocchi marginali al ribasso.
- **Il punto centrale delle SEP sarà se il dot plot incorporerà uno o due rialzi entro fine 2026.** Pensiamo che il Comitato sarà spaccato, ma il profilo successivo dovrebbe mantenere la precedente idea di graduale normalizzazione, con uno o due tagli nel corso del prossimo anno.
- Durante la conferenza stampa ci attendiamo che **Warsh cerchi di attenuare le attese di un successivo rialzo dei tassi ad ottobre, sottolineando che le decisioni saranno prese riunione per riunione e continuando a evitare di fornire una qualsivoglia forward guidance.**
- Dopo l'ultimo FOMC, **le aspettative di mercato sui tassi si sono spostate ulteriormente in direzione restrittiva**: il mercato assegna circa il 90% di probabilità a un rialzo a settembre, e sconta pienamente due interventi entro fine anno. Nel caso in cui il FOMC optasse per un rialzo dei tassi, a nostro avviso il wording di Warsh potrebbe essere piuttosto dovish, per raffreddare le attese di interventi in ciascuna delle prossime riunioni a partire da quella del 27-28 ottobre.

Potenziali modifiche al comunicato

Nel caso in cui la Fed procedesse a un rialzo dei tassi, ci aspettiamo che il testo mantenga lo stile essenziale visto nei mesi scorsi, senza fornire *guidance* sulle mosse successive. Per motivare la decisione, il Comitato potrebbe aggiungere un breve riferimento all'**insufficiente velocità di convergenza dell'inflazione sottostante verso il 2%**, riprendendo il linguaggio utilizzato da Warsh a Jackson Hole.

Potenziali variazioni alle Summary of Economic Projections

- **Inflazione.** I dati su PPI e CPI di agosto (entrambi superiori alle attese) sono coerenti con un deflatore PCE core in aumento dello 0,3% m/m, dopo lo 0,2% di luglio e lo 0,1% di giugno. Le nostre elaborazioni sul PCE di luglio indicano che le pressioni sono prevalentemente riconducibili all'offerta, con un contributo della domanda contenuto; il ritmo mensile di crescita dei prezzi è comunque molto lontano dall'obiettivo di stabilità dei prezzi della banca centrale. **Il dibattito nel FOMC verterà quindi sul peso da attribuire agli ultimi dati.** In ogni caso, riteniamo che la maggior parte dei partecipanti al FOMC possa **rivedere lievemente al ribasso la proiezione sul core PCE per il 2027, da 2,5% a 2,4%**, confermando la sostanziale convergenza all'obiettivo dal 2028 (Tab. 1).
- **Occupazione.** Anche l'employment report di agosto è stato molto più forte del previsto: non solo i payroll sono aumentati di 162 mila unità e i dati di giugno e luglio sono stati rivisti complessivamente al rialzo di 55 mila, ma il tasso di disoccupazione è rimasto al 4,1%, al di sotto della stima mediana del livello di equilibrio di lungo periodo indicata nelle SEP di giugno, nonostante il recupero della partecipazione. Questa evoluzione dovrebbe indurre il FOMC a **ridurre dal 4,3% al 4,2% la proiezione sulla disoccupazione a fine 2026, lasciando invariate le stime per gli anni successivi** (Tab. 1).
- **Crescita economica.** Il **Beige Book** ha segnalato una crescita più modesta da luglio: dieci Distretti hanno registrato un'espansione lieve o moderata e solo due un'attività invariata; i consumi sono stati frenati dai rincari energetici, sebbene la spesa delle famiglie a più alto reddito sia rimasta forte. **Ci attendiamo che la proiezione mediana delle SEP sul PIL 2026 rimanga invariata, mentre quella per il 2027 potrebbe essere limata da 2,3% a 2,2%** (Tab. 1).
- **La mediana delle proiezioni sui tassi per fine 2026 potrebbe salire dal 3,75% di giugno al 4%, in un territorio intermedio tra 1 e 2 rialzi dei tassi entro fine anno.** La mediana per il 2027 dovrebbe continuare a segnare una limatura dei tassi rispetto ai livelli di fine 2026, rimanendo verosimilmente invariata al 3,625% di giugno. Anche le stime di lungo termine potrebbero rimanere invariate, anche se i rischi sono unidirezionali: non si può escludere del tutto una lieve revisione al rialzo (Tab. 1).

Tab. 1 – Nuove SEP del FOMC

Variabile	2026*	2027*	2028*	Lungo termine
PIL reale (previsione ISP)	2,2	1,9	2,1	2,0
Consenso Bloomberg	2,1	2,2		
Proiezione FOMC di giugno	2,2	2,3	2,2	2,0
Tasso di disoccupazione (prev. ISP)	4,2	4,3	4,2	4,2
Consenso Bloomberg	4,3	4,2		
Proiezione FOMC di giugno	4,3	4,3	4,2	4,2
Deflatore PCE (prev. ISP)	3,4	2,1	2,0	2,0
Consenso Bloomberg	3,5	2,2		
Proiezione FOMC di giugno	3,6	2,3	2,0	2,0
Deflatore PCE core (prev. ISP)	3,3	2,2	1,9	2,0
Consenso Bloomberg	3,2	2,4		
Proiezione FOMC di giugno	3,3	2,5	2,1	
Tasso sui fed funds (prev. ISP)	4,0	3,6	3,4	3,1
Consenso Bloomberg	3,9	3,6		
Proiezione FOMC di giugno	3,8	3,6	3,4	3,1

Nota: proiezioni dei membri del Consiglio della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, giugno 2026 (mediana); (*) 4° trimestre. Fonte: Intesa Sanpaolo, Federal Reserve

Il flusso degli interventi successivi alla riunione di luglio segnala un ulteriore spostamento in direzione hawkish

Dopo l'ultima riunione del FOMC, Warsh è intervenuto al simposio di [Jackson Hole del 28 agosto](#):

- Come già a Sintra e al Congresso, **Warsh ha ribadito che in condizioni normali la "forward guidance" deve avere un ruolo limitato**. Indicazioni troppo dettagliate e quasi-impegni sulle mosse future riducono la libertà del Comitato e alimentano un problema da **"sala degli specchi"**, nel quale i mercati guardano alla Fed e la Fed ricava segnali dai valori già influenzati dalla propria comunicazione. Warsh non intende però sostituire la "guidance" con una funzione di reazione esplicita: neppure una regola di Taylor può essere seguita meccanicamente, perché i fattori rilevanti per la politica monetaria cambiano nel tempo. **Le decisioni dovranno quindi riflettere le tendenze dei dati, non singole rilevazioni, senza impegni preventivi**. La conclusione - **"impegnato in una disciplina, non in una decisione"** - preserva piena opzionalità per settembre.
- **La valutazione dell'economia è stata decisamente meno accomodante**. Warsh ha descritto un'attività solida, un mercato del lavoro coerente con la piena occupazione e condizioni finanziarie difficilmente definibili come restrittive. L'inflazione resta il principale squilibrio: i progressi degli ultimi due anni sono stati "modesti" e le letture estive più favorevoli non bastano a dimostrare un miglioramento della tendenza sottostante. **Per misurare l'ampiezza delle pressioni inflazionistiche, Warsh ha utilizzato un indicatore basato sulla percentuale delle 199 componenti del PCE con inflazione superiore al 3%**. Il valore si attestava al 54% sulle variazioni a/a e al 49% sulle variazioni degli ultimi sei mesi annualizzate: livelli inferiori al picco post-pandemico di circa il 77%, ma ancora elevati rispetto alla media del 32% registrata nei due decenni precedenti la pandemia. **Si tratta però di una misura inerziale**, soprattutto sull'orizzonte a dodici mesi: occorre una sequenza di dati coerenti perché segnali un miglioramento o una nuova diffusione delle pressioni. In questo quadro, Warsh ha innalzato lo standard necessario per considerare soddisfacente la disinflazione. A nostro avviso, non si tratta di una richiesta esplicita di rialzo, ma uno spostamento dell'onere della prova sui dati: **l'assenza di progressi convincenti potrebbe essere sufficiente a giustificare una stretta, anche senza una nuova accelerazione dei prezzi**.

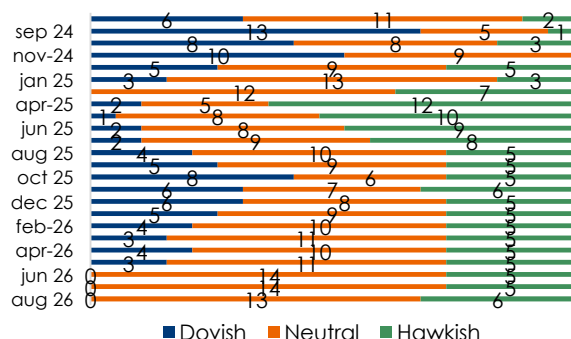
Rispetto alla riunione di luglio, **il FOMC ha compiuto un ulteriore spostamento in senso restrittivo, senza però raggiungere un consenso a favore di un rialzo immediato**. Il gruppo neutrale risulta più diviso e ha modificato il proprio condizionale, passando dalla disponibilità a tagliare in presenza di nuovi progressi sull'inflazione alla possibilità di alzare i tassi qualora la disinflazione si arrestasse. **L'inflazione è ormai il rischio dominante, ma non emerge ancora un consenso sulla necessità di intervenire immediatamente**: la divisione riguarda soprattutto il peso da attribuire all'accelerazione mensile rispetto al rallentamento tendenziale e, quindi, il timing dell'eventuale rialzo (Fig. 1).

- **Gruppo "hawkish"** (6 membri da 5 di luglio, di cui 4 votanti). I tre dissenzienti di luglio hanno confermato la propria posizione. **Hammack** (Fed di Cleveland) resta la voce più netta: ritiene che la politica non sia restrittiva e che sia arrivato il momento di agire; ha inoltre osservato che un solo rialzo da 25pb avrebbe effetti limitati e prevede un'inflazione ancora prossima al 3% a fine anno. **Logan** (Fed di Dallas) non è intervenuta nel periodo, ma il voto di luglio a favore di un rialzo immediato mantiene chiara la sua posizione. **Kashkari** (Fed di Minneapolis) ha accompagnato il dissenso con toni più misurati: non propone un aumento marcato né intende frenare l'economia, ma considera necessario ridurre l'inflazione. **Cook** (Board) completa il gruppo dei votanti con toni hawkish: a luglio ha sostenuto il mantenimento dei tassi, ma giudica i rischi sbilanciati verso l'inflazione ed è pronta ad agire se il processo disinflazionistico non proseguirà. Tra i non votanti, sia **Schmid** (Fed di Kansas City) che **Musalem** (Fed di St. Louis) ritengono necessaria una politica più restrittiva.
- **Gruppo neutrale** (13 da 14 di luglio, di cui 8 votanti). Il baricentro resta favorevole all'attesa, ma con un orientamento meno accomodante. Tra i votanti, **Barr** (Board) ritiene possibile mantenere i tassi invariati se i dati confermeranno la moderazione dell'inflazione, ma

sosterrebbe un rialzo in caso contrario. **Waller** (Board) aveva subordinato la scelta di settembre ai dati di inflazione di agosto, dichiarandosi favorevole a una pausa in presenza di ulteriori progressi, ma disponibile a considerare un aumento dei tassi in caso di sorpresa al rialzo. La sua valutazione di fondo resta però meno sfavorevole: l'inflazione core a tre mesi sta rallentando a una velocità incoraggiante, mentre gli effetti di dazi ed energia non sembrano essersi propagati. **Paulson** (Fed di Philadelphia) non ha considerato una scelta difficile la pausa di luglio, ma ha indicato che l'assenza di progressi sull'inflazione potrebbe richiedere un intervento. **Williams** (Fed di New York) considera incoraggianti le letture recenti e ritiene ancora plausibile che la stance corrente sia adeguata, pur senza escludere che possa servire un ulteriore intervento. **Warsh** si colloca nella parte più restrittiva di questo gruppo: non ha chiesto un rialzo, ma a Jackson Hole ha innalzato lo standard necessario per considerare soddisfacente la disinflazione. Tra i non votanti, **Barkin, Collins, Daly e Goolsbee** mantengono posizioni neutrali, con sfumature diverse sull'adeguatezza della stance corrente.

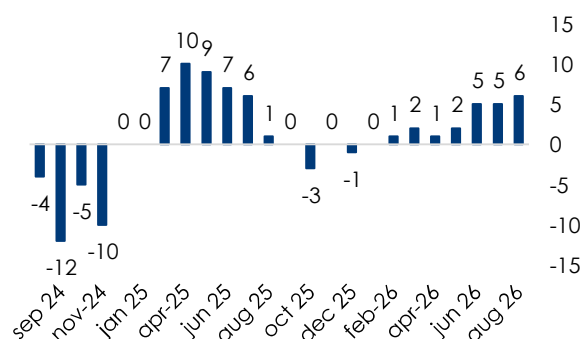
In sintesi, **il FOMC potrebbe essere spaccato**. Dei 12 membri votanti, 4 possono essere considerati "falchi", ai quali potrebbero aggiungersi Waller e Barr: 6 membri potrebbero quindi sostenere un rialzo e i restanti 6 preferire una pausa; in questo caso, il voto di Warsh sarebbe decisivo. Sembra però poter essere maggiore (da 3 a 6) il gruppo di membri pronti ad un dissenso "formale" nel caso in cui il FOMC optasse per una pausa piuttosto che il numero di dissensi qualora fosse deciso un rialzo dei tassi (probabilmente, il solo **Williams in questo caso potrebbe dissentire a favore di una pausa**). Ciò potrebbe spostare gli equilibri a favore di una stretta. La decisione sarà comunque molto combattuta e assai difficile da prevedere (Fig. 2).

Fig. 1 – Il consenso all'interno del FOMC si è spostato su posizioni più restrittive



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

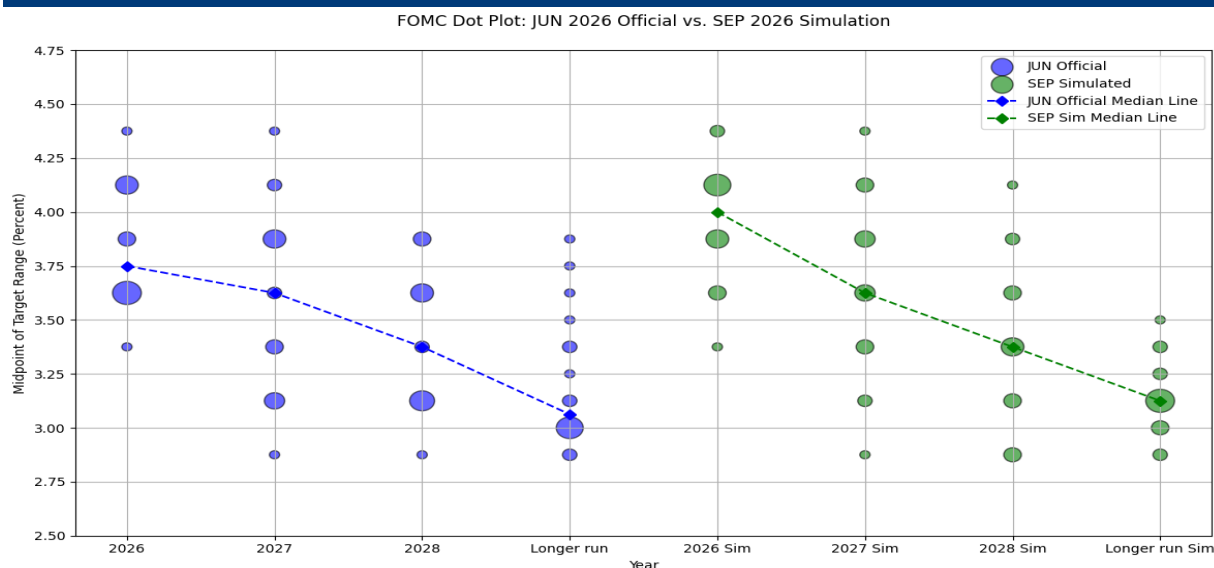
Fig. 2 – Lo spread tra membri hawkish e dovish segnala una posizione decisamente meno accomodante



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

Il dot plot dovrebbe riflettere lo spostamento del FOMC verso posizioni meno accomodanti. Per il 2026 prevediamo una mediana al 4%, dal 3,75% di giugno – in territorio intermedio tra 1 e 2 rialzi da 25pb entro fine anno. La distribuzione dovrebbe restare assai eterogenea, con alcuni membri favorevoli a tassi invariati e altri orientati verso uno o più aumenti. Per il 2027, la mediana dovrebbe rimanere stabile al 3,625%, incorporando dunque ancora un percorso di riduzione dei tassi nel corso del prossimo anno rispetto al livello di fine 2026. Per il lungo periodo, la mediana potrebbe restare al 3,1%, anche se non si può escludere del tutto una lieve revisione al rialzo. Questa traiettoria presuppone che il Comitato guardi oltre gli effetti diretti di energia e dazi, purché non emergano segnali di trasmissione persistente all'inflazione core e alle aspettative (Fig. 3).

Fig. 3 – Il dot plot dovrebbe mostrare uno spostamento in territorio restrittivo per il 2026, ma riflettere una ripresa del sentiero di allentamento negli anni successivi



Nota: il grafico a punti simulato deriva dall'analisi del sentiment dei recenti discorsi dei membri del FOMC, come elaborato da Intesa Sanpaolo. La proiezione precedentemente nota di ciascun membro (punto) è stata modificata in base al sentiment percepito (hawkish, neutrale o dovish).
Fonte: proiezione FOMC di giugno 2026, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La conferenza stampa e il Q&A

La conferenza stampa si terrà in un **contesto di incertezza insolitamente elevata** sull'esito della riunione. **Il dibattito non riguarda più la possibilità di tagli, ma se la Fed debba intervenire subito oppure attendere ulteriori conferme.** Warsh sarà quindi chiamato a tradurre in termini operativi che cosa significhi una convergenza dell'inflazione verso il 2% chiara e sufficientemente rapida.

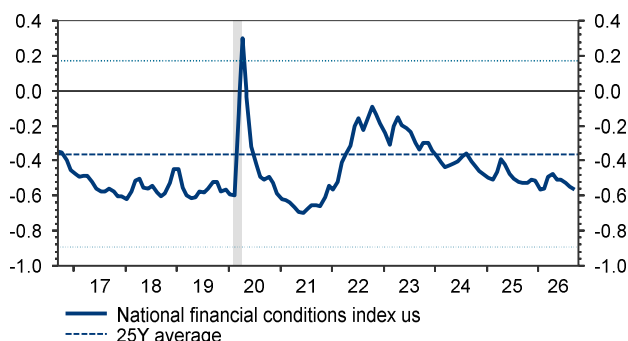
In caso di rialzo, il punto centrale sarà stabilire se la decisione rappresenti un aggiustamento precauzionale "one and done" o l'inizio di un nuovo ciclo restrittivo. Coerentemente con il suo approccio alla comunicazione, **Warsh difficilmente offrirà indicazioni sulla sequenza successiva.** Potrebbe sottolineare che l'intervento risponde alla lentezza della disinflazione sottostante, alle condizioni finanziarie poco restrittive e alla solidità del mercato del lavoro, lasciando le mosse future interamente dipendenti dai dati.

Condizioni finanziarie, aspettative di mercato e Taylor rules

Dopo la riunione del FOMC di luglio, **le condizioni finanziarie si sono mosse in territorio ancor più accomodante** (Fig. 4).

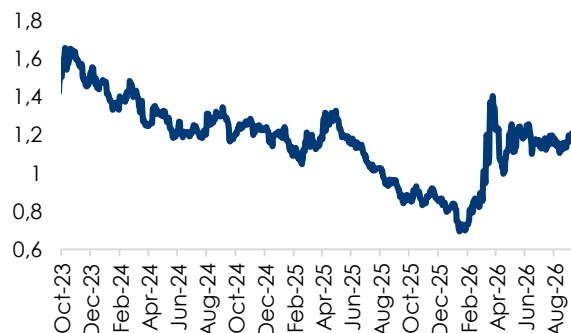
L'indice di policy rate uncertainty della Fed di Kansas City ha registrato un nuovo rialzo, coerente con un contesto di maggiore incertezza sul sentiero dei tassi (Fig. 5).

Fig. 4 – Dall'ultimo FOMC, le condizioni finanziarie si sono mosse in territorio ancor più accomodante



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 nuovo aumento dell'incertezza sui tassi Fed

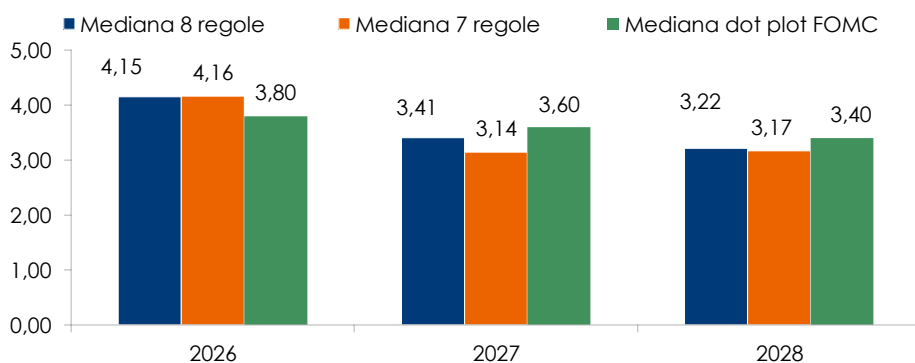


Nota: il Kansas City Policy Rate Uncertainty Index (KC PRU) è costruito con una metodologia simile a quella del Cboe VIX, utilizzando i prezzi delle opzioni su contratti Eurodollar (fino al 2023) e su contratti SOFR (dal 2023 in poi). L'indice misura l'incertezza implicita sui tassi d'interesse a un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

Dopo l'ultimo FOMC, le aspettative di mercato sui tassi si sono spostate ulteriormente in direzione restrittiva, sulla spinta dei dati di agosto su occupazione e prezzi, del tono assunto da Warsh a Jackson Hole e del nuovo rialzo del petrolio. **Il mercato attribuisce ormai una probabilità superiore al 90% a un aumento a settembre, incorpora pienamente una mossa entro ottobre e sconta quasi due rialzi complessivi entro dicembre**. Il profilo si rafforza nel 2027, con quasi tre aumenti cumulati entro marzo e un picco implicito intorno al 4,5% nell'autunno.

Il portafoglio di regole di politica monetaria utilizzato nel nostro processo previsivo, composto da otto formulazioni della Taylor rule alimentate dalle nostre previsioni sui deflatori PCE e sulla disoccupazione, **indica tassi Fed intorno al 4% a fine 2026, sopra la mediana delle SEP di giugno del 3,8%**. Il percorso successivo scende verso il 3,5% a fine 2027 e il 3,25% a fine 2028, in entrambi i casi al di sotto delle proiezioni del FOMC di giugno (Fig. 6).

Fig. 6 – Le regole di politica monetaria giustificano un rialzo entro fine 2026, ma indicano per il 2027-28 tassi inferiori a quelli delle SEP di giugno



Nota: valori del tasso sui fed funds nel 4° trimestre dell'anno prescritti da otto formulazioni della regola di Taylor (Taylor 1993, Taylor 1999 sull'inflazione core, inerziale, con r^* alternativo, forward-looking, in differenze prime, con basso peso sull'output gap, approccio bilanciato), calcolate sulle previsioni Intesa Sanpaolo per deflatore PCE, PCE core e tasso di disoccupazione. La mediana a 7 regole esclude la formulazione forward-looking. "Mediana dot plot FOMC": mediane delle proiezioni sui fed funds nelle SEP di giugno 2026. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su regole di policy della Federal Reserve Bank of Cleveland e Federal Reserve

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)

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