

Focus Stati Uniti

Elezioni di midterm: verso un “governo diviso”?

Le elezioni di metà mandato del 3 novembre potrebbero modificare il quadro istituzionale degli ultimi due anni della presidenza Trump. Con una Camera democratica, si tornerebbe a un “governo diviso”: si ridurrebbe lo spazio per nuove iniziative legislative di parte e aumenterebbe il peso dei negoziati su finanziamento del governo, tetto del debito e attuazione dei tagli al welfare. La Casa Bianca manterrebbe invece ampi margini su dazi, immigrazione, deregolamentazione e politica estera. Il baricentro della politica si sposterebbe quindi dalle grandi riforme agli strumenti esecutivi e alle scadenze fiscali obbligate. Il vero nodo resta quello fiscale: il tetto del debito potrebbe tornare d'attualità da metà 2027, e il rischio di shutdown resterebbe molto elevato, a partire dalla scadenza dell'11 dicembre.

- Lo scenario che oggi, sulla base dei sondaggi di voto, appare più probabile, e che perciò assumiamo come *baseline*, è che i **Democratici conquistino la Camera, mentre la corsa per il Senato appare come un testa a testa**. Ne derivano due configurazioni con implicazioni simili per la politica economica: un Congresso interamente democratico oppure un Congresso diviso.
- **Lo shock energetico sta pesando sulle intenzioni di voto e sul clima di fiducia delle famiglie**. Dall'inizio del conflitto con l'Iran la benzina è salita del 52% e il diesel del 71%; la fiducia delle famiglie è scesa sensibilmente anche tra gli elettori repubblicani, anche se la disoccupazione rimane contenuta. Storicamente, quando **il tasso di approvazione del Presidente è sceso sotto il 50%, il partito dell'inquilino della Casa Bianca ha perso in media 34 seggi alla Camera**; nel contesto attuale, per raggiungere la maggioranza ai Democratici basterebbe conquistarne tre aggiuntivi.
- **Alla Camera la vittoria democratica è lo scenario ad oggi più probabile**. I Democratici sono avanti di 8-9 punti nella media del voto generico e di 2 punti nei 37 collegi più contesi, vinti da Trump nel 2024 con 5 punti di margine. **La situazione è molto diversa al Senato, dove si prospetta un testa a testa molto serrato**. Per conquistare il Senato, ai Democratici servono quattro seggi aggiuntivi; nelle medie dei sondaggi statali i Democratici sono avanti in tutte e 9 le gare decisive, ma in 4 casi (Maine, Iowa, Alaska e Texas) il margine è inferiore a 3 punti.
- Dopo il voto, verosimilmente, **nessun partito avrà i numeri per un'agenda propria**. I precedenti indicano **che la necessità di trovare compromessi tende a far aumentare la spesa**.
- **Il vero nodo resta quello fiscale**. Nelle nostre simulazioni l'implementazione delle due diverse piattaforme elettorali ha limitati effetti sui conti pubblici: il disavanzo cambia di appena 0,1-0,3 punti di PIL l'anno e il debito detenuto dal pubblico salirebbe comunque verso il 123-124% del PIL nel 2036. **Pesano molto di più la sentenza sui dazi (+2,6 punti di debito) e soprattutto il rialzo dei tassi (circa +4 punti)**. Tuttavia, lo scenario di “governo diviso” può costituire un freno per le tentazioni espansive del Presidente. L'appuntamento più vicino dopo le elezioni sarà il **tetto del debito**: il margine residuo si esaurirà nel 2027.

8 ottobre 2026

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Tab. 1 – Scenari per le elezioni di midterm

Scenario	Probabilità implicita nei mercati previsivi	Implicazioni politiche/fiscali	Principali rischi
Camera D / Senato D	63%	Stallo legislativo: agenda di Trump bloccata e leggi democratiche soggette a veto	Stallo sul tetto del debito; conferme Fed; oversight
Camera D / Senato R	29%	Congresso diviso: bilancio via leggi ponte (CR) e compromessi su singole voci; nomine ancora confermabili dal Senato	Shutdown e tetto del debito
Camera R / Senato R	8%	Continuità: reconciliation disponibile per difesa e nuovi tagli fiscali	Deficit più ampio; term premium

Fonte: Polymarket, contratto 'Balance of Power', prezzi al 1/10/2026; probabilità implicite nei prezzi di mercato. La combinazione Camera R / Senato D è trascurabile (circa 1% sui mercati)

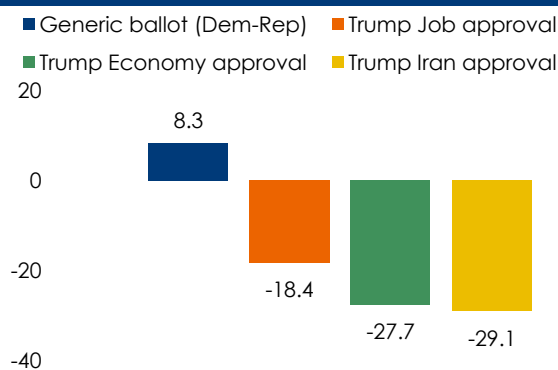
La rimonta democratica apre a uno scenario di “governo diviso”

Le elezioni di midterm del 3 novembre dovrebbero porre fine all'attuale “governo unificato”, con Casa Bianca e Congresso entrambi repubblicani, e riportare la configurazione tipica degli ultimi decenni, con almeno un ramo del Congresso in mano al partito di opposizione. **Alla Camera una maggioranza democratica appare molto probabile**, grazie al vantaggio nel voto generico per il Congresso e alla bassa popolarità del presidente Trump. **La corsa per il Senato è invece un testa a testa**: i Democratici devono guadagnare quattro seggi netti per arrivare a 51, poiché in caso di parità il voto decisivo spetterebbe al vicepresidente Vance. Combinando le due stime, un Congresso interamente democratico è l'esito singolo più probabile, ma con un margine contenuto rispetto a un Congresso diviso con Camera democratica e Senato repubblicano. **Le due configurazioni hanno implicazioni simili per la politica economica**. La conferma di Camera e Senato repubblicani resta uno scenario di coda, con una probabilità contenuta ma non trascurabile (Tab. 1).

Le elezioni di metà mandato hanno storicamente indebolito l'Amministrazione in carica, in misura più o meno marcata. **Negli ultimi 20 anni la perdita di seggi per il partito del Presidente è stata una regolarità molto pronunciata**. Nel 2006 una netta sconfitta dell'Amministrazione Bush riportò il Congresso ai Democratici. Nel 2010 i Repubblicani riconquistarono la Camera e nel 2014 anche il Senato, controbilanciando la presidenza Obama. Nel 2018, durante il primo mandato di Trump, i Democratici guadagnarono 41 seggi e la maggioranza alla Camera, pur perdendo 2 seggi al Senato. Nel 2022 l'attesa “onda rossa” non si materializzò: i Repubblicani conquistarono la Camera con un margine ristretto, mentre i Democratici guadagnarono un seggio al Senato. Quest'anno il **quadro appare ancora una volta sfavorevole per il partito del Presidente, in linea con l'esperienza storica e in misura forse più marcata**.

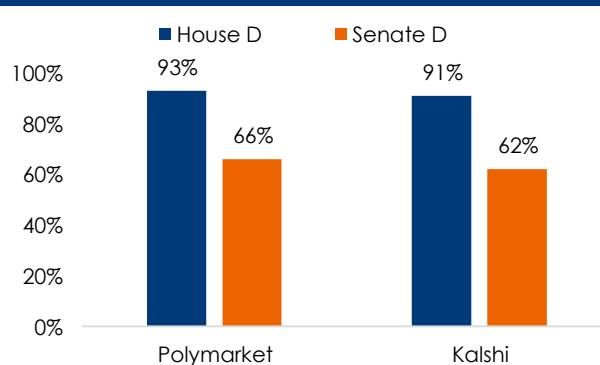
La popolarità del presidente Trump, infatti, è in netto calo. Le principali medie dei sondaggi collocano il tasso di approvazione di Trump tra il 34,7% (FiftyPlusOne) e il 40,1% (RealClearPolling). Il saldo netto di approvazione è sceso a -27,7 sull'economia e a -29,1 in merito alla guerra in Iran (Fig. 1). Ne deriva un ampio vantaggio dei Democratici nel voto generico per il Congresso, pari a 8,3 punti secondo RealClearPolling e 9,0 secondo il Silver Bulletin. Anche i mercati di previsione confermano un vantaggio democratico ampio alla Camera e più contenuto al Senato (Fig. 2).

Fig. 1 – I Democratici sono avanti nel voto generico, anche a causa del conflitto in Iran



Nota: generic ballot = differenza tra le intenzioni di voto per i candidati democratici e repubblicani alla Camera; approvazione = saldo netto tra giudizi positivi e negativi sull'operato di Trump (complessivo, sull'economia e sulla gestione del conflitto con l'Iran). Medie dei sondaggi, dati al 1/10/2026. Fonte: RealClearPolling

Fig. 2 – Per i mercati di previsione la vittoria dei Democratici alla Camera è molto probabile, quella al Senato assai più incerta

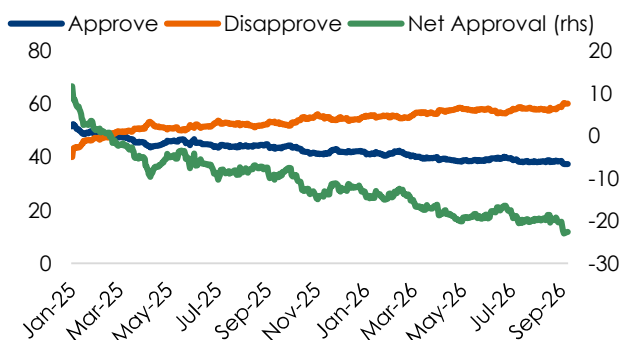


Nota: probabilità implicite di una maggioranza democratica, ricavate dai prezzi dei contratti sui mercati di previsione. Dati al 1/10/2026. Fonte: Polymarket, Kalshi

Per il Silver Bulletin, invece, il saldo netto (differenza tra giudizi positivi e negativi) è -22,4, il minimo del secondo mandato, ben al di sotto del -11,6 di Trump nel primo mandato e del -9,6 di Biden

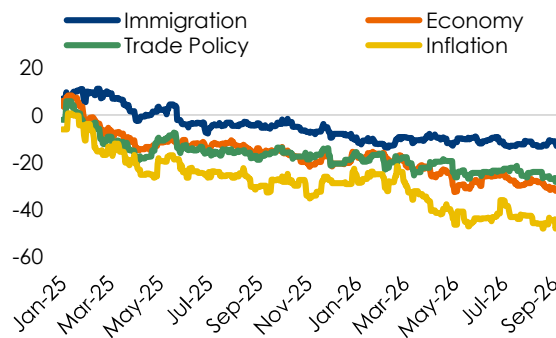
nella stessa fase (Fig. 3). **Pesano l'inflazione e la gestione dell'economia, mentre la politica sull'immigrazione mostra giudizi meno sfavorevoli** (Fig. 4).

Fig. 3 – Indice di approvazione netta del presidente Trump sui minimi del suo mandato



Nota: media ponderata dei sondaggi nazionali per qualità dell'istituto, dimensione del campione e data di rilevazione. Approvazione netta = approvazione meno disapprovazione (scala destra). Fonte: Silver Bulletin, dati al 29/09/2026

Fig. 4 – Approvazione netta di Trump per tema: inflazione ed economia i punti più deboli



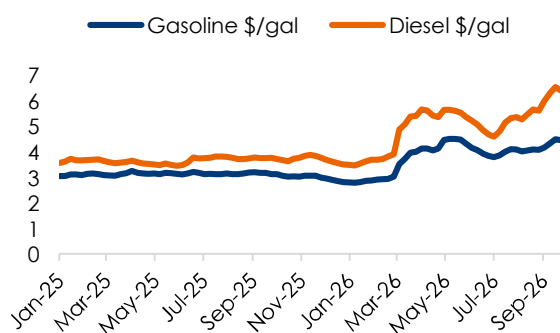
Nota: approvazione netta per tema, stessa metodologia della media generale. Fonte: Silver Bulletin, dati al 29/09/2026

Lo shock energetico ha cambiato il clima politico

Dall'inizio del conflitto con l'Iran, il prezzo medio della benzina è passato da 2,94 a 4,46 dollari al gallone (dato EIA al 28 settembre), dopo un picco di 4,50 a maggio e una breve tregua in estate (Fig. 5). In agosto la componente benzina del CPI segnava +27,4% su base annua e l'energia +16,3%, portando l'inflazione headline al 3,4%. **È uno shock di prezzo molto visibile, concentrato su una voce di spesa che gli elettori osservano ogni settimana e che incide direttamente sull'inflazione percepita.**

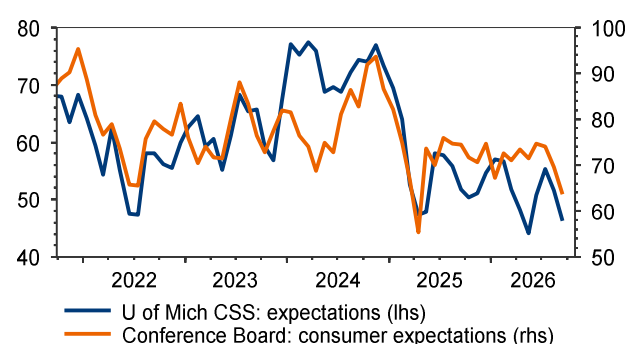
Ancora più forte è stato l'aumento del diesel: 6,38 dollari al gallone al 28 settembre ovvero +71% da febbraio e +74% su base annua (EIA). Il peso specifico del gasolio risulta maggiore nelle aree di utilizzo intensivo di veicoli pesanti, quali trattori e camion, nonché nelle zone di riscaldamento domestico alimentate a gasolio e nelle aree di estrazione petrolifera. Secondo un'analisi del Silver Bulletin su dati EIA, includendo il diesel **il rincaro complessivo dei carburanti supera il 60% in Iowa, Michigan, Texas, Kansas e Nebraska: proprio alcuni degli Stati in cui i Democratici stanno andando meglio del previsto nella corsa al Senato.**

Fig. 5 – Benzina e diesel in forte rialzo dall'inizio del conflitto con l'Iran...



Fonte: EIA, Weekly Retail Gasoline and Diesel Prices (media USA), dati al 28/09/2026

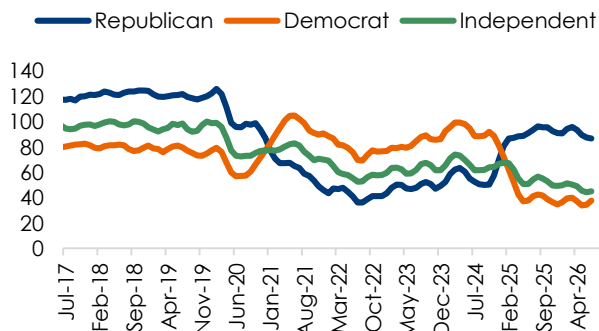
Fig. 6 – ...e la fiducia dei consumatori ne risente



Fonte: Conference Board, University of Michigan

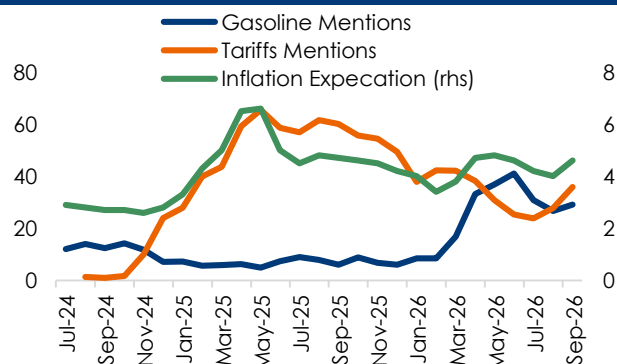
La fiducia delle famiglie ha reagito di conseguenza. L'indice dell'Università del Michigan è sceso a 48,1 nella lettura finale di settembre, circa il 15% sotto il livello di febbraio; anche la fiducia misurata dal Conference Board è tornata a scendere (Fig. 6). Secondo la stessa indagine, **il calo non è più confinato all'elettorato di opposizione ma è trasversale:** da gennaio la fiducia è scesa del 20% tra i Repubblicani e del 13% tra i Democratici (Fig. 7). **Il rincaro dei carburanti e i dazi sono le cause di disagio più citate dai consumatori** (Fig. 8).

Fig. 7 – Il calo della fiducia si estende anche agli elettori repubblicani



Nota: fiducia dei consumatori per affiliazione politica, media a 3 mesi. Fonte: Università del Michigan

Fig. 8 – Carburanti e dazi tra le cause di disagio più citate

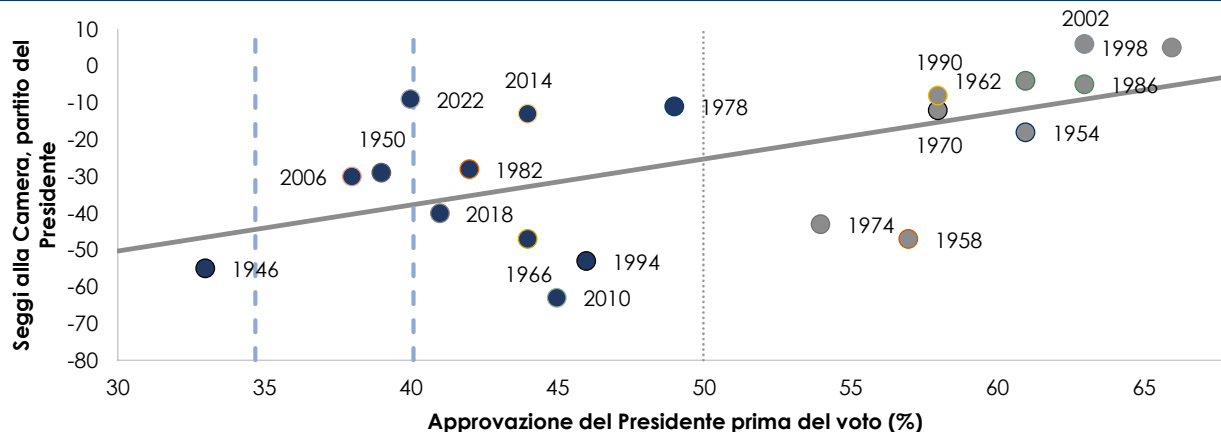


Nota: percentuale di consumatori che menzionano spontaneamente il fattore. Fonte: Università del Michigan

Il disagio misurato dagli indicatori macroeconomici è più contenuto di quello percepito dai consumatori. Ad agosto il **Misery Index** (disoccupazione al 4,1% + inflazione al 3,4%) era pari a 7,5%, sotto la mediana delle midterm dal 1954 (8,7%). Tuttavia, più del livello conta la variazione: nelle 18 elezioni di midterm dal 1954 al 2022, il livello dell'indice non spiega quasi nulla della perdita di seggi del partito del Presidente, mentre la variazione annua mostra una relazione più marcata (correlazione di 0,41, circa 5 seggi persi in più per ogni punto di peggioramento). **Rispetto a un anno fa l'indice è salito di poco, un segnale di per sé coerente con una tenuta del Partito del Presidente.**

Nelle venti elezioni di midterm dal 1946 al 2022, **quando l'approvazione del Presidente era inferiore al 50%, il suo partito ha perso in media 34 seggi alla Camera, contro i 14 persi con un'approvazione superiore al 50%** (Fig. 9). La relazione è più forte di quella con il Misery Index (correlazione di 0,60 contro 0,41): l'approvazione incorpora infatti anche il disagio percepito dagli elettori, legato ai prezzi e al conflitto con l'Iran, che gli indicatori macroeconomici non colgono appieno. Oggi le medie dei sondaggi collocano Trump tra il 35% e il 40% di approvazione netta, livelli simili a quelli di Truman nel 1946 e nel 1950 e di Bush nel 2006. **Per questi valori la relazione storica indica perdite nell'ordine di 38-44 seggi, a fronte dei 3 seggi netti sufficienti ai Democratici per conquistare la maggioranza** partendo dal risultato del 2024 (220 a 215).

Fig. 9 – Approvazione del Presidente e seggi persi alla Camera, 1946-2022



Nota: approvazione del Presidente nell'ultima rilevazione Gallup prima del voto; seggi guadagnati o persi dal suo partito alla Camera. Retta di regressione (OLS) stimata sulle midterm 1946-2022, correlazione 0,60. Per il 2026, le linee tratteggiate azzurre indicano l'intervallo dell'approvazione attuale di Trump, tra le medie di FiftyPlusOne e RealClearPolling al 23/09 (34,7-40,1%). Fonte: Gallup, American Presidency Project, FiftyPlusOne, RealClearPolling; elaborazioni Intesa Sanpaolo

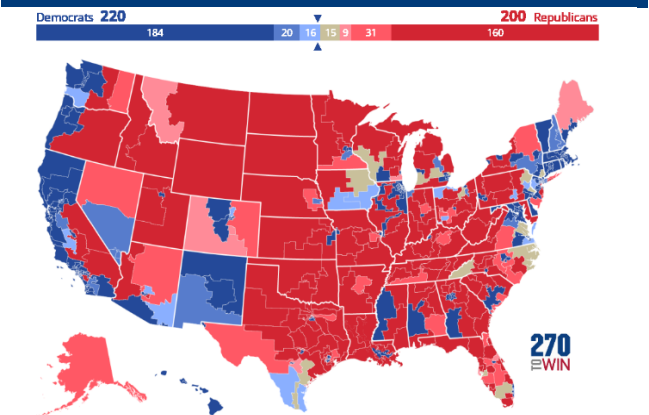
Il segnale va tuttavia letto con cautela. In primo luogo, Gallup ha interrotto la rilevazione dell'approvazione presidenziale a febbraio 2026: il dato attuale proviene quindi da medie di sondaggi non del tutto omogenee con la serie storica. In secondo luogo, **la polarizzazione dell'elettorato e il ridisegno dei collegi hanno ridotto il numero di seggi realmente contendibili**, come mostra il 2022, quando il partito del Presidente perse solo 9 seggi pur con un'approvazione al 40%. **Il nuovo disegno dei collegi elettorali ha inoltre spostato la mappa a favore dei Repubblicani**. Dopo la sentenza della Corte Suprema nel caso Louisiana v. Callais (29 aprile), che ha ristretto l'applicazione della Section 2 del Voting Rights Act, e la decisione della Corte Suprema della Virginia (8 maggio), che ha bloccato il ridisegno promosso dai Democratici, le nuove mappe valgono sulla carta una decina di seggi netti per il GOP (stima Associated Press). In senso opposto, nelle 110 elezioni suppletive statali tenute da gennaio 2025 i candidati democratici hanno superato in media di 12,5 punti il margine presidenziale del 2024. **Assumiamo uno scenario centrale di maggioranza democratica alla Camera nell'ordine di 10-25 seggi.**

Camera dei Rappresentanti: verso una maggioranza democratica

La Camera ha 435 seggi, rinnovati ogni due anni, e la maggioranza richiede 218 seggi. Attualmente i Repubblicani hanno 218 seggi e i Democratici 214, con un indipendente (Kiley, uscito dal Partito Repubblicano) e due seggi vacanti. Secondo il **Cook Political Report, 208 seggi sono orientati verso i Democratici, 205 verso i Repubblicani e 22 sono incerti**: ai **Democratici basterebbe vincerne 10**. Anche gli altri principali previsori danno un quadro simile (Fig. 10), mentre i modelli quantitativi e i mercati di previsione attribuiscono ai Democratici una probabilità superiore al 90%. La nostra stima è più prudente, per l'effetto del ridisegno dei collegi e per la tendenza degli elettori a rientrare verso il proprio partito nelle ultime settimane di campagna. Il vantaggio nel voto generico e la tradizionale penalizzazione del partito del Presidente rendono comunque il passaggio della Camera ai Democratici lo scenario più probabile.

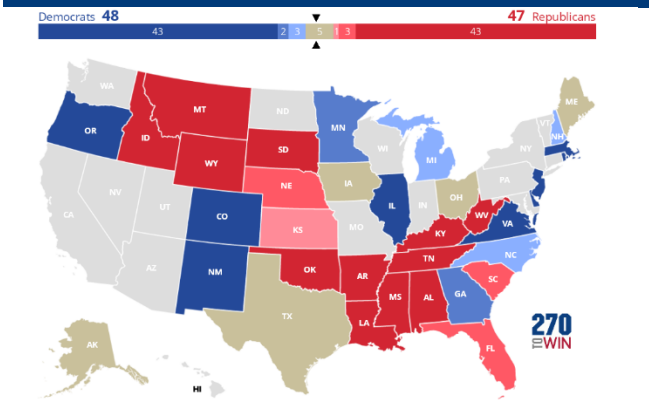
Il Battleground District Project di Cook ha sondato i 37 collegi più contesi tra l'8 e l'11 settembre. I **Democratici risultano avanti 49% a 47% in distretti che Trump aveva vinto in media di 5 punti nel 2024**: uno spostamento di circa 7 punti rispetto alla base presidenziale. Ciò, tuttavia, **non equivale automaticamente a una stima dei seggi**. Soltanto 43 distretti sono oggi nelle categorie Toss-up o Lean, mentre la grande maggioranza della Camera è classificata Solid o Likely: la polarizzazione geografica e le mappe elettorali riducono l'elasticità tra swing nazionale e numero di seggi.

Fig. 10 – Camera: mappa di consensus dei previsori



Nota: mappa di consensus costruita come media delle valutazioni di 7 previsori (Cook Political Report, Decision Desk, FiftyPlusOne, Fox News, Inside Elections, Sabato's Crystal Ball, Split Ticket), con peso uguale. A ogni categoria di rating è assegnato un punteggio e la media dei punteggi determina la classificazione. Solo i seggi valutati "safe" da un'ampia maggioranza di previsori sono indicati con la tonalità più scura. Fonte: 270toWin, dati al 01/10/2026

Fig. 11 – Senato: mappa di consensus dei previsori



Nota: mappa di consensus costruita come media delle valutazioni di 7 previsori (Cook Political Report, Decision Desk, FiftyPlusOne, Fox News, Inside Elections, Sabato's Crystal Ball, Split Ticket), con peso uguale. A ogni categoria di rating è assegnato un punteggio e la media dei punteggi determina la classificazione. Solo i seggi valutati "safe" da un'ampia maggioranza di previsori sono indicati con la tonalità più scura. Fonte: 270toWin, dati al 01/10/2026

Senato: una partita aperta

Il Senato ha 100 seggi, con mandato di sei anni, rinnovati per circa un terzo ogni due anni. Oggi la maggioranza è repubblicana (53 a 47). Quest'anno sono in palio 35 seggi (22 repubblicani e 13 democratici), incluse le elezioni suppletive in Florida e Ohio. **Per conquistare la maggioranza i Democratici devono guadagnare quattro seggi netti e arrivare a 51, poiché in caso di parità il voto decisivo spetta al vicepresidente Vance.** Le medie dei sondaggi vedono i candidati democratici in vantaggio in tutte e 9 le sfide chiave (Tab. 2), ma in 4 di esse (Maine, Iowa, Alaska e Texas) il margine è inferiore ai 3 punti. Per raggiungere la maggioranza i Democratici devono tenere Georgia, Michigan e New Hampshire, conquistare il North Carolina e vincere almeno 3 delle 5 sfide in Maine, Alaska, Ohio, Texas e Iowa: 4 di questi Stati sono stati vinti da Trump con margini a doppia cifra alle presidenziali.

Tab. 2 – Nelle gare decisive per il Senato l'incertezza è elevata

Stato	Seggio	Voto pres. 2024	Cook	Ultimo sondaggio	Media sondaggi	Kalshi, prob. D
Georgia	D	Trump +2,2	Likely D	Ossoff +8 (InsiderAdv., 25/9)	D +8,0	94%
Michigan	D	Trump +1,4	Toss-up	El-Sayed +1 (Fox News, 30/9)	D +3,4	72%
New Hampshire	D	Harris +2,8	Toss-up	Pappas +6 (Trafalgar, 27/9)	D +6,4	86%
North Carolina	R	Trump +3,2	Lean D	Cooper +12 (Big Data, 30/9)	D +8,6	94%
Maine	R	Harris +6,9	Toss-up	Collins (R) +2 (co/eff., 30/9)	D +0,9	60%
Alaska	R	Trump +13,1	Toss-up	Peltola +4 (ASR, 22/9)	D +2,3	71%
Ohio	R	Trump +11,2	Toss-up	Brown +3 (Suffolk, 30/9)	D +3,7	59%
Texas	R	Trump +13,7	Toss-up	Talarico +2 (Big Data, 27/9)	D +2,9	60%
Iowa	R	Trump +13,2	Toss-up	Hinson (R) +1 (Quantus, 30/9)	D +0,3	40%

Fonti: U.S. Senate; Cook Political Report, Senate Ratings e Senate Overview (01/10/2026); RealClearPolling, ultimo sondaggio e media (1/10/2026); Kalshi (1/10/2026); FEC, risultati presidenziali 2024

Il Senato parte da una configurazione meno sensibile al solo movimento nazionale. Cook classifica sette gare Toss-up, una Lean D (North Carolina) e una Likely D (Georgia) e dal 23 settembre definisce il controllo del Senato un vero Toss-up. A settembre si sono aperti anche due nuovi fronti, Kansas (Lean R) e South Carolina (Likely R), dove però i mercati vedono i Repubblicani nettamente favoriti (Kalshi assegna ai Democratici il 30% e il 13%).

I singoli sondaggi restano volatili. Tuttavia, **l'ampiezza del campo competitivo indica che il Senato è oggi più contendibile rispetto alla base del 2024** (Fig. 11). I mercati di previsione restituiscono lo stesso grado di incertezza con una metrica diversa: su Kalshi il contratto sul controllo democratico del Senato quota intorno al 62%. **La nostra stima è più prudente** per tre ragioni. In primo luogo, in

4 delle 9 gare il vantaggio democratico è inferiore ai 3 punti. In secondo luogo, **nel 2016, nel 2018 e nel 2020 i sondaggi negli Stati a orientamento repubblicano hanno sovrastimato i Democratici**, anche perché molti elettori tornano verso il proprio partito nelle ultime settimane; nel 2022, l'ultimo midterm, sono stati invece nel complesso accurati. Infine, la spesa repubblicana nelle gare chiave si è intensificata solo da settembre e i sondaggi potrebbero non rifletterne ancora il pay-out.

Scenario di “governo diviso”: cosa insegnano i precedenti

Gli ultimi vent'anni offrono un'ampia casistica di confronti tra Casa Bianca e Congresso sul bilancio. Il precedente più simile appare il 2019, quando, con Trump alla Presidenza, coesistevano una Camera democratica e un Senato repubblicano: la configurazione che i mercati considerano oggi la principale alternativa a un Congresso interamente democratico. Per lo scenario di un Congresso uniformemente democratico il riferimento è invece il 2007-08: Bush, con una bassa popolarità e una guerra impopolare, si trovò di fronte un Congresso interamente democratico (Tab. 3).

Tab. 3 – Scontri su bilancio e tetto del debito

Anno	Assetto Congresso	Cosa è successo	Implicazioni economiche
2007-08	Bush; Camera D, Senato D	Veto sui fondi per l'Iraq con calendario di ritiro, poi accordo con aumento del salario minimo (2007); due veti su SCHIP; Economic Stimulus Act (feb. 2008) e TARP (ott. 2008) bipartisan	Scontri su guerra e welfare, ma accordi rapidi sugli stimoli: la spesa sale
2011	Obama; Camera R, Senato D	Scontro sul tetto del debito, risolto con il Budget Control Act (2 agosto); limite alzato di 2.100-2.400 mld in cambio di tetti alla spesa discrezionale	S&P declassa gli Stati Uniti ad AA+ (5 agosto); forte volatilità dei mercati
2013	Obama; Camera R, Senato D	Shutdown di 16 giorni (1-16 ottobre) sulla riforma sanitaria; si chiude con la sospensione del tetto del debito	Effetto temporaneo sulla crescita del trimestre
2018-19	Trump; dal 3/1/2019 Camera D, Senato R	Shutdown di 35 giorni (22/12-25/1) sui fondi per il muro con il Messico, poi aggirato con la dichiarazione di emergenza nazionale	Per il CBO circa 11 mld di PIL persi, di cui 3 mld in modo permanente
2019	Trump; Camera D, Senato R	Bipartisan Budget Act (agosto): tetti di spesa alzati per due anni e tetto del debito sospeso fino a luglio 2021; a dicembre la Camera approva l'USMCA	Il compromesso aumenta la spesa per entrambe le parti: nessuna austerità
2023	Biden; Camera R, Senato D	Fiscal Responsibility Act (3 giugno), a due giorni dalla X-date stimata dal Tesoro (5 giugno): tetto sospeso fino a gennaio 2025	Liquidità del Tesoro scesa a circa 23 mld (1° giugno); Fitch declassa ad AA+ (1° agosto)
2025	Trump; Camera R, Senato R	Shutdown di 43 giorni (1/10-12/11), il più lungo della storia, nonostante il controllo repubblicano di entrambe le Camere	Per il CBO (scenario a sei settimane) crescita del 4° trim. più bassa di 1,5 punti annualizzati, in larga parte recuperata nel 1° trim. 2026 (+2,2 punti); circa 11 mld di PIL persi in modo permanente. A maggio Moody's aveva tolto la tripla A.

Fonte: Congress.gov; CBO; U.S. Treasury; comunicati di S&P, Fitch e Moody's, CRS – The 2025 (FY2026) Government Shutdown: Economic Effects

Dall'analisi dei precedenti storici emergono quattro punti rilevanti per il 2027-28:

- **Gli accordi arrivano in extremis all'approssimarsi delle scadenze.** In tutti gli episodi il compromesso è stato raggiunto a ridosso della data limite, spesso dopo uno shutdown. Il costo economico degli shutdown è stato modesto e in larga parte recuperato; **il rischio vero riguarda il tetto del debito, che nel 2011 e nel 2023 ha preceduto due declassamenti.**
- **Con una Camera democratica Trump ha già trovato accordi.** Nel 2019 la Casa Bianca e la Camera guidata dai Democratici hanno approvato insieme l'aumento dei tetti di spesa, la sospensione del tetto del debito e l'accordo commerciale con Canada e Messico, nello stesso anno dell'impeachment: **lo scontro politico non ha impedito accordi sui dossier economici più rilevanti.**
- **Il compromesso tende a far aumentare la spesa.** Negli scenari di “governo diviso” l'accordo più semplice è quello in cui ciascuna parte ottiene più risorse per le proprie priorità (difesa da un lato, spesa sociale dall'altro); un'intesa bipartisan di questo tipo appare però improbabile nell'attuale contesto politico. **Per questo non ci aspettiamo un consolidamento fiscale significativo nel 2027-28:** la spesa dovrebbe restare stabile o, in caso di compromesso, salire.

- **Quando il Congresso si blocca, l'esecutivo lo aggira.** Nel 2019 i fondi per il muro al confine col Messico negati dal Congresso sono stati reperiti con una dichiarazione di emergenza nazionale. Nel 2027-28 lo stesso schema è probabile su dazi, immigrazione e regolamentazione, con un ruolo crescente delle cause legali e dei ricorsi. **Il 2025 mostra, inoltre, che nemmeno il controllo unificato elimina il rischio di shutdown.**

Dopo il voto: più vincoli legislativi, ma resta ampio lo spazio per l'esecutivo

In nessuno dei tre scenari un partito avrà i numeri per realizzare da solo la propria agenda. Al Senato la regola del filibuster consente alla minoranza di bloccare gran parte delle leggi: per superarla servono 60 voti su 100, una soglia che nessun partito è in grado di raggiungere; fa eccezione la reconciliation, limitata alle misure di bilancio. Anche un Congresso interamente democratico, inoltre, si scontrerebbe con il veto del presidente Trump (in carica fino a gennaio 2029), superabile solo con una maggioranza dei due terzi in entrambe le Camere. **Il voto di novembre cambierà invece tre cose: il potere negoziale sulle scadenze fiscali, il controllo sulle nomine e l'intensità dell'attività di indagine e controllo sull'operato dell'esecutivo.**

Tab. 4 – Possibili cambiamenti per area di policy

Area	Camera R / Senato R	Camera D / Senato R	Camera D / Senato D
Legislazione	Reconciliation disponibile per difesa e tasse	Solo leggi bipartisan e provvedimenti obbligati	Leggi D approvate ma esposte al veto
Bilancio e tetto del debito	Tetto via reconciliation; stanziamenti a 60 voti (v. shutdown 2025)	Accordo bipartisan necessario: leva D, rischio shutdown	Accordo con la Casa Bianca necessario: brinkmanship
Safety net (P.L. 119-21)	Attuazione prosegue	Pressione per rinviare i tagli a Medicaid e SNAP e ripristinare i sussidi ACA	Pressione maggiore; serve la firma del Presidente
Nomine, Fed inclusa	Conferme agevoli	Il Senato R mantiene il controllo	Il Senato può bloccare le nomine permanenti, incluso il seggio di Powell nel Board (gen. 2028)
Oversight e indagini	Limitato	Forte alla Camera (poteri di subpoena); rischio per settori esposti (tech/AI, farmaci, finanza, energia)	In entrambe le Camere
Dazi e politica estera	Azione esecutiva	Azione esecutiva; tentativi di limitazione esposti al veto	Azione esecutiva; tentativi di limitazione esposti al veto

Fonte: U.S. Constitution (Art. I §7, Art. II §2); Senate Rule XXII; Congressional Budget Act; P.L. 119-21; Federal Vacancies Reform Act; Federal Reserve Board

Due aspetti meritano attenzione:

- Il primo riguarda la cosiddetta sessione *lame duck*, cioè le settimane tra il voto di novembre e l'insediamento del nuovo Congresso il 3 gennaio. In questa fase il **Congresso uscente, a maggioranza repubblicana, resta pienamente operativo e avrà davanti una scadenza importante**: la Continuing Resolution approvata dalla Camera il 1° settembre (370-48), firmata il 2 settembre (H.R. 6500), finanzia il governo solo fino all'11 dicembre. In caso di vittoria democratica, i Repubblicani potrebbero quindi tentare di chiudere prima del cambio di maggioranza le partite più rilevanti, cioè il finanziamento per l'intero FY27 e l'innalzamento del tetto del debito. È un'ipotesi allo studio della leadership repubblicana, ma non è il nostro scenario centrale. Per gli stanziamenti servono comunque 60 voti al Senato, quindi anche quelli dei Democratici, che dopo una vittoria avrebbero tutto l'interesse a rinviare la trattativa al nuovo Congresso. **Il tetto del debito, invece, potrebbe essere alzato senza di loro solo con una nuova "reconciliation", una procedura lunga e difficile da completare in poche settimane.**
- Il secondo aspetto riguarda le nomine. **Con un Senato democratico, la Casa Bianca potrebbe ricorrere più spesso a incarichi ad interim per guidare le agenzie federali, come consentito dal Federal Vacancies Reform Act.** Questa scorciatoia non è però disponibile per il Board della Fed, i cui seggi richiedono sempre la conferma del Senato. Su questo fronte non ci sono comunque scadenze ravvicinate: Powell, sostituito da Warsh alla presidenza da maggio, può restare governatore fino a gennaio 2028.

Il vero nodo è quello fiscale

Il nuovo Congresso eredita un bilancio in netto peggioramento. Nel Monthly Budget Review di luglio il CBO stima per il FY2026 un disavanzo federale di circa 2.100 miliardi di dollari, pari a circa il 6,5% del PIL, circa 200 miliardi sopra la previsione di febbraio. **La revisione riflette soprattutto il crollo delle entrate doganali dopo la sentenza con cui a febbraio la Corte Suprema ha invalidato i dazi basati sull'IEEPA:** il CBO stima entrate nette inferiori di circa 250 miliardi rispetto alla baseline, tra rimborsi dei dazi già riscossi e mancati incassi futuri. Dei circa 166 miliardi incassati con le tariffe IEEPA, 110 erano già stati rimborsati a fine agosto. Nei conti nazionali (BEA) la contabilizzazione dei rimborsi ha portato l'indebitamento netto federale del 1° trimestre oltre l'8% del PIL in ragione d'anno. **Pesa anche la spesa per interessi: 1.052 miliardi nei primi 11 mesi dell'anno fiscale** (+12% sull'anno precedente), che ha ormai superato stabilmente la spesa militare (833 miliardi). Per il 2027-36 il CBO stima che il nuovo regime tariffario aumenti i disavanzi cumulati di circa 900 miliardi, di cui 200 per maggiori interessi.

Nel 2027 il Congresso dovrà gestire tre forze che interagiscono tra di loro: **entrate tariffarie inferiori** alle ipotesi iniziali; **l'entrata a regime dei risparmi della legge di bilancio del 2025** (P.L. 119-21), con i requisiti di lavoro per Medicaid dall'inizio del 2027 e il **trasferimento agli Stati di una quota maggiore dei costi di SNAP** (amministrativi dal FY2027, sui benefici dal FY2028); infine il ritorno del tetto del debito (Tab. 5). **Una Camera democratica userebbe le scadenze di bilancio per chiedere il rinvio dei tagli al welfare, mentre crescerebbe la pressione per contenere la spesa discrezionale.** Sul tavolo ci saranno anche i sussidi rafforzati dell'ACA, scaduti a fine 2025: la Camera ne ha approvato una proroga triennale a gennaio, ma il testo è fermo al Senato. Nel 2028, inoltre, scadranno le detrazioni su mance, straordinari, over 65 e interessi sui prestiti auto introdotte dalla P.L. 119-21: in un anno di elezioni presidenziali una proroga bipartisan è plausibile.

Tab. 5 – Principali scadenze elettorali e fiscali

Data	Evento	Perché è importante
1 ott. 2026	Inizio dell'anno fiscale 2027; sale dal 50% al 75% la quota dei costi amministrativi di SNAP a carico degli Stati	Primi effetti della legge di bilancio 2025 sul welfare
3 nov.	Election Day	Rinnovo di tutta la Camera e di un terzo del Senato
Nov.	Spoglio e certificazione dei risultati	In alcuni Stati il conteggio richiede giorni: il controllo della Camera potrebbe non essere noto la notte del voto
1 dic.	Eventuale ballottaggio in Georgia	Può decidere un seggio al Senato
11 dic.	Scade la continuing resolution (H.R. 6500)	Primo test di bilancio della sessione post-elettorale
1 gen. 2027	Entrano in vigore i requisiti di lavoro per Medicaid (salvo proroghe concesse agli Stati)	Primi tagli rilevanti alla safety net: tema centrale dei negoziati di bilancio
3 gen. 2027	Si insedia il 120° Congresso	Nuove maggioranze, presidenze di commissione e poteri di indagine
Fine inverno - estate 2027	Il debito raggiunge il limite legale (stima BPC)	Iniziano le misure straordinarie del Tesoro; si apre la finestra della X-date
30 set. - 1 ott. 2027	Fine del FY27; gli Stati iniziano a coprire una quota dei benefici SNAP	Nuovo rischio di shutdown senza accordo sul FY28; altro passo dei tagli al welfare
3° trim. 2027 - 2° trim. 2028	Finestra stimata della X-date (6-9 mesi dopo il raggiungimento del limite)	Il rischio di insolvenza tecnica si sovrappone alla campagna per le presidenziali 2028

Fonte: Congress.gov (H.R. 6500); P.L. 119-21; Georgia Secretary of State; Bipartisan Policy Center

La nostra analisi considera quattro scenari. Lo **scenario A** (status quo, nessuna nuova legge rilevante) è il punto di partenza e corrisponde a uno scenario di "governo diviso" in cui prevale lo stallo. Lo **scenario B** aggiunge le concessioni che una Camera democratica potrebbe ottenere nei negoziati sul bilancio o sul tetto del debito, cioè il rinvio di due anni dei tagli a Medicaid e SNAP. Lo **scenario C** ipotizza un Congresso repubblicano che approva una nuova reconciliation con 100 miliardi l'anno di spesa aggiuntiva per la difesa nel 2027-30, senza coperture. Infine, lo **scenario D** aggiunge alle ipotesi del C la promessa elettorale di Trump di distribuire un **"dividendo"** una tantum di 5.000 dollari a ogni cittadino adulto. Secondo il Committee for a Responsible Federal Budget, **se erogato nel 2027 costerebbe oltre 1.200 miliardi di dollari, circa 3,5 punti di PIL, più dei tre pagamenti diretti dell'era Covid messi insieme.** Il disavanzo del FY27 sfiorerebbe il 10% del PIL e l'effetto sul debito sarebbe permanente: circa 3,5

punti in più fino al 2036, con il debito oltre il 127% del PIL. Resta un'ipotesi a bassa probabilità, che richiede la conferma repubblicana alla Camera e il voto compatto del GOP al Senato. (Tab. 6).

Tab. 6 – Deficit e debito federale per configurazione del Congresso (% del PIL)

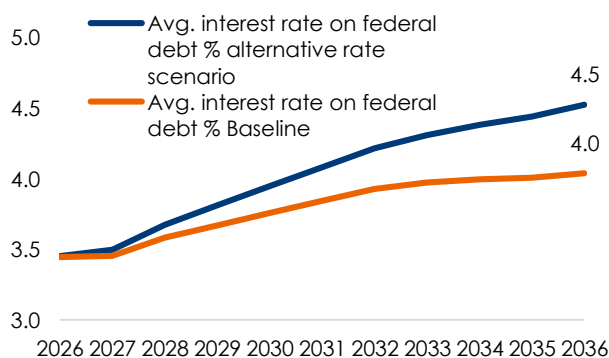
Scenario	Deficit FY27	Deficit medio FY27-30	Debito FY30	Debito FY36	Debito FY36 vs baseline CBO (p.p.)
A – Status quo: nessuna nuova legge rilevante	5,9	6,0	109,2	122,8	+2,6
B – Camera D ottiene il rinvio dei tagli al welfare	6,1	6,1	109,6	123,2	+3,0
C – Congresso R: reconciliation per la difesa	6,2	6,3	110,4	123,9	+3,7
D – Congresso R: difesa + dividendo da 5.000 \$	9,9	7,3	114,0	127,5	+7,3
Scenario Base CBO febbraio (prima della sentenza IEEPA)	5,7	5,8	107,7	120,2	–
Scenario CBO tassi di interesse più alti settembre 2026	5,7	5,9	108,4	124,3	+4,1

Nota: debito detenuto dal pubblico. Gli scenari A-D incorporano la revisione CBO delle entrate doganali di agosto (–250 mld nel FY26, –700 mld nel 2027-36), assente nella baseline di febbraio. B: risparmi della P.L. 119-21 su Medicaid e SNAP (circa 1.400 mld nel 2026-35 secondo il CBO), rinviati per il FY27-28. C: +100 mld l'anno di spesa per la difesa nel FY27-30. D: come C, più un dividendo una tantum di circa 1.200 mld nel FY27 (stima CRFB). Interessi calcolati ai tassi della baseline CBO di febbraio. Lo scenario CBO con tassi più alti parte dalla baseline di febbraio e non è direttamente sommabile agli scenari A-D. Fonte: CBO; Committee for a Responsible Federal Budget; elaborazioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, chi vince le elezioni conta poco per la traiettoria del debito. Negli scenari A-C il disavanzo cambia di appena 0,1-0,3 punti di PIL l'anno e il debito arriva comunque al 123-124% del PIL nel 2036. La sentenza sui dazi pesa di più: da sola aggiunge 2,6 punti rispetto alla baseline di febbraio. Solo il dividendo dello scenario D cambierebbe davvero la traiettoria, portando il debito oltre il 127%. Il calo del disavanzo nel FY27 non segnala un miglioramento. Riflette il fatto che i rimborsi dei dazi, una tantum, ricadono tutti sul FY26: se una parte slittasse al nuovo anno fiscale, anche il disavanzo del FY27 risulterebbe più alto.

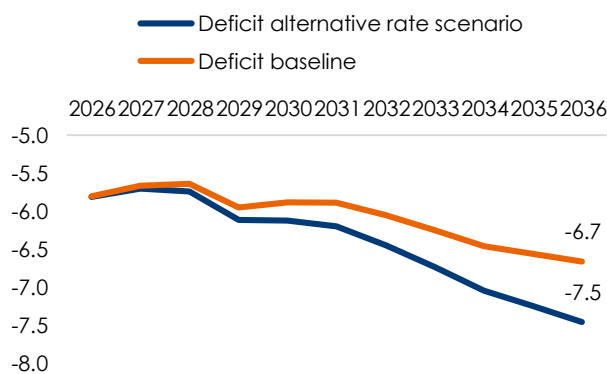
Il vero rischio per il debito sono i tassi. Il CBO ha simulato uno scenario in cui il costo medio del debito sale gradualmente rispetto allo scenario base di circa 5pb l'anno, ovvero fino a circa mezzo punto percentuale nel 2036 e fino a un punto nel lungo periodo (Fig. 12 e Fig. 13). **In questo caso il debito arriverebbe al 124% del PIL nel 2036, circa 4 punti in più rispetto al baseline.** Il CBO calcola anche che cosa servirebbe per fermare la crescita del debito: azzerare di fatto il disavanzo primario, oggi intorno al 3% del PIL (circa 2,6% al netto dei rimborsi una tantum dei dazi). Nessun esito elettorale rende però plausibile un aggiustamento di questa entità.

Fig. 12– Tasso medio sul debito federale (%)



Nota: nello scenario con tassi più alti il tasso medio sul debito sale di circa 5pb l'anno rispetto alla baseline, fino a un massimo di 1pp nel lungo periodo. Fonte: CBO, Projections of Deficits and Debt Under Alternative Scenarios for Interest Rates and the Budget, settembre 2026

Fig. 13 – Disavanzo federale (% del PIL)



Nota: nello scenario con tassi più alti il tasso medio sul debito sale di circa 5pb l'anno rispetto alla baseline, fino a un massimo di 1pp nel lungo periodo. Fonte: CBO, Projections of Deficits and Debt Under Alternative Scenarios for Interest Rates and the Budget, settembre 2026

Resta aperta la questione del limite del debito. Al 17 settembre il debito pubblico lordo era pari a 40.093 miliardi di dollari, contro un limite legale di 41.100: il margine residuo è di circa 1.000 miliardi. **Secondo il Bipartisan Policy Center il limite sarà raggiunto tra fine inverno e metà estate 2027.** Da quel momento il Tesoro potrà ricorrere alle misure straordinarie e alla liquidità disponibile,

che secondo le stime garantirebbero altri 6-9 mesi prima della data oltre la quale il Tesoro non potrebbe più onorare tutte le obbligazioni.

Conclusioni

In genere le elezioni di midterm hanno effetti modesti e transitori su economia e mercati, e il 2026 non dovrebbe fare eccezione. Con una Camera democratica, sia nello scenario di Congresso interamente "blu" sia in quello di Congresso diviso, è possibile che **la politica economica possa essere in qualche modo "congelata" fino alle presidenziali del 2028**, con nessuna nuova legge fiscale di rilievo e negoziati di bilancio più conflittuali, e un rischio di shutdown più elevato. L'Amministrazione continuerebbe ad agire attraverso ordini esecutivi, in particolare su commercio internazionale e dazi, politica estera e immigrazione. Tuttavia, **la perdita di almeno una delle due camere potrebbe costituire un freno alle politiche "eterodosse" (nonché poco sostenibili fiscalmente) del Presidente.** Il controllo del Senato sarà rilevante soprattutto per le nomine: con una maggioranza democratica, la conferma di giudici federali e di membri del Board della Fed diventerebbe molto più difficile.

In conclusione, **le elezioni del 3 novembre potrebbero porre fine al "governo unificato" e aprire un biennio di stallo legislativo**, con iniziative limitate agli ordini esecutivi. Per la politica fiscale prevediamo un'impostazione neutrale o lievemente espansiva, in quanto le scadenze di bilancio e la possibile proroga delle agevolazioni in scadenza nel 2028 spingono semmai verso un disavanzo più alto.

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