INTESA SANPAOLO

Macro

Focus Stati Uniti

Fed: verso una pausa "hawkish"

Dopo il rialzo di 25pb di settembre, ci attendiamo che il FOMC mantenga i tassi invariati nell'intervallo 3,75-4,00% nella riunione del 27-28 ottobre, da interpretare come pausa hawkish piuttosto che come conclusione del ciclo restrittivo. Non si possono escludere uno o due dissensi a favore di un rialzo. I dati successivi all'ultima riunione hanno confermato pressioni inflazionistiche ancora elevate, ma il rallentamento del mercato del lavoro e, in parte, dei consumi, insieme all'inasprimento delle condizioni finanziarie, riduce l'urgenza di interventi ravvicinati. Anche i toni della comunicazione dei membri del Comitato si sono spostati verso una maggiore disponibilità ad attendere, senza però segnalare una svolta accomodante: la maggior parte dei partecipanti continua a ritenere appropriato almeno un secondo intervento entro fine anno.

- **Ci aspettiamo che il FOMC lasci invariati i tassi nell'intervallo 3,75-4,00%**, dopo il rialzo di 25pb di settembre. **Il nostro scenario centrale prevede un solo dissenso, quello di Logan**, che dovrebbe esprimersi a favore di un rialzo di 25pb, ma non si può escludere del tutto un dissenso anche da parte di Hammack.
- **Il comunicato dovrebbe contenere poche modifiche**: il giudizio sull'attività potrebbe restare solido, pur con maggiore cautela sul mercato del lavoro; dovrebbe essere confermata la valutazione di inflazione "**elevata**" e l'impegno del Comitato a "**garantire la stabilità dei prezzi**". Verrebbe invece eliminato il riferimento all'azione restrittiva intrapresa a settembre.
- **I dati successivi al FOMC di settembre riducono l'urgenza di rialzi consecutivi, senza però segnalare una svolta dovish**. Il consenso nel FOMC si è riequilibrato rispetto a settembre: individuiamo 9 membri hawkish e 10 neutrali, senza posizioni dovish.
- **Durante la conferenza stampa** Warsh dovrebbe preservare piena opzionalità, evitando indicazioni esplicite su un rialzo alla riunione di dicembre. **Il Q&A dovrebbe concentrarsi sul ruolo dell'IA su domanda, inflazione e produttività**, sulla persistenza dello shock energetico, sul rallentamento del mercato del lavoro e sul grado di restrittività dell'attuale *stance* di politica monetaria.
- **La vicinanza delle elezioni di midterm non rappresenta, sulla base dei precedenti storici, un vincolo sistematico alle decisioni della Fed**. Un'eventuale pausa va quindi letta soprattutto alla luce dei dati e degli effetti della stretta già realizzata e non del calendario elettorale.
- **Le aspettative di mercato sono ormai nettamente orientate verso una pausa a ottobre**: la curva incorpora appena 2pb di rialzo alla prossima riunione, mentre prezza poco meno di 25pb entro dicembre. **Il nostro scenario centrale è coerente con le attese di mercato**: tassi invariati a ottobre e un nuovo rialzo di 25pb a dicembre.

23 ottobre 2026

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Potenziali modifiche al comunicato

Ci aspettiamo modifiche limitate rispetto a settembre, coerentemente anche con precedenti storici di pausa hawkish come quello del 2006 (quando Warsh sedeva nel FOMC). Tra settembre e ottobre di quell'anno, **la Fed lasciò invariati i tassi e modificò soprattutto le valutazioni sulla crescita, mantenendo pressoché immutato il giudizio sui rischi inflazionistici e aperta la possibilità di un'ulteriore stretta**. In entrambe le riunioni Jeffrey Lacker dissentì a favore di un rialzo di 25pb[1]. Nel caso odierno, il giudizio sull'attività economica dovrebbe restare nel complesso solido, con possibile maggiore cautela sul mercato del lavoro.

L'inflazione dovrebbe continuare a essere definita come "**elevata**", verrebbe invece eliminata la frase legata agli effetti del rialzo di settembre in direzione di un "**ritorno più tempestivo dell'inflazione verso l'obiettivo del 2%**". Dovrebbe essere mantenuto l'impegno a "**garantire la stabilità dei prezzi**", così da preservare il bias restrittivo senza fornire indicazioni esplicite su dicembre.

Principali sviluppi macroeconomici dopo il FOMC di giugno

- **L'employment report di settembre ha deluso**: non solo nel mese si sono registrati appena 29 mila nuovi occupati, ma i dati dei due mesi precedenti sono stati rivisti al ribasso di 60 mila unità. Inoltre, il tasso di disoccupazione è risalito di un decimo a sorpresa al 4,2% (anche se la variazione mensile è di appena +0,034%); i risultati dell'indagine sulle famiglie mostrano che per il secondo mese l'occupazione cresce significativamente ma non tiene il passo dell'aumento delle forze di lavoro, anche per via della risalita di due decimi, per il secondo mese di fila, del tasso di partecipazione (tornato al 61,8% di maggio dopo il calo di giugno e luglio). Anche i salari orari hanno sorpreso al ribasso, rallentando a sorpresa da 0,3% a 0,1% m/m e da 3,1% a 3% a/a.

- **I dati su CPI e PPI di settembre hanno confermato la resilienza dell'inflazione**. Il CPI headline è aumentato dello 0,6% m/m (da 0,4% ad agosto), in linea con il consenso e trainato principalmente dai rincari della benzina; su base annua l'inflazione è risalita da 3,4% al 3,7%, un decimo sopra le attese. Il CPI core è cresciuto dello 0,3% m/m come ad agosto ma sopra il consenso, accelerando su base annua da 2,4% a 2,6%. **Nel complesso, una parte rilevante dei rincari si concentra nelle componenti più volatili, mentre continua a ridursi la quota delle voci del paniere con aumenti superiori al 3%** (da 43% a 38% sulla variazione semestrale annualizzata e da 51% a 48% sui dodici mesi). **Anche più marcate le sorprese al rialzo giunte dal PPI**, salito al 6,3% a/a sull'indice headline e al 5% sul core. Si tratta di nuovi massimi da quasi quattro anni. L'aumento mensile del PPI core (0,7% contro 0,3% atteso e 0,2% precedente) è stato trainato soprattutto dall'ampliamento dei margini dei grossisti. Le componenti del PPI più rilevanti per il deflatore PCE hanno però fornito indicazioni più contenute: diverse voci dei servizi sanitari hanno mostrato moderazione o sostanziale stabilità. **Alla luce dei dati su CPI e PPI, stimiamo per settembre un aumento del PCE core dello 0,34% m/m (da 0,25% di agosto) e del 3,1% a/a (da 3% precedente)** – il dato verrà comunicato il giorno successivo alla chiusura del FOMC, giovedì 29.

- **Il Beige Book preparato per la riunione del FOMC del 27-28 ottobre descrive un'economia in moderata espansione tra settembre e l'inizio di ottobre, con pressioni sui prezzi ancora elevate**. I consumi hanno mostrato una crescita contenuta, sostenuti soprattutto dalle famiglie a reddito più alto, e la manifattura ha registrato un'espansione modesta. L'occupazione è rimasta stabile o in lieve aumento nella maggior parte dei distretti. In cinque distretti, alcune imprese hanno segnalato che i guadagni di produttività legati all'Intelligenza Artificiale hanno favorito un rinvio delle assunzioni o un ridimensionamento dei programmi occupazionali. I rincari energetici, in particolare del diesel, hanno aumentato i costi lungo le filiere produttive, ma la minore disponibilità dei consumatori ad assorbire ulteriori aumenti ha

[1] September 20, 2006 FOMC statement, October 25, 2006 FOMC statement

ridotto i margini delle imprese. **Il rapporto conferma quindi un contesto ancora soggetto a pressioni inflazionistiche, anche se il trasferimento sui prezzi finali, con l'emergere di segnali di minore dinamismo della domanda, resta parziale**.

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

Dopo il FOMC del 15-16 settembre, Warsh è intervenuto alla riunione annuale del FMI a Bangkok il 16 ottobre: pur senza fornire indicazioni esplicite sulla prossima riunione, ha osservato che gli sviluppi successivi al FOMC di settembre sono stati sostanzialmente in linea con le attese (e dunque, implicitamente, rimangono coerenti con un unico ulteriore rialzo dei tassi entro fine anno, come previsto nelle SEP di settembre). Ha anche osservato che il contesto monetario internazionale è diventato più restrittivo. **Tali dichiarazioni sono state lette come un segnale, sia pur del tutto implicito, di pausa a ottobre in vista di un rialzo a dicembre: questo resta anche il nostro scenario centrale**. D'altro canto, Warsh ha affermato che la forte espansione degli investimenti legati all'IA fornisce un impulso alla domanda che precede i benefici su offerta e produttività (e dunque potrebbe avere nel breve termine implicazioni inflazionistiche): sul tema, ha annunciato un'audizione della task force su produttività e occupazione il 16 novembre nell'area di San Francisco.

Anche i verbali della riunione del FOMC del 15-16 settembre hanno confermato che l'orientamento restrittivo è ampiamente condiviso. La maggior parte dei partecipanti riteneva appropriato un ulteriore aumento dei tassi entro fine anno, senza peraltro che emergessero dettagli in merito alla possibile tempistica del nuovo intervento. Molti membri consideravano un percorso dei tassi più elevato una assicurazione contro il rischio di maggiore persistenza dell'inflazione, mentre altri lo ritenevano necessario già nello scenario centrale. Tutti ritenevano insufficienti i progressi sul fronte dei prezzi, con pressioni ancora elevate nei servizi non abitativi e nei beni core, dove alla graduale attenuazione degli effetti dei dazi si affiancava l'impatto crescente della domanda legata all'IA.

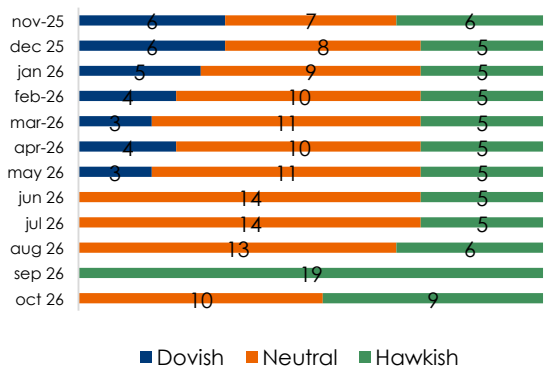
Gruppo "hawkish" (9 membri, di cui 4 votanti). **Logan** (Fed di Dallas) mantiene la posizione più restrittiva: ritiene che la politica monetaria sia ancora in territorio di neutralità e che siano necessari almeno altri 50pb di rialzi per portarla su un livello moderatamente restrittivo: si tratta a nostro avviso della candidata più probabile a dissentire a favore di un rialzo di 25pb a ottobre. **Hammack** (Fed di Cleveland) ritiene necessario un ulteriore inasprimento ma resta aperta a modularne il ritmo; la preferenza per aggiustamenti contenuti ma relativamente rapidi e i timori di resilienza dell'inflazione mantengono significativo il rischio di un suo dissenso, che pure pare inferiore rispetto a Logan. **Kashkari** (Fed di Minneapolis) continua a prevedere un altro rialzo nel 2026 e uno nel 2027 e dubita che la politica eserciti attualmente molta restrizione, pur dichiarando di non avere una posizione forte sulla riunione di ottobre. **Paulson** (Fed di Philadelphia) ha lasciato aperta la possibilità di ulteriori rialzi, senza indicazioni precise sul timing. Tra i non votanti, **Musalem** (Fed di St. Louis) e **Schmid** (Fed di Kansas City) mantengono le posizioni più restrittive; **Goolsbee** (Fed di Chicago) ha definito il CPI scoraggiante e segnalato rischi di surriscaldamento legati all'IA, mentre **Collins** (Fed di Boston) e **Barkin** (Fed di Richmond) continuano a porre l'accento sulla persistenza delle pressioni inflazionistiche.

Gruppo "neutrale" (10 membri, di cui 8 votanti). **Williams** (Fed di New York) rappresenta probabilmente la posizione più favorevole ad attendere dopo il rialzo di settembre: ritiene che siano ancora in atto forze disinflazionistiche, non vede pressioni sui prezzi dal mercato del lavoro e ha escluso la necessità di agire con urgenza; continua tuttavia a considerare appropriato un ultimo rialzo nel 2026, senza prevedere ulteriori aumenti nel 2027 - una posizione che pare compatibile con una pausa a ottobre, ma non con la conclusione del ciclo restrittivo. **Jefferson** (Board) mantiene una maggiore enfasi sui rischi inflazionistici, ma ha esplicitamente indicato che la Fed può prendersi tempo prima di decidere la prossima mossa: a suo avviso, attendere ulteriori

dati consentirebbe al Comitato di valutare meglio gli effetti del rialzo di settembre - la sua posizione appare coerente con una pausa a ottobre. Anche **Waller** (Board) ha lasciato spazio a una pausa: a suo avviso, se i dati evolveranno in linea con le attese, serviranno ulteriori rialzi, che però non dovranno necessariamente avvenire in riunioni consecutive, purché attuati entro un orizzonte temporale accettabile. **Bowman** (Board) ha escluso urgenza di agire, preferendo invece valutare gli effetti della stretta già attuata, **Barr** (Board) e **Cook** (Board) mantengono una retorica relativamente restrittiva sull'inflazione, ma non hanno indicato la necessità di intervenire in tempi rapidi. Tra in non votanti **Daly** (Fed di San Francisco) considera probabili ulteriori aggiustamenti, ma senza fretta.

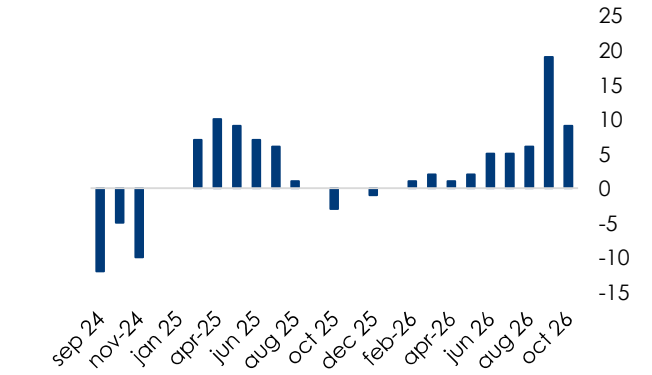
Rispetto alla riunione di settembre, il sentiment all'interno del FOMC si è spostato in direzione meno restrittiva, soprattutto per quanto riguarda il timing della prossima mossa. A settembre il rialzo di 25pb, approvato all'unanimità dai membri votanti, e il tono dei verbali permettono di ricondurre tutti i 19 partecipanti a un orientamento hawkish. In vista di ottobre, la nostra analisi individua invece **9 membri hawkish e 10 neutrali, senza posizioni propriamente dovish** (Fig. 1). La distinzione va però interpretata rispetto alla prossima riunione: diversi membri classificati come neutrali continuano a ritenere probabile o necessario un ulteriore rialzo entro fine anno, ma considerano appropriato attendere nuovi dati dopo la stretta di settembre. In questo senso, **il cambiamento segnala soprattutto un minore grado di urgenza, più che una revisione della valutazione sui rischi inflazionistici** (Fig. 2).

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



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo basata sulla sentiment analysis dei discorsi dei membri del FOMC

Fig. 2 – Dopo lo spostamento su posizioni restrittive di settembre, lo spread tra membri hawkish e dovish si è riequilibrato



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 conferenza stampa dovrebbe concentrarsi soprattutto sul significato della pausa dopo il rialzo di settembre. Warsh sarà chiamato a chiarire se il mantenimento dei tassi rifletta semplicemente la volontà di attendere nuovi dati o segnali una minore necessità di ulteriore restrizione. Coerentemente con il suo approccio alla comunicazione, difficilmente fornirà indicazioni esplicite sulla riunione di dicembre e dovrebbe ribadire che le decisioni resteranno dipendenti dall'evoluzione dei dati.

Tra le domande più rilevanti potrebbero emergere quelle sul **ruolo dell'IA nella dinamica dei prezzi**: in particolare, se la forte espansione degli investimenti stia fornendo un impulso alla domanda prima che si materializzino i benefici su offerta e produttività, e quanto questo rischio possa incidere sulla politica monetaria. Non mancheranno domande **sulla dinamica dell'inflazione, sulla possibile persistenza dello shock energetico e sull'andamento del mercato**

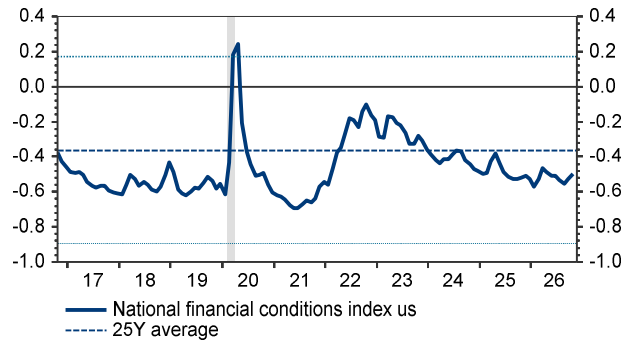
del lavoro, che ha mostrato nuovi segnali di indebolimento. Warsh potrebbe inoltre essere sollecitato sui lavori della task force su produttività e occupazione e su quali evidenze potrebbero modificare la valutazione della Fed sul potenziale di crescita e sulle pressioni inflazionistiche. Un altro punto centrale sarà **la valutazione dell'attuale "*stance*" di politica monetaria e in che misura l'aumento dei rendimenti e l'inasprimento delle condizioni finanziarie consentano alla Fed di attendere**.

Condizioni finanziarie e aspettative di mercato su tassi

Dopo la riunione del FOMC di settembre, **le condizioni finanziarie diventate meno accomodanti** (Fig. 4), soprattutto per via del rialzo dei rendimenti sulla parte lunga della curva.

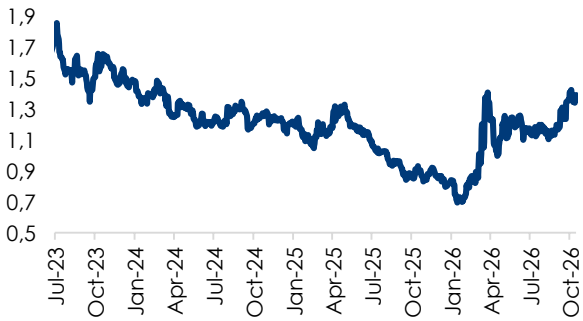
Dal FOMC di settembre, **l'indice di policy rate uncertainty della Fed di Kansas City** ha registrato un rialzo, coerente con un contesto di maggiore incertezza sul sentiero dei tassi Fed (Fig. 5).

Fig. 4 – Dall'ultimo FOMC, le condizioni finanziarie sono divenute meno 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: valori positivi dell'NFCI indicano condizioni finanziarie più restrittive della media, mentre valori negativi segnalano condizioni finanziarie più espansive della media. Fonte: Fed di Chicago

Fig. 5 – L'indice di policy rate uncertainty della Fed di Kansas City ha visto un 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 il rialzo di settembre, le aspettative di mercato si sono progressivamente orientate verso una pausa a ottobre. Le probabilità implicite di un nuovo aumento, salite oltre il 50% dopo il dato sul CPI, si sono successivamente ridimensionate: la curva incorpora oggi una probabilità del 10-20% (a seconda che si guardi ai future o agli OIS) di un rialzo alla riunione del 27-28 ottobre, e non prezza più pienamente un intervento a dicembre. Il movimento riflette un quadro nel quale l'inflazione resta elevata, ma il rallentamento del mercato del lavoro e **l'inasprimento delle condizioni finanziarie riducono l'urgenza di rialzi ad ogni riunione**. Le attese di mercato risultano quindi sostanzialmente in linea con il nostro scenario centrale, almeno per ciò che concerne l'orizzonte sino a fine 2026: una pausa a ottobre seguita da nuovo rialzo di 25pb a dicembre.

Elezioni Midterm e politica monetaria

I precedenti storici non indicano una regola di pausa della Fed in prossimità delle elezioni di midterm. Nelle otto tornate dal 1994 al 2022 gli esiti sono stati molto eterogenei: nel 1994 e nel 2006 il FOMC mantenne i tassi invariati prima del voto, ma nel primo caso seguì un rialzo di 75pb subito dopo le elezioni, mentre nel 2006 la pausa fu accompagnata dal dissenso di Lacker a favore di +25pb e da un chiaro bias verso un possibile ulteriore inasprimento. Anche il 2014 mostra che la prossimità del voto non impedisce decisioni rilevanti, con la conclusione del programma di acquisti pochi giorni prima delle elezioni. All'estremo opposto, nel 2022 la Fed alzò i tassi di 75pb appena sei giorni prima del voto.

L'evidenza empirica resta quindi troppo limitata e i regimi monetari troppo differenti per attribuire alla vicinanza delle midterm un impatto effettivo sulle decisioni del FOMC. La riunione del 27-28 ottobre 2026 cadrà, come quella del novembre 2022, a pochi giorni dalle elezioni: un'eventuale pausa dovrebbe perciò essere letta soprattutto alla luce dei dati, dell'inasprimento in corso delle condizioni finanziarie e dell'opportunità di valutarne gli effetti prima di dicembre, piuttosto che come conseguenza del calendario elettorale.

Conclusioni

In sintesi, **la riunione del 27-28 ottobre dovrebbe configurarsi come una "pausa hawkish" dopo il rialzo di settembre**, piuttosto che come la conclusione del ciclo restrittivo. Il rallentamento del mercato del lavoro, insieme all'inasprimento delle condizioni finanziarie, riduce l'urgenza di due rialzi consecutivi; allo stesso tempo, **la persistenza delle pressioni inflazionistiche e i rischi legati allo shock energetico e alla domanda connessa allo sviluppo dell'IA non giustificano ancora un cambio di direzione**. Il probabile dissenso di Logan renderebbe più visibile la componente restrittiva del Comitato, senza modificare l'orientamento della maggioranza verso una pausa.

Quella di ottobre dovrebbe quindi essere una riunione interlocutoria, mentre il FOMC di dicembre, a meno di sorprese dai dati o dall'evoluzione del contesto geopolitico ed energetico, dovrebbe vedere un nuovo rialzo di 25pb. Saranno decisive le prossime evidenze sulla persistenza e diffusione dell'inflazione, sull'evoluzione del mercato del lavoro. Se le pressioni sui prezzi resteranno elevate e l'attività sufficientemente resiliente, il Comitato potrà completare la stretta entro fine anno; un ulteriore irrigidimento delle condizioni finanziarie aumenterebbero invece lo spazio per prolungare la pausa.

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Divisione IMI Corporate & Investment Banking (www.imi.intesasanpaolo.com) - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis
Luca Mezzomo (Responsabile) luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research
Paolo Mameli (Responsabile) paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Riccardo Bellesia riccardo.bellesia@intesasanpaolo.com
Mario Di Marcantonio mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com
Alessia Gavazzi alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi andrea.volpi@intesasanpaolo.com