INTESA SANPAOLO

Macro

Macro Rapid Response

Elezioni Midterm: ondata democratica al Congresso, ma Iran, dazi e IA restano in mano alla Casa Bianca

4 novembre 2026

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Le elezioni di metà mandato del 3 novembre hanno consegnato ai Democratici il controllo di entrambe le Camere, con vittorie anche in Stati conquistati nettamente da Trump nel 2024 (Texas, Kansas, Iowa, Ohio, Carolina del Sud). Dal 3 gennaio si torna a uno scenario di "governo diviso": senza i 60 voti necessari per superare l'ostruzionismo al Senato e i due terzi dei seggi per contrastare il veto presidenziale, i Democratici non avranno i numeri per un'agenda propria, ma controlleranno calendario parlamentare, commissioni d'indagine e conferme delle nomine. Il voto cambia soprattutto il negoziato fiscale: il primo banco di prova sarà il rifinanziamento del governo, in scadenza l'11 dicembre e con ogni probabilità rinviato all'inizio del 2027; poi tornerà d'attualità il tetto del debito. La Casa Bianca conserva ampi margini di discrezionalità su dazi, immigrazione e politica estera, che saranno cruciali per le prospettive di crescita e inflazione. In tema di Intelligenza Artificiale, il ciclo di investimenti non è in discussione a livello federale, ma il voto rafforza i vincoli locali e il confronto su chi paga l'energia per i data center.

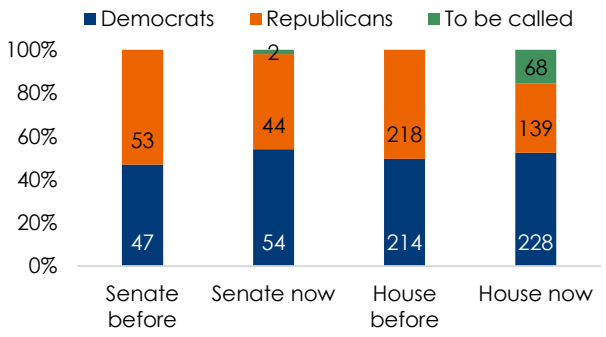
- **Il voto**. L'Associated Press (AP) ha attribuito al Partito Democratico il controllo di entrambe le Camere. Al Senato i Democratici salgono a 54 seggi contro 44 (prima del voto: 47 a 53), con 7 seggi strappati ai Repubblicani e 2 ancora da assegnare. Alla Camera i Democratici hanno già 228 seggi, oltre la soglia di maggioranza di 218, contro 139 dei Repubblicani, con 68 ancora da assegnare. **Il voto cambia il potere negoziale su scadenze fiscali, nomine e controllo dell'esecutivo**, non necessariamente la direzione della politica economica.
- **Iran**. Il voto non toglie al Presidente la libertà d'azione militare, ma dal 3 gennaio il Congresso democratico potrà condizionare l'approvazione di nuovi stanziamenti per le operazioni militari, pur senza incidere automaticamente sulle risorse già autorizzate: la leva finanziaria potrebbe risultare più efficace delle risoluzioni sui poteri di guerra, esposte al veto presidenziale.
- **Energia**. La ripresa dell'export di greggio del Golfo non scioglie i colli di bottiglia su prodotti raffinati, diesel e GNL: conta la persistenza dello shock più del livello del Brent, e su questo il voto non incide.
- **Dazi**. Dopo la sentenza sull'IEEPA l'architettura tariffaria poggia su strumenti che non richiedono il voto del Congresso (Section 232, 301 e 338). Il rischio prevalente resta quello di nuove misure tariffarie, non di un arretramento.
- **IA e data center**. Gli investimenti in Intelligenza Artificiale (IA) continuano a sostenere la crescita del PIL. Il costo dell'elettricità è però diventato un tema elettorale: in Ohio quasi tutti i referendum locali hanno approvato divieti o restrizioni sui nuovi impianti, e i governatori democratici eletti in Texas, Ohio e Georgia avranno voce sulle regole statali. **A Washington una stretta federale resta improbabile finché Trump può porre il veto**.

Il voto: un'ondata democratica che arriva negli Stati repubblicani

Il Partito Democratico ha conquistato la maggioranza in entrambe le Camere (Fig.1). Al Senato, dove partivano da 47 seggi (inclusi i due indipendenti), i Democratici hanno strappato ai Repubblicani sette seggi (Carolina del Nord, Carolina del Sud, Ohio, Texas, Kansas, Iowa e Maine): **è il maggior incremento di seggi per il partito in un'elezione di metà mandato dal 1986** (Fig. 2). I Dem hanno inoltre difeso i seggi contesi in Georgia, New Hampshire e Michigan; in Alaska lo spoglio è ancora in corso. Nel conteggio corrente di AP, i Democratici hanno 54 seggi su 100 contro 44 dei Repubblicani; i 2 seggi ancora da assegnare, fra cui l'Alaska, sono entrambi di Repubblicani uscenti, per cui la maggioranza democratica potrebbe ancora allargarsi. Alla Camera, dove bastava un guadagno netto di tre seggi, nel conteggio dell'AP i Democratici hanno al momento già 228 seggi, oltre la soglia di maggioranza di 218, contro 139 dei Repubblicani, con 68 seggi ancora da assegnare. I seggi strappati ai Repubblicani sono oltre due dozzine, in almeno dodici Stati. Per confronto, i Democratici guadagnarono 31 seggi nel 2006 e 41 nel 2018, mentre nel 2010 i Repubblicani ne conquistarono 63. Il ridisegno dei collegi in Texas e Florida, con cui i Repubblicani contavano di guadagnare fino a nove seggi, non ha compensato lo spostamento dell'elettorato. I Democratici hanno inoltre conquistato i governatorati del Texas, dove è stato sconfitto il governatore uscente Greg Abbott, nonché di Ohio e Georgia.

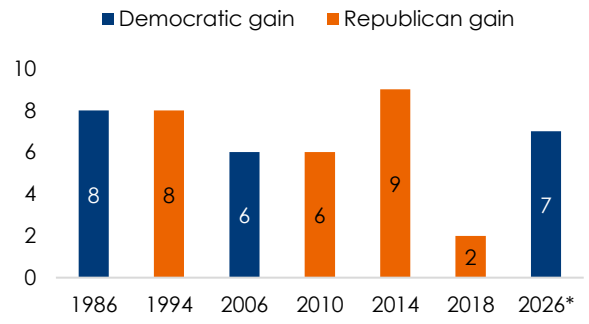
Alcuni risultati rendono meglio la portata del risultato. Sarà eletto un senatore democratico per la prima volta dal 1932 in Kansas, dal 1988 in Texas e dal 1998 in Carolina del Sud; in Maine è stata sconfitta Susan Collins, al Senato dal 1997. Secondo l'exit poll diffuso da NBC News, solo il 38% dei votanti approva l'operato della Casa Bianca: si tratta del dato più basso per un Presidente in carica in un giorno di elezioni dal 2008; il 62% attribuisce a Trump la responsabilità dei prezzi elevati e il 65% giudica dannosi i dazi.

Fig. 1 – Congresso: i Democratici conquistano entrambe le Camere



Nota: quota % dei seggi; le etichette indicano il numero di seggi; restano da assegnare 2 seggi al Senato e 68 alla Camera; maggioranza: 51 seggi al Senato, 218 alla Camera; al Senato i Democratici includono i 2 indipendenti. Fonte: Associated Press, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Senato: il maggior incremento di seggi per i democratici in un'elezione di metà mandato dal 1986



Nota: guadagno netto di seggi al Senato nelle elezioni di metà mandato; *2026: restano da assegnare 2 seggi detenuti dai Repubblicani. Fonte: U.S. Senate Historical Office, Associated Press, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le implicazioni della nuova conformazione del Congresso

Un Presidente più debole, ma senza un'agenda democratica alternativa. Anche con una maggioranza ampia, i Democratici non hanno i numeri per legiferare da soli: al Senato restano lontani dai 60 voti necessari a superare l'ostruzionismo, e in nessuna delle due Camere raggiungono i due terzi richiesti per superare il veto presidenziale. Ogni legge dovrà quindi passare da un compromesso con la Casa Bianca. Il cambiamento più concreto riguarda il controllo dell'agenda e dell'esecutivo: **dal 3 gennaio i Democratici decideranno quali provvedimenti portare in aula, guideranno le commissioni e potranno convocare i funzionari dell'Amministrazione**, obbligandoli a testimoniare e a consegnare documenti. Un eventuale

impeachment, che alla Camera richiede la sola maggioranza, avrebbe un peso soprattutto politico, perché per la condanna al Senato servono 67 voti.

Le scadenze fiscali restano il principale canale di trasmissione del voto, come indicato nel nostro Focus "Elezioni di midterm: verso un governo diviso?". Il calendario del Congresso uscente è affollato, con il finanziamento del governo atteso entro l'11 dicembre e la legge annuale sulla difesa. Inoltre, la maggioranza repubblicana al Senato si assottiglia con il possibile insediamento anticipato di Sherrod Brown. L'esito più probabile a dicembre è un rinvio: un nuovo finanziamento provvisorio sposterebbe il confronto sul bilancio all'inizio del 2027, quando il rischio di una chiusura parziale del governo sarà più elevato. Il tetto del debito, che potrebbe tornare vincolante nel corso del 2027, rappresenterà una delle principali leve negoziali dei Democratici. Un confronto prolungato, come nel 2011 e nel 2023, è possibile, ma in passato l'accordo è sempre arrivato prima dell'insolvenza.

Lo stallo non equivale ad austerità. La gran parte dei tagli a Medicaid e SNAP della legge di bilancio del 2025 (circa 1.400 miliardi nel 2026-35 secondo il CBO) resterà in vigore, ma i Democratici potranno ottenere rinvii mirati, che terrebbero il disavanzo su livelli elevati.

Il Senato diventa il vero contrappeso sulle nomine. Fino al 3 gennaio il Senato uscente potrà ancora confermare quelle pendenti; successivamente, giudici, membri del governo e autorità indipendenti richiederanno il consenso democratico. Per i mercati contano soprattutto le eventuali nomine del Board della Federal Reserve: **si riduce il rischio di pressioni mirate a ridurre l'indipendenza della banca centrale.**

Gli effetti delle elezioni di midterm sono più duraturi sulla mappa elettorale del Senato. Sei dei sette collegi conquistati dai Democratici torneranno al voto solo nel 2032 (quello dell'Ohio, assegnato con un'elezione suppletiva, nel 2028): la maggioranza democratica al Senato diventa così più solida, e questo aumenta nel medio periodo i rischi su tassazione e regolamentazione dell'IA. Nel breve termine riteniamo comunque che il rischio regolamentare federale resti contenuto: **gli effetti più concreti passeranno da bilancio, nomine e vincoli statali e locali** (Tab. 1).

Tab. 1 – Cosa cambia con il nuovo Congresso (dal 3 gennaio 2027)

Area	Cosa cambia	Limiti
Leggi	I Democratici controllano calendario e commissioni in entrambe le Camere	Ostruzionismo (60 voti al Senato); veto superabile solo con i due terzi in entrambe le Camere
Bilancio	Leva sul finanziamento del governo, probabilmente rinviato all'inizio del 2027, e sul tetto del debito (2027)	Ogni accordo richiede la firma del Presidente; la scadenza dell'11 dicembre resta al Congresso uscente
Nomine	Giudici, membri del governo, Board della Fed e FERC soggetti al Senato democratico	Fino al 3 gennaio il Senato uscente può confermare le nomine pendenti; restano gli incarichi ad interim
Controllo	Indagini con obbligo di testimonianza e di consegna di documenti; impeachment a maggioranza semplice alla Camera	Per far rispettare questi obblighi servono i tribunali o il Dipartimento della Giustizia; per la condanna al Senato servono 67 voti
Iran	Risoluzione congiunta sui poteri di guerra; condizioni o rifiuto dei nuovi fondi per le operazioni	Veto sulle risoluzioni; la conduzione delle operazioni resta all'esecutivo
Dazi	Indagini; leggi per limitare i poteri tariffari del Presidente	Le leggi sono esposte al veto; Section 232, 301 e 338 si basano su deleghe già in vigore
IA e data center	Legge federale di prevalenza più lontana; possibili intese sui costi di rete e su regole leggere per la sicurezza dei modelli	I vincoli concreti restano statali e locali, comprese le tariffe elettriche

Fonte: U.S. Constitution; regolamento del Senato; War Powers Resolution; elaborazioni Intesa Sanpaolo

Iran: il dopo-voto apre una finestra per l'opzione militare, ma la diplomazia resta in azione

Il 1° novembre il ministro degli Esteri iraniano Araghchi ha indicato che la proposta elaborata con la mediazione del Qatar ridurrebbe a due giorni i tempi di riapertura dello Stretto di Hormuz. In cambio Washington dovrebbe revocare il blocco navale dei porti iraniani, concedere una

deroga sulle vendite di petrolio e annullare le nuove sanzioni; il negoziato sul nucleare avverrebbe solo in un secondo momento. La delegazione iraniana ha però lasciato Doha senza un'intesa. Il 2 novembre Trump ha dichiarato che un accordo "potrebbe arrivare", senza escludere nuovi attacchi, e il Segretario di Stato Rubio ha precisato che nessuna decisione è stata presa. **La fine della campagna elettorale rimuove un vincolo politico di breve periodo a un intervento, senza renderlo inevitabile**: Washington per ora mantiene aperte entrambe le opzioni.

Sul piano istituzionale, il Congresso uscente ha già approvato una risoluzione sui poteri di guerra (H. Con.Res. 86, approvata dalla Camera il 3 giugno con 215 voti favorevoli e 208 contrari e dal Senato il 23 giugno con 50 voti favorevoli e 48 contrari). Trattandosi di una risoluzione concorrente, non è però vincolante per l'esecutivo. Dal 3 gennaio, con entrambe le Camere a maggioranza democratica, una risoluzione congiunta avrebbe i numeri per essere approvata, ma resterebbe esposta al veto presidenziale. **L'azione più concreta che i Democratici potrebbero mettere in campo sarebbe quindi l'utilizzo delle audizioni e delle indagini congressuali come strumenti di pressione politica**, oppure il ricorso alla leva negoziale degli stanziamenti per la difesa.

Nel nostro scenario centrale, eventuali nuove operazioni americane resterebbero circoscritte negli obiettivi e nel tempo, con l'intento di accrescere la pressione negoziale più che di aprire una nuova fase del conflitto. **La variabile più incerta è la risposta iraniana**: attacchi contro basi statunitensi o infrastrutture energetiche del Golfo, come quelli all'oleodotto saudita Est-Ovest che hanno contribuito alla risalita dei prezzi a settembre, renderebbero più difficile controllare l'escalation (Tab 2).

Tab. 2 – Guerra in Iran: scenari post elezioni di Midterm

Scenario	Possibile evoluzione	Impatto potenziale
Distensione intesa parziale	Riapertura rapida di Hormuz in cambio della revoca del blocco navale; il negoziato sul nucleare è rinviato	Calo del greggio, ma prodotti raffinati e GNL restano tesi più a lungo
Centrale operazioni militari circoscritte	Raid concentrati e risposta iraniana contenuta; riprendono i contatti indiretti con la mediazione del Qatar	Premio al rischio volatile: petrolio e soprattutto prodotti raffinati e GNL restano in tensione
Alternativo stallo negoziale	Prosegue il blocco navale, con concessioni parziali e nessuna nuova grande offensiva	Shock energetico persistente, senza una nuova rottura sistemica dell'offerta
Di rischio escalation regionale	Ritorsioni più ampie o attacchi a installazioni energetiche; ciclo di attacchi prolungato	Nuovo shock su prezzi energetici, costo dei noli

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Energia: la persistenza dello shock

Il mercato petrolifero è meno omogeneo di quanto suggerisca la ripresa dell'export di greggio. Secondo l'IEA (Oil Market Report di ottobre), a settembre le esportazioni di greggio del Golfo sono salite a 13,9 mb/g, oltre il 75% dei livelli prebellici, mentre i flussi di prodotti raffinati dalla regione restano limitati. Secondo l'IEA, il mercato del gasolio resterebbe teso anche a 2027 inoltrato, con scenari diversi a seconda del recupero delle forniture mediorientali.

Sul gas il rischio è ancora più elevato e persistente: circa il 93% delle esportazioni di GNL del Qatar transita da Hormuz (secondo l'IEA). I danni agli impianti, compreso il sito di Ras Laffan, il maggiore impianto di liquefazione al mondo, non si risolvono con un accordo sul transito: l'IEA stima per il 2026 un'offerta di GNL di Qatar ed Emirati inferiore di circa il 45% su base annua. Nel Global Gas Security Review pubblicato il 3 novembre, l'IEA prevede una contrazione del 3% dell'offerta mondiale di GNL nel 2026 (quasi 20 miliardi di metri cubi), assumendo che i flussi attraverso Hormuz rimangano sostanzialmente interrotti almeno sino alla fine dell'anno. Prezzi

elevati di GNL e prodotti raffinati si trasmettono a velocità diverse su trasporti, fertilizzanti, industria ed elettricità, con effetti più rilevanti per le economie più esposte all'importazione, a partire dall'area euro.

Dazi: un'architettura che non dipende dal Congresso

Dopo la sentenza della Corte Suprema del 20 febbraio, che ha invalidato i dazi basati sull'IEEPA, **l'Amministrazione ha ricostruito la politica tariffaria su basi giuridiche diverse**. Il dazio globale del 10% ai sensi della Section 122 è scaduto il 24 luglio, al termine dei 150 giorni consentiti senza un voto del Congresso, ed è stato sostituito da dazi Section 301 del 10-12,5% su una sessantina di economie, con esenzioni per i beni conformi all'USMCA. A questi si sommano i dazi settoriali Section 232 (acciaio, alluminio, rame, auto, veicoli pesanti, farmaci, semiconduttori, legname) e le tariffe del 50% su un'ampia gamma di prodotti canadesi ai sensi della Section 338 del Tariff Act del 1930, introdotte in risposta a presunte pratiche discriminatorie nei settori automobilistico, delle bevande alcoliche e dei prodotti lattiero-caseari. I dazi si applicano anche alle merci conformi all'USMCA, ma escludono, tra gli altri, i prodotti già soggetti alla Section 232. Il CBO stima l'aliquota effettiva media al 10%, contro il 2% del 2024; secondo il Budget Lab di Yale l'aliquota media salirà dall'11,1% di fine luglio all'11,8% a fine 2026, con un effetto sul livello dei prezzi al consumo di circa 0,7 punti.

Nessuno di questi strumenti richiede l'approvazione del Congresso: i Democratici potranno avviare indagini e approvare leggi per limitare i poteri tariffari del Presidente, ma non revocare i dazi senza superare il veto. **Il rischio prevalente resta quello di nuove misure**. Sono aperte le indagini Section 301 sull'eccesso di capacità industriale (avviate a marzo) e Section 232 su robotica e macchinari industriali. Sono inoltre già calendarizzati i dazi sul polisilicio (dal 4 dicembre) e l'aumento su alcuni prodotti del legno (dal 1° gennaio 2027). Per l'indagine sull'eccesso di capacità, che riguarda 16 economie fra cui Cina, UE, Giappone, Corea, Messico e India, non è stata ancora pubblicata alcuna determinazione. Il 7 ottobre l'USTR ha firmato con quattordici economie una dichiarazione ministeriale congiunta sul tema: è un segnale che lo strumento viene usato soprattutto come leva negoziale.

Sul Canada pressione tariffaria e negoziato convivono. I dazi Section 338 sono stati proclamati il 20 luglio e sono in vigore dal 22 agosto, dopo la rottura dei colloqui; dal 29 settembre si è aggiunto il divieto di importazione di alcuni prodotti. L'impatto non è tuttavia uniforme: la Bank of Canada stima che circa l'80% delle esportazioni canadesi verso gli Stati Uniti resti esente da dazi e che l'aliquota media statunitense sia salita dal 5% di luglio al 7,5%; quella delle contromisure canadesi dall'1,5% al 3,9%. Fra il 31 ottobre e il 1° novembre Trump e Carney hanno segnalato progressi, senza raggiungere un accordo. Un Congresso democratico potrebbe concentrare sul Canada i tentativi di ridurre i dazi, senza però effetti vincolanti. L'USMCA resta in vigore; i controlli all'export verso la Cina e la tutela delle filiere strategiche conservano sostegno trasversale.

Sul fronte fiscale, la riorganizzazione tariffaria ha pesato sui conti pubblici: il CBO stima per il FY2026 entrate doganali nette inferiori di circa 250 miliardi rispetto alla baseline di febbraio, anche per i rimborsi dei dazi IEEPA. Il ricorso ai dazi come fonte di entrate resta quindi un tema aperto per il negoziato di bilancio del 2027.

IA e data center: ampio consenso sugli investimenti, resta il conflitto su costi e approvvigionamento dell'energia

L'IA è oggi uno dei motori della crescita economica americana: nella stima preliminare del 3° trimestre gli investimenti non residenziali sono saliti del 12,7% t/t annualizzato, trainati dalle apparecchiature per l'elaborazione delle informazioni (+37,4%) e dal software (+9,6%). Secondo il Census Bureau, a settembre la spesa per la costruzione di data center è salita a un nuovo

massimo storico di 96,5 miliardi di dollari (dato destagionalizzato e annualizzato), l'8,6% in più rispetto ad agosto e circa il 90% in più su base annua. Gli investimenti in IA godono di un ampio sostegno trasversale a Washington, che l'esito del voto difficilmente cambierà.

Il terreno di scontro è il costo dell'elettricità, e chi debba pagarlo. Secondo l'EIA, nel 2026 il prezzo medio dell'elettricità residenziale salirà a 18,2 centesimi per kWh, con un aumento del 5,3% dopo un rialzo simile nel 2025. Nel 2027 è atteso un ulteriore +2,6%. Nello stesso anno la domanda del settore commerciale, che include i data center, crescerà del 2,8%, mentre quella residenziale resterà sostanzialmente invariata. Il tema è arrivato direttamente alle urne: il 3 novembre si sono votati 41 referendum locali sui data center in 10 Stati, 21 dei quali nel solo Ohio. **17 di questi prevedevano il divieto di nuovi impianti, e i 6 referendum già votati nel corso dell'anno hanno tutti limitato lo sviluppo dei data center.**

Le prime indicazioni dalle urne confermano la tendenza. In Ohio, che contava già oltre 125 moratorie locali, almeno 14 comuni hanno approvato divieti o restrizioni sui nuovi impianti; ad Ashville gli elettori hanno bloccato anche un campus già in costruzione. Il voto ha inoltre portato governatori democratici in tre Stati con una forte presenza di data center (Texas, Ohio e Georgia). I nuovi governatori potrebbero sospendere le nuove autorizzazioni finché non saranno rafforzate le tutele per le comunità locali. Dovranno però fare i conti con assemblee legislative che dovrebbero restare repubblicane e contare soprattutto sugli strumenti dell'esecutivo. Più che moratorie prolungate, ci attendiamo pause di alcuni mesi. In Texas il peso delle scelte statali è maggiore, perché la rete elettrica (ERCOT) non ricade sotto la FERC.

Entrambi gli schieramenti puntano a intestarsi il tema, seppur con strategie e strumenti differenti:

- **Casa Bianca e Repubblicani puntano su impegni volontari e su una legislazione leggera**. Il Ratepayer Protection Pledge, promosso dal Presidente il 4 marzo e sottoscritto fra gli altri da Google, Amazon, Meta e xAI, impegna gli hyperscaler a finanziare nuova capacità di generazione e adeguamenti di rete, ma non è vincolante. Il Ratepayer Protection Act, che chiede agli Stati di valutare tariffe che facciano pagare ai grandi consumatori i costi aggiuntivi, è passato alla Camera con 417 voti contro 3. Al Senato si è però fermato il 30 settembre a 57 voti, tre in meno dei 60 necessari per superare l'ostruzionismo, perché la maggior parte dei Democratici lo considerava troppo debole.
- **Fra i Democratici prevale la richiesta di vincoli obbligatori sulla ripartizione dei costi**; l'ala progressista si spinge oltre, come visibile dal disegno di legge Sanders/Ocasio-Cortez per una moratoria sui nuovi data center per l'IA (marzo) e dalla richiesta di una pausa nazionale formulata da Frank Pallone, principale esponente democratico della Commissione Energia della Camera, a giugno. Tali proposte non hanno i numeri per passare, ma segnalano la direzione della pressione politica.
- **Il canale regolamentare procede in parallelo**. Il 18 giugno la FERC ha emesso sei show cause orders a sei gestori di rete regionali (fra cui PJM e MISO) sulle regole di connessione dei grandi carichi: prevenzione dello spostamento dei costi sugli altri utenti, co-locazione e generazione dedicata. Le risposte sono attese a metà novembre. Dato che i commissari FERC sono confermati dal Senato, la maggioranza al Senato peserà sulle future nomine.

La ripartizione dei costi di rete è anche uno dei pochi terreni di possibile intesa fra il nuovo Congresso e la Casa Bianca: il Ratepayer Protection Act ha già ottenuto un ampio consenso alla Camera e il Pledge di marzo mostra che anche l'Amministrazione vuole intestarsi il tema. Un eventuale accordo bipartisan potrebbe imporre regole più vincolanti agli hyperscaler senza necessariamente compromettere il ciclo di investimenti.

A livello federale resta possibile una regolamentazione leggera sulla sicurezza dei modelli più avanzati, con test obbligatori e una responsabilità degli sviluppatori per i rischi prevedibili, che

ha sostenitori in entrambi i partiti. Vincoli più stringenti sull'addestramento o sul rilascio dei modelli verrebbero invece bloccati dai Repubblicani. Per il settore il rischio maggiore resta una stretta improvvisa della Casa Bianca in risposta a un grave incidente informatico o biologico, più che una legislazione lenta del Congresso.

Sulla regolamentazione dell'IA, l'ordine esecutivo dell'11 dicembre 2025 (EO 14365) ha affidato a una task force del Dipartimento della Giustizia il contenzioso contro le leggi statali ritenute in contrasto con la politica federale e ha chiesto un quadro normativo nazionale che le prevalga. Lo stesso ordine esclude però da questo perimetro le norme statali su infrastrutture di calcolo e data center. **Con un Congresso a maggioranza democratica una legge federale di prevalenza diventa ancora meno probabile, e la frammentazione fra Stati è destinata a restare**. Per i data center ne deriva che i vincoli più concreti continueranno a essere locali (autorizzazioni, incentivi fiscali e tariffe elettriche); a livello federale è più plausibile una vigilanza limitata che una stretta generalizzata.

Il terzo canale è quello commerciale. Dal 15 gennaio la Section 232 applica un dazio del 25% a un perimetro ristretto di chip avanzati (Proclamation 11002), con esenzione per quelli importati per data center negli Stati Uniti. La Proclamation prevede però una seconda fase con dazi significativi su semiconduttori e apparecchiature, in assenza di accordi con i paesi produttori. Si tratta di una decisione esecutiva, sulla quale la maggioranza in Congresso incide poco; **un costo più elevato per le componenti importate resta un rischio per gli investimenti in IA**. I controlli all'export di chip verso la Cina godono invece di consenso bipartisan: il nuovo Congresso potrebbe usare i poteri di indagine sulle licenze di vendita concesse nel 2025-26.

Conclusioni

In genere le elezioni di midterm hanno effetti modesti e transitori su economia e mercati, e il 2026 non dovrebbe fare eccezione, nonostante l'ampiezza della vittoria democratica. **Il voto restringe lo spazio per nuove iniziative legislative e sposta il baricentro sui negoziati di bilancio**: il primo test è il finanziamento del governo, che con ogni probabilità verrà rinviato all'inizio del 2027, il secondo il tetto del debito. Lo stallo non implica in ogni caso con un consolidamento fiscale: il disavanzo resta su livelli elevati e, in caso di compromesso, potrebbe aumentare. Il controllo democratico del Senato aggiunge un contrappeso sulle nomine, a partire da quelle alla Federal Reserve, mentre i poteri di indagine aumenteranno il rumore politico nei prossimi due anni.

I fattori che peseranno di più su crescita e inflazione restano però in larga parte fuori dal perimetro del Congresso. Sull'Iran la Casa Bianca conserva ampi margini di iniziativa militare, pur dovendo confrontarsi con i poteri di controllo e di finanziamento del nuovo Congresso. Il quadro energetico resta fragile, soprattutto per prodotti raffinati e GNL. Sui dazi l'architettura successiva alla sentenza sull'IEEPA poggia su strumenti esecutivi, e il rischio è quello di una nuova stretta più che di un allentamento. Sull'IA il ciclo di investimenti non è in discussione, ma il costo dell'energia è diventato un tema politico trasversale: la pressione va verso una maggiore partecipazione degli hyperscaler ai costi di rete e verso vincoli locali più stringenti.

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