Forex Flash

La Fed è ovunque e da nessuna parte

13 novembre 2026

Nota Settimanale

Research Department

Rates, FX & Commodities Research

Sergio Capaldi
Strategist Rates & Forex

- La settimana si apre in un clima di forte incertezza sulla traiettoria della politica monetaria statunitense. Il dato CPI di ottobre ha confermato un'inflazione core mensile dello 0,3% m/m, soglia indicata dal Governatore Fed Christopher Waller come condizione per mettere sul tavolo un rialzo di 50 bps a dicembre.
- Il mercato è passato dal prezzare circa 50 bps di inasprimento residuo a 75 bps nel giro di pochi giorni. Il rendimento del Treasury a 2 anni ha registrato un balzo di 20 bps martedì 10, il più ampio da aprile 2025.
- La prossima settimana si preannuncia ad alta volatilità per obbligazioni e valute, dominata dai verbali FOMC della riunione del 27-28 ottobre, da un fitto calendario di interventi di banchieri centrali - in particolare la Presidente BCE Christine Lagarde all'European Banking Congress - e dalla pubblicazione di dati macroeconomici chiave statunitensi.

La comunicazione della Federal Reserve è entrata in una fase di profonda trasformazione sotto la presidenza di Kevin Warsh, insediatosi a fine maggio 2026. L'abbandono esplicito della *forward guidance*, la riduzione delle riunioni operative del FOMC (da otto a sette nel 2027 e sei nel 2028), il rifiuto del Presidente di contribuire al *dot plot* e l'accorciamento dei comunicati post-riunione hanno creato un **vuoto comunicativo** che - paradossalmente - **i singoli membri del FOMC stanno riempiendo con messaggi individuali sempre più dirompenti** e spesso divergenti tra loro, con conseguenze concrete sulla volatilità dei mercati valutari.

La rivoluzione comunicativa di Warsh: dal "*98% talk*" al *forward silence*

L'evoluzione della comunicazione della Fed negli ultimi trent'anni è stata nella direzione di una sempre **maggiore trasparenza**. Come ricordato da Ben Bernanke, "*monetary policy is 98% talk and 2% action*". I momenti chiave di questa evoluzione sono riportati schematicamente in tabella:

Anno	Innovazione	Presidente
1999	Comunicato dopo ogni decisione FOMC	Greenspan
2007	Introduzione del *Summary of Economic Projections* (SEP)	Bernanke
2008	Prima *forward guidance* ("per un periodo prolungato")	Bernanke
2011	Conferenze stampa post-FOMC	Bernanke
2012	*Dot plot* e formalizzazione dell'obiettivo d'inflazione al 2%	Bernanke

Warsh ha costruito la sua visione comunicativa su una critica precisa: quando i mercati finanziari non fanno altro che riflettere ciò che la Fed ha detto, **l'informazione diventa circolare e perde il collegamento con la realtà economica sottostante**. "*When all financial markets are doing is reflecting back at us what we've said, then we're taking the most important source of information and we're being blind to it*," ha spiegato Warsh nel giugno 2026.

L'esempio a sostegno della tesi di Warsh è **l'errore del 2021**: la Fed fornì una *forward guidance* esplicita che la impegnava a non rialzare i tassi fino al raggiungimento della piena occupazione e al superamento del target d'inflazione per un periodo sostenuto. Quando l'inflazione core iniziò a salire rapidamente nella prima parte del 2021, le aspettative di mercato sui tassi futuri - misurate dal rendimento del Treasury a 2 anni - rimasero ferme e prossime allo zero. Solo quando il FOMC abbandonò la caratterizzazione dell'inflazione come "transitoria" nel dicembre 2021, gli investitori

iniziarono a prezzare la realtà di un'economia in surriscaldamento. A quel punto, l'inflazione core superava il 5,5% a/a.

Le riforme concrete attuate da Warsh dal maggio 2026:

Riforma	Dettaglio
Eliminazione della *forward guidance*	*"We've dropped forward guidance,"* dichiarato alla prima conferenza stampa
Rifiuto del *dot plot* personale	Warsh non contribuisce alle proprie previsioni al SEP
Accorciamento dei comunicati FOMC	Rimossi i riferimenti a possibili aggiustamenti futuri dei tassi
Riduzione conferenze stampa	Troncate in lunghezza, impegno a mantenerle solo fino a fine 2026
Riduzione riunioni operative	7 nel 2027 (1 strategica), 6 nel 2028 (2 strategiche)

Il paradosso: il caso Waller, da colomba a super-falco in sette mesi

Warsh ha descritto il dibattito interno al FOMC come un sano "*family fight*". Ma quando i messaggi individuali dei membri contraddicono sia il tono del Presidente sia le aspettative di mercato appena formatesi, il mercato può incontrare qualche difficoltà nel decifrarne il significato. L'esempio più eclatante del corto circuito comunicativo dell'era Warsh è stato offerto dalle recenti dichiarazioni del Governatore del Board Christopher Waller.

Nel suo intervento tenuto il 10 novembre 2026 a Londra, Waller ha dichiarato che sarà necessario un ulteriore inasprimento della politica monetaria nella prossima riunione di dicembre. Waller si è detto favorevole a un aumento dei tassi di 25 punti base, ma ha aperto alla possibilità di un rialzo più aggressivo da 50 punti base se l'inflazione core mensile dovesse attestarsi intorno allo 0,3% m/m o su livelli superiori. Secondo Waller, un intervento più debole in presenza di prezzi ancora in accelerazione metterebbe a rischio la credibilità della Fed. Il governatore ha osservato che l'attuale livello dei tassi si è rivelato meno restrittivo del previsto e che i tassi d'interesse reali devono salire per riportare l'inflazione verso l'obiettivo del 2% nel medio termine. A sostegno della necessità di continuare ad alzare i tassi, Waller ha evidenziato che l'economia statunitense cresce a un ritmo sostenuto e il mercato del lavoro rimane solido e vicino ai livelli di equilibrio di lungo periodo. Ha aggiunto, infine, che gli eventuali guadagni di produttività legati all'intelligenza artificiale sono ancora lontani e che le oscillazioni dei mercati azionari non influenzano in modo significativo le sue decisioni sui tassi. La virata *hawkish* di Waller appare in tutta la sua portata considerando che sino a pochi mesi fa Waller era considerato uno dei membri del FOMC più "colomba".

Ecco una **cronologia della conversione di Waller:**

Data	Posizione di Waller
Luglio 2025	Voto dissenziente a favore di un taglio di 25 bps
Gennaio 2026	Nuovo voto dissenziente a favore di un taglio di 25 bps
Marzo 2026	"Se il mercato del lavoro continuerà ad essere debole, inizierò ad invocare nuovamente tagli dei tassi"
Luglio 2026	Difende l'utilità della *forward guidance* come "strumento prezioso"
Novembre 2026	Propone un rialzo di 50 bps a dicembre se il CPI core è ≥0,3%

Prima delle dichiarazioni di Waller, anche i falchi come la Presidente della Fed di Cleveland Beth Hammack avevano indicato una preferenza per un **inasprimento graduale** - non un rialzo jumbo alla riunione immediatamente successiva a una pausa. In un contesto in cui i rendimenti obbligazionari reali sono storicamente elevati, l'inflazione è persistente e il *term premium* è ai massimi da dodici anni, il vuoto comunicativo rischia di essere riempito da volatilità e premi per il rischio più elevati. Inoltre, la riduzione a sette riunioni operative nel 2027 (e sei nel 2028) creerà intervalli

di 12-13 settimane tra alcune decisioni, aumentando l'importanza - e la volatilità attorno a - ogni singola riunione.

In sintesi, la Fed di Warsh si trova intrappolata in un paradosso di comunicazione che può essere sintetizzato in tre punti:

1. **L'obiettivo è corretto**: ridurre il circolo vizioso della *forward guidance* che trasforma i mercati in un puro riflesso delle parole della Fed, privandola di informazione genuina.
2. **L'esecuzione è migliorabile**: il vuoto lasciato dalla *forward guidance* non viene riempito da un *framework* di reazione chiaro, ma da **messaggi individuali** potenzialmente caotici che **amplificano la volatilità** anziché ridurla.
3. **Il timing è pessimo**: tentare questa transizione durante uno shock di offerta energetico, con inflazione persistente, rendimenti ai massimi pluriennali e il *term premium* ai livelli più alti da un decennio, massimizza i costi della confusione comunicativa.

In questo contesto la settimana 16-20 novembre 2026 si preannuncia ad alta volatilità per obbligazioni e valute, dominata dai verbali FOMC della riunione del 27-28 ottobre, da un fitto calendario di interventi di banchieri centrali - in particolare la Presidente BCE Christine Lagarde all'European Banking Congress di Francoforte venerdì 20 - e dalla pubblicazione di dati macroeconomici chiave statunitensi (retail sales, industrial production, housing starts). Il contesto di partenza è di un dollaro che ha toccato i massimi da 19 mesi (indice DXY a 102,93), e di mercati che prezzano pienamente un rialzo di 25 bp della Fed a dicembre con una probabilità del 63% di un altro rialzo di 25 bp a gennaio.

Il contesto macro in entrata: inflazione persistente e rialzi in arrivo

BCE: rialzo a dicembre quasi scontato

Il capo economista BCE Philip Lane ha dichiarato che un rialzo a dicembre sarebbe "prudente" se il quadro informativo rimarrà invariato, unendosi a una lunga lista di policymaker che spingono per il terzo rialzo dell'anno.

Regno Unito

I dati sul PIL del Q3, appena pubblicati, mostrano una crescita dello 0,7% t/t - la più forte dal Q1 2024 - trainata dall'AI. Questo dato aumenta la probabilità di un rialzo BoE a dicembre. L'MPC *hawkish* Megan Greene ha dichiarato che è appropriato "inasprire proattivamente la politica monetaria".

Giappone

L'inflazione all'ingrosso giapponese ha ri-accelerato al 7,1% a/a ad ottobre (dal 6,8% a/a di settembre), rafforzando le aspettative di un rialzo BoJ il mese prossimo. Tuttavia, il membro del board BoJ Toichiro Asada ha messo in guardia contro rialzi prematuri. Con USD/JPY a ridosso di 160, il Viceministro per gli Affari Internazionali presso il Ministero delle Finanze (considerato il principale diplomatico valutario giapponese) Atsushi Mimura ha avvertito che è "troppo presto per dimenticare" gli interventi dell'estate.

Gli eventi chiave della settimana 16-20 novembre

Dato pre-settimana: PPI USA di ottobre (venerdì 14 novembre)

Prima ancora dell'apertura della settimana, il mercato dovrà metabolizzare i **prezzi alla produzione (PPI)** di ottobre, in uscita venerdì 14 novembre. Questo dato è fondamentale perché:

- Alimenta direttamente le stime del **PCE core** - la misura d'inflazione preferita dalla Fed.
- Sulla base del CPI di ottobre, il PCE core dovrebbe segnare uno 0,4% m/m e 3,3% a/a (in accelerazione dal 3,1% di settembre)
- Un PPI sopra le attese potrebbe spingere ulteriormente al rialzo le stime PCE, consolidando il caso per un rialzo di 25 bps a dicembre e mantenendo viva la discussione sui 50 bps.

La Fed riceverà due ulteriori dati sui prezzi prima della decisione di dicembre: il PPI di ottobre e il PCE di novembre. Risultati superiori alle attese rafforzerebbero il caso per un rialzo e spingerebbero gli investitori a prezzare un movimento da 50 bps.

Il quadro dei dati macroeconomici in uscita nella settimana 16-20 novembre completa il puzzle inflazione-crescita che guiderà la decisione della Fed l'8-9 dicembre. I dati sui consumi (retail sales), sulla produzione industriale e sul mercato immobiliare USA forniranno indicazioni cruciali sulla tenuta della domanda aggregata in un contesto di inflazione persistente - con il CPI di ottobre salito dello 0,4% m/m contro lo 0,3% m/m atteso e il core CPI allo 0,3% m/m per il terzo mese consecutivo.

Lunedì 16 novembre

Evento	Rilevanza
NY Fed Empire State Manufacturing Index (novembre)	Media
Huw Pill (BoE, Chief Economist) – discorso	Medio-alta
Boris Vujčić (Vice-Presidente BCE) - apertura Euro Finance Week	Media
Thomas Barkin (Richmond Fed) - discorso sull'economia	**Alta**
John Williams (NY Fed) - FX Market Structure Conference	**Alta**
RBNZ - Financial Stability Report	Bassa per EUR/USD
Takata Hajime (BoJ) – discorso	Media per USD/JPY

Impatto atteso

L'Empire State Manufacturing è un indicatore anticipatore della produzione industriale. Un dato forte confermerebbe la resilienza del settore manifatturiero nonostante i costi elevati dell'energia e i tassi in aumento. Impatto moderato su Treasury e dollaro, ma importante come "termometro" del sentiment imprenditoriale. I discorsi di Barkin e Williams della Fed saranno scrutinati per confermare o temperare la narrativa *hawkish* emersa la settimana precedente. Qualsiasi accenno alla possibilità di un rialzo di 50 bps potrebbe spingere ulteriormente al rialzo i rendimenti USA a breve termine e rafforzare il dollaro. Il discorso di Pill della BoE sarà importante per la sterlina, dato che la BoE è attesa anch'essa in modalità restrittiva.

Martedì 17 novembre

Evento	Rilevanza
Eurozone HICP (revisione finale ottobre)	Media
US Retail Sales (ottobre)	**Alta**
US Import/Export Prices (ottobre)	Medio-alta
US NAHB Housing Market Index	Media
US ADP NER Pulse (aggiornamento settimanale)	Media
Philip Lane (BCE, capo economista) - lezione a Harvard	**Molto alta**
Alberto Musalem (St. Louis Fed) - "Scenarios for the US Economy and Monetary Policy"	**Molto alta**
Beth Hammack (Cleveland Fed) - resilienza del mercato dei Treasury	**Alta**

John Williams (NY Fed) - Axios Summit	**Alta**
RBA - Verbali riunione novembre 2026	Media per AUD

Impatto atteso

Le **vendite al dettaglio** di ottobre saranno il termometro della salute dei consumi americani. Un dato forte sui consumi, combinato con un CPI già caldo, ridurrebbe lo spazio per una Fed "attendista" e spingerebbe i rendimenti a breve termine ancora più in alto. Al contrario, un dato debole potrebbe innescare un rally obbligazionario e un temporaneo indebolimento del dollaro, soprattutto se interpretato come segnale che i consumatori iniziano a capitolare sotto il peso dell'inflazione.

La **revisione finale dell'HICP** dell'Eurozona è particolarmente rilevante: l'inflazione nell'area euro è salita al 4,0% a ottobre dal 3,8% del mese precedente, il massimo triennale, e qualsiasi revisione al rialzo metterebbe ulteriore pressione sulla BCE per agire a dicembre.

Lane è uno dei membri più influenti del Consiglio direttivo BCE e la sua lezione a Harvard potrebbe fornire indicazioni cruciali sulla traiettoria dei tassi europei, con effetti diretti sui Bund e sull'EUR/USD.

Musalem parlerà esplicitamente di "scenari per l'economia USA e la politica monetaria" - un titolo che promette *guidance* diretta. Il discorso di **Hammack** sulla liquidità del mercato Treasury è particolarmente rilevante dato il recente stress sui bond governativi USA.

Mercoledì 18 novembre

Evento	Rilevanza
Eurozone Trade Balance (settembre)	Media
US Housing Starts & Building Permits (ottobre)	**Alta**
US Industrial Production & Capacity Utilisation (ottobre)	**Alta**
Verbali FOMC della riunione 27-28 ottobre (19:00 GMT)	**Massima**
Christine Lagarde (BCE) - DealBook Summit, New York	**Molto alta**
Toni Gravelle (Vice-Governatore BoC) – discorso	Media
Katharine Braddick (Vice-Governatore BoE) - UK Finance Annual Dinner	Media
John Williams (NY Fed) – discorso	Alta
APEC Economic Leaders' Meeting, Shenzhen (fino al 19)	Media (geopolitica)

Impatto atteso

Il **mercato immobiliare** è il settore più sensibile ai tassi d'interesse. I dati regionali già disponibili mostrano un marcato rallentamento: l'inventario di case in vendita nel Mid-Atlantic è aumentato del 22,1% anno su anno, mentre le visite (showings) sono calate del 12,8%. Un forte rallentamento degli *housing starts* potrebbe fornire alla Fed un argomento per procedere con cautela a dicembre (25 bps anziché 50), generando un rally tattico sui Treasury a lunga scadenza. Al contrario, dati resilienti toglierebbero un'obiezione ai falchi. Il dato sulla **produzione industriale** sarà particolarmente interessante nel contesto dell'investimento in AI, che sta trainando la crescita.

I verbali FOMC sono l'evento macro più atteso della settimana. Il mercato cercherà:

- **Il grado di consenso** sul mantenere i tassi fermi a ottobre versus una preferenza per un rialzo immediato.
- **Indicazioni sulla soglia di attivazione** per un rialzo di 50 bps a dicembre, alla luce dei commenti successivi di Waller.

- **La discussione sul bilancio** e sulle condizioni finanziarie.

Se i verbali riveleranno un FOMC più diviso e con maggiore propensione al rialzo di quanto percepito, potremmo assistere a un ulteriore *repricing* al rialzo dei rendimenti USA ed un rafforzamento aggiuntivo del dollaro.

La conversazione di **Lagarde al DealBook Summit** poche ore prima dei verbali FOMC creerà un potenziale "doppio evento" per EUR/USD. Se Lagarde adottasse un tono più cauto rispetto alla retorica *hawkish* recente, il cross potrebbe subire pressioni significative.

Giovedì 19 novembre

Evento	Rilevanza
US Weekly Jobless Claims	Medio-alta
US Philadelphia Fed Manufacturing Index (novembre)	Medio-alta
US Existing Home Sales (ottobre)	Media
Anna Paulson (Philadelphia Fed) - "Communications and Monetary Policy"	**Alta**
Austan Goolsbee (Chicago Fed) - Q&A	**Alta**
Beth Hammack (Cleveland Fed) - Financial Stability Conference	Alta
SARB - decisione di politica monetaria (Sud Africa)	Media
RBNZ Governor - outlook economico Nuova Zelanda	Media per NZD

Impatto atteso

Le **richieste settimanali di sussidi** di disoccupazione forniranno un aggiornamento in tempo reale sulla solidità del mercato del lavoro. Un numero basso confermerebbe che l'economia è abbastanza forte da sostenere ulteriori rialzi dei tassi; un'impennata inattesa, al contrario, riaprirebbe il dibattito sull'opportunità di procedere con cautela.

Il discorso di Paulson specificamente dedicato alla "Comunicazione e politica monetaria" è significativo nel contesto dell'attuale **confusione comunicativa della Fed sotto la presidenza Warsh**. Potrebbe offrire chiarimenti sulla *reaction function* del FOMC, tema fondamentale per la corretta prezzatura dei Treasury.

Venerdì 20 novembre

Evento	Rilevanza
Conference Board Leading Economic Index (ottobre)	Media
Christine Lagarde e Joachim Nagel - keynote all'European Banking Congress, Francoforte (08:30 GMT)	**Massima**

Impatto atteso

Il **Leading Index** offre uno sguardo composito sulle prospettive economiche a 6-9 mesi. Un ulteriore calo potrebbe alimentare i timori di recessione, creando tensione tra il mandato anti-inflazione della Fed e i rischi per la crescita.

L'European Banking Congress è storicamente una sede in cui la BCE fornisce segnali di politica monetaria di peso. Con **Lagarde** e il presidente della Bundesbank **Nagel** entrambi in tribuna, questo evento potrebbe consolidare o modificare le aspettative di rialzo BCE a dicembre. Un tono *hawkish* spingerebbe i rendimenti ulteriormente al rialzo e sostenere l'euro, attenuando il recente *sell-off*.

Il quadro di rischio complessivo

La settimana presenterà un **rischio asimmetrico verso il rafforzamento del dollaro e rendimenti più elevati.** Il mercato sta già prezzando un 96% di probabilità di un rialzo di 25 pb a dicembre, seguito da un altro intervento di pari entità a gennaio (64% prob.) e marzo (52% prob.). L'asticella per impedire un rialzo a dicembre è molto alta. L'unico fattore che potrebbe interrompere il *pricing* di questa dinamica serrata di rialzi è un crollo improvviso dei dati sull'attività reale (retail sales, industrial production) che segnalasse un impatto concreto del rialzo dei costi sulle famiglie e sulle imprese oppure un *sell-off* sostanziale nei mercati azionari e/o obbligazionari. In questi casi, il mercato potrebbe rapidamente rivedere al ribasso le aspettative di rialzi multipli, generando un rally significativo sui Treasury e un temporaneo indebolimento del dollaro.

La rotta dei titoli tech e le condizioni finanziarie

Il *sell-off* del settore tech, amplificato dalle elezioni di midterm USA e dai timori sul costo dell'AI, ha generato un inasprimento delle condizioni finanziarie che potrebbe limitare la volontà della Fed di procedere con rialzi aggressivi. L'inasprimento delle condizioni finanziarie statunitensi potrebbe rivelarsi determinante nel determinare l'azione di politica monetaria della Fed a dicembre.

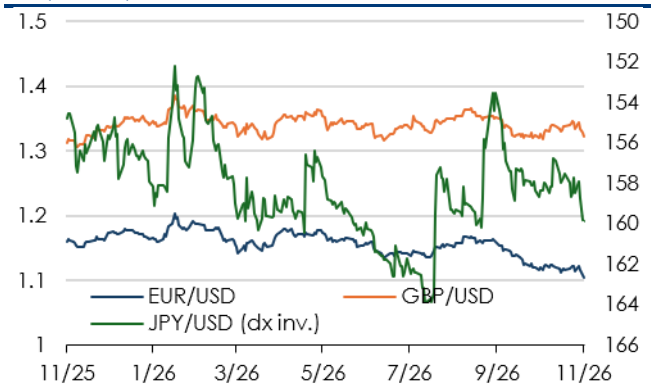
Prezzi dell'energia

Il conflitto in Medio Oriente resta un fattore di rischio: il Brent è calato quasi 20 dollari al barile la scorsa settimana, il peggior calo settimanale in sei anni e mezzo. Un ulteriore ribasso dell'energia toglierebbe pressione inflazionistica, attenuando la necessità di rialzi aggressivi. Al contrario, una ripresa dei prezzi rimetterebbe sotto stress le aspettative.

Sintesi operativa

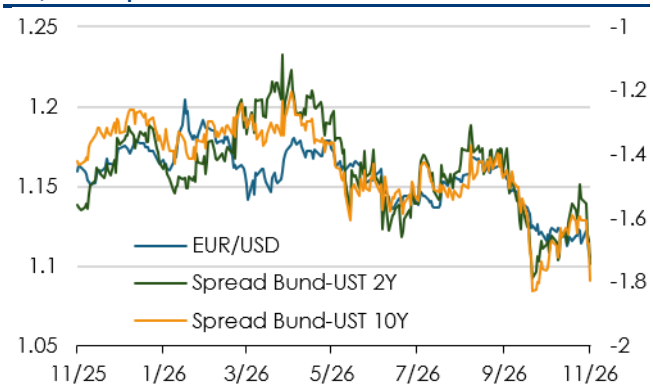
La settimana 16-20 novembre si configura come un potenziale punto di svolta per il pricing dei tassi su entrambe le sponde dell'Atlantico. I **verbali FOMC di mercoledì** e il **discorso di Lagarde/Nagel all'European Banking Congress di venerdì** sono i due eventi catalizzatori principali. Il rischio è asimmetrico verso un ulteriore rafforzamento del dollaro e rendimenti obbligazionari più elevati, a meno che i verbali non rivelino una Fed più divisa di quanto suggeriscano i commenti recenti di Waller. Sul fronte obbligazionario, la curva dei Treasury potrebbe continuare ad appiattirsi in modalità "*bear flattening*", mentre i Bund rimarranno ostaggio del duello tra aspettative di rialzo BCE e timori di rallentamento economico nell'Eurozona.

Euro, Pound, Yen vs USD



Fonte: WS Datastream

EUR/USD e Spread Governativi

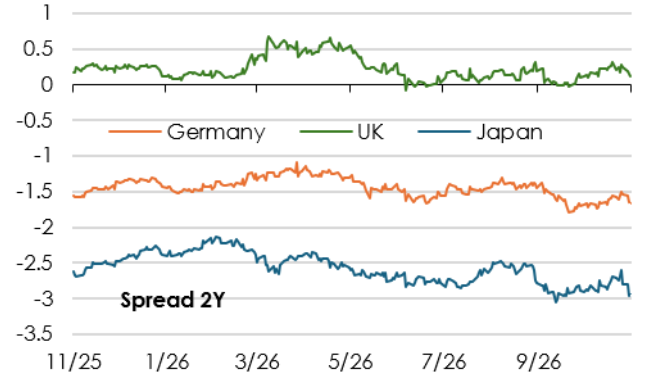


Fonte: WS Datastream

Previsioni Forex

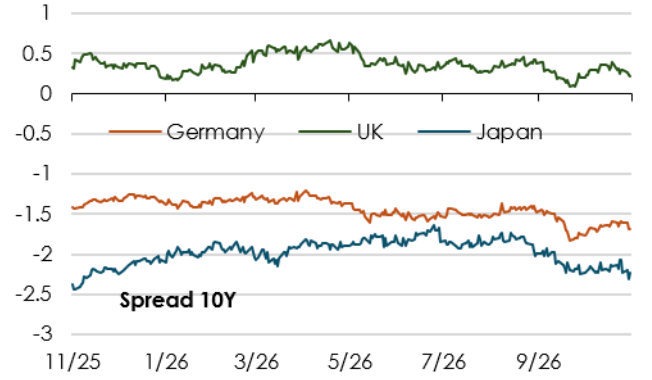
	Q4 2026	Q1 2027	Q2 2027	Q3 2027	Q4 2027	Q1 2028	Q2 2028	Q3 2028	Q4 2028
WD EUR/USD	1.1277	1.1294	1.1462	1.1581	1.1568	1.1648	1.1858	1.1878	1.1777
WD EUR/GBP	0.8684	0.883	0.8866	0.8911	0.8923	0.894	0.8944	0.8912	0.8886
WD EUR/NOK	10.9309	10.8257	10.726	10.6706	10.6158	10.5509	10.4964	10.3712	10.2518
WD USD/CAD	1.4319	1.433	1.4105	1.3954	1.3934	1.382	1.357	1.347	1.3519
WD USD/JPY	159.7902	159.5413	155.7251	149.7483	145.6032	143.5761	140.5335	138.8315	138.4488
WD EUR/CHF	0.9243	0.926	0.9219	0.9209	0.9193	0.9183	0.9164	0.909	0.9019
WD EUR/SEK	10.8592	10.7283	10.5072	10.3504	10.2194	10.1496	10.1012	10.009	9.9348
WD USD/CHF	0.8196	0.82	0.8043	0.7952	0.7947	0.7884	0.7728	0.7654	0.7658
WD AUD/USD	0.7047	0.7049	0.7142	0.7185	0.7147	0.715	0.7249	0.7278	0.7237
WD GBP/USD	1.2986	1.279	1.2927	1.2997	1.2964	1.3029	1.3258	1.3328	1.3254
WD NZD/USD	0.5878	0.5993	0.6186	0.6299	0.6314	0.6346	0.6465	0.6514	0.6493
WD EUR/AUD	1.6004	1.6022	1.6048	1.6119	1.6186	1.629	1.6357	1.6319	1.6274
WD EUR/CAD	1.6148	1.6185	1.6166	1.616	1.6119	1.6096	1.6091	1.5999	1.592
WD EUR/JPY	180.1947	180.1875	178.4847	173.4246	168.4352	167.2297	166.638	164.8981	163.0482
WD EUR/NZD	1.9185	1.8846	1.853	1.8385	1.832	1.8353	1.8341	1.8234	1.8138

Differenziale rendimenti vs UST2Y



Fonte: WS Datastream

Differenziale rendimenti vs UST10Y



Fonte: WS Datastream

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
Rates, FX & Commodities Research	
Chiara Manenti (Responsabile)	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Sergio Capaldi (Rates e FX)	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Stefano Di Domizio (Rates)	stefano.didomizio@intesasanpaolo.com
Asmara Jamaleh (FX)	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Daniela Corsini (Commodities)	daniela.corsini@intesasanpaolo.com