

Focus Stati Uniti**Il FOMC si ricompatta, atteso un nuovo taglio da 25pb**

Dal FOMC del 28-29 ottobre ci attendiamo un taglio dei tassi di 25pb. Non è escluso che si registri il dissenso di Miran, che potrebbe dirsi favorevole a una riduzione più ampia. In ogni caso, nelle dichiarazioni recenti, il sentimento all'interno del FOMC appare meno diviso, con un consenso crescente sulla necessità di sostenere l'economia di fronte all'indebolimento del mercato del lavoro e al prolungarsi dello shutdown federale: Powell e diversi membri del Board hanno sottolineato che le recenti pressioni sui prezzi derivano soprattutto dai dazi e dovrebbero rivelarsi temporanee, mentre i rischi prevalenti sono quelli sul fronte occupazionale. Ci aspettiamo un taglio dei tassi da 25pb in ciascuna delle due riunioni da qui a fine anno (ottobre e dicembre), e altri due interventi della stessa entità nel corso del 2026.

Dalla riunione del FOMC 29-30 ottobre ci aspettiamo un taglio di 25pb, che porterebbe il tasso sui Fed funds a 3,75-4,00%. **Con buona probabilità anche in questa riunione si registrerà il dissenso di Miran**, che potrebbe dirsi favorevole a una riduzione dei tassi da mezzo punto percentuale.

Dal comunicato dovrebbero emergere poche variazioni rispetto a settembre, anche a causa del parziale blackout dei dati economici. Le valutazioni sull'economia non dovrebbero cambiare sostanzialmente (già a settembre si riconosceva la moderazione in atto dell'attività economica), mentre **i giudizi sul mercato del lavoro potrebbero vedere una riformulazione in senso ulteriormente peggiorativo** (dopo quella già vista a settembre). **Non è escluso che vengano anche attenuati i toni sull'inflazione**, che nello scorso FOMC era descritta come in salita e su livelli "piuttosto elevati". Insomma, il comunicato potrebbe riconoscere esplicitamente **che i rischi (al ribasso) sull'occupazione sono ormai giudicati come prevalenti su quelli (al rialzo) sull'inflazione**. Infine, i segnali più recenti lasciano intendere che la Fed si stia avvicinando alla fase conclusiva del Quantitative Tightening: non si può escludere che un annuncio formale in tal senso possa arrivare già in questa riunione.

Durante la conferenza stampa, Powell dovrebbe ribadire che l'economia statunitense resta in crescita, ma con **segnali più evidenti di rallentamento del mercato del lavoro**. In un quadro in cui il parziale blackout dei dati dovuto allo shutdown introduce ulteriori elementi di incertezza, il governatore della Fed potrebbe rimarcare che **le pressioni sui prezzi restano moderate e in gran parte legate ai dazi**, e che le aspettative inflazionistiche di lungo periodo restano ben ancorate. È probabile che riaffermi che la politica monetaria resta "moderatamente restrittiva", e che dunque è opportuno ridurre il grado di restrizione in risposta all'indebolimento dell'occupazione.

28 ottobre 2025**Research Department****Macroeconomic Research****Mario Di Marcantonio**

Economista - USA

Paolo Mameli

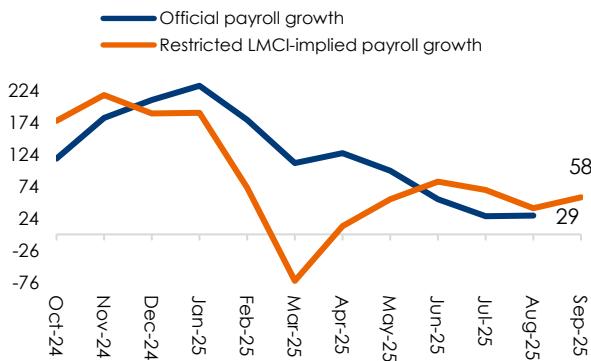
Economista

Dall'ultimo FOMC, si è intensificato il rallentamento del mercato del lavoro; l'inflazione ha sorpreso al ribasso, la crescita al rialzo

Di seguito l'evoluzione delle informazioni economiche diffuse dopo l'ultima riunione del FOMC del 30-31 luglio:

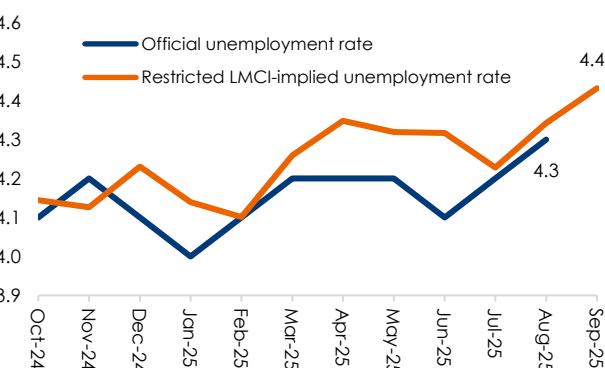
■ **Il mercato del lavoro statunitense continua a mostrare segnali di raffreddamento.** In assenza dei dati ufficiali del BLS, sospesi a causa dello shutdown federale (che potrebbe accentuare la debolezza del mercato del lavoro, con circa 900 mila dipendenti federali già in congedo non retribuito), le informazioni disponibili restano limitate. La versione "ristretta" dei **Labor Market Conditions Indicators (LMCI)** della Fed di Kansas City indica una **crescita media dell'occupazione di circa 60 mila unità al mese nel terzo trimestre**, con un **tasso di disoccupazione stimato al 4,4%**, dal 4,3% dell'ultimo dato ufficiale BLS disponibile, relativo ad agosto (Figg. 1-2). I dati JOLTS di agosto hanno registrato un lieve incremento delle posizioni aperte, che però, a 7,23 milioni, restano ben al di sotto dei livelli della prima metà dell'anno; il rapporto tra posti vacanti e disoccupati è calato a 0,97. Dall'indagine NFIB emerge che la quota di imprese che segnala almeno un posto vacante difficile da riempire è scesa al 32% a settembre, un minimo da oltre tre anni (Fig. 3). I **dati ADP sui nuovi occupati non agricoli nel settore privato hanno registrato una contrazione di -32 mila unità a settembre**: è il peggior dato dal mese di marzo del 2023 (Fig. 4). Segnali di debolezza provengono anche dalle **componenti occupazionali degli indici ISM**, entrambe ancora in territorio recessivo a settembre, sebbene in miglioramento rispetto ad agosto (Fig. 5). Un quadro analogo emerge dalla **Business Leaders Survey** della Fed di New York, che segnala un calo dell'occupazione per il secondo mese consecutivo (Fig. 6), oltre che una crescita salariale più contenuta. Anche i consumatori si aspettano prospettive occupazionali più deboli: secondo il **Conference Board**, il saldo tra chi ritiene facile e chi difficile trovare lavoro è sceso ancora ed è ormai vicino ai minimi del 2021 (Fig. 7); secondo la **Survey of Consumer Expectations** della Fed di New York, la probabilità media di perdere il lavoro nei prossimi dodici mesi è salita al 14,9%, mentre la quota di intervistati che si attende un aumento della disoccupazione generale ha raggiunto il 41,1%. Nel complesso, i dati confermano un raffreddamento diffuso del mercato del lavoro. **Prevediamo che il tasso di disoccupazione possa salire progressivamente fino al 4,5% a fine anno, prima di una moderata discesa nella seconda parte del 2026** (Fig. 8).

Fig. 1 – La versione ristretta dell'indice sintetico LMCI mostra una crescita moderata dei posti di lavoro a settembre



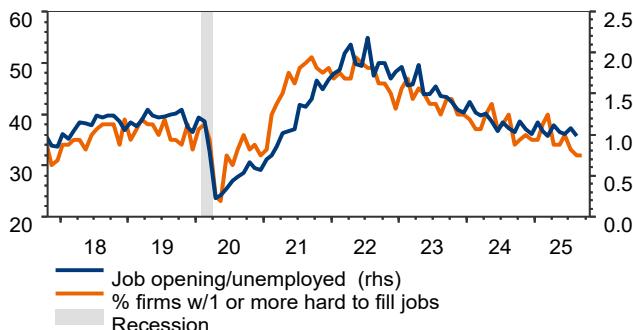
Fonte: Mustre-del-Río, José, Johnson Oliyide, and Emily Pollard. 2025. Replication file for the paper "An Alternative Version of the KC Fed LMCI Suggests Little Change in the Labor Market in September." Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Bulletin, October 10

Fig. 2 – Il tasso di disoccupazione implicito nell'LMCI potrebbe aver raggiunto il 4,4% a settembre



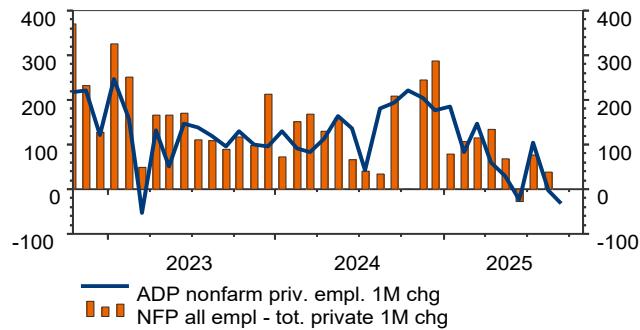
Fonte: Mustre-del-Río, José, Johnson Oliyide, and Emily Pollard. 2025. Replication file for the paper "An Alternative Version of the KC Fed LMCI Suggests Little Change in the Labor Market in September." Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Bulletin, October 10

Fig. 3 – La quota di PMI che segnala almeno un posto vacante difficile da coprire è compatibile con un rapporto tra posti vacanti e disoccupati in ulteriore riduzione



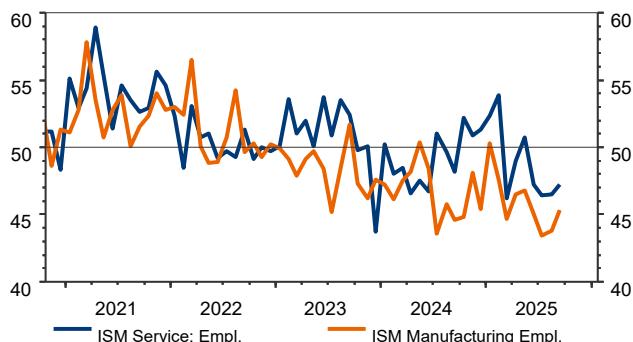
Fonte: BLS, National Union of Independent Business

Fig. 4 – Gli occupati non agricoli privati, secondo i dati ADP, hanno registrato a settembre la maggiore contrazione mensile dal mese di marzo del 2023



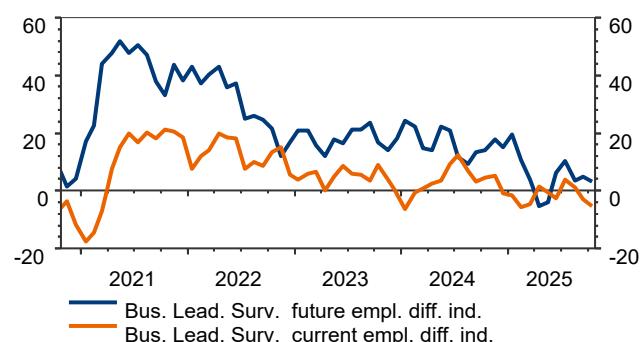
Fonte: BLS, Automatic Data Processing

Fig. 5 – Le indagini ISM sull'occupazione restano entrambe in territorio di contrazione a settembre, seppur in miglioramento rispetto ad agosto



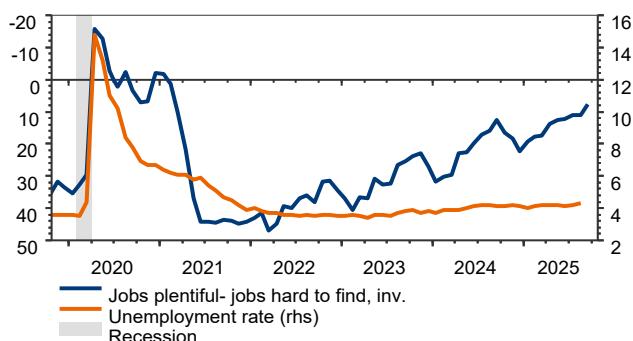
Fonte: ISM

Fig. 6 – Occupazione in calo per il secondo mese consecutivo secondo la Business Leader Survey



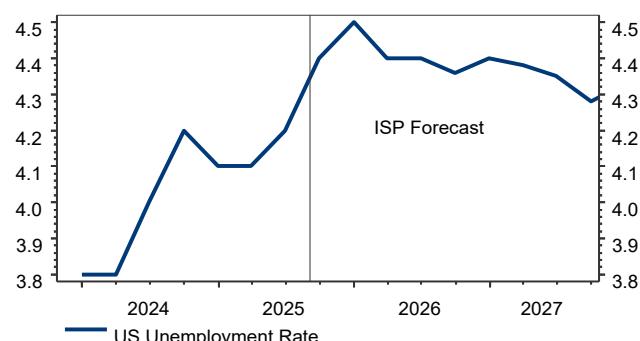
Fonte: Fed di NY, Business Leader Survey

Fig. 7 – La percezione delle famiglie sul mercato del lavoro sta peggiorando in modo significativo



Fonte: BLS, Conference Board

Fig. 8 – Nel nostro profilo previsivo, il tasso di disoccupazione salirà almeno al 4,5% a fine anno, prima di tornare a calare lievemente nel 2026

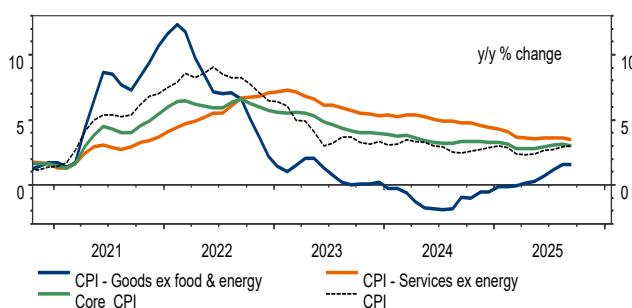


Fonte: BLS previsioni Intesa Sanpaolo

- Inflazione: CPI sotto le attese, ma perdura il rischio di possibili effetti ritardati dei dazi.** I prezzi al consumo sono saliti di un decimo meno del previsto a settembre, di 0,3% m/m sull'indice generale e di 0,2% m/m sul core; entrambi gli indici si attestano al 3% su base annua (in salita

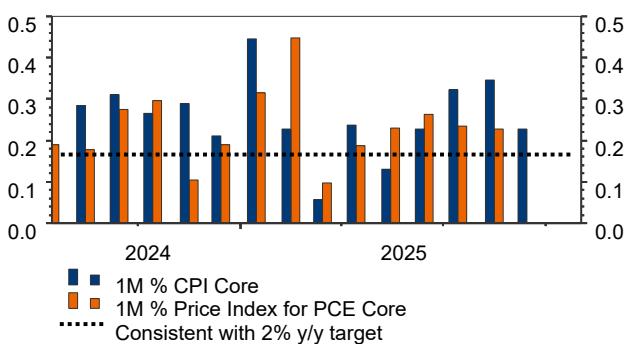
di un decimo rispetto al mese precedente l'headline, in calo di un decimo il core). A trainare la dinamica mensile sono l'energia, e in minor misura, gli alimentari e i servizi abitativi. L'impatto dei dazi sull'inflazione è, almeno per il momento, contenuto (Fig. 9) e compensato dal raffreddamento dei costi abitativi, anche se si rafforzano i rincari in alcune categorie di beni più esposte ai dazi (in particolare prodotti per la casa, giocattoli, elettrodomestici ed elettronica: Fig. 10). Il deflatore PCE di agosto è cresciuto dello 0,3% m/m (da 0,2% a luglio), portando l'inflazione annua al 2,7% (da 2,6%), in linea con le attese di consenso; il PCE core è aumentato di 0,2% m/m, come a luglio, mantenendosi stabile al 2,9% a/a. In sintesi, la dinamica mensile evidenzia un rallentamento per il CPI e una sostanziale stabilità per il PCE, ma entrambi restano su livelli ancora non coerenti con l'obiettivo di inflazione della Fed (Fig. 11). **Le indagini di settembre restituiscono un quadro eterogeneo:** l'indice ISM dei prezzi nel manifatturiero ha mostrato un modesto rallentamento (a 61,9 da 63,7), mentre nei servizi le pressioni inflattive si sono intensificate a 69,4, il secondo livello più alto dal 2022 (Fig. 12). Le principali criticità sollevate dalle piccole imprese nell'indagine **NFIB Small Business Optimism** riguardano l'aumento dei costi nonché problematiche nelle catene di fornitura. Anche la **Business Inflation Expectations dell'Atlanta Fed e la CFO Survey** (condotta con la Richmond Fed e la Duke University) segnalano un aumento delle aspettative di incremento dei costi e dei prezzi, soprattutto in prospettiva 2026. **Le aspettative di inflazione dei consumatori mostrano segnali misti:** secondo l'indagine dell'**Università del Michigan**, le attese a un anno sono scese lievemente al 4,6% (da 4,7%), mentre quelle di lungo periodo sono rimaste stabili al 3,7%; secondo la **NY Fed** (Survey of Consumer Expectations), l'inflazione attesa a un anno è salita di due decimi al 3,4%, quella a 5 anni di un decimo al 3% (Fig. 13). Nel complesso l'impatto dei dazi è rimasto sinora limitato, ma potrebbe ampliarsi nel tempo; ad ogni modo, **la sorpresa positiva dell'inflazione di settembre ci ha indotto a ridurre lievemente il nostro profilo previsivo per il CPI, visto ora al 2,8% nel 2025 e 2,7% nel 2026, con l'indice core al 3% sia quest'anno che il prossimo** (Fig. 14).

Fig. 9 – L'impatto dei dazi sull'inflazione è, almeno per il momento, limitato...



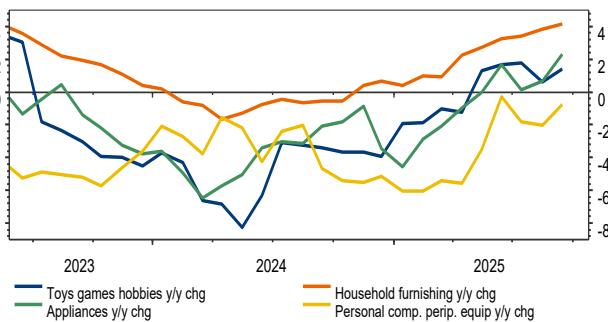
Fonte: BLS

Fig. 11 – Sia il CPI che il PCE core mantengono una dinamica mensile non compatibile con l'obiettivo della Fed



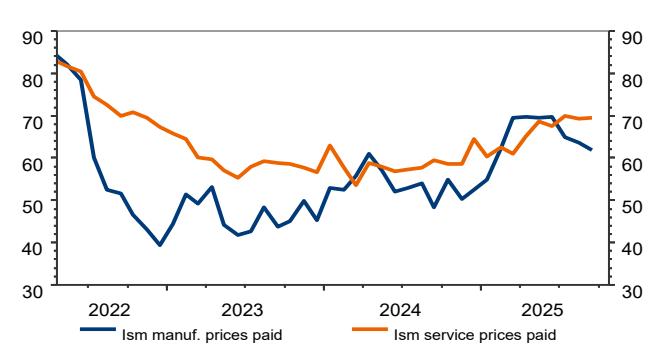
Fonte: BLS, BEA

Fig. 10 – ...ma alcune categorie di beni ad alto contenuto di import hanno visto significativi rincari



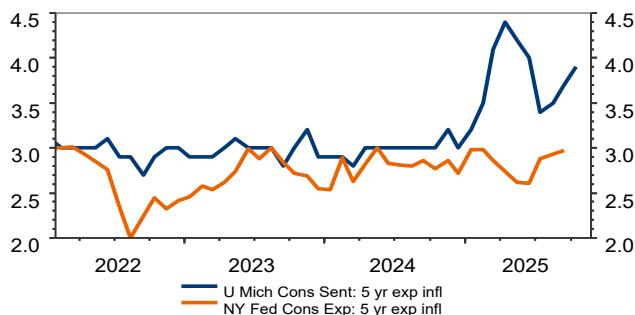
Fonte: BLS

Fig. 12 – Le indagini ISM segnalano un allentamento delle pressioni sui prezzi nel manifatturiero, ma un rafforzamento nei servizi



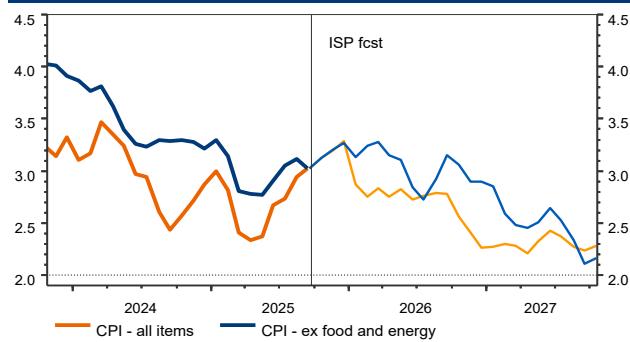
Fonte: ISM

Fig. 13 – Le aspettative di inflazione dei consumatori mostrano segnali misti, la tendenza di fondo resta al rialzo



Fonte: Università del Michigan, NY Fed

Fig. 14 – L'inflazione è attesa in accelerazione nei prossimi mesi, con un picco tra fine 2025 e inizio 2026

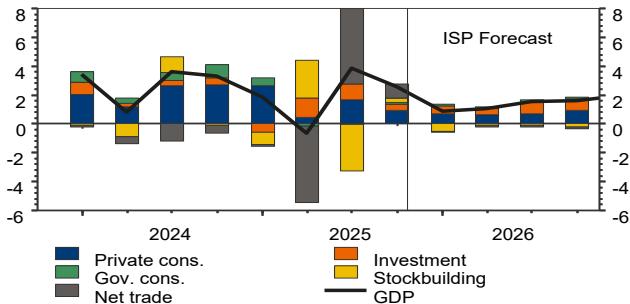


Fonte: BLS, previsioni Intesa Sanpaolo

■ **Crescita: ancora sorprese al rialzo.** La stima del PIL del **2° trimestre è stata rivista al rialzo di ben cinque decimi al 3,8% t/t ann.** (dal 3,3% della seconda stima), grazie a una domanda interna più forte (Fig. 15): i consumi sono stati rivisti a 2,5% da 1,6% grazie ai servizi, gli investimenti a 4,4% da 3,3%, spinti da attrezzature (8,5% da 7,4%) e beni immateriali (15% da 12,8%); inoltre, gli investimenti in strutture si sono ridotti meno di quanto stimato in precedenza (-7,5% da -8,9%). Di conseguenza, **le vendite finali ad acquirenti privati domestici (un indicatore-chiave per la Fed) sono state riviste al rialzo di un punto a 2,9% t/t ann.** (Fig. 16).

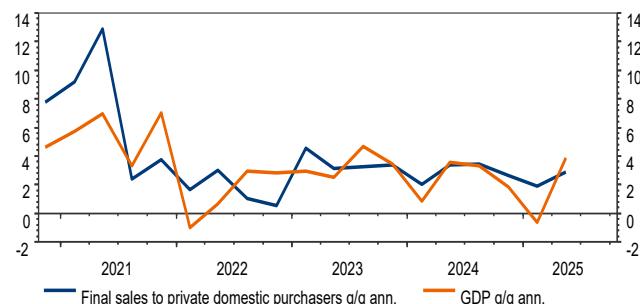
Ad agosto, si è registrato un tasso di crescita molto robusto per le **vendite al dettaglio**, ma gli indicatori ad alta frequenza pubblicati da **Redbook Research** segnalano un rallentamento nelle ultime settimane (Fig. 17). I **redditi e la spesa personale** hanno mostrato una buona tenuta (+0,4% e +0,6% m/m rispettivamente) ad agosto (Fig. 18). Tuttavia, la fiducia dei consumatori è calata a settembre secondo l'indice del **Conference Board** (a 94,2 da 97,8), e il sentimento dell'**Università del Michigan** si è mantenuto debole, a 55 (Fig. 19). Le **indagini ISM di settembre hanno mostrato segnali misti**: il manifatturiero è salito a 49,1 da 48,7, grazie a un rimbalzo della produzione, ma ordini e occupazione sono rimasti deboli; nei servizi, l'indice è sceso a 50 da 52, con nuova contrazione dell'attività corrente e un'intensificazione delle pressioni sui prezzi (Fig. 20). Le **indagini regionali di ottobre delineano un quadro disomogeneo**, con un ampio recupero per l'Empire (10,7 da -8,7) ma un netto calo per il Philly Fed (-12,8 da 23,2). La **produzione industriale** è cresciuta solo dello 0,1% m/m in agosto, dopo il -0,4% di luglio; gli **ordini core di beni capitali** hanno però mantenuto un buon ritmo di crescita, a 0,6% m/m. **I rischi sulla crescita sono accentuati dallo shutdown federale**: un blocco di 4 settimane potrebbe sottrarre tra -0,4% e -0,8% al PIL del 4° trimestre, con un riassorbimento a partire dal 2026. **Nel complesso, il ciclo resta ancora solido, ma emergono segnali di rallentamento anche al di fuori del mercato del lavoro, che potrebbero diventare più evidenti verso fine anno.** Recentemente, abbiamo rivisto al rialzo la crescita stimata per il 3° trimestre (a 2,6% t/t ann.), limando al contempo l'attesa per il trimestre finale dell'anno (a 0,8%, a causa dell'impatto dello shutdown).

Fig. 15 – Il ciclo resta solido, ma emergono segnali di rallentamento che potrebbero diventare più evidenti a fine 2025



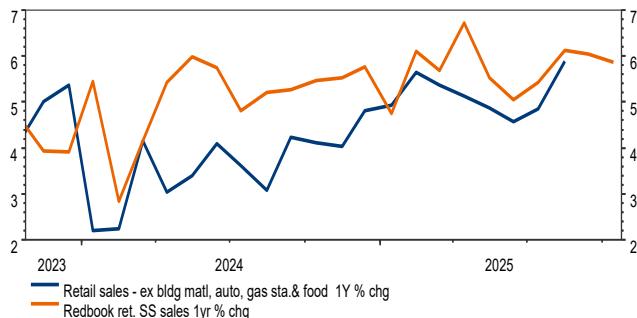
Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA), previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 16 – La revisione significativa delle vendite finali ad acquirenti privati domestici segnala una domanda interna ancora solida



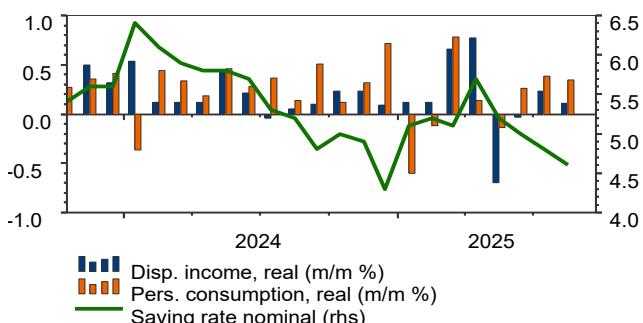
Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA)

Fig. 17 – Le vendite al dettaglio sono rimaste forti ad agosto ma le indicazioni più recenti mostrano una moderazione



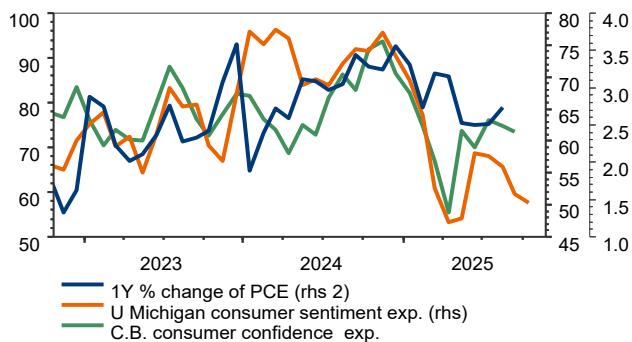
Fonte: US Census, Redbook Research

Fig. 18 – Redditi e consumi hanno mostrato una buona tenuta, almeno sino ad agosto



Fonte: BEA

Fig. 19 – Le indagini di fiducia delle famiglie sono tornate a scendere e implicano un rallentamento graduale dei consumi



Fonte: BEA, Università del Michigan, Conference Board

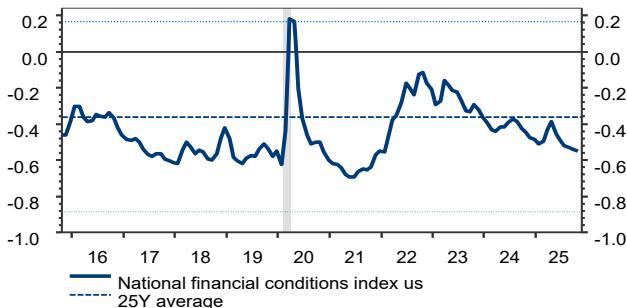
Fig. 20 – Le indagini di fiducia delle imprese mostrano una convergenza verso la stagnazione



Fonte: ISM

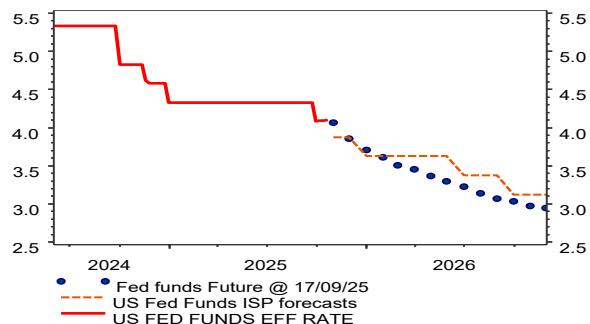
- **Il Beige Book preparato per la riunione del FOMC del 29-30 ottobre delinea un contesto di crescita modesta e disomogenea.** L'attività economica è rimasta pressoché stabile rispetto al precedente rapporto: alcuni distretti segnalano un lieve miglioramento, altri un ulteriore indebolimento. I consumi restano contenuti, penalizzati dai dazi e dall'aumento dei prezzi dei beni essenziali, mentre la manifattura mostra solo timidi segnali di recupero, sostenuta da catene di fornitura più localizzate. Il mercato del lavoro appare stabile ma meno dinamico, con assunzioni limitate e pressioni salariali moderate. I prezzi continuano a salire in modo contenuto, pur restando elevati nei comparti più esposti ai dazi. L'incertezza legata allo shutdown federale e alle tensioni commerciali pesa sulle prospettive di breve termine.
- **Dopo la riunione del FOMC di settembre, le condizioni finanziarie sono diventate più accomodanti, attestandosi sui livelli più espansivi dall'inizio del 2022.** Il miglioramento riflette segnali positivi da vari indicatori di credito e rischio, in particolare il restrinzione degli spread: su Libor-SOFR, sui mutui, sugli swap e sui CMBS, oltre al calo dell'indice VIX che misura la volatilità implicita dei mercati azionari (Fig. 21).
- Dopo l'ultimo FOMC, **le aspettative di mercato sui tagli dei tassi Fed per il 2025 sono rimaste pressoché invariate:** gli operatori continuano a prezzare quasi interamente due riduzioni da 25pb entro fine anno, in linea con le nostre previsioni. Per il 2026 il mercato prezza pienamente due ulteriori tagli come nel nostro profilo prevvisorio, ma attribuisce una probabilità di circa il 60% a un terzo taglio entro la fine del 2026 (Fig. 22).

Fig. 21 – Dall'ultimo FOMC, le condizioni finanziarie si sono fatte più 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. I valori positivi dell'NFCI indicano condizioni finanziarie più restrittive della media, mentre i valori negativi indicano condizioni finanziarie più espansive della media.
Fonte: Fed di Chicago

Fig. 22 – Le nostre previsioni sui Fed Funds sono in linea con le attese di mercato per il 2025 ma meno dovish sul 2026



Nota: media dell'intervallo sui fed funds. Fonte: previsioni di Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream

Il flusso recente di discorsi mostra minori divisioni all'interno del FOMC

Dopo l'ultima riunione del FOMC, **Powell è intervenuto due volte, indicando che una diminuzione dei tassi a ottobre è sul tavolo e che il processo di riduzione del bilancio (QT) è ormai nella fase finale.**

- Nel suo intervento alla riunione annuale della National Association for Business Economics il 14 ottobre, Powell ha ribadito che l'economia resta su una traiettoria di crescita moderata, ma con rischi crescenti per il mercato del lavoro, che ha visto una diminuzione "piuttosto netta" sia della domanda che dell'offerta di manodopera; Powell ha ribadito che le aspettative inflazionistiche di lungo termine restano ancorate, e, **pur evitando di confermare esplicitamente un nuovo taglio dei tassi questo mese, non ha preso le distanze dalle aspettative di mercato, che vanno in questa direzione**. Infine, ha aggiunto che la Fed si avvicina alla fine del processo di riduzione del bilancio, che procederà in modo graduale per evitare tensioni nei mercati monetari analoghe a quelle del 2019.
- Nel suo discorso a Providence del 23 settembre, il presidente Powell ha ribadito il messaggio del FOMC di settembre, descrivendo un'economia ancora resiliente ma in rallentamento. Ha riconosciuto che il ritmo delle assunzioni procede al di sotto del livello necessario a mantenere stabile il tasso di disoccupazione e ha parlato di "**significativa debolezza**" nel mercato del lavoro. Nonostante le Summary of Economic Projections (SEP) di settembre abbiano indicato una disoccupazione stabile, Powell sembra riconoscere un indebolimento più rapido e intenso dell'occupazione. Sul fronte dei prezzi, ha sottolineato che gli ultimi aumenti sono legati soprattutto ai dazi, definiti come uno shock una tantum distribuito su più trimestri. Ha, inoltre, ribadito che, nonostante il taglio dei tassi di settembre la politica monetaria è ancora "**moderatamente restrittiva**", lasciando così la porta aperta a ulteriori riduzioni se la debolezza occupazionale dovesse prevalere sulle pressioni inflazionistiche. Tuttavia, ha avvertito che "**non esiste un percorso privo di rischi**": un allentamento troppo rapido rischia di lasciare incompiuto il lavoro sull'inflazione, mentre una politica eccessivamente restrittiva potrebbe indebolire inutilmente l'occupazione.

Tra i membri più "falchi" con diritto di voto, Schmid (Fed di Kansas City) ha ribadito che l'inflazione resta troppo elevata e che la priorità della banca centrale è preservare la propria credibilità, invitando a cautela nelle prossime decisioni; anche Barr (Board) ha affermato che l'obiettivo di inflazione resta esposto a rischi significativi e che le prossime mosse dovranno essere guidate dai dati. Tra i non votanti, Logan (Fed di Dallas) ha sottolineato che la persistenza dell'inflazione nei servizi è elevata e che il processo di normalizzazione dovrà essere graduale e ben calibrato; Bostic (Fed di Atlanta) ha adottato un tono analogo, affermando che esistono poche ragioni

per ulteriori tagli e che il Comitato non dovrebbe reagire in modo eccessivo se l'inflazione impiegasse più tempo a tornare al 2%, anche in presenza di un rallentamento dell'attività; Hammack (Fed di Cleveland) ha dichiarato di ritenere opportuna una stanchezza restrittiva ancora per qualche tempo. **Nel complesso, il gruppo più hawkish si mantiene stabile, con 5 membri come a settembre (di cui 2 votanti), con una linea coerente e disciplinata nel ritenere prematuro un ciclo di tagli più aggressivo finché non sarà chiaro l'impatto dei dazi sull'inflazione e sulle aspettative** (Tab. 1).

Tab. 1 – Valutazione dei discorsi dei membri della Fed dopo l'ultimo FOMC: toni hawkish

Membro Fed	Ruolo	Status di voto	Data del discorso	Sentiment	Posizione
Michael Barr	Board	Permanente	11-Oct-25	-1	Hawkish
Jeffrey Schmid	Presidente Fed Kansas City	Votante 2025	06-Oct-25	-1	Hawkish
Raphael Bostic	Presidente Atlanta Fed	Non-Votante	05-Oct-25	-1	Hawkish
Lorie Logan	Presidente Fed Dallas	Non-Votante	03-Oct-25	-1	Hawkish
Beth Hammack	Presidente Fed Cleveland	Non-Votante	29-Sep-25	-1	Hawkish

Nota: abbiamo condotto un'analisi del sentimento sui recenti discorsi dei membri della Federal Reserve per determinare la loro posizione sulla politica monetaria. A ciascun discorso è stato assegnato un punteggio di sentimento in base al tono e al linguaggio, classificando ogni posizione come falco, colomba o neutrale. I fattori chiave sono stati i riferimenti all'inflazione, ai tassi di interesse e all'occupazione. Un valore negativo indica una posizione hawkish.

Il gruppo dei membri con orientamento neutrale si è ridotto a 6 (da 10) su 19, con 3 votanti. In questo gruppo prevale un atteggiamento di equilibrio tra difesa dell'occupazione e vigilanza sui rischi inflazionistici. Jefferson (Board) ha avvertito che il mercato del lavoro mostra segnali di raffreddamento e ha stimato una crescita dell'1,5% per il 2025, con la disinflazione destinata a riemergere nel corso del 2026. Goolsbee (Fed di Chicago) ha descritto il mercato del lavoro come ancora resiliente, e ha invitato a non anticipare eccessivamente i tagli, sottolineando le incertezze legate ai dati e alle pressioni tariffarie. Musalem (Fed di St. Louis) ha segnalato apertura a un nuovo taglio dei tassi qualora aumentassero i rischi per l'occupazione, sottolineando però che la Fed non dovrebbe seguire una rotta prestabilita ma mantenere un approccio bilanciato. Tra i non votanti, Barkin (Fed di Richmond) ha rilevato che i rischi per inflazione e disoccupazione appaiono oggi più equilibrati, suggerendo maggiore flessibilità nel calibrare la politica monetaria, e Kashkari (Fed di Minneapolis) ha affermato che è troppo presto per valutare l'impatto dei dazi sull'inflazione e che, allo stato attuale, il rischio prevalente è di sorprese negative dal mercato del lavoro piuttosto che di un aumento inatteso dei prezzi (Tab. 2).

Tab. 2 – Valutazione dei discorsi dei membri della Fed dopo l'ultimo FOMC: toni neutrali

Membro Fed	Ruolo	Status di voto	Data del discorso	Sentiment	Posizione
Alberto Musalem	Presidente Fed St. Louis	Votante 2025	17-Oct-25	0	Neutral
Neel Kashkari	Presidente Fed Minneapolis	Non-Votante	16-Oct-25	0	Neutral
Austan Goolsbee	Presidente Fed Chicago	Votante 2025	03-Oct-25	0	Neutral
Philip Jefferson	Board	Permanente	30-Sep-25	0	Neutral
Thomas Barkin	Presidente Fed Richmond	Non-Votante	26-Sep-25	0	Neutral

Nota: abbiamo condotto un'analisi del sentimento sui recenti discorsi dei membri della Federal Reserve per determinare la loro posizione sulla politica monetaria. A ciascun discorso è stato assegnato un punteggio di sentimento in base al tono e al linguaggio, classificando ogni posizione come falco, colomba neutrale. I fattori chiave sono stati i riferimenti all'inflazione, ai tassi di interesse e all'occupazione. Un valore pari a zero indica una posizione neutrale. Lisa Cook (Board) non ha rilasciato dichiarazioni dopo l'ultimo FOMC e rimane nel gruppo dei neutrali.

Il gruppo dei membri con orientamento accomodante ha registrato un netto rafforzamento e conta ora 8 membri (incluso Powell). Miran (Board), già dissidente a settembre, ha riaffermato la propria posizione iper-espansiva, definendo la stanchezza attuale eccessivamente restrittiva e avvertendo che mantenere i tassi troppo alti rischia di compromettere l'occupazione. Anche Bowman (Board) ha espresso preoccupazione per il deterioramento del mercato del lavoro, segnalando che, in caso di peggioramento, potrebbero rendersi necessari interventi più rapidi. Waller (Board) ha adottato un tono più cauto del solito, restando favorevole a un nuovo taglio da 25pb a ottobre, ma precisando che ulteriori riduzioni a dicembre dipenderanno dall'evoluzione dei dati. Williams (Fed di New York) ha giustificato il taglio di settembre come misura preventiva per evitare un indebolimento eccessivo del mercato del lavoro e ritiene

appropriati ulteriori interventi graduali, dato che le prospettive di inflazione appaiono più favorevoli rispetto a inizio anno. Collins (Fed di Boston), in precedenza tra i membri più restrittivi, sostiene ora la necessità di proseguire con riduzioni dei tassi nel 2025 alla luce del peggioramento delle condizioni occupazionali. Tra i non votanti, Paulson (Fed di Philadelphia) si è detta favorevole ad altri due tagli da 25pb nel 2025, non ritenendo i dazi un fattore di inflazione persistente, mentre Daly (Fed di San Francisco) ha ribadito la necessità di nuovi interventi per sostenere un mercato del lavoro che mostra segnali di fragilità. **In sintesi, il fronte dovish è ormai la maggioranza relativa all'interno del FOMC, rappresentando oltre un terzo dei membri totali (8 su 19) e, soprattutto, la maggioranza dei votanti nella riunione di ottobre. Questo spostamento dell'equilibrio interno rafforza la probabilità di una nuova riduzione dei tassi di 25pb a dicembre** (Tab. 3).

Tab. 3 – Valutazione dei discorsi dei membri della Fed dall'ultimo FOMC: toni dovish

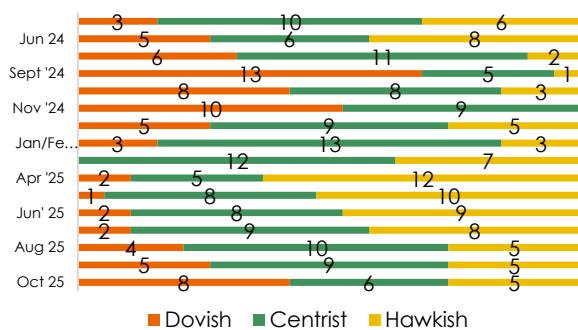
Membro Fed	Ruolo	Status di voto	Data del discorso	Sentiment	Posizione
Christopher Waller	Board	Permanente	16-Oct-25	1	Dovish
Stephen Miran	Board	Permanente	16-Oct-25	1	Dovish
Jerome Powell	Presidente Fed	Permanente	14-Oct-25	1	Dovish
Susan Collins	Presidente Fed Boston	Non Votante	14-Oct-25	1	Dovish
Anna Paulson	Presidente Fed Philadelphia	Non Votante	13-Oct-25	1	Dovish
Mary Daly	Presidente Fed San Francisco	Non Votante	10-Oct-25	1	Dovish
John Williams	Presidente Fed New York	Votante 2025	12-Oct-25	1	Dovish
Michelle Bowman	Board	Permanente	26-Sep-25	1	Dovish

Nota: abbiamo condotto un'analisi del sentimento sui recenti discorsi dei membri della Federal Reserve per determinare la loro posizione sulla politica monetaria. A ciascun discorso è stato assegnato un punteggio di sentimento in base al tono e al linguaggio, classificando ogni posizione come falco, colomba neutrale. I fattori chiave sono stati i riferimenti all'inflazione, ai tassi di interesse e all'occupazione. Un valore pari a uno indica una posizione dovish.

In breve, rispetto alla riunione di settembre, il **sentiment medio del FOMC si è spostato su posizioni decisamente più accomodanti** (Fig. 23). Il blocco hawkish è rimasto invariato a 5 membri (di cui 2 votanti), mentre quello dovish si è ampliato a 8 componenti, incluso Powell, rappresentando ora la maggioranza dei votanti; il gruppo neutrale si è ridotto a 6 membri.

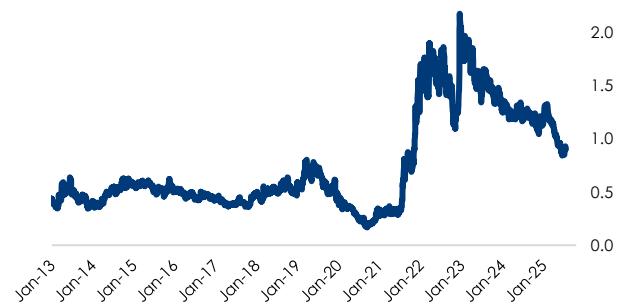
Nel complesso, il **Comitato ha ritrovato una parziale compattezza attorno alla necessità di proseguire con i tagli dei tassi in risposta all'indebolimento del mercato del lavoro** in un contesto in cui gli effetti dei dazi sui prezzi al consumo sono per ora inferiori al previsto (e in ogni caso dovrebbero risultare temporanei). L'indice di **policy rate uncertainty della Fed di Kansas City mostra un calo deciso, segnalando una riduzione dell'incertezza sui tassi e una maggiore convergenza di vedute all'interno del FOMC** (Fig. 24). In questo contesto, l'esito della riunione di ottobre appare soggetto a un grado di incertezza contenuto.

Fig. 23 – Il consenso all'interno del FOMC sembra essersi spostato su posizioni più dovish



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

Fig. 24 – L'indice di policy rate uncertainty della Fed di Kansas City mostra un deciso calo 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

Conclusioni

Dopo l'ultima riunione del FOMC, il quadro macroeconomico statunitense evidenzia una crescita ancora solida ma in progressivo rallentamento, con fiducia in calo e rischi crescenti legati allo shutdown federale. L'inflazione, pur in fase di graduale decelerazione, si mantiene su livelli elevati; i nuovi dazi rischiano di introdurre temporanee pressioni rialziste lungo le catene di approvvigionamento, rendendo più graduale il percorso disinflazionistico nel 2026. Di conseguenza, **il sentimento medio del FOMC si è spostato in modo più deciso su posizioni accomodanti, con una crescente enfasi sui rischi al ribasso per l'occupazione** e una percezione diffusa che le pressioni inflazionistiche legate ai dazi possano avere natura temporanea e limitata. Il Comitato appare oggi più coeso rispetto ai mesi precedenti, avendo ritrovato una parziale compattezza attorno alla necessità di proseguire nel ciclo di allentamento monetario.

Confermiamo **la nostra previsione di una riduzione complessiva di 50pb entro fine 2025 (con un taglio da 25pb a ottobre e uno a dicembre), seguiti da un allentamento di pari entità nel 2026**. Al momento, i rischi rispetto al nostro scenario sui tassi Fed appaiono orientati al ribasso: un ulteriore indebolimento del mercato del lavoro potrebbe spingere una parte crescente del Comitato a guardare oltre l'effetto dei dazi sull'inflazione e a privilegiare la necessità di ulteriori allentamenti.

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 S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. 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 S.p.A. 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 S.p.A..

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 S.p.A. 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 Banca - Q&A on Investor Protetico 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 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. 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.

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 da Research Department di Intesa Sanpaolo, 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 S.p.A. 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, 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, 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 S.p.A. 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 S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui 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. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo 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 dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Allegra Fiore

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasanpaolo.com
mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com
allegra.fiore@intesasanpaolo.com
alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com
andrea.volpi@intesasanpaolo.com