

Macro Rapid Response

Fed più divisa e meno “dovish” del previsto

Il FOMC di ottobre si è concluso con un taglio di 25 pb, che porta il target sui fed funds a 3,75–4,00%, in linea con le attese. La decisione non è stata unanime: il governatore Miran ha votato per una riduzione da 50 pb, mentre il presidente della Fed di Kansas City Schmid ha votato per tassi invariati. La novità è la fine della riduzione del bilancio a partire dal 1° dicembre. I toni usati sia nel comunicato che nella conferenza stampa sono stati più cauti rispetto a settembre: Powell ha affermato che un ulteriore taglio a dicembre “non è una conclusione scontata”, sottolineando le divisioni interne al Comitato e la necessità di valutare gli effetti delle misure già adottate in un contesto di parziale blackout dei dati a causa dello shutdown. Dopo il FOMC, i mercati hanno ridotto a poco più del 70% la probabilità attribuita a una nuova riduzione da 25 pb a dicembre. Pensiamo che la Fed interverrà ancora a dicembre, ma siamo meno dovish del mercato per quanto concerne i tagli attesi nel 2026.

- **Il FOMC di ottobre si è concluso con un target sui fed funds ridotto di 25 punti base a 3,75-4,00%, in linea con le attese. La decisione ha visto due dissensi di segno contrario:** mentre il governatore Miran, come ci si attendeva, ha votato per un taglio più ampio (50 pb), la sorpresa è il pronunciamento a favore di tassi invariati da parte del presidente della Fed di Kansas City Schmid.
- **Il comunicato ha subito diverse modifiche, ma che non cambiano significativamente i giudizi su crescita, inflazione e disoccupazione.** Vi è un chiaro riferimento alla parziale disponibilità dei dati economici a causa dello shutdown, nell'accenno agli indicatori “disponibili”. I rischi sull'occupazione sono ora definiti in “aumento negli ultimi mesi” (il comunicato precedente affermava semplicemente che essi erano aumentati): si tratta forse di un segnale che, nonostante i pochi dati disponibili, il mercato del lavoro sembra mostrare segnali di ulteriore indebolimento nel periodo più recente.
- La principale novità è l'annuncio della **fine della riduzione del bilancio a partire dal 1° dicembre**, che però non è del tutto inatteso viste le recenti tensioni sui mercati monetari. Peraltro, la Fed aveva già rallentato il ritmo del Quantitative Tightening ad aprile, portando il ritmo di riduzione del bilancio ad appena 20 miliardi di dollari al mese. Pertanto, non si tratta di un cambiamento di portata decisiva.
- **Il tono della conferenza stampa e del Q&A è apparso cauto.** Powell ha affermato che i dati raccolti prima dello shutdown indicano una crescita **“su una traiettoria leggermente più solida del previsto”**, sostenuta da consumi ancora forti; anche gli investimenti delle imprese hanno continuato a espandersi, mentre il settore immobiliare rimane debole.
- Secondo Powell, **la crescita dell'occupazione “è rallentata in misura significativa”** rispetto a inizio anno ed è ora **“abbastanza vicina allo zero”**, in parte per via di una minore espansione della forza lavoro dovuta al calo dell'immigrazione e della partecipazione. Nonostante il ritardo dei dati ufficiali sugli occupati, licenziamenti e assunzioni restano su livelli bassi, e sia le famiglie sia le imprese segnalano che la disponibilità di posti vacanti continua a diminuire. Sebbene i dati aggregati, come le richieste di sussidio, non indichino un peggioramento marcato, la Fed agisce in un'ottica di gestione del rischio, con l'obiettivo di **sostenere la domanda ed evitare un deterioramento più ampio**.
- Powell ha ribadito che i prezzi dei beni sono aumentati anche per effetto dei dazi, ma che la disinflazione continua nei servizi, e che le aspettative di inflazione di lungo termine restano coerenti con l'obiettivo del 2%. Ha inoltre ripetuto che gli **effetti delle tariffe sull'inflazione dovrebbero essere temporanei**, ma **che il rischio di effetti più persistenti resta da monitorare**. In ogni caso, al netto di questi effetti, l'inflazione PCE core **“non è così lontana”** dall'obiettivo del 2%. La **vera buona notizia riguarda secondo Powell la disinflazione nel settore dei servizi**

30 ottobre 2025

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

abitativi, una tendenza che è attesa continuare nei prossimi mesi sulla scia dell'impatto ritardato della politica monetaria restrittiva.

- Durante la sessione di domande e risposte, Powell ha precisato che un'ulteriore riduzione dei tassi a dicembre **"non è una conclusione scontata"**, anzi è **"ben lontana dall'esserlo"**, motivando questa cautela con le **"visioni fortemente divergenti"** emerse all'interno del Comitato. Powell ha dichiarato che nel FOMC si sta formando un **"coro crescente"** di membri che ritengono sia il momento di **"fare una pausa"** per valutare l'impatto dei tagli già effettuati e la solidità dei dati economici; l'incertezza legata alla disponibilità dei dati ufficiali, dovuta alla chiusura degli uffici federali, rappresenta un ulteriore motivo di cautela (l'analogia usata da Powell è la necessità di rallentare quando si guida nella nebbia).
- Nel complesso, il voto dissenziente di Schmid e i toni usati da Powell mostrano **una Fed meno compattamente "dovish" di quel che ci si attendeva**. In effetti, un nuovo taglio a dicembre non è una conclusione scontata ma dipenderà dai dati. Il punto è che difficilmente da qui al prossimo FOMC del 9-10 dicembre verranno pubblicati dati che smentiranno i rischi al ribasso sull'occupazione che hanno indotto la Fed a intraprendere un ciclo espansivo. Tuttavia, più avanti è possibile che la Fed si prenda una pausa per valutare gli effetti dei passati interventi e monitorare più strettamente i dati dopo la conclusione dello shutdown. **Questo quadro è coerente con il nostro attuale profilo previsivo sui Fed fund, che vede sì un taglio a dicembre ma poi una pausa per quasi tutto il primo semestre del 2026** (con una prima riduzione l'anno prossimo solo nel mese di giugno). Nel complesso, ci aspettiamo 75 punti-base cumulati di riduzione dei tassi da qui a fine 2026 (contro gli 87 pb attualmente scontati dal mercato).

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 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 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.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, 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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Allegra Fiore

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

Alessia Gavazzi

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com