

Focus Stati Uniti
Fed in pausa, in un contesto di crescente pressione politica
23 gennaio 2026
Research Department
Macroeconomic Research
Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Paolo Mameli
Economista

Dalla riunione del FOMC del 27-28 gennaio ci aspettiamo tassi invariati. I dati pubblicati post-shutdown (pur ancora incompleti) sembrano fornire meno ragioni sia alle "colombe" che temono un rallentamento troppo marcato del mercato del lavoro, sia ai "falchi" preoccupati dei rischi inflattivi. Powell potrebbe ribadire che la politica monetaria è ormai prossima alla neutralità. È probabile che anche in questa riunione si registri il dissenso di Miran, ma, almeno per ora, il FOMC potrebbe ricompattarsi nella decisione quasi unanime di "attesa". È improbabile che le indagini in corso abbiano effetti sulla permanenza nel Board di Powell e Cook, ma il nuovo Governatore (che Trump dovrebbe annunciare nelle prossime settimane) potrebbe dare un'impronta più dovish a partire dal mese di giugno.

Dalla riunione del FOMC del 27-28 gennaio ci aspettiamo tassi invariati nell'intervallo 3,50–3,75%. È **probabile che anche in questa riunione si registri il dissenso di Miran**, che potrebbe darsi favorevole a una riduzione dei tassi da 25pb. Non si può escludere del tutto, ma appare meno probabile, il voto contrario di **Bowman**.

Dal comunicato dovrebbero emergere poche variazioni rispetto a dicembre, anche perché il quadro informativo post-shutdown è ancora in fase di completamento. La crescita dell'attività economica potrebbe continuare a essere descritta come solida, mentre la proposizione sull'aumento dei rischi al ribasso sull'occupazione potrebbe essere attenuata. In un contesto di persistente incertezza, **dovrebbe emergere un resoconto pressoché bilanciato dei rischi sui due lati del mandato**.

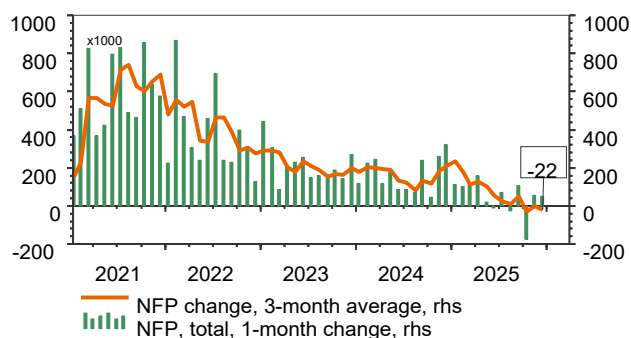
Durante la conferenza stampa, Powell dovrebbe ribadire la solidità della crescita, definendo il mercato del lavoro come stabile ma in equilibrio fragile. Le pressioni sui prezzi dovrebbero essere descritte come moderate e in larga parte riconducibili ai dazi, con aspettative inflazionistiche di lungo periodo ben ancorate. È probabile che Powell riaffermi che la politica monetaria è ormai prossima alla neutralità. Alla luce dei recenti sviluppi istituzionali, non è escluso che una **parte del Q&A sia dedicata ai temi di governance e indipendenza della Fed**: il Presidente riaffermerà il rispetto del mandato della Fed, difendendone l'autonomia.

Dall'ultimo FOMC, il mercato del lavoro si è in parte stabilizzato; 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 9-10 dicembre.

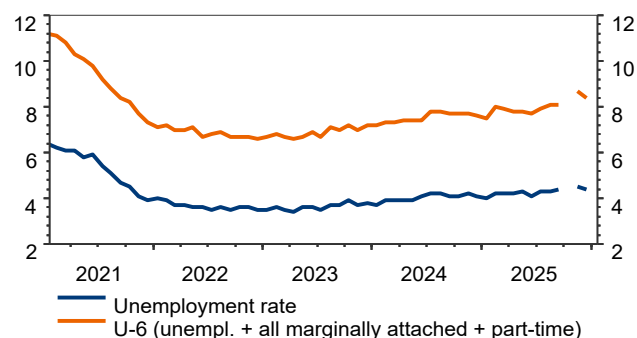
■ **Il mercato del lavoro prende fiato, ma rimane in un fragile equilibrio.** Nei mesi di ottobre e novembre il mercato del lavoro ha mostrato un evidente deterioramento, sebbene in parte distorto da fattori temporanei. Tuttavia, **i numeri di dicembre hanno mostrato un quadro più equilibrato**, con un tasso di disoccupazione inferiore al previsto (a 4,4%, e il dato di novembre è stato rivisto al ribasso da 4,6% a 4,5%) e una crescita degli occupati che, pur inferiore alle attese, rimane positiva (50 mila a dicembre, dopo i 56 mila – rivisti al ribasso – di novembre; Fig. 1). Anche il tasso di sottoccupazione U-6 è ridisceso a 8,4% dopo aver raggiunto l'8,7% di novembre (un massimo da agosto 2021, Fig. 2). **I salari orari hanno sorpreso verso l'alto**, accelerando da 3,6% a 3,8% a/a. Tuttavia, il rapporto posti vacanti/disoccupati di novembre è sceso sotto l'unità a 0,92, il che suggerisce un possibile rallentamento prospettico dei salari (Fig. 3). Confortanti anche le intenzioni di assunzione delle imprese di servizi dall'indagine ISM, che sono tornate ad espandersi, ai massimi da febbraio (a differenza che nel manifatturiero: Fig. 4). Viceversa, è peggiorata la percezione sul mercato del lavoro delle famiglie in base all'indagine del Conference Board: il saldo tra chi ritiene facile e chi difficile trovare lavoro è sceso ancora ai minimi da febbraio 2021 (Fig. 5). In sostanza, il mercato del lavoro è in equilibrio ma con flussi modesti sia in entrata che in uscita e non mostra segnali di deterioramento nel breve. **Prevediamo che il tasso di disoccupazione possa salire progressivamente fino al 4,7% in media nel 2026, prima di ridiscendere nel 2027** (Fig. 6).

Fig. 1 – La crescita occupazionale torna positiva a dicembre, ma la media a tre mesi resta in territorio negativo



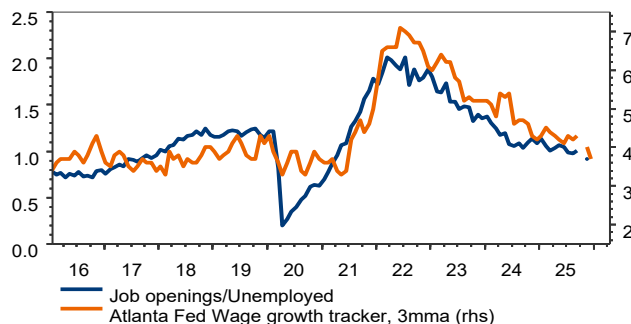
Fonte: BLS

Fig. 2 – Il "tasso di sottoccupazione" U6 è sceso a dicembre, ma resta vicino a massimi da 5 anni



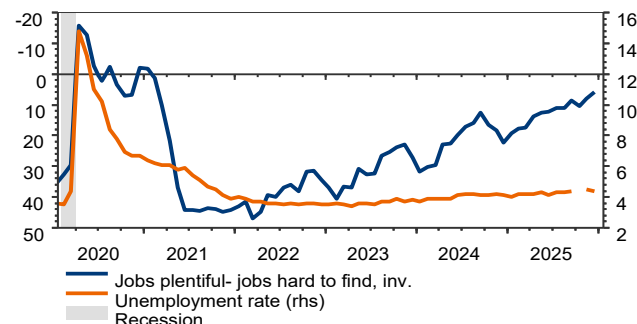
Fonte: BLS

Fig. 3 – Il rapporto tra posti vacanti e disoccupati è tornato ai minimi da aprile 2021, e segnala un calo delle pressioni salariali



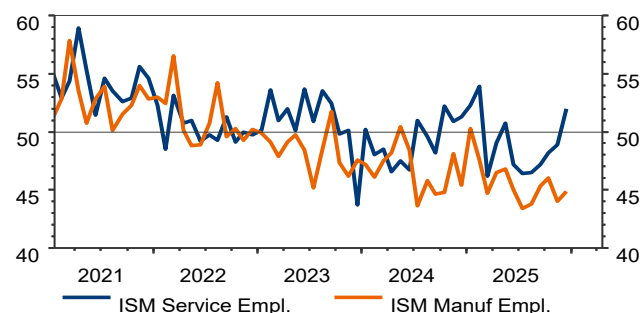
Fonte: BLS, Atlanta Fed

Fig. 4 – Peggiora la percezione delle famiglie sul mercato del lavoro, ai minimi da febbraio 2021



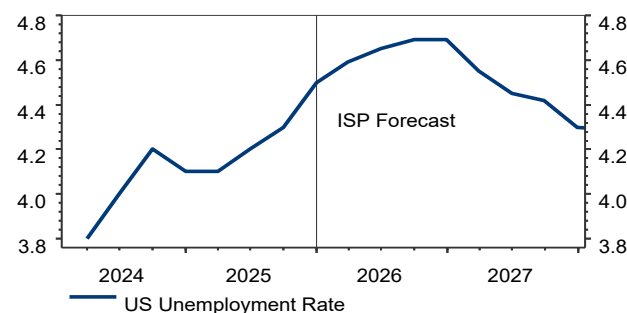
Fonte: BLS, Conference Board

Fig. 5 – Le indagini ISM sull'occupazione mostrano una crescente dicotomia tra servizi e manifattura



Fonte: ISM

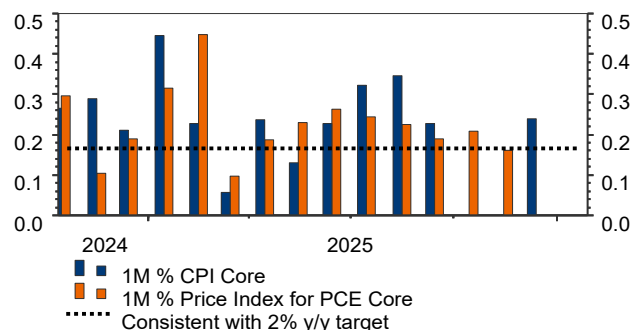
Fig. 6 – Prevediamo che il tasso di disoccupazione sia destinato a salire moderatamente, in media a 4,7% nel 2026



Fonte: BLS previsioni Intesa Sanpaolo

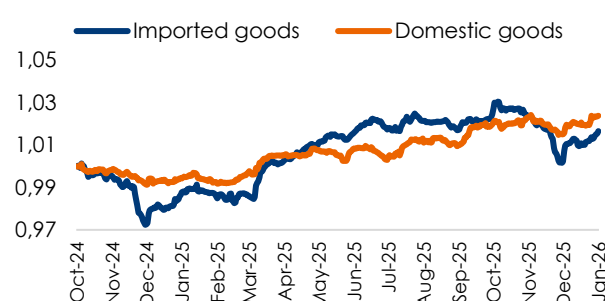
■ **Inflazione: prevalgono le sorprese al ribasso, ma pesano le distorsioni da shutdown.** Gli indici core hanno sorpreso al ribasso per quanto riguarda i prezzi al consumo ma, viceversa, al rialzo per ciò che concerne i prezzi alla produzione. **I dati sono coerenti con un deflatore PCE core in aumento di 0,4% m/m a dicembre, in risalita da 0,2% m/m di novembre**, (una dinamica mensile non ancora compatibile con l'obiettivo del 2%, Fig. 7); **ciò porterebbe l'indice al 3% a/a, un valore in linea con le Summary of Economic Projections del FOMC del 9-10 dicembre** (le quali vedono poi un calo a 2,5% a fine 2026 e al 2% entro il 2028). A nostro avviso, **permangono rischi al rialzo sull'inflazione nel breve termine, soprattutto in quanto l'effetto dei dazi non è esaurito** ma potrebbe essere solo ritardato. In novembre, [Cavallo, Llamas e Vazquez](#) hanno stimato la trasmissione dei dazi sul CPI al 20%, utilizzando i dati fino a settembre 2025. Molte aziende che vendono prodotti importati negli USA hanno assorbito gli incrementi tariffari nei propri margini pur di mantenere una presenza sul mercato americano, ma, stante anche la forza della domanda interna negli Stati Uniti, potrebbero essere tentate di scaricare a valle i rincari se i livelli delle barriere tariffarie dovessero rimanere quelli attuali (Fig. 8). Seppure in calo rispetto ai massimi registrati nel 2025, sia le indagini sulle imprese che quelle sulle famiglie mostrano tensioni sui prezzi ancora storicamente elevate, ma in progressiva riduzione (Fig. 9). Alla luce delle recenti indicazioni di moderazione, soprattutto sul fronte dei beni e di alcune componenti dei servizi, **abbiamo rivisto lievemente al ribasso il profilo da noi atteso per il CPI USA nel 2026, da 2,9% a 2,8% in media d'anno sia per l'indice headline che per il core** (Fig. 10). Il profilo incorpora effetti statistici legati allo shutdown: in ottobre 2025, in assenza di dati, il BLS ha applicato un meccanismo di imputazione per trascinamento che ha temporaneamente congelato i prezzi dei servizi abitativi; un pieno recupero di tale sottostima è atteso solo tra marzo e aprile. Permangono anche rischi al rialzo sui servizi non abitativi per via dei rincari dei premi sanitari dell'Affordable Care Act, mitigabili in caso di estensione dei sussidi.

Fig. 7 – Il CPI core mantiene una dinamica mensile non compatibile con l'obiettivo della Fed

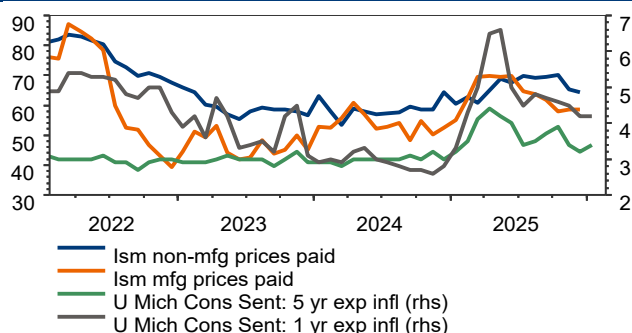


Fonte: BLS

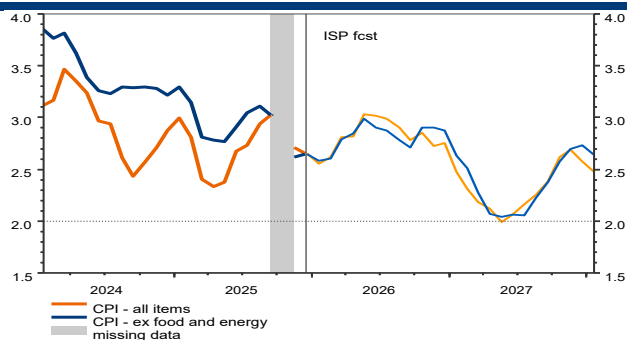
Fig. 8 – L'effetto dei dazi non è esaurito, ma potrebbe essere solo ritardato



Nota: indici giornalieri non ponderati dei prezzi dei beni venduti da quattro grandi retailer statunitensi, distinti tra prodotti domestici e importati. Dati aggiornati al 01.01.2026. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati di [Cavallo, Llamas e Vazquez](#)

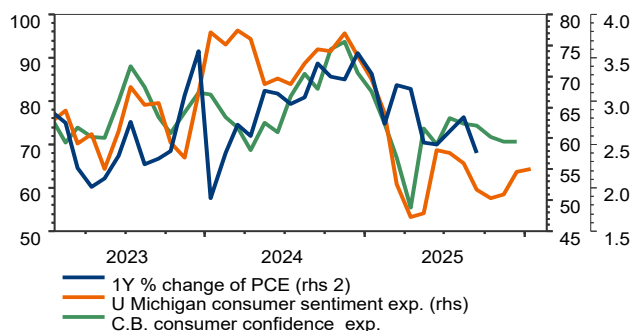
Fig. 9 – Le indagini presso imprese e consumatori segnalano rischi inflattivi in calo dai massimi

Fonte: ISM, Fed di New York, Università del Michigan

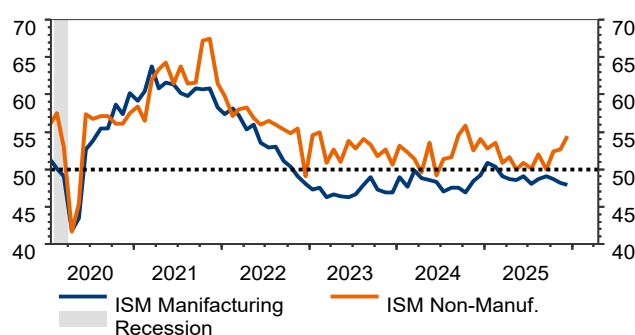
Fig. 10 – Dopo un picco atteso attorno al 3% in primavera, il CPI potrebbe frenare nei mesi successivi

Fonte: BLS, previsioni Intesa Sanpaolo

■ **Crescita: ancora sorprese positive.** I dati comunicati nelle ultime settimane hanno mostrato **un'accelerazione a sorpresa del PIL nel 3° trimestre** (a 4,4% t/t ann. da 3,8% precedente), trainato soprattutto dai consumi (3,5% t/t ann. da 2,5%, anche grazie all'effetto-ricchezza derivante dal buon andamento dei mercati azionari) e dagli investimenti al di fuori delle costruzioni. **Dopo un probabile rallentamento nello scorcio finale del 2025 (su cui pesa lo shutdown), ci aspettiamo una stabilizzazione su ritmi vicini al 2% t/t ann. a partire dal trimestre in corso.** Dalle indagini di fiducia di dicembre sono emersi segnali misti (Fig. 11): il morale dei consumatori secondo l'indagine del Conference Board (più sensibile all'andamento del mercato del lavoro rispetto alla survey dell'Università del Michigan) è calato, con la condizione corrente ai minimi da quasi cinque anni, mentre l'indagine ISM ha mostrato, a fronte di una diminuzione a sorpresa nel manifatturiero, una riaccelerazione inattesa nei servizi (Fig. 12), a un record da oltre un anno. **I dati sulle vendite al dettaglio di novembre sono stati robusti**, nonostante lo shutdown (Fig. 13), il che suggerisce che i consumi potrebbero ancora una volta sorprendere al rialzo nel 4° trimestre 2025, in area 2% t/t ann., pur rallentando rispetto al 3,5% dei tre mesi precedenti. Inoltre, i dati sul commercio estero di ottobre hanno evidenziato una **crescita per l'export a fronte di un calo per l'import**, che dovrebbe essere coerente con un significativo contributo positivo del commercio estero al PIL nello scorcio finale del 2025. Di conseguenza, **abbiamo rivisto al rialzo da 0,8% a 1,6% t/t ann. la stima per il 4° trimestre dello scorso anno: il 2025 dovrebbe chiudere con un'espansione su base annua del 2,2%. Per ora, manteniamo una previsione di decelerazione solo marginale nell'anno in corso al 2%** (Fig. 14), ma i rischi su tale stima al momento ci sembrano orientati moderatamente al rialzo.

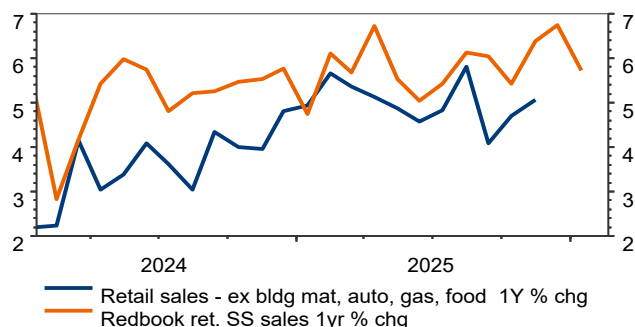
Fig. 11 – Le indagini sulle famiglie hanno fornito indicazioni miste

Fonte: BEA, Università del Michigan, Conference Board

Fig. 12 – In netta riaccelerazione l'indice ISM nei servizi

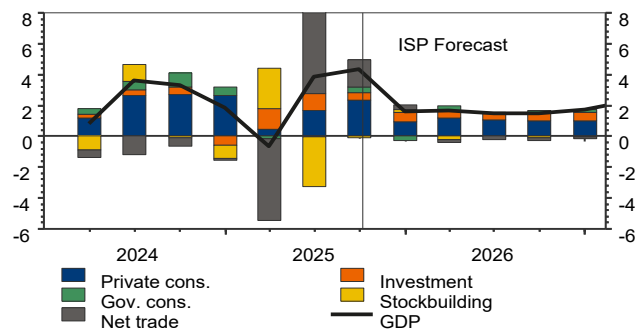
Fonte: ISM

Fig. 13 – Vendite al dettaglio ancora robuste



Fonte: US Census, Redbook Research

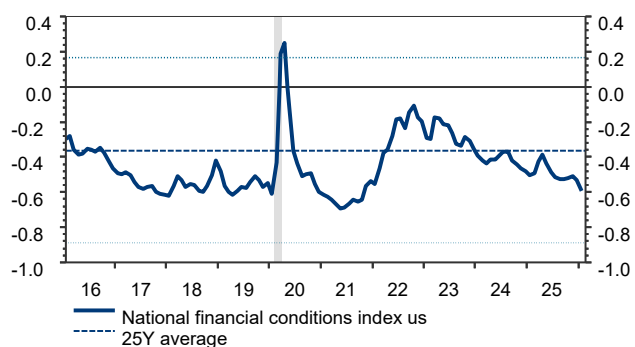
Fig. 14 – Prevediamo una decelerazione solo marginale del PIL nel 2026 (al 2% su base annua)



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

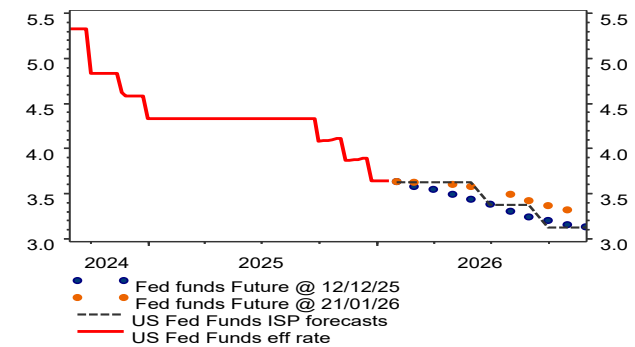
- Il **Beige Book** preparato per la riunione del FOMC del 27-28 gennaio **descrive un contesto di crescita lieve/moderata, in miglioramento rispetto ai precedenti report**. L'attività economica è aumentata in otto distretti, mentre tre segnalano stabilità e uno un lieve calo. I consumi hanno evidenziato un buon andamento nella stagione delle festività, ma restano disomogenei (la spesa per le famiglie a reddito medio-basso ha risentito dei rincari dei prezzi). Il mercato del lavoro appare stabile ma poco dinamico, con assunzioni limitate e pressioni salariali moderate. I prezzi continuano a crescere a un ritmo contenuto, sebbene i dazi restino una fonte rilevante di pressione sui costi.
- **Dopo la riunione del FOMC di dicembre, le condizioni finanziarie sono tornate ad allentarsi, attestandosi sui livelli più espansivi da novembre 2021**, soprattutto per effetto del restringimento degli spread su Libor-SOFR, High Yield, mutui e CMBS, e sulla scia del calo dell'indice di volatilità VIX (Fig. 15).
- Dopo l'ultimo FOMC, **le aspettative di mercato sui futuri tagli dei tassi sono rimaste sostanzialmente invariate: gli operatori continuano ad aspettarsi quasi pienamente due ribassi dei tassi quest'anno** (Fig. 16).

Fig. 15 – Dall'ultimo FOMC, le condizioni finanziarie sono tornate ad allentarsi, attestandosi sui livelli più espansivi da novembre 2021



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. 16 – Le nostre previsioni sui fed funds vedono due tagli nel 2026, circa in linea con le attese di mercato



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

Si intensificano gli attacchi politici all'indipendenza della Fed

La principale novità dall'ultimo FOMC è rappresentata dall'**avvio, a metà gennaio 2026, di un'indagine penale del Dipartimento di Giustizia nei confronti del presidente Powell**, relativa ai costi di ristrutturazione della sede dell'istituto. Il 12 gennaio il Chairman ne ha confermato pubblicamente l'esistenza e, nei giorni successivi, è intervenuto in modo inusuale e senza precedenti per respingere esplicitamente le accuse, qualificandole come un tentativo di esercitare pressioni politiche sulla politica monetaria¹.

In parallelo, la Corte Suprema ha segnalato un **orientamento favorevole al mantenimento di Lisa Cook nel Board della Fed**, mostrando scetticismo rispetto al tentativo di rimozione e richiamando la necessità di ulteriori accertamenti sui fatti e sul rispetto del "due process". Nel dibattito è emersa anche la preoccupazione per possibili ingerenze politiche, rafforzando l'idea di una tutela specifica dell'indipendenza della Federal Reserve e riducendo il rischio immediato di interferenze dirette, pur lasciando aperte questioni di merito sul perimetro di tale protezione nel medio periodo.

In questo contesto, **è probabile che Powell e Barr restino nel Board** anche oltre la scadenza dei rispettivi incarichi apicali, nonostante la prassi di dimissioni contestuali, favorendo una funzione di reazione più collegiale e prudente e un percorso di allentamento più attendista.

In caso di nomina di un presidente dovish, il Board potrebbe ricompattarsi su un fronte più equilibrato, bilanciando le possibili tentazioni del nuovo Chairman. Un precedente rilevante è rappresentato dal mandato di G. William Miller (1978–79)²: nominato da Carter, Miller fu percepito dai mercati come inadeguato a gestire l'elevata inflazione, e il Board of Governors mise in minoranza il proprio Presidente, imponendo un rialzo del tasso di sconto che Miller osteggiava.

In altri termini, **ci aspettiamo che la nomina del successore di Powell** (che Trump potrebbe annunciare nelle prossime settimane) **non si tradurrà in una completa perdita di indipendenza da parte della Fed, ma in un orientamento solo moderatamente più accomodante.**

Il FOMC sembra essersi in parte ricompattato su posizioni attendiste

Dopo l'ultima riunione del FOMC, **Powell non ha parlato né di economia né di politica monetaria.**

Tra i membri più **hawkish** con diritto di voto, Kashkari (Fed di Minneapolis), ha affermato che i tassi dovrebbero rimanere invariati nella riunione di gennaio e ha sottolineato come l'inflazione resti strutturalmente troppo elevata. Su una linea analoga Hammack (Fed di Cleveland), che ritiene necessario un periodo prolungato di tassi stabili. Tra i non votanti: Schmid (Fed di Kansas City) ha avvertito che un allentamento prematuro rischierebbe di compromettere la credibilità della Fed, e Bostic (Fed di Atlanta) ha evidenziato la persistenza delle pressioni sui costi, soprattutto nei servizi. Nel complesso, **il blocco hawkish si riduce lievemente a 5 membri su 19 rispetto ai 6 di dicembre, pur preservando un nucleo rilevante di 3 votanti** (Kashkari, Hammack e Logan), e resta compatto nel ritenere che **l'assenza di evidenze più robuste sulla sostenibilità del processo disinflazionistico e sugli effetti dei dazi non giustifichi ulteriori interventi** (Tab. 1).

¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20260111a.htm>

² Si veda il nostro Focus [Perdita di indipendenza della Fed: rischio reale?](#) dello scorso 12 dicembre

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
Jeffrey Schmid	Presidente Fed di Kansas City	Non votante	15-Jan-26	-1	Hawkish
Raphael Bostic	Presidente Fed di Atlanta	Non votante	15-Jan-26	-1	Hawkish
Neel Kashkari	Presidente Fed di Minneapolis	Votante 2026	14-Jan-26	-1	Hawkish
Beth Hammack	Presidente Fed di Cleveland	Votante 2026	21-Dec-25	-1	Hawkish
Lorie Logan	Presidente Fed di Dallas	Votante 2027		-1	Hawkish

Nota: abbiamo condotto un'analisi del sentiment 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 sentiment 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. Lorie Logan non ha rilasciato dichiarazioni dopo l'ultimo FOMC e rimane nel gruppo hawkish.

Il gruppo dei membri con orientamento neutrale si è ampliato a 8 su 19 (rispetto ai 7 di dicembre), con il numero dei votanti stabile a 5. Tra i votanti prevale la percezione che la politica monetaria sia ormai **vicina alla neutralità, il che riduce l'urgenza di nuovi interventi immediati**: Jefferson (Vice Chair) ha indicato come i tagli del 2025 abbiano portato i tassi in territorio neutrale, suggerendo cautela per preservare l'opzionalità futura e Williams (Fed di New York), tra i più accomodanti a dicembre, definisce oggi la politica ben posizionata per l'obiettivo del 2%. Dal fronte dei non votanti, Goolsbee (Fed di Chicago) ricerca prove definitive sulla fine della fiammata inflattiva da dazi, Musalem (Fed di St. Louis) e Barkin (Fed di Richmond) mantengono una linea equilibrata: il primo descrive la politica come pronta a reagire in qualsiasi direzione, mentre il secondo osserva un'inflazione sopra il target ma priva di dinamiche di accelerazione (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
Philip Jefferson	Vicepresidente Fed	Permanente	16-Jan-26	0	Neutrale
Austan Goolsbee	Presidente Fed di Chicago	Non votante	14-Jan-26	0	Neutrale
Alberto Musalem	Presidente Fed di St. Louis	Non votante	13-Jan-26	0	Neutrale
Thomas Barkin	Presidente Fed di Richmond	Non votante	13-Jan-26	0	Neutrale
John Williams	Presidente Fed di New York	Permanente	12-Jan-26	0	Neutrale
Michael Barr	Governatore	Permanente		0	Neutrale
Lisa Cook	Governatore	Permanente		0	Neutrale
Jerome Powell	Presidente Fed	Permanente		0	Neutrale

Nota: abbiamo condotto un'analisi del sentiment 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 sentiment 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. Jerome Powell, Michael Barr e Lisa Cook non hanno rilasciato dichiarazioni dopo l'ultimo FOMC e rimangono nel gruppo dei neutrali.

Il gruppo con orientamento accomodante conta 6 membri su 19 (come a dicembre), con il numero dei votanti invariato a 4. Dai membri votanti emerge però un **ammorbidimento dei toni rispetto a dicembre, suggerendo una maggiore propensione a valutare una pausa tattica**. Waller (Board) già a metà dicembre dichiarava che la Fed può procedere a un ritmo moderato, senza necessità di azioni drastiche, pur vedendo spazio per ulteriori tagli. Paulson (Fed di Philadelphia) appare ora più cauta e descrive un mercato del lavoro non così debole. Viceversa, mantengono posizioni molto accomodanti Bowman (Board), che resta ferma nel non voler segnalare una pausa, e Miran (Board), che continua a spingere per ulteriori ribassi (anche superiori a 100 punti base nel 2026). Tra i non votanti, Collins (Fed di Boston), pur definendo il mercato del lavoro fragile, ha sottolineato la necessità di chiarezza sulla traiettoria dell'inflazione. Daly (Fed di San Francisco) ritiene il mercato del lavoro ancora debole (Tab. 3).

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

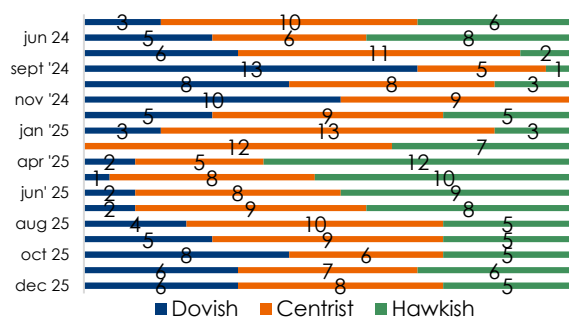
Membro Fed	Ruolo	Status di voto	Data del discorso	Sentiment	Posizione
Michelle Bowman	Governatore	Permanente	16-Jan-26	1	Dovish
Susan Collins	Presidente Fed di Boston	Non Votante	16-Jan-26	1	Dovish
Stephen Miran	Governatore	Permanente	14-Jan-26	1	Dovish
Anna Paulson	Presidente Fed di Philadelphia	Votante 2026	14-Jan-26	1	Dovish
Christopher Waller	Governatore	Permanente	17-Dec-25	1	Dovish
Mary Daly	Presidente Fed di San Francisco	Non votante	12-Dec-25	1	Dovish

Nota: abbiamo condotto un'analisi del sentiment 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 sentiment 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 dicembre, **il sentiment medio del FOMC risulta meno sbilanciato verso posizioni marcatamente accomodanti e appare più compatto su posizioni attendiste**. Il blocco hawkish si attesta a 5 membri su 19 (da 6), pur mantenendo 3 votanti (Kashkari, Hammack e Logan), che restano scettici su nuovi tagli. Il blocco dovish rimane stabile a 6 membri, ma sembra aver "ammorbidito" le sue posizioni. Il gruppo neutrale si amplia ulteriormente a 8 membri (da 7), consolidando un'area di consenso che vede nei tassi attuali un livello ormai prossimo alla neutralità (Fig. 16).

In sintesi, le fratture all'interno del Comitato restano, ma **sembrano convergere verso un compromesso orientato all'attesa**. Il rischio di dissensi appare in calo rispetto a dicembre, e potrebbe riguardare il solo Miran (che dovrebbe esprimersi a favore di un taglio da 25pb). Pare poco probabile invece il dissenso di Bowman. Sul fronte opposto, nemmeno Kashkari pare orientato a sostenere un rialzo dei tassi. L'indice di **policy rate uncertainty della Fed di Kansas City** mostra un deciso calo, segnalando una riduzione dell'incertezza sui tassi e una maggiore convergenza di vedute all'interno del FOMC per una pausa prolungata (Fig. 17).

Fig. 16 – Il consenso all'interno del FOMC sembra essersi spostato su posizioni più bilanciate



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

Fig. 17 – 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

L'informazione statistica diffusa dopo l'ultima riunione del FOMC non è ancora completa, ma si **rafforzano le evidenze a favore di una Fed in "stand-by" nei prossimi mesi**. La crescita resta complessivamente solida, sostenuta dalla domanda interna. L'inflazione ha, a nostro avviso, spazi di salita prima di iniziare a moderare, aprendo la strada a una ripresa del ciclo di allentamento monetario solo a partire da circa la metà dell'anno. Ciò a meno di un'improvvisa – e allo stato attuale poco probabile – riaccelerazione del mercato del lavoro.

Confermiamo la nostra idea di tassi fermi almeno sino all'avvicendamento sulla poltrona di governatore tra Powell e il nuovo Chairman (che sarà indicato da Trump verosimilmente già entro fine gennaio). **Continuiamo ad aspettarci una Fed in attesa per quasi tutto il primo semestre, con un primo taglio dei tassi da 25pb a giugno, seguito da un altro intervento della stessa entità nella seconda metà dell'anno.**

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.intesaspanpaolo.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.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 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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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@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