

Macro Rapid Response

Fed: una pausa “accomodante”, per ora

Le modifiche al comunicato e i toni della conferenza stampa sono meno accomodanti rispetto a dicembre, senza però segnalare un netto cambio di regime. I due voti dissidenti indicano che l'orientamento della Fed resta inclinato verso ulteriori riduzioni, ma la politica monetaria è ormai vicina alla neutralità e pertanto l'asticella per vedere nuovi tagli sembra essersi alzata. A nostro avviso, quanto emerso è coerente con una Fed in modalità "wait and see" almeno ancora per un paio di riunioni. Tuttavia, la forza dell'economia non sembra tale da aver convinto la Fed a giudicare concluso il ciclo di allentamento monetario. Ulteriori riduzioni dei tassi appaiono possibili da giugno in poi se l'impatto dei dazi sull'inflazione dei beni cominciasse a venire meno a partire dalla primavera (e nel caso in cui proseguia la disinflazione nei servizi), a meno di una riaccelerazione del mercato del lavoro. Ad oggi il nostro scenario centrale resta coerente con due nuovi tagli dei tassi a partire da giugno (dopo la nomina del nuovo governatore). Tuttavia, sono in aumento i rischi che la pausa Fed possa risultare più prolungata.

- **Il FOMC di gennaio si è concluso con un target sui fed funds invariato a 3,50-3,75%, in linea con le attese. La decisione ha visto due dissensi dello stesso segno:** oltre all'atteso voto per un taglio da 25pb da parte di Miran, a sorpresa anche Waller si è espresso a favore di una riduzione della stessa entità.
- Il comunicato presenta alcune modifiche che nel complesso **ridimensionano in parte il tono relativamente "accomodante"** dello statement di dicembre. Infatti, **la crescita economica viene ora descritta come "solida" anziché "moderata", e il precedente riferimento all'aumento del tasso di disoccupazione è sostituito dall'indicazione di "alcuni segnali di stabilizzazione";** inoltre, è stata eliminata la frase che citava l'aumento dei rischi al ribasso sull'occupazione. Tuttavia, il mantenimento del riferimento all'"entità e tempistica" di eventuali ulteriori aggiustamenti sembra configurare una pausa accomodante piuttosto che una chiusura del ciclo di allentamento. **Anche la valutazione sull'inflazione è lievemente cambiata:** essa rimane elevata, ma è soppresso il riferimento al recente aumento dei prezzi che era contenuto nel comunicato di dicembre.
- **Il tono della conferenza stampa e della sessione di Q&A è apparso meno accomodante rispetto a dicembre.** Powell ha confermato che l'economia entra nel 2026 su basi solide: i consumi restano resilienti nonostante la debolezza emersa dalle indagini di fiducia delle famiglie, e **gli investimenti continuano a espandersi, sostenuti in particolare dall'edificazione di data center collegati all'intelligenza artificiale.** Powell ha inoltre osservato che **condizioni finanziarie favorevoli e l'allentamento della politica fiscale stanno già supportando l'attività,** mentre gli effetti dello shutdown di fine 2025 sono valutati come temporanei.
- Powell ha dichiarato che **l'adozione dell'intelligenza artificiale potrebbe sostenere la produttività e il potenziale di crescita,** contribuendo a spiegare la divergenza tra una crescita del PIL ancora solida e una dinamica occupazionale debole, pur sottolineando l'elevata incertezza degli effetti netti sul mercato del lavoro.
- In merito agli sviluppi occupazionali, Powell ha affermato che **la fase di raffreddamento non si è arrestata, ma ha indicato alcuni segnali di stabilizzazione** (il tasso di disoccupazione si è mantenuto sostanzialmente stabile negli ultimi mesi). Powell ha ripetuto che la debolezza nella crescita degli occupati riflette sia un raffreddamento della domanda di lavoro sia una dinamica più rigida dell'offerta di lavoro, per via del calo di immigrazione e partecipazione.
- Powell ha ribadito che l'inflazione rimane moderatamente elevata rispetto all'obiettivo del 2%. **Le pressioni sui beni riflettono in larga parte l'effetto dei dazi, che la Fed interpreta come un aumento una tantum** piuttosto che come il risultato di un eccesso di domanda. Secondo

29 gennaio 2026

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Paolo Mameli
Economista

Powell, l'impatto dei dazi non è immediato ma tende a dispiegarsi su un orizzonte di 6-9 mesi; in ogni caso, al netto degli effetti tariffari l'inflazione core si colloca solo lievemente sopra il 2%, e la disinflazione nei servizi appare più diffusa.

- Secondo Powell, l'attuale stance di politica monetaria è appropriato per gestire i rischi su entrambi i lati del mandato, e **il livello corrente dei tassi si colloca all'interno dell'intervallo di stima del tasso neutrale**.
- Durante il Q&A, **Powell ha evitato commenti sia sull'indagine del Dipartimento di Giustizia sia sui propri piani futuri** al termine del mandato da Chairman. In merito alla sua presenza all'udienza della Corte Suprema sul caso Lisa Cook, ha motivato la scelta richiamandone la rilevanza istituzionale, definendola "forse la causa legale più importante nei 113 anni di storia della Fed", aggiungendo che sarebbe stato "difficile spiegare" un'eventuale assenza.
- Nel complesso, le modifiche al comunicato e i toni della conferenza stampa **sono meno accomodanti rispetto a dicembre, senza però segnalare un netto cambio di regime**. I due voti dissidenti indicano che l'orientamento della Fed resta inclinato verso ulteriori riduzioni, ma la politica monetaria è ormai vicina alla neutralità e pertanto **l'asticella per vedere nuovi tagli sembra essersi alzata**. A nostro avviso, quanto emerso è coerente con una **Fed in modalità "wait and see" almeno ancora per un paio di riunioni**. Tuttavia, la forza dell'economia non sembra tale da aver convinto la Fed a giudicare concluso il ciclo di allentamento monetario. Ulteriori riduzioni dei tassi appaiono possibili da giugno in poi se l'impatto dei dazi sull'inflazione dei beni cominciasse a venire meno a partire dalla primavera (e nel caso in cui proseguisse la disinflazione nei servizi), a meno di una riaccelerazione del mercato del lavoro. Ad oggi **il nostro scenario centrale resta coerente con due nuovi tagli dei tassi a partire da giugno** (dopo la nomina del nuovo governatore). Tuttavia, sono in aumento i rischi che la pausa Fed possa risultare più prolungata.

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo SpA non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo SpA.

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo SpA pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Divisione IMI Corporate & Investment Banking (www.imi.intesasanpaolo.com) - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo SpA e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo SpA. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo SpA.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo SpA e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241 e 2242 ove applicabile, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo SpA sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Intesa Sanpaolo SpA agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

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

Macroeconomic Research

Paolo Mamelì (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Allegra Fiore

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

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

