

Macro Rapid Response

La Fed mantiene l'easing bias, ma cresce il dissenso

Il FOMC di aprile si è concluso, come ampiamente atteso, con tassi invariati nell'intervallo 3,50-3,75%, ma con un tono moderatamente meno accomodante rispetto a marzo. La principale novità è emersa tuttavia sul fronte del dissenso interno: oltre al consueto voto di Miran a favore di un taglio da 25pb, tre presidenti regionali (Hammack, Logan e Kashkari) hanno espresso un "soft dissent" non sostenendo il mantenimento dell' "easing bias" nel comunicato (si tratta del numero più ampio di dissensi dal 1992). Powell ha inoltre aperto alla possibilità che, già dalla riunione di giugno, il linguaggio del comunicato possa essere ricalibrato in senso più bilanciato, alla luce di un baricentro del FOMC più orientato verso una posizione neutrale. In parallelo, ha annunciato l'intenzione di restare nel Board come Governatore anche dopo la fine del mandato da Chairman; ciò comporterebbe verosimilmente l'uscita di Miran, lasciando spazio alla nomina di Warsh. Manteniamo l'idea che la prossima mossa possa essere più probabilmente un taglio che un rialzo, ma la finestra si è ristretta: in caso di rapida normalizzazione dello shock energetico, una riduzione dei tassi nell'ultimo scorcio dell'anno resta possibile; in caso contrario, la ripresa del ciclo di allentamento potrebbe slittare al 2027.

- **Il FOMC di aprile si è concluso, come da attese, con un target sui fed funds invariato nell'intervallo 3,50-3,75%.** La decisione ha visto ancora una volta il dissenso del governatore **Miran** che ha votato per un taglio da 25pb, ma ha anche registrato ben tre "**soft dissent**" da parte di tre presidenti regionali: **Logan, Hammack e Kashkari**, che hanno sì votato per il mantenimento dei tassi invariati, ma "**non hanno sostenuto l'inclusione, in questa fase, di un orientamento espansivo nel comunicato**". Considerando anche il voto contrario di Miran, si tratta del numero più ampio di dissensi in senso lato dal 1992.
- Il comunicato ha visto poche modifiche. L'inflazione è ora descritta come "**elevata**" (anziché "piuttosto elevata"), anche **per effetto del recente aumento dei prezzi energetici**, e il riferimento agli sviluppi in Medio Oriente è stato rafforzato, laddove viene precisato che essi contribuiscono "a un elevato livello di incertezza sulle prospettive economiche". Il giudizio sull'attività economica resta invariato, con una crescita definita ancora "**solida**", mentre sul **mercato del lavoro** la Fed precisa che i guadagni occupazionali sono rimasti bassi "**in media**", incorporando così il rialzo dei payroll di marzo senza modificare la valutazione di fondo. Soprattutto, il mantenimento del riferimento all' "**entità e tempistica**" di eventuali ulteriori aggiustamenti sui tassi segnala che **il Comitato conserva un easing bias** (sia pur con un consenso meno ampio rispetto al passato).
- **Il tono della conferenza stampa e della sessione di Q&A conferma una Fed in stand-by, ma con una sfumatura meno accomodante rispetto a marzo.** Powell ha ribadito che l'attuale stance monetaria è appropriata e consente al FOMC di attendere ulteriori evidenze, ma **ha riconosciuto che il rincaro dell'energia ha peggiorato il quadro inflattivo.**
- Prima di rispondere alle domande, **Powell ha ribadito la sua decisione di restare nel Board** della Federal Reserve come governatore anche dopo la fine del mandato da presidente. La scelta, ha precisato, non riflette le critiche ricevute, ma le recenti iniziative legali contro la Fed, che a suo giudizio rischiano di comprometterne l'indipendenza nella conduzione della politica monetaria. **Powell ha aggiunto che non agirà da "dissidente di alto profilo"** interferendo col suo successore designato Kevin Warsh (la cui nomina ha superato ieri l'esame della commissione bancaria del Senato e potrebbe essere confermata dall'aula già entro due settimane ovvero poco prima della fine del mandato di Powell il 15 maggio), restando nel Board per un periodo ancora non definito. **Sarebbe la prima volta dal 1948 che un Chairman uscente resta nel Board come Governatore.**

30 aprile 2026

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Paolo Mameli
Economista

- **Sul quadro macroeconomico**, Powell ha descritto l'economia come ancora resiliente: **i consumi tengono e gli investimenti restano sostenuti, anche grazie alla domanda di data center** collegata allo sviluppo dell'Intelligenza Artificiale. I rischi prospettici però sono in aumento, in quanto lo shock energetico potrebbe comprimere il reddito disponibile reale delle famiglie e frenare i consumi nei prossimi mesi.
- **Sull'inflazione, Powell ha mantenuto una lettura ancora compatibile con shock di natura temporanea, ma ha espresso maggiore cautela rispetto a marzo**. Sui dazi, la Fed continua a interpretarne l'impatto come un aumento un tantum del livello dei prezzi, atteso attenuarsi nei prossimi trimestri. Sullo **shock energetico, il giudizio è più prudente**: in linea di principio la politica monetaria può guardare oltre un rialzo temporaneo dei prezzi dell'energia, ma le aspettative di inflazione (almeno a breve termine) sono risalite e **il rischio di trasmissione all'inflazione core è ora considerato concreto**. Pertanto, Powell ha affermato che la Fed vorrà vedere un ridimensionamento dello shock energetico prima di riaprire la discussione su nuovi tagli.
- **Sul mercato del lavoro, Powell ha riconosciuto la debolezza della creazione di nuovi occupati, senza però descrivere il quadro come in deterioramento marcato**. Parte del rallentamento nei payroll riflette l'impatto sulle forze di lavoro di immigrazione e partecipazione più deboli. Peraltro, il tasso di disoccupazione è rimasto stabile e gli altri indicatori non segnalano per ora un brusco peggioramento. Powell ha definito quello attuale come **"un equilibrio insolito e scomodo"** (un mercato del lavoro non più fonte di pressioni inflazionistiche ma ancora non abbastanza debole da giustificare una riapertura immediata del ciclo di tagli).
- Powell ha indicato che l'attuale livello dei tassi è "ben all'interno" ma "nella parte alta" dell'intervallo di neutralità. **Powell ha affermato che "al momento, nessuno sta invocando un rialzo dei tassi"**, ma ha riconosciuto che il baricentro del FOMC si sta spostando verso una posizione più neutrale, e che, dopo una "vigorosa" discussione interna, **è possibile che già a giugno la guidance si sposti su una formulazione più bilanciata**, in cui un rialzo diventi probabile quanto un taglio. I tre "soft dissent" confermano la crescente insofferenza dell'ala hawkish verso il mantenimento di un *easing bias* in un contesto di inflazione elevata e rischi al rialzo sui prezzi.
- **In sintesi, la Fed prende ancora tempo, ma il sentiero verso un nuovo taglio dei tassi si è fatto più accidentato**. Il tono complessivo è risultato lievemente meno accomodante rispetto a marzo: Powell ha chiarito che la Fed sarà cauta prima di riaprire la discussione sui tagli, con i dazi ancora in fase di trasmissione ai prezzi e lo shock energetico in corso. Inoltre, la composizione del Comitato potrebbe diventare marginalmente meno dovish: la permanenza di Powell come governatore implicherebbe verosimilmente l'uscita di Miran in caso di conferma di Warsh. In questo quadro, manteniamo l'idea che **la prossima mossa possa essere più probabilmente un taglio che un rialzo, ma l'asticella per vedere un allentamento si è alzata**: se (come nel nostro attuale scenario centrale) la "normalizzazione" dei flussi di produzione e trasporto dell'energia fosse avviata nel giro di qualche settimana, una riduzione dei tassi nello scorcio finale dell'anno resterebbe possibile; in caso contrario, la ripresa del ciclo di allentamento sarebbe rimandata al 2027. **L'interpretazione del mercato è stata piuttosto hawkish**: gli investitori prezzano ora (sia pur non pienamente) un rialzo dei tassi nei primi mesi del 2027.

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.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 AnalysisLuca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberiluca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com**Macroeconomic Research**Paolo Mameli (Responsabile)
Riccardo Bellesia
Mario Di Marcantonio
Allegra Fiore
Alessia Gavazzi
Andrea Volpipaolo.mameli@intesasnpaolo.com
riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com
mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com
allegra.fiore@intesasnpaolo.com
alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com