

Focus Stati Uniti

**FOMC: inizia l'era Warsh, nel segno dell'incertezza**

La prima riunione del FOMC presieduta dal nuovo presidente Kevin Warsh dovrebbe concludersi con tassi invariati. Le nuove *Summary of Economic Projections* potrebbero incorporare una revisione al rialzo delle stime di inflazione, a fronte di proiezioni di crescita e disoccupazione poco variate; di conseguenza, il grafico a punti dovrebbe rimuovere l'orientamento a favore di un taglio dei tassi quest'anno. Le recenti sorprese al rialzo dai dati di maggio sul mercato del lavoro e sui prezzi appaiono coerenti con la probabile rimozione dell'*easing bias* dal comunicato. Warsh eredita un'economia ancora solida, con rischi al rialzo sull'inflazione e dunque margini per ora molto limitati per tornare a tagliare i tassi, anche perché il flusso recente dei discorsi dei membri del FOMC segnala un Comitato ormai ricompattato su posizioni meno accomodanti. D'altra parte, i recenti segnali di de-escalation nel Golfo Persico potrebbero attenuare le preoccupazioni inflazionistiche di alcuni membri. L'incertezza, non solo sull'entità e sulla tempistica, ma anche sulla direzione dei futuri interventi sui tassi, regna dunque sovrana. In questo quadro, il nuovo Presidente potrebbe avviare una graduale ricalibrazione della funzione di reazione, con minore enfasi sulla *forward guidance*; Warsh potrebbe anche omettere le sue proiezioni, nell'ambito di un disegno più ampio volto a ridurre il peso della comunicazione prospettica esplicita (passo già compiuto tempo fa dalla BCE) e a valorizzare misure alternative di inflazione.

- **Ci aspettiamo che il FOMC lasci invariati i tassi nell'intervallo 3,50-3,75%. Per la prima volta da un anno non dovrebbero esserci dissensi.**
- La principale novità del comunicato dovrebbe essere la **rimozione dell'*easing bias***, tramite l'eliminazione del riferimento all' "entità e tempistica" di eventuali ulteriori aggiustamenti di policy. La crescita dell'attività economica dovrebbe continuare a essere descritta come "solida", mentre **il giudizio sul mercato del lavoro potrebbe essere aggiornato per riflettere le recenti sorprese positive**. L'inflazione dovrebbe ancora essere definita "elevata", con mantenimento (e, forse, rafforzamento) del precedente esplicito richiamo all'incertezza derivante dalla situazione geopolitica in Medio Oriente.
- Le nuove ***Summary of Economic Projections (SEP)* dovrebbero vedere per lo più una revisione al rialzo delle stime di inflazione** (più headline che core), mentre le proiezioni su tasso di disoccupazione e crescita del PIL potrebbero vedere revisioni solo marginali.
- **La mediana delle proiezioni sui tassi per il 2026 dovrebbe salire rispetto alle SEP di marzo**, in coerenza con tassi invariati da qui a fine anno (mentre la mediana tre mesi fa indicava ancora la possibilità di un taglio dei tassi entro dicembre). **Il dot plot però**, sebbene decisamente meno accomodante che a marzo, **dovrebbe continuare a segnalare rischi più al ribasso che al rialzo sui tassi** (ci aspettiamo 2 membri che potrebbero indicare un rialzo entro fine anno, mentre 7 membri potrebbero continuare a vedere tagli dei tassi). In tal senso, è possibile che l'indicazione per il 2027 continui a incorporare aggiustamenti al ribasso sui tassi (al contrario di quello che si attendono oggi gli investitori), anche perché la recente de-escalation nel Golfo Persico potrebbe attenuare le tentazioni *hawkish* di alcuni membri.
- Durante la conferenza stampa **Warsh dovrebbe adottare un tono bilanciato, evitando sia commenti eccessivamente restrittivi, sia aperture a tagli ravvicinati**. Il messaggio centrale dovrebbe essere che il Comitato può permettersi di attendere, mantenendo tutte le opzioni vista l'ampia incertezza ancora presente sullo scenario.
- Nel **Q&A le domande dovrebbero concentrarsi sulla rimozione dell'*easing bias* e sulla possibilità che la funzione di reazione diventi davvero simmetrica**, senza fornire una direzione sulla prossima mossa. Non mancheranno domande sulle possibili riforme, in merito in particolare alle **misure alternative di inflazione e alla comunicazione** della Fed.

15 giugno 2026

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio  
Economista - USA

## Potenziali modifiche al comunicato

Il comunicato di giugno molto probabilmente vedrà la **rimozione del riferimento all' "entità e tempistica" di eventuali ulteriori aggiustamenti**, una frase che era interpretata come una sorta di *easing bias* implicito. La crescita dell'attività economica dovrebbe continuare a essere descritta come "solida", mentre il **giudizio sul mercato del lavoro potrebbe essere aggiornato per riflettere le recenti sorprese positive**. L'inflazione dovrebbe ancora essere definita "elevata", con mantenimento (e, forse, rafforzamento) del precedente esplicito richiamo all'incertezza (in entrambe le direzioni) derivante dalla situazione geopolitica in Medio Oriente.

## Potenziali variazioni alle Summary of Economic Projections

- **Inflazione.** A maggio il CPI headline è salito di 0,5% m/m, in linea con le attese, portando l'inflazione dal 3,8% al 4,2% a/a, massimo da aprile 2023. **L'accelerazione resta prevalentemente riconducibile all'energia** (+3,9% m/m, +23,5% a/a). La crescita della componente core ha invece sorpreso marginalmente al ribasso, rallentando allo 0,2% m/m da 0,4% m/m di aprile. L'inflazione core è salita di un decimo al 2,8% a/a. Nel complesso, **i dati sui prezzi al consumo non segnalano ancora una diffusione generalizzata delle pressioni inflattive alle componenti sottostanti**. Tuttavia, **le rilevazioni sui prezzi alla produzione hanno fornito un segnale meno rassicurante**. Il PPI headline è infatti salito dell'1,1% m/m, sopra le attese, con pressioni più forti del previsto nelle componenti rilevanti per il PCE, in particolare tariffe aeree e servizi finanziari. Sulla base di queste informazioni, il PCE headline (in calendario per il 25 giugno) è stimato in aumento dello 0,45% m/m (precedente: 0,4%) e di 4,04% a/a (precedente: 3,8%), mentre il core PCE dovrebbe salire di 0,31% m/m e 3,38% a/a (aprile: 0,2% m/m e 3,3% a/a). **Ci attendiamo pertanto che le nuove SEP rivedano al rialzo le proiezioni di inflazione per il 2026** (Tab. 1), con il deflatore PCE headline atteso al 3,3% (da 2,7% di marzo) e il PCE core al 3% (da 2,7%).
- **Occupazione.** L'*employment report* di maggio ha sorpreso ancora al rialzo, con un ritmo di creazione di posti di lavoro a 172 mila unità, non lontano dai livelli di aprile (179 mila); gli occupati di marzo e aprile sono stati rivisti al rialzo di 93 mila unità. Il dato è stato favorito dalle buone condizioni meteorologiche. La creazione di posti di lavoro è trainata dai servizi ricettivi e per il tempo libero, dalla sanità e dai governi locali. **Il tasso di disoccupazione è rimasto invece stabile al 4,3%, in quanto l'aumento degli occupati è stato compensato da un'espansione delle forze di lavoro** (in un contesto di tasso di partecipazione stabile al 61,8%). Il tasso di sotto-occupazione (che include anche i lavoratori part-time per motivi economici e gli inattivi più vicini alle forze di lavoro) è sceso di un decimo all'8,1%. Nel complesso, nonostante le recenti sorprese positive sul numero di nuovi occupati non agricoli, **ci attendiamo che le nuove SEP non mostrino significative revisioni delle stime sul tasso di disoccupazione**.
- **Crescita economica.** Il PIL del 1° trimestre è stato rivisto al ribasso da 2% a 1,6% t/t ann., per effetto di una crescita più moderata sia dei consumi che degli investimenti. Tuttavia, la revisione al ribasso dei primi è stata determinata soprattutto dal mese di gennaio, mentre gli incrementi dello 0,3% m/m registrati dai consumi reali a febbraio e marzo garantiscono un solido passaggio di testimone al 2° trimestre. Il **Beige Book** preparato per la riunione del FOMC del 16-17 giugno mostra un'economia che cresce poco (la debolezza è concentrata nei consumi e nei servizi rivolti al consumatore, non nell'industria), con inflazione in accelerazione; emerge una divergenza, negli effetti dello shock energetico, tra famiglie a basso reddito (sottoposte anche a più stress finanziario) e nuclei più abbienti (meno intaccati dallo shock). In sintesi, pensiamo che **le revisioni alle SEP sulla crescita del PIL possano risultare marginali**.
- **La mediana delle proiezioni sui tassi dovrebbe salire al 3,6% per il 2026, coerente con tassi invariati da qui a fine anno**. Tuttavia, **il Comitato dovrebbe mantenere un profilo di allentamento graduale nel 2027, coerente con uno-due tagli da 25pb entro la fine del prossimo anno**, qualora gli effetti di energia e tariffe restassero temporanei e non si trasmettessero in modo persistente all'inflazione core e alle aspettative. La recente de-

escalation nel Golfo Persico potrebbe avvalorare la tesi dei membri che continuano a ritenere transitorio lo shock energetico.

**Tab. 1 – Le nuove SEP dovrebbero riflettere soprattutto una revisione al rialzo delle stime di inflazione. Il nostro scenario vede tassi invariati nel 2026 e il mantenimento di una moderata riduzione dei tassi nel 2027**

Variabile	2026*	2027*	2028*	Lungo termine
<b>PIL reale (previsione ISP)</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>
Consenso Bloomberg	2.0			
Proiezione FOMC di marzo	2.4	2.3	2.1	2.0
<b>Tasso di disoccupazione (prev. ISP)</b>	<b>4.6</b>	<b>4.3</b>	<b>4.3</b>	<b>4.2</b>
Consenso Bloomberg	4.4			
Proiezione FOMC di marzo	4.4	4.3	4.2	4.2
<b>Deflatore PCE (prev. ISP)</b>	<b>3.3</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
Consenso Bloomberg	3.5			
Proiezione FOMC di marzo	2.7	2.2	2.0	2.0
<b>Deflatore PCE core (prev. ISP)</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
Consenso Bloomberg	3.1			
Proiezione FOMC di marzo	2.7	2.2	2.0	
<b>Tasso sui fed funds (prev. ISP)</b>	<b>3.6</b>	<b>3.1</b>	<b>3.1</b>	<b>3.1</b>
Consenso Bloomberg	3.6			
Proiezione FOMC di marzo	3.4	3.1	3.1	3.1

Nota: le righe con "previsione ISP" si riferiscono alle nostre previsioni macroeconomiche e di policy attuali, non a una stima puntuale delle proiezioni che la Fed pubblicherà nelle nuove SEP. Le righe "Proiezione FOMC di marzo" riportano invece le mediane ufficiali pubblicate dalla Fed nelle SEP di marzo; (\*): 4° trimestre. Fonte: Intesa Sanpaolo, Federal Reserve, Bloomberg

## Il flusso di discorsi recenti segnala uno spostamento in direzione decisamente meno dovish

I verbali del FOMC del 28-29 aprile hanno mostrato una Fed più prudente già poche settimane dopo lo scoppio del conflitto in Medio Oriente. Il Comitato ha riconosciuto che lo shock energetico ha spinto al rialzo l'inflazione headline e che anche la misura core si è mossa ulteriormente sopra il 2%, **con pressioni non limitate all'energia ma presenti anche in beni core**. La maggior parte dei partecipanti ha continuato a rilevare aspettative di inflazione di lungo periodo ancorate, ma **quasi tutti hanno segnalato il rischio che il conflitto possa durare più a lungo** (tale rischio sembra smentito dal recente accordo USA-Iran).

Il tono complessivo degli interventi recenti conferma una virata del sentiment verso posizioni decisamente meno accomodanti rispetto alla riunione di aprile. Tuttavia, lo spostamento del Comitato riflette per ora soprattutto **l'assenza di posizioni apertamente dovish e il riposizionamento del gruppo "centrale" verso un atteggiamento più restrittivo, più che un effettivo ampliamento del blocco dei "falchi"**. L'asse della discussione si è spostato dalla prudenza di fronte allo shock energetico al rischio di persistenza inflattiva, rafforzando l'idea di una Fed ferma più a lungo e con un aumentato rischio di rialzi dei tassi. **L'occupazione non sembra più la principale fonte di preoccupazione: il bilanciamento dei rischi si è spostato verso l'inflazione, erodendo le motivazioni a sostegno di nuovi tagli**.

**Il blocco dovish, inteso come fronte favorevole a un taglio ravvicinato, appare sostanzialmente dissolto**. Questo non esclude che una minoranza del Comitato possa ancora incorporare tagli nel 2026 in uno scenario di rientro dello shock energetico e ripresa della disinflazione. Nella nostra simulazione, 7 membri su 19 vedono ancora almeno un taglio entro fine anno, ma possono essere considerati oramai esponenti di un gruppo "neutrale" più che dovish.

**Gruppo dei "falchi"** (5 membri, di cui 3 votanti): resta poco numeroso ma molto influente. Tra i votanti, Hammack (Fed di Cleveland), Logan (Fed di Dallas) e Kashkari (Fed di Minneapolis) **rappresentano il nucleo più restrittivo: tutti hanno contestato, in forme diverse, l'idea che il prossimo intervento sui tassi debba necessariamente essere un taglio**. Tra i votanti, Logan (Fed di Dallas) emerge come la voce più hawkish: poiché l'inflazione, a suo avviso, sembra

convergere verso la parte alta della fascia 2-3%, anziché verso il target, ritiene possibili, in presenza di condizioni finanziarie ancora accomodanti, rialzi dei tassi nel corso dell'anno. Hammack (Fed di Cleveland) adotta una linea meno dura: **considera appropriato mantenere i tassi invariati nel breve, ma avverte che la Fed potrebbe dover intervenire rapidamente se le pressioni sui prezzi non dovessero attenuarsi**. Kashkari (Fed di Minneapolis) ha spostato il proprio baricentro in modo significativo: prima del conflitto vedeva spazio per ulteriori tagli, ma ora **considera il rischio di inflazione superiore al rischio di deterioramento del mercato del lavoro, e non esclude una serie di rialzi se lo shock energetico dovesse minacciare le aspettative**. Tra i non votanti, Musalem (Fed di St. Louis) e Schmid (Fed di Kansas City) rafforzano il messaggio restrittivo: l'inflazione resta il rischio principale e la Fed deve preservare credibilità sul target del 2%.

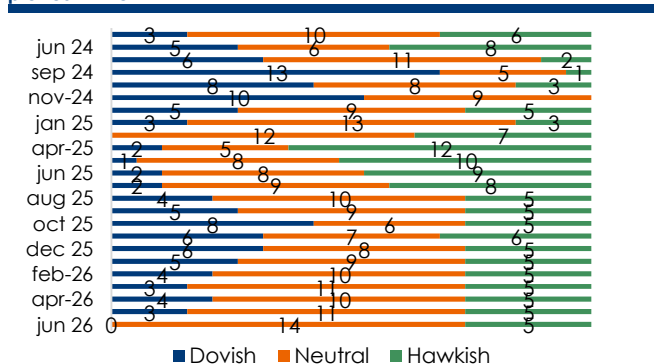
**Gruppo "neutrale"** (12 membri, 8 votanti): **resta il baricentro del Comitato, ma si è spostato verso una posizione più restrittiva**. Williams (Fed di New York) appare oggi il riferimento più accomodante del FOMC, pur senza assumere un atteggiamento propriamente *dovish*: continua a sostenere che la policy sia appropriata e che non vi sia, al momento, **argomentazione evidente né per tagliare né per alzare i tassi**. Jefferson, Cook e Barr (Board) restano bilanciati, riconoscendo rischi al rialzo sull'inflazione ma senza spingere per una stretta immediata, osservando che la politica attuale probabilmente rimarrà appropriata per un po' di tempo. **La novità più rilevante riguarda però il riposizionamento di Waller e Bowman** (Board) e di **Paulson** (Fed di Philadelphia), che in precedenza rappresentavano la componente più favorevole a una ripresa dell'allentamento monetario. Nessuno dei tre sostiene ora un taglio ravvicinato: Waller appoggia esplicitamente la rimozione dell'*easing bias* e si dice pronto a sostenere un rialzo se le aspettative dovessero disancorarsi; Bowman e Paulson si collocano su posizioni neutrali, condizionando eventuali tagli a nuovi progressi sull'inflazione e mantenendo aperta una risposta più restrittiva se la disinflazione non dovesse riprendere. Tra i non votanti, Daly (Fed di San Francisco), Goolsbee (Fed di Chicago), Collins (Fed di Boston), Venable (Fed di Atlanta) e Barkin (Fed di Richmond) mantengono un atteggiamento prudente, più sensibile alla durata dello shock energetico e alla sua trasmissione alle aspettative.

**La posizione del nuovo Chairman Warsh non è pienamente desumibile**, data l'assenza di discorsi recenti sulla politica monetaria, ma la sua audizione al Senato delinea un profilo poco riconducibile a una *stance* accomodante sui tassi e più vicino a quello di un Presidente riformista: **scettico verso un uso esteso della forward guidance e orientato a recuperare flessibilità meeting-by-meeting**. In questo contesto, Williams (Fed di New York) e Powell (Board) potrebbero rappresentare alleati preziosi per costruire consenso attorno a una linea non apertamente restrittiva ma più simmetrica: con maggiore enfasi sulla dipendenza dai dati e nessun impegno preventivo verso tagli o rialzi. **Il punto centrale della prima riunione sotto Warsh non sembra quindi una virata dovish immediata, quanto il tentativo di ridefinire la funzione di reazione della Fed in senso meno guidato e più opzionale**. Un primo segnale in tal senso potrebbe arrivare già a giugno, **con l'omissione delle proprie proiezioni dal dot plot**: una mossa diretta contro l'impianto di *forward guidance*. Warsh ha del resto già nominato due ricercatori esterni - Paul Winfree e Daniel Heil - come advisor ad interim, **con il mandato di individuare una misura di inflazione alternativa al core PCE, disegnare una strategia di comunicazione che limiti la forward guidance pubblica** e definire un percorso di riduzione del bilancio.

In sintesi, **il FOMC appare meno frammentato e più "ricompattato" su posizioni meno accomodanti** (Fig. 1). Il blocco dei "falchi" resta concentrato ma influente, mentre il gruppo neutrale - oggi il baricentro del Comitato - si è spostato verso una postura neutrale-hawkish. La novità principale è l'assenza di un vero blocco *dovish*: lo spread tra "falchi" e "colombe" segnala quindi un **Comitato più orientato a mantenere i tassi fermi a lungo che a riaprire il ciclo dei tagli, pur senza indicare per ora una chiara predisposizione ad avviare una nuova fase di rialzi** (Fig. 2).

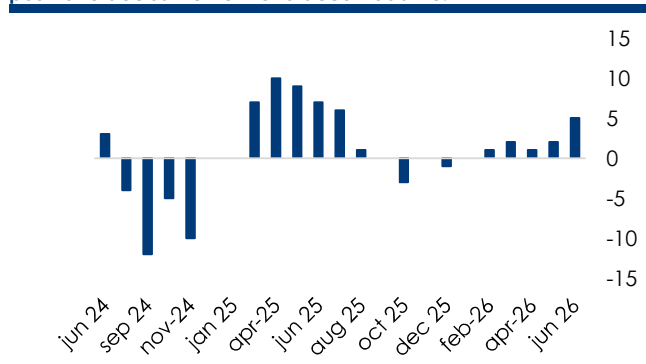
Il dot plot dovrebbe quindi riflettere questo spostamento, con una distribuzione meno accomodante. Per il 2026, la mediana dovrebbe salire a 3,625% (da 3,375% a marzo), rimuovendo dunque la precedente indicazione di un taglio dei tassi entro fine anno. La distribuzione dovrebbe restare "dispersa": una parte del Comitato (7 membri, nelle nostre stime) potrebbe continuare a incorporare uno scenario in cui lo shock energetico rientri rapidamente e la disinflazione torni a progredire, mantenendo uno o due tagli dei tassi entro fine anno.

**Fig. 1 – Il consenso all'interno del FOMC si è spostato su posizioni più restrittive**



Nota: per gruppo "dovish" o "hawkish" si intendono membri del FOMC orientati a tagli o rialzi dei tassi nel breve termine (nel giro di qualche mese).  
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo basata sulla sentiment analysis dei discorsi dei membri della Fed

**Fig. 2 – Lo spread tra membri hawkish e dovish segnala una posizione decisamente meno accomodante.**

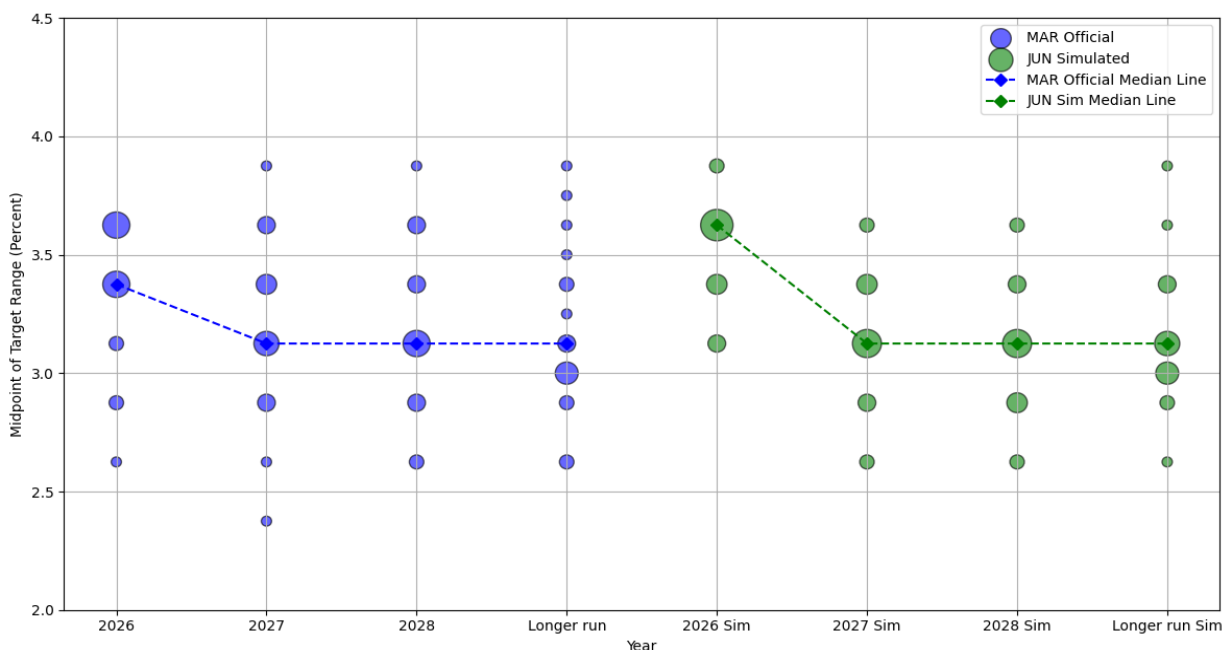


Nota: differenza tra il numero di membri hawkish e dovish. Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo basata sulla sentiment analysis dei discorsi dei membri della Fed

Per il 2027, il grafico a punti dovrebbe invece preservare un profilo di normalizzazione graduale, con una mediana coerente con uno o due tagli rispetto al livello di fine 2026. Questo implicherebbe che, nello scenario centrale, il Comitato resti incline a guardare oltre gli effetti di primo impatto di energia e tariffe, purché non emergano segnali di trasmissione più persistente all'inflazione core e alle aspettative (Fig. 3).

**Fig. 3 – Il dot plot dovrebbe riflettere uno spostamento verso posizioni meno accomodanti per il 2026**

FOMC Dot Plot: MAR 2026 Official vs. JUN 2026 Simulation



Nota: il grafico a punti simulato deriva dall'analisi del sentiment dei recenti discorsi dei membri del FOMC, come elaborato da Intesa Sanpaolo. La proiezione precedentemente nota di ciascun membro (punto) è stata modificata in base al sentiment percepito (hawkish, neutrale o dovish).  
Fonte: proiezione FOMC di marzo 2026, elaborazioni Intesa Sanpaolo

## La conferenza stampa e il Q&A

La prima conferenza stampa di Warsh si terrà in condizioni più delicate di quanto atteso solo poche settimane fa. Dopo la sorpresa positiva dell'*employment report* di maggio, **il mercato ha iniziato a scommettere su un rialzo dei tassi come prossima mossa da parte della Fed (al momento, prezzato interamente entro marzo 2027)**. Il dibattito non riguarda più l'eventualità di tagli ravvicinati, ma se e quanto il nuovo Chairman validerà una funzione di reazione davvero simmetrica. Ci attendiamo un tono bilanciato, ma **difficilmente Warsh offrirà aperture a un possibile allentamento nel breve termine**. Il messaggio centrale dovrebbe essere che la Fed può permettersi di attendere, con una *stance* giudicata appropriata in un contesto di inflazione ancora elevata, occupazione più resiliente e rischi geopolitici rilevanti. Uno dei temi principali sarà la rimozione dell'*easing bias*: **Warsh sarà probabilmente chiamato a chiarire se la Fed intende indicare una "direzionalità" per il prossimo intervento**. La risposta dovrebbe restare ancorata alla dipendenza dai dati: meno *forward guidance*, maggiore opzionalità meeting-by-meeting e nessun impegno preventivo in entrambe le direzioni.

**Sul piano macroeconomico**, le domande si concentreranno sugli effetti dello shock energetico, e del precedente shock-dazi, e sull'inflazione sottostante. **Warsh dovrà chiarire se la Fed sia ancora disposta a guardare oltre gli effetti di primo impatto dello shock energetico**, come fatto in parte con i dazi, oppure se la persistenza dell'inflazione e il rischio di trasmissione alle aspettative richiedano maggiore cautela. In parallelo, potrebbe emergere il tema delle misure alternative rispetto al core PCE, come *trimmed mean* e *median PCE*. Un cambio di enfasi troppo rapido, tuttavia, rischierebbe di essere percepito come una modifica opportunistica del metro di valutazione. Non mancheranno inoltre domande sull'**impatto dell'IA su crescita, produttività e occupazione**, tema rilevante per valutare sia il tasso neutrale sia il trade-off tra crescita e inflazione.

**Per quanto riguarda la comunicazione, incluso il ruolo di SEP e grafico a punti**, Warsh potrebbe essere interrogato sulla **possibilità di ridimensionare il peso delle proiezioni individuali, fino all'eventuale omissione delle proprie proiezioni dal dot plot di giugno**. Ci attendiamo però un approccio prudente: il nuovo Presidente potrebbe segnalare l'avvio di una revisione della strategia comunicativa, evitando mosse percepite come unilaterali alla prima riunione.

Infine, il **Q&A potrebbe toccare l'agenda istituzionale di Warsh**. La nomina di Paul Winfree e Daniel Heil come advisor ad interim sarà probabilmente letta come segnale di una revisione più ampia del framework, della comunicazione e del bilancio della Fed. Warsh dovrà quindi bilanciare due obiettivi: mostrare discontinuità rispetto allo status quo, coerentemente con il profilo riformista emerso nella testimonianza al Senato, senza però aprire una frattura interna nella prima riunione della nuova Fed.

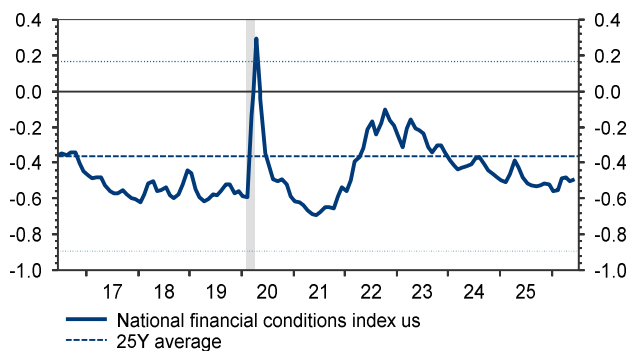
## Condizioni finanziarie e aspettative di mercato su tassi

Rispetto all'ultima riunione del FOMC (del 29 aprile), **le condizioni finanziarie sono variate poco ma in direzione lievemente più espansiva** (Fig. 4).

**L'indice di policy rate uncertainty della Fed di Kansas City** ha registrato un ulteriore rialzo, coerente con un contesto di maggiore incertezza sul sentiero dei tassi e con l'ipotesi di una pausa prolungata sui tassi (Fig. 5).

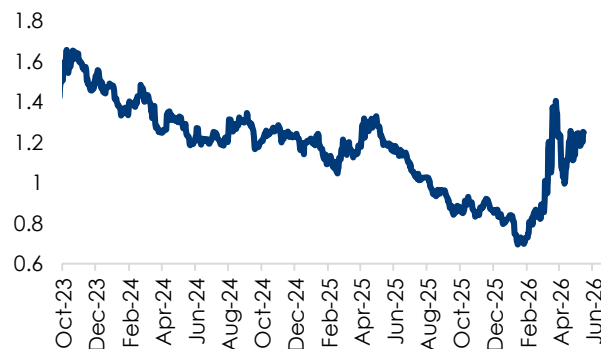
Dopo l'ultimo FOMC, **le aspettative di mercato sui tassi si sono spostate in direzione restrittiva**. Attualmente gli investitori scontano pienamente un rialzo dei tassi entro marzo 2027, riflettendo la combinazione di inflazione più persistente e mercato del lavoro resiliente. Le nostre previsioni restano meno restrittive: **continuamo a ritenere più probabile una Fed ferma da qui a fine anno, con l'allentamento rinviato al 2027, piuttosto che l'apertura di un ciclo di rialzi dei tassi**.

**Fig. 4 – Dall'ultimo FOMC, le condizioni finanziarie sono variate poco ma in direzione più espansiva**



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. Valori positivi dell'NFCI indicano condizioni finanziarie più restrittive della media, mentre valori negativi indicano condizioni finanziarie più espansive della media.  
Fonte: Fed di Chicago

**Fig. 5 – L'indice di policy rate uncertainty della Fed di Kansas City mostra un rinnovato aumento 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

## 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.intesaspa.com](http://www.imi.intesaspa.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 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 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)

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

Riccardo Bellesia

riccardo.bellesia@intesasanpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

Alessia Gavazzi

alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasanpaolo.com