

Macro Rapid Response

FOMC ancora in pausa, ma il Comitato è spaccato

Il FOMC di luglio si è concluso, come atteso, con tassi invariati nell'intervallo 3,50-3,75%, ma ben tre sono stati i dissensi a favore di un rialzo dei tassi da 25pb (Logan, Hammack e Kashkari). Il comunicato è sostanzialmente invariato e Warsh in conferenza-stampa non ha fornito chiare indicazioni circa le prossime mosse. Cruciale, per il FOMC, sarà valutare dai prossimi dati se gli effetti dei rincari legati a energia, dazi e investimenti nell'IA rimarranno circoscritti o si propagheranno al resto del paniere. Dopo il FOMC, le aspettative di mercato di rialzi dei tassi si sono in parte ridimensionate rispetto ai livelli pre-meeting.

30 luglio 2026

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Paolo Mameli
Economista

- Il FOMC di luglio si è concluso, come atteso, con un target sui fed funds invariato nell'intervallo 3,50-3,75%, ma **la decisione non è stata unanime. I tre presidenti regionali Logan, Hammack e Kashkari hanno votato per un rialzo da 25pb**. Si tratta degli stessi membri che, nella riunione di aprile, non avevano sostenuto il mantenimento dell'orientamento espansivo nel comunicato.
- Dopo l'ampia riscrittura di giugno, **il comunicato di luglio ha subito una sola modifica testuale**, priva di implicazioni operative: il FOMC non **"riafferma"** più, ma **"continua"**, la politica di mantenimento di un regime di riserve abbondanti. Il resto del testo è invariato, il che suggerisce che lo scenario macroeconomico di base della Fed potrebbe non essere cambiato rispetto al precedente FOMC. Il fatto che i dati di giugno, inferiori al previsto, su occupazione e inflazione non abbiano indotto modifiche nel comunicato conferma che la Fed non attribuisce eccessiva importanza a una singola rilevazione mensile ma attende maggiori evidenze di un trend in tale senso.
- Warsh ha descritto l'economia come ancora solida e resiliente agli shock: in particolare, il **boom degli investimenti in tecnologia e IA continua a supportare manifattura, produttività e capacità produttiva futura**. Ha però sottolineato che tempi e intensità degli effetti di questi investimenti sul lato dell'offerta restano difficili da quantificare.
- **Sull'inflazione, Warsh ha ribadito che la Fed prende sul serio gli shock da offerta, di fronte ai quali non è detto che "guardi oltre"**. Il tema centrale è capire se i rincari da energia, dazi e investimenti legati all'IA restino circoscritti o si propaghino al resto del paniere. **La Fed resta quindi concentrata sugli effetti indiretti degli shock da offerta (sull'inflazione sottostante), e su eventuali "effetti di seconda battuta" su aspettative e salari**. In questo contesto, Warsh ha chiarito che il riferimento formale resta il deflatore PCE e che il target del 2% non è in discussione, ma che **la Fed guarderà a un set più ampio di indicatori per valutare la dinamica sottostante dei prezzi** (senza fornire dettagli in merito).
- **Sul mercato del lavoro**, Warsh ha mantenuto una valutazione costruttiva: i guadagni occupazionali sono considerati in linea con la forza lavoro e il tasso di disoccupazione è rimasto poco variato. **L'occupazione non appare quindi sufficientemente debole da giustificare un'impostazione più accomodante**. Warsh ha anche sostenuto che **la stabilità dei prezzi e la piena occupazione non sono obiettivi in conflitto**: un'inflazione elevata e volatile finirebbe per danneggiare anche il mercato del lavoro.
- **La conferenza stampa ha confermato il cambio di regime nella comunicazione della Fed**: Warsh ha ribadito che **la banca centrale non intende guidare i mercati sul sentiero dei tassi** e che i prezzi di mercato devono reagire ai dati e agli sviluppi economici, non alla forward guidance della Fed. Le task force annunciate a giugno restano parte centrale della nuova impostazione.
- **Nel Q&A, Warsh ha affermato che la decisione di mantenere i tassi invariati non va letta come inerzia**: il Chair ha descritto la riunione come una fase di **"valutazione vigile"**, non di semplice attesa, sottolineando che il FOMC non ha attribuito eccessivo peso al dato

favorevole di giugno sull'inflazione e continuerà a guardare alle tendenze di fondo. Il messaggio antinflazionistico è rimasto netto: **non esiste un target implicito sopra il 2% e il Comitato resta impegnato a conseguire la stabilità dei prezzi**. Warsh ha però aggiunto che **la trasmissione della politica monetaria viene valutata attraverso più canali** e che il rialzo dei rendimenti obbligazionari (nominali e reali) verificatosi dall'ultimo FOMC configura un irrigidimento delle condizioni finanziarie.

- **Infine, Warsh ha cercato di ridimensionare l'immagine di un Comitato diviso al suo interno:** i dissensi a suo avviso riflettono divergenze sulla tattica e sulla tempistica, non sugli obiettivi; ha descritto inoltre il confronto interno come franco e robusto, sottolineando che questa dialettica è una caratteristica voluta del processo decisionale, non un segnale di disfunzione. **La linea di maggioranza resta quindi quella di una Fed paziente, ma non passiva:** tassi fermi oggi, ma piena disponibilità a intervenire se i prossimi dati mostrassero una persistenza dell'inflazione o un disancoraggio delle aspettative.
- Dopo la riunione del FOMC, **le attese di mercato su possibili incrementi dei tassi si sono ridimensionate rispetto ai livelli pre-meeting.** La curva non sconta più pienamente un rialzo da 25pb già a settembre: la probabilità implicita è ora poco sotto il 70%. Gli investitori assegnano peraltro ancora un'elevata probabilità (intorno al 90%) ad almeno un rialzo entro dicembre.
- In sintesi, **le decisioni dei prossimi mesi della Fed dipenderanno interamente dai dati:** nel caso in cui, anche sulla scia della ripresa delle ostilità in Medio Oriente, l'inflazione riaccelerasse (soprattutto nella componente core) dopo il dato di giugno, i consensi a favore di un rialzo dei tassi potrebbero crescere (a meno di un significativo rallentamento del mercato del lavoro). Viceversa, se almeno le misure di inflazione sottostante non mostrassero una riaccelerazione, la Fed potrebbe mantenere l'attuale linea attendista.
- **Da qui al prossimo FOMC, la Fed avrà a disposizione due tornate di dati su CPI/PPI e employment report:** da quelle evidenze dipenderà la decisione che sarà presa il prossimo 16 settembre. Se la tendenza di raffreddamento dell'inflazione e indebolimento dell'occupazione vista a giugno fosse confermata, la banca centrale potrebbe continuare nella sua linea di attesa. Viceversa, se emergessero segnali di riaccelerazione delle pressioni inflazionistiche in particolare nelle componenti core, gli attuali dissensi a favore di un rialzo dei tassi potrebbero crescere.

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 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.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

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Riccardo Bellesia

riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Alessia Gavazzi

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com