

Macro Rapid Response

FOMC: svolta hawkish

Il FOMC di settembre si è concluso, come atteso, con un rialzo di 25 pb del target sui fed funds, al 3,75-4,00%, deciso all'unanimità e accompagnato da un messaggio più hawkish del previsto. Il comunicato elimina il riferimento agli shock da offerta come spiegazione dell'inflazione e motiva la stretta con la necessità di un ritorno "più tempestivo" al 2%, senza fornire forward guidance sulle prossime mosse. Le nuove Summary of Economic Projections mostrano un'inflazione leggermente più alta e soprattutto più persistente, con un ritorno al target solo nel 2029, e un sentiero dei tassi coerente con un altro rialzo entro fine anno e tagli rimandati dal 2028 in poi. Warsh non ha presentato proprie proiezioni, ma non ha neppure cercato di ridimensionare le aspettative di ulteriori interventi. Ci attendiamo ora almeno un altro rialzo quest'anno, con un timing più probabile a dicembre che a ottobre. Per il 2027, ci aspettiamo ora tassi fermi in linea con le SEP, anche se i rischi sono tutti al rialzo, specie per la prima parte dell'anno. Il graduale rientro delle spinte inflazionistiche potrebbe consentire un moderato allentamento nel medio termine, che tuttavia vediamo ora solo a partire dal 2028 (o al più presto nell'ultimo scorcio del 2027).

- **Il FOMC di settembre si è concluso, come atteso, con un rialzo di 25 pb del target sui fed funds, al 3,75-4,00%.** La decisione è stata unanime, come a giugno, segnalando un consenso nel Comitato ampio sulla necessità di rafforzare la risposta all'inflazione.
- **Il comunicato presenta poche modifiche rispetto a luglio.** Il giudizio sulla crescita resta "solido", e viene aggiunto che la "spesa domestica è rimasta resiliente". Viene eliminato il riferimento agli shock di offerta e all'energia come spiegazione dell'inflazione elevata e **viene introdotta una motivazione esplicita del rialzo:** l'azione odierna "favorirà un ritorno più tempestivo" dell'inflazione all'obiettivo del 2%. **Il messaggio sposta quindi l'enfasi dalla natura degli shock alla necessità di contrastarne la persistenza e la possibile propagazione all'inflazione sottostante.** Non viene però introdotto alcun bias esplicito verso ulteriori rialzi.
- **Le nuove Summary of Economic Projections rafforzano il quadro hawkish,** mostrando un'inflazione leggermente più elevata a fronte di un'economia reale più forte. La mediana per il PCE headline nel 2026 sale al 3,7% dal 3,6% di giugno e quella per il core al 3,4% dal 3,3%; contrariamente alle nostre attese, il core PCE 2027 resta invariato al 2,5%, mentre nel 2028 headline e core salgono rispettivamente al 2,1% e al 2,2%. **La convergenza al 2% viene quindi rinviata al 2029 per entrambe le misure,** segnalando che la Fed considera lo shock inflazionistico più persistente e con effetti non circoscritti all'energia. Sul fronte reale, **la crescita viene rivista al rialzo** di un decimo nel 2026, al 2,3%, e nel 2027, al 2,4%, mentre il tasso di disoccupazione scende al 4,1% per tutto il triennio 2026-28. **Nel complesso, le SEP descrivono un'economia più resiliente e un'inflazione più persistente, coerenti con una politica monetaria più restrittiva.**
- **La mediana delle proiezioni sui tassi è salita nettamente su tutto l'orizzonte previsivo:** al 4,1% nel 2026, dal 3,8% di giugno, implicando un ulteriore rialzo da 25 pb entro fine anno dopo quello di settembre. La mediana resta al 4,1% nel 2027 (da 3,6% precedente), il che significa che i tagli non sono più previsti nel 2027 ma sono rimandati agli anni successivi: i tassi sono ovisti al 3,9% nel 2028 (dal 3,4% di giugno) e al 3,6% nel 2029. Anche il tasso di lungo periodo viene rivisto al rialzo, al 3,2% dal 3,1%.
- Il dettaglio del **grafico a punti mostra che 16 su 18 membri del FOMC indicano almeno un ulteriore aumento entro fine anno:** solo 2 partecipanti considerano sufficiente l'aumento deciso a settembre e nessuno indica una riduzione, mentre 12 prevedono un altro rialzo da 25 pb e 4 altri due rialzi (a giugno erano soltanto 9 i partecipanti che incorporavano almeno un rialzo, 8 vedevano tassi invariati e 1 si attendeva un taglio). **Per il 2027 il dot plot presenta maggiore dispersione e differenti opinioni sulla direzione dei tassi:** la mediana resta al 4,1%

17 settembre 2026

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Paolo Mameli
Economista

(coerente con tassi fermi l'anno prossimo dopo i due rialzi di quest'anno) ma, mentre 8 partecipanti indicano 4,375%, cioè due ulteriori rialzi rispetto al livello attuale, 4 vedono dei tagli, a 3,625% o sotto (un outlier a 3,125%). **Secondo la distribuzione mediana, il primo taglio è previsto solo nel 2028, seguito da un secondo nel 2029 e da ulteriori interventi nel lungo termine.** Come a giugno, Warsh non ha presentato le proprie proiezioni.

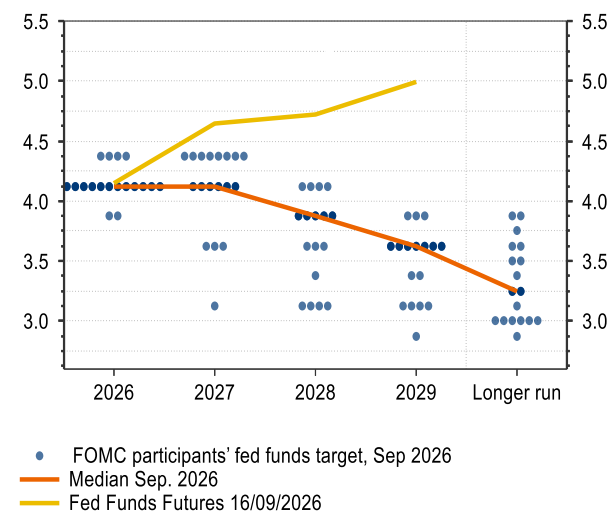
- Durante conferenza stampa e Q&A, **Warsh ha spiegato in modo esplicito cosa è cambiato rispetto a luglio**, quando il Comitato aveva preferito **"comprare un po' di tempo"** prima di intervenire. Ha indicato tre elementi: un rafforzamento dell'economia e del mercato del lavoro, dati estivi sull'inflazione che non hanno mostrato un miglioramento sufficientemente chiaro e rapido, e un peggioramento del quadro geopolitico. **Il rialzo non viene quindi ricondotto a un singolo dato**, ma alla valutazione congiunta delle tendenze emerse nelle sette settimane tra le due riunioni.
- **Sull'inflazione**, Warsh ha chiarito perché la Fed ritiene appropriato reagire anche a uno shock prevalentemente da offerta. La banca centrale non può incidere direttamente sui prezzi di petrolio o alimentari, ma può evitare che gli aumenti dei prezzi relativi si diffondano al resto del paniere e producano effetti di secondo e terzo ordine. Rispetto a luglio, quando il tema centrale era ancora valutare se le pressioni si sarebbero propagate, **il Comitato ritiene ora che il miglioramento dell'inflazione sottostante non sia stato sufficientemente rapido**. Warsh ha ribadito che contano le tendenze, non il singolo dato mensile, sottolineando che **sul PCE la disinflazione non è ancora sufficientemente diffusa: "troppe categorie" registrano ancora aumenti superiori al 3% sia su base semestrale sia annuale**.
- **Sul grado di restrizione della politica monetaria**, Warsh ha dato un segnale più netto rispetto alle riunioni precedenti: ha affermato che **lui e gran parte del Comitato faticano ancora a descrivere le condizioni finanziarie come restrittive**, definendo il rialzo come la rimozione di **"una dose di accomodamento"**. Al tempo stesso, ha escluso che il tasso neutrale abbia un ruolo operativo nelle decisioni, considerandolo soprattutto un riferimento analitico.
- Sulle prossime mosse, **Warsh ha mantenuto la linea di forte avversione alla "forward guidance"**, rifiutando di chiarire se il rialzo sia isolato o apra una sequenza di ulteriori aumenti. Alla domanda sulla tensione tra il ritorno "più tempestivo" al 2% promesso nel comunicato e SEP che raggiungono l'obiettivo solo nel 2029, ha ricordato che quelle sono le proiezioni dei 18 partecipanti che le hanno presentate, non una guidance ufficiale della Fed. Il Chair ha inoltre giudicato il mercato del lavoro sostanzialmente in piena occupazione, escludendo che sia necessario provocare un indebolimento per riportare l'inflazione al target.
- In prospettiva, **pensiamo che un secondo rialzo dei tassi entro fine anno, al 4,00-4,25%, sia lo scenario più probabile, coerentemente con le indicazioni delle regole di Taylor e con le attese di mercato**, in quanto ci attendiamo pochi progressi dai dati di inflazione nei prossimi mesi. Il timing più plausibile per un rialzo è la riunione di dicembre, quando saranno aggiornate le SEP, e dopo che si saranno concluse le elezioni di mid-term (anche se non si può escludere del tutto un intervento anche a ottobre se dovessero intensificarsi i rischi inflazionistici). **Un percorso di graduale allentamento è ancora possibile nel medio termine**, al venir meno dello shock energetico, **ma ci attendiamo ora che esso possa prendere avvio solo, in linea con le SEP, a partire dal 2028 (o al più presto da dicembre 2027 in caso di maggiori evidenze di rientro dell'inflazione)**. Vediamo un punto di arrivo dei fed funds nel lungo termine lievemente più elevato di quello indicato dalle SEP (3,4% vs 3,2%). Il nostro profilo resta meno hawkish, specie su un orizzonte a 12 mesi, di quello implicito nei prezzi di mercato.

Tab. 1 - SEP: Le revisioni al rialzo di crescita e inflazione, insieme a una disoccupazione più bassa, rafforzano il quadro hawkish

	Mediana				
Variabile	2026*	2027*	2028*	2029*	Lungo termine
PIL reale					
Proiezione FOMC settembre	2,3	2,4	2,2	2,1	2,0
Proiezione FOMC giugno	2,2	2,3	2,2		2,0
Stima Intesa Sanpaolo	2,2	1,9	2,1	2,0	2,1
Tasso di disoccupazione					
Proiezione FOMC settembre	4,1	4,1	4,1	4,1	4,2
Proiezione FOMC di giugno	4,3	4,3	4,2		4,2
Stima Intesa Sanpaolo	4,2	4,3	4,2	4,2	4,2
Deflatore PCE					
Proiezione FOMC settembre	3,7	2,3	2,1	2,0	2,0
Proiezione FOMC di giugno	3,6	2,3	2,0		2,0
Stima Intesa Sanpaolo	3,4	2,1	2,0	2,0	2,0
Deflatore PCE Core					
Proiezione FOMC settembre	3,4	2,5	2,2	2,0	
Proiezione FOMC di giugno	3,3	2,5	2,1		
Stima Intesa Sanpaolo	3,3	2,2	1,9	2,0	2,0
Tasso sui fed funds					
Proiezione FOMC settembre	4,1	4,1	3,9	3,6	3,2
Proiezione FOMC di giugno	3,8	3,6	3,4		3,1
Stima Intesa Sanpaolo	4,1	4,1	3,6	3,4	3,4

Nota: (*) 4° trimestre, Fonte: proiezioni dei membri del Consiglio della Fed e dei presidenti delle banche regionali della Fed, settembre e giugno 2026; previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 1 - La mediana dei dot indica un ulteriore rialzo nel 2026, tassi fermi nel 2027 e tagli solo dal 2028; le attese di mercato sono decisamente più hawkish



Fonte: Consiglio della Federal Reserve, LSEG Datastream

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

Alessio Tiberi

alessio,tiberi@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
