INTESA SANPAOLO

Macro

Macro Rapid Response

FOMC: prevale un approccio "graduale" (sia pur non unanime)

29 ottobre 2026

Il FOMC di ottobre si è concluso, come atteso, con tassi invariati, ma la decisione non è stata unanime: Cook e Hammack hanno votato a favore di un ulteriore aumento di 25 pb. Il comunicato rafforza la valutazione sulla crescita ma segnala al tempo stesso la volontà di attendere ulteriori evidenze prima di valutare la prossima mossa. In conferenza stampa Warsh ha riconosciuto che la stretta introdotta a settembre sta iniziando a trasmettersi alle condizioni finanziarie e che alcune misure dell'inflazione e delle aspettative si stanno muovendo nella direzione desiderata, pur ribadendo che le pressioni sui prezzi restano elevate. Interpretiamo quindi la decisione come una pausa "hawkish" coerente con una gestione graduale del ciclo di rialzi. Manteniamo la previsione di un aumento di 25 pb a dicembre. Dopo il FOMC, le aspettative di mercato di ulteriori rialzi dei tassi si sono in parte ridimensionate rispetto ai livelli pre-meeting: ad oggi, la soglia per vedere nuovi rialzi dopo dicembre appare leggermente più elevata.

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

- **Il FOMC di ottobre si è concluso, come previsto, con un target sui fed funds invariato nell'intervallo 3,75-4,00%, ma con due dissensi a favore di un rialzo di 25 pb, espressi da Cook e Hammack**. La sorpresa maggiore è rappresentata da Cook e, specularmente, dal mancato dissenso di Logan.
- **Il comunicato presenta solo due modifiche sostanziali rispetto a settembre**. Il giudizio sull'attività viene rafforzato: l'economia è ora descritta in espansione a un ritmo "**forte**" anziché "solido". Inoltre, la frase secondo cui "l'azione di politica monetaria odierna sosterrà un ritorno più tempestivo" dell'inflazione al 2% viene sostituita dall'indicazione che "**l'accumulo di maggiori informazioni aiuterà il Comitato a determinare la stance di politica monetaria appropriata per garantire un ritorno tempestivo dell'inflazione**" all'obiettivo. La nuova formulazione è coerente con un approccio più graduale, senza segnalare una conclusione del ciclo di rialzi.
- **Warsh ha rafforzato la valutazione positiva dell'economia**. Ha indicato per il terzo trimestre una crescita superiore al 3%, sostenuta dai consumi e da investimenti delle imprese in aumento a un ritmo vicino alla doppia cifra. Il boom del capex resta trainato dalla tecnologia, ma si sta diffondendo anche ad altri settori. **Sul ruolo dell'IA**, **ha sottolineato che l'aumento dei tassi di interesse sta già incidendo sulle condizioni di finanziamento e sulle decisioni di investimento**, ma ha precisato che una crescita più forte dell'attività economica non implica necessariamente maggiori pressioni inflazionistiche.
- **Sull'inflazione**, **Warsh ha mantenuto toni restrittivi, pur riconoscendo alcuni segnali favorevoli**. L'inflazione resta troppo elevata e il recente rialzo dei prezzi energetici richiede di evitare che gli aumenti si diffondano al resto dell'economia. Al tempo stesso, ha osservato che le misure di inflazione implicite nei mercati, in particolare quelle ricavate dagli *inflation swap*, stanno andando nella giusta direzione, così come le aspettative di inflazione, e si è detto "**incoraggiato dai progressi**" in tal senso. Secondo il giudizio prevalente nel Comitato, **la nuova "medicina" monetaria sta quindi iniziando a funzionare, anche se è ancora troppo presto per trarre conclusioni definitive**.
- **Sul mercato del lavoro, Warsh ha espresso una valutazione positiva**. Il tasso di disoccupazione è inferiore a un anno fa, la crescita degli occupati è superiore al ritmo dello scorso anno e la media mobile delle richieste di sussidio resta sui minimi. Le condizioni dal lato dell'occupazione vengono quindi definite "**abbastanza positive**" e riducono il rischio che un indebolimento del mercato del lavoro richieda un orientamento più accomodante di politica monetaria.
- **Warsh ha riconosciuto un irrigidimento delle condizioni finanziarie dopo il rialzo di settembre**. A suo avviso le condizioni finanziarie e creditizie si sono inasprite per alcune famiglie e

imprese, anche se ha ribadito di non essere ancora disposto a definirle "**restrittive**". Ha inoltre individuato proprio **nell'inasprimento delle condizioni finanziarie il principale canale di trasmissione della politica monetaria**, aggiungendo che gli effetti osservati dopo il rialzo di settembre sono stati nel complesso coerenti con le sue attese e che si tratta di un segnale che la *policy* sta funzionando.

- **Warsh non ha fornito indicazioni esplicite sull'orientamento del FOMC alla riunione di dicembre.** Ha ribadito la propria contrarietà alla "forward guidance" e ha escluso di voler anticipare decisioni future, sottolineando che nelle prossime sei settimane il Comitato potrebbe acquisire informazioni sufficienti per valutare più precisamente la "*stance*" monetaria più appropriata (come esplicitamente ricordato nel comunicato). **Il messaggio lascia quindi aperta la possibilità di un nuovo rialzo, ma senza indicare dicembre come un appuntamento già deciso.**

- **Prosegue la revisione dell'impianto di comunicazione avviata dal nuovo Chair, che ha annunciato una modifica del calendario delle riunioni del FOMC**. Le riunioni resteranno otto all'anno, ma dal 2027 una sarà dedicata esclusivamente alla strategia monetaria, senza voto sui tassi né comunicato, riducendo a sette le riunioni operative; dal 2028 queste scenderanno a sei. Warsh ha motivato la scelta con la necessità di **prendere le decisioni a intervalli regolari e sufficientemente ricchi di informazioni**, riservando al tempo stesso maggiore spazio alla discussione delle questioni strategiche di lungo periodo. La modifica **rende più esplicita la scelta di procedere con maggiore gradualità nella conduzione della politica monetaria**.

- **Dopo il FOMC, le aspettative di mercato di ulteriori rialzi dei tassi si sono in parte ridimensionate rispetto ai livelli pre-meeting**. Dopo la conferenza stampa, la curva OIS sconta poco meno di 20 pb di rialzo alla riunione dell'8-9 dicembre e poco più di 40 pb cumulati entro marzo 2027 (sino a un picco di oltre 60 pb sull'orizzonte a luglio 2027).

- **In sintesi, la pausa di ottobre appare coerente con un approccio più graduale, non con la conclusione del ciclo di rialzi.** La crescita resta forte e il mercato del lavoro solido, mentre l'inflazione è ancora troppo elevata; al tempo stesso, il Comitato ritiene che la stretta già attuata stia iniziando a produrre effetti e vuole avere a disposizione maggiori informazioni prima di decidere il prossimo intervento. **Manteniamo quindi la previsione di un rialzo di 25 pb a dicembre, al 4,00-4,25%.** Un rallentamento più netto dell'inflazione sottostante o un ulteriore significativo irrigidimento delle condizioni finanziarie aumenterebbero la probabilità che possa trattarsi dell'ultimo rialzo di questo ciclo.

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis
Luca Mezzomo (Responsabile) 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