

## Macro Rapid Response

### FOMC: toni dovish, ma le nuove proiezioni trimestrali sono meno accomodanti

21 marzo 2024

La riunione del FOMC di marzo ha visto una revisione al rialzo delle stime su crescita e inflazione, nonché della mediana sulle proiezioni sui tassi per fine 2025, sia pur bilanciata dai toni accomodanti di Powell in conferenza-stampa, che hanno finito per prevalere nelle considerazioni degli investitori. Manteniamo l'idea di 75pb di tagli cumulati nel 2024, con una prima mossa a giugno, anche se la probabilità dello scenario di rischio con 50pb di tagli, e un primo intervento rimandato al trimestre estivo, ci pare in aumento. Al contempo, riduciamo le nostre aspettative di tagli per il 2025, da 100 a 75pb.

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

- Come atteso, **la riunione del FOMC è terminata con un target sul tasso sui fed fund fermo per la quinta seduta consecutiva a 5,25%-5,50%** (la decisione è stata presa all'unanimità).
- L'unica lieve variazione nel comunicato rispetto a gennaio è il riconoscimento che **la crescita dell'occupazione è rimasta forte** (nello *statement* precedente si leggeva che essa era rallentata rispetto all'inizio del 2023 ma rimaneva forte). Sull'inflazione, viene ripetuto che essa è diminuita nell'ultimo anno ma resta elevata.
- **Le nuove Summary of Economic Projections includono una revisione al rialzo delle stime sia sul PIL** (da 1,4% a 2,1% per il 2024, da 1,8% a 2% per il 2025 e da 1,9% a 2% per il 2026) **che sul deflatore core** (rivisto da 2,4% a 2,6% quest'anno, confermato a 2,2% l'anno prossimo e a 2% nel 2026), **nonché una limatura al ribasso delle proiezioni sul tasso di disoccupazione** (da 4,1% a 4% sia nel 2024 che nel 2026, mentre la stima per il 2025 è stata mantenuta a 4,1%). Le stime di lungo termine per tutte le variabili macroeconomiche sono rimaste invariate.
- **La mediana delle proiezioni sui tassi sui fed funds è rimasta invariata nel 2024** (in coerenza con 75 punti-base di tagli attesi entro fine anno), **ma è stata rivista al rialzo di tre decimi per il 2025** (quando si prevedono ora 75 pb di tagli anziché 100 pb come in precedenza) **e di due decimi per il 2026** (quando sono attesi ulteriori 75 pb di tagli). **Anche la stima per il lungo termine**, nonostante la stabilità delle proiezioni sulle variabili macro, **è stata alzata di un decimo, da 2,5% a 2,6%** (valore centrale del corridoio sui fed funds).
- **Il grafico a punti per quest'anno mostra che, rispetto a dicembre, nonostante la mediana delle proiezioni sui fed funds sia rimasta invariata, in realtà c'è stato uno spostamento in direzione meno accomodante**: due membri continuano a vedere tassi fermi come a dicembre, i partecipanti che si aspettano solo un taglio da 25 pb sono saliti da 1 a 2, e l'esponente più dovish non si attende più un taglio da 150 pb ma da 100 pb; rispetto a tre mesi fa, vi è una maggiore convergenza su ribassi da 75 pb (9 membri rispetto ai 6 di dicembre).
- Nella conferenza stampa, Powell ha dichiarato che **l'economia ha registrato una crescita solida**, sostenuta da una forte domanda dei consumatori, nonché da miglioramenti dal lato dell'offerta; tuttavia, gli effetti della passata restrizione monetaria continuano a essere tangibili in particolare sul settore immobiliare e sugli investimenti aziendali. **Il mercato del lavoro rimane teso, ma il ribilanciamento tra domanda e offerta continua**. La crescita dei salari nominali si è attenuata e i posti di lavoro vacanti sono diminuiti, malgrado la domanda di lavoro superi ancora l'offerta.
- Durante la sessione di Q&A, **Powell non si è mostrato preoccupato per i dati superiori al previsto sull'inflazione core** nei primi due mesi dell'anno, affermando che essi potrebbero essere dovuti a effetti stagionali, e che tali dati non cambiano il quadro generale, che resta quello di un'inflazione che scende gradualmente, sia pure su una strada "a volte accidentata", verso il 2%. Powell ha anche osservato che l'inflazione dei servizi abitativi

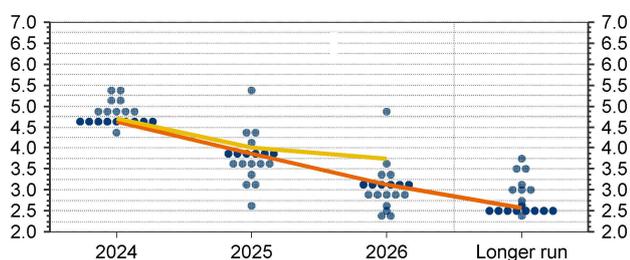
Paolo Mameli  
Economista

Mario Di Marcantonio  
Economista - USA

dovrebbe presto moderare riflettendo il calo dei prezzi di mercato degli affitti, anche se vi è incertezza sul momento esatto in cui ciò avverrà.

- Il governatore ha lasciato intendere implicitamente che, sebbene il FOMC abbia alzato in misura significativa la previsione sul PIL 2024, **una crescita più forte è stata resa possibile non solo dalla resilienza della domanda, ma anche dal miglioramento delle condizioni di offerta, e quindi non necessariamente rappresenta un argomento contro i tagli dei tassi.** Le decisioni continueranno ad essere dipendenti dai dati e "riunione per riunione", e saranno prese con la cautela necessaria, considerando anche l'allentamento delle condizioni finanziarie osservato dallo scorso autunno.
- In merito al tema della riduzione del bilancio, Powell ha affermato che, sebbene non sia stata presa una decisione definitiva, **la "sensazione generale" del FOMC è quella di iniziare a rallentare il ritmo della riduzione del bilancio "abbastanza presto"**, anche se ciò "non significa che alla fine il nostro bilancio si ridurrà meno di quanto sarebbe altrimenti". Il nostro scenario centrale è che la Fed possa iniziare a rallentare il ritmo del *Quantitative Tightening* a giugno, in corrispondenza con l'avvio del ciclo di tagli dei tassi.
- In sintesi: la principale novità è la revisione al rialzo delle stime sia sulla crescita che sull'inflazione, e di conseguenza minori tagli dei tassi attesi dal FOMC nel 2024-25 (anche se la mediana per quest'anno, come detto, è rimasta invariata). **Tali variazioni in senso meno accomodante sono state però bilanciate da un wording di Powell piuttosto dovish, che ha finito per prevalere nelle considerazioni degli investitori** (la probabilità implicita nei futures di un taglio a giugno è salita all'80%, e i tagli attesi entro fine 2024 sono aumentati a 84 punti-base).
- **Le nostre previsioni economiche, rispetto a quelle della Fed, vedono un calo più lento dell'inflazione core**, mentre sul fronte della crescita siamo più cauti sul 2024 ma più ottimisti per il 2025. Nel complesso, le differenze non sono tali al momento da giustificare uno scenario di base radicalmente diverso da quello del FOMC, anche se riteniamo che i rischi rispetto a quello scenario di base sui tassi siano al rialzo. **Manteniamo l'idea di 75 punti-base di tagli cumulati nel 2024, con una prima mossa a giugno, anche se la probabilità dello scenario di rischio con 50pb di tagli, e un primo intervento rimandato al trimestre estivo, ci pare in aumento. Al contempo, riduciamo le nostre aspettative di tagli per il 2025, da 100 a 75 punti-base** (punto di arrivo dei tassi sui fed funds a fine 2025: 3,75-4,00%).

**La mediana delle proiezioni sui tassi resta invariata rispetto a dicembre per il 2024, ma si sposta verso l'alto per il 2025-26. Si riduce la dispersione delle stime per l'anno in corso.**



● FOMC participants' fed funds target rate, March 20...  
 — Median, March 2024  
 — Fed Funds Futures 3/19/2024

Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

**Proiezioni del FOMC: revisione al rialzo delle stime di crescita e inflazione, al ribasso di quelle sul tasso di disoccupazione**

Variabile	Mediana			
	2024	2025	2026	Lungo termine
<b>PIL reale</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>
Proiezione dicembre	1.4	1.8	1.9	1.8
<b>Tasso disoccupazione</b>	<b>4.0</b>	<b>4.1</b>	<b>4.0</b>	<b>4.1</b>
Proiezione dicembre	4.1	4.1	4.1	4.1
<b>Deflatore consumi</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
Proiezione dicembre	2.4	2.1	2.0	2.0
<b>Deflatore core</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	
Proiezione dicembre	2.4	2.2	2.0	
<b>Proiezione sentiero appropriato dei tassi</b>				
<b>Tasso federal funds</b>	<b>4.6</b>	<b>3.9</b>	<b>3.1</b>	<b>2.6</b>
Proiezione dicembre	4.6	3.6	2.9	2.5

Nota: proiezioni dei membri del Board della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, marzo 2024. Fonte: Federal Reserve Board

## 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 S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. 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 S.p.A. 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 S.p.A..

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.

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 15c-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 S.p.A. 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 Banca - 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 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. 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.

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 Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, 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 S.p.A. 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, 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 – facendo riferimento a 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, 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 loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. 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 S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui 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. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. 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 dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

[luca.mezzomo@intesasnpaolo.com](mailto:luca.mezzomo@intesasnpaolo.com)

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

[paolo.mameli@intesasnpaolo.com](mailto:paolo.mameli@intesasnpaolo.com)

Mario Di Marcantonio

[mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com](mailto:mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com)

Andrea Volpi

[andrea.volpi@intesasnpaolo.com](mailto:andrea.volpi@intesasnpaolo.com)