

## Focus Stati Uniti

### FOMC: nessuna fretta di tagliare i tassi

Dal FOMC del 1° maggio ci attendiamo tassi invariati e un wording meno dovish sia nel comunicato che nella conferenza-stampa di Powell. Nel nostro attuale scenario di base incorporiamo due tagli Fed quest'anno (contro i tre impliciti nel grafico a punti di marzo), ma, in assenza di una discontinuità (protratta per qualche mese) nei dati di inflazione core, non è da escludere che si possa materializzare uno scenario in cui la banca centrale statunitense possa effettuare un solo taglio, o nessun taglio dei tassi, nel 2024.

**La riunione del FOMC del 1° maggio dovrebbe risultare interlocutoria, con tassi per il sesto meeting consecutivo al 5,25-5,50%. I toni sia del comunicato che della conferenza-stampa di Powell potrebbero essere meno accomodanti rispetto alla riunione di marzo, per via soprattutto delle recenti sorprese al rialzo sui dati di inflazione.** Powell dovrebbe evidenziare la possibilità che la Fed possa **attendere più di quanto previsto in precedenza prima di intraprendere un percorso di riduzione dei tassi.**

**Uno dei temi della riunione sarà senz'altro il dibattito in merito al ritmo del Quantitative Tightening (QT).** La maggioranza dei funzionari della Fed (tra i più convinti, Waller e Logan) ha concordato che sarebbe stato prudente iniziare piuttosto presto a ridurre il ritmo di deflusso del bilancio. Difficilmente però si raggiungerà un ampio consenso in merito, e la decisione potrebbe essere rimandata alla riunione di giugno.

Nonostante i toni più hawkish adottati dai membri del FOMC, **le condizioni finanziarie nelle ultime settimane sono rimaste in territorio espansivo** (si veda fig. 8). **Dall'ultimo FOMC, le attese di mercato sui tagli Fed si sono ulteriormente ridotte:** gli investitori oggi vedono come scenario più probabile quello di un solo taglio nel 2024 (entro la riunione del 7 novembre), con una probabilità di circa il 40% di un secondo intervento entro fine anno.

### Dall'ultimo FOMC, inflazione e mercato del lavoro hanno sorpreso al rialzo...

Le **informazioni congiunturali rese note dopo l'ultima riunione** del FOMC hanno evidenziato che:

- **le maggiori sorprese al rialzo sono giunte ancora una volta dai dati di inflazione:** a marzo, il CPI core è cresciuto di nuovo al di sopra delle attese, di 0,4% m/m, per via soprattutto di una **riaccelerazione dei prezzi dei servizi non abitativi** (0,8% m/m). L'indice PCE core ha mostrato rincari più contenuti (0,3% m/m), ma **sia il CPI che il PCE core hanno interrotto la loro discesa su base annua** (a 3,8% e 2,8% a/a rispettivamente); anzi il PCE "supercore" (al netto di alimentari, energia e alloggio) ha mostrato un aumento su base tendenziale dal 2,15% a/a di febbraio al 2,23% a/a di marzo, con la parte relativa ai soli servizi a 3,49% a/a a marzo dal 3,42% a/a di febbraio;
- **anche l'employment report di marzo (diffuso il 5 aprile) ha sorpreso al rialzo**, mostrando un'accelerazione a sorpresa degli occupati non agricoli, un calo del tasso di disoccupazione (al 3,8%) e una riaccelerazione sia delle ore lavorate, che dei salari orari (0,3% m/m); **un segnale positivo è però giunto dalla risalita del tasso di partecipazione e dell'offerta di lavoro**, che potrebbe facilitare il tanto atteso "ribilanciamento" del mercato, contribuendo a mitigare le pressioni sui salari;
- **segnali meno univoci sono giunti dal fronte del ciclo, che però, a nostro avviso, rimane relativamente robusto: il PIL è rallentato più del previsto nel 1° trimestre**, a 1,6% t/t annualizzato, ma la sorpresa negativa è giunta dal balzo dell'import e dalla riduzione delle scorte, che hanno dato un contributo negativo complessivo di -1,3%, mentre **la domanda interna ha mostrato resilienza**, con i consumi in aumento del 2,5% t/t ann. e gli investimenti

30 aprile 2024

Research Department

Macroeconomic Research

Paolo Mameli  
Economista

Mario Di Marcantonio  
Economista - USA

in accelerazione al 3,2%, spinti dalla componente residenziale (13,9%). **I primi dati sul trimestre in corso mostrano che le vendite al dettaglio di aprile hanno superato le attese, con una forte accelerazione nelle componenti "core", e l'andamento delle indagini non segnala un rallentamento brusco;**

- **dal Beige Book di aprile (preparato in vista del FOMC del 1° maggio), è emerso che l'attività economica ha mostrato un leggero aumento, con dieci dei dodici Distretti Federali che hanno segnalato una crescita economica da lieve a modesta.** La spesa dei consumatori è cresciuta marginalmente. Il settore auto ha beneficiato dei miglioramenti negli approvvigionamenti nonché degli incentivi, mentre il turismo ha visto una crescita modesta e variabile. L'attività manifatturiera è diminuita lievemente. Le costruzioni residenziali hanno mostrato miglioramenti, mentre il comparto non residenziale è rimasto stagnante. Nel mercato del lavoro, l'occupazione è cresciuta poco e si è registrato un miglioramento sia in termini di quantità che di qualità dell'offerta di lavoro; i salari sono cresciuti moderatamente, ritornando ai ritmi pre-pandemici; l'inflazione ha registrato aumenti modesti, con alcune interruzioni logistiche che non hanno causato grandi incrementi di prezzo.

### **...e il flusso di discorsi dei membri FOMC è stato meno accomodante**

Il presidente della Fed, Powell, ha esplicitamente dichiarato (lo scorso 16 aprile) che, **a causa delle recenti sorprese al rialzo nei dati di inflazione, occorrerà attendere più a lungo rispetto a quanto precedentemente preventivato prima di tagliare i tassi di interesse.** Ha, inoltre, sottolineato la mancanza di ulteriori progressi sul fronte inflazione, aggiungendo che, se le pressioni sui prezzi persistono, la Fed può mantenere i tassi fermi **"per tutto il tempo necessario"**.

Che l'inflazione rimanga la preoccupazione principale del FOMC era emerso già dai **verbali della riunione di marzo: tutti i partecipanti avevano riconosciuto i progressi nel ridurre l'inflazione, ma sottolineavano la necessità di maggiori conferme, su un'ampia (e protratta nel tempo) gamma di indicatori, di una stabile tendenza discendente dei prezzi.** Diversi funzionari avevano osservato che i rischi sulle previsioni di inflazione erano al rialzo, legati a un possibile riacuirsi delle problematiche dal lato dell'offerta o a una maggiore persistenza della dinamica sottostante.

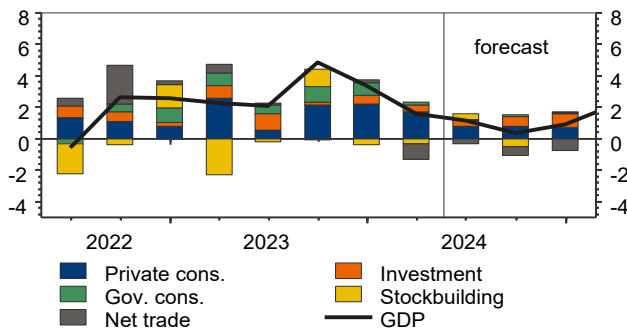
Le dichiarazioni giunte dai vari esponenti del FOMC dopo la riunione di marzo sono state in media meno accomodanti:

- **I toni più hawkish sono stati espressi da Powell (16 aprile), Mester (17 aprile), Bowman (17 aprile) e Kashkari (4 aprile),** i quali hanno enfatizzato la necessità di attendere maggiori conferme del calo dell'inflazione prima di considerare eventuali tagli dei tassi. In particolare, Kashkari ha dichiarato di aver rivisto le sue previsioni, indicando che potrebbe non essere necessario alcun taglio quest'anno se l'inflazione non mostra segni di moderazione.
- **Jefferson (16 aprile), Bostic (18 aprile), Barkin (10 aprile) e Williams (18 aprile) hanno adottato toni "intermedi", sebbene con una cautela maggiore rispetto alle settimane precedenti riguardo ai tempi di un possibile allentamento monetario.** Bostic ha suggerito che un primo taglio dei tassi potrebbe avvenire nel terzo trimestre, seguito da una pausa per valutare gli effetti, promuovendo un approccio di allentamento graduale.
- **Sul fronte più dovish, Goolsbee, Daly e Kugler.** Goolsbee l'8 aprile ha sottolineato i rischi per l'occupazione del mantenimento di una politica monetaria eccessivamente restrittiva, anche se il 19 aprile ha rimarcato che in questo momento potrebbe essere opportuno attendere di avere maggiore chiarezza prima di muoversi. Daly il 2 aprile continuava a vedere con favore la possibilità di tre tagli quest'anno, sostenendo che una riduzione moderata dei tassi non dovrebbe influenzare negativamente l'occupazione, ma ha poi successivamente aggiunto (il 16 aprile) che occorre evitare di agire con urgenza quando non è necessario. Kugler (il 3 aprile) ha condiviso un'opinione simile, ipotizzando una diminuzione dell'inflazione nei prossimi mesi pur in presenza di un mercato del lavoro ancora robusto.

### Conclusioni

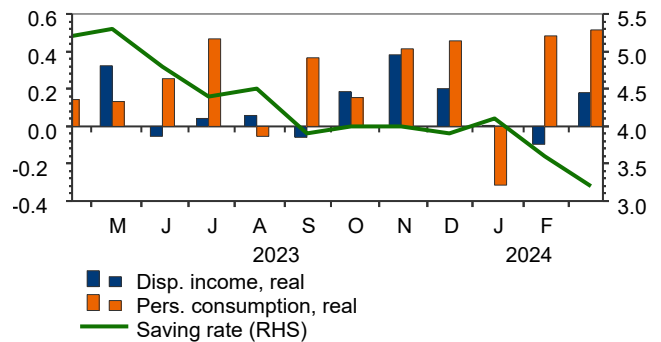
Le nostre aspettative di fine 2023 sull'economia statunitense, che vedevano una crescita del PIL superiore alle attese di consenso, una tenuta del mercato del lavoro e un calo molto lento dell'inflazione, e conseguentemente una Fed assai meno dovish di quanto allora scontato dagli investitori, si sono concretizzate. Anzi, i due tagli dei tassi che ci aspettavamo alla fine dell'anno scorso dalla Fed nel 2024 (e che corrispondono al nostro attuale scenario di base) potrebbero ora sovrastimare l'entità delle mosse che la banca centrale statunitense si avvia a implementare quest'anno. Condizione necessaria per l'avvio di un ciclo espansivo è, a nostro avviso, una discontinuità nei dati di inflazione, non episodica ma protratta per qualche mese, pur in presenza di un PIL resiliente e di un mercato del lavoro ancora robusto: verosimilmente, **occorrerà almeno una striscia di diversi dati mensili sul PCE core in area 0,1% m/m in media (non troppo dissimile da quella vista nella seconda metà dello scorso anno), in assenza della quale la possibilità che la Fed possa decidere solo un taglio, o nessun taglio dei tassi quest'anno, non è da escludere.**

Fig. 1 – È in corso un “atterraggio morbido” per il PIL



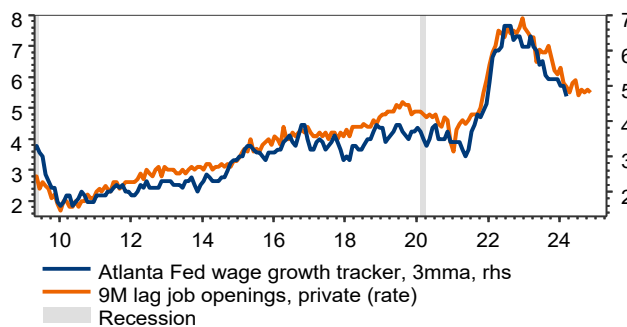
Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – I dati di marzo mostrano una crescita ancora sostenuta sia per il reddito che per la spesa personale



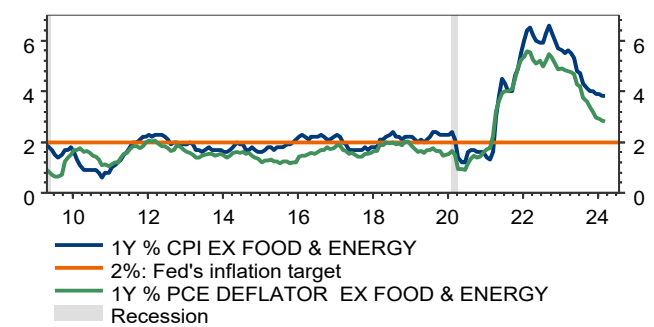
Fonte: BLS, ISM

Fig. 3 – Prosegue, ma a ritmi molto lenti, il rallentamento della crescita dei salari



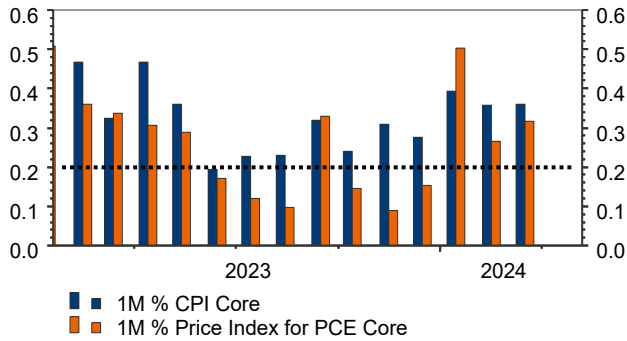
Fonte: Atlanta Fed, BLS

Fig. 4 – Si amplia il divario tra PCE e CPI core, per via del diverso peso della componente degli affitti



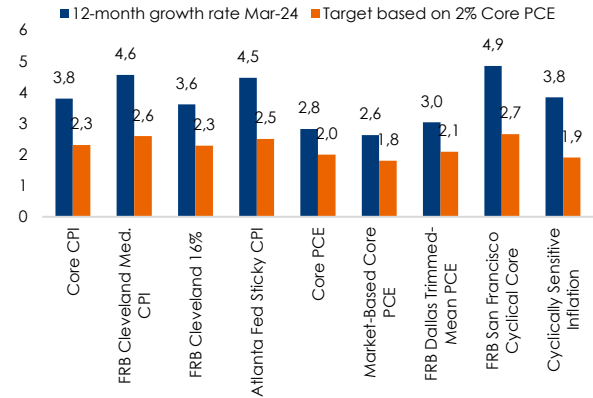
Fonte: BEA, US Census

**Fig. 5 – CPI e PCE core mantengono ritmi di crescita mensili superiori a quelli coerenti con l'obiettivo di inflazione al 2%**



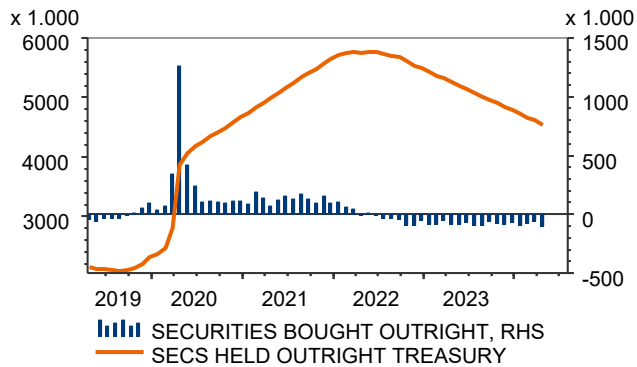
Fonte: BLS

**Fig. 6 – Tutte le misure di inflazione core mostrano che l'evoluzione negli ultimi mesi non è coerente con il target del 2%**



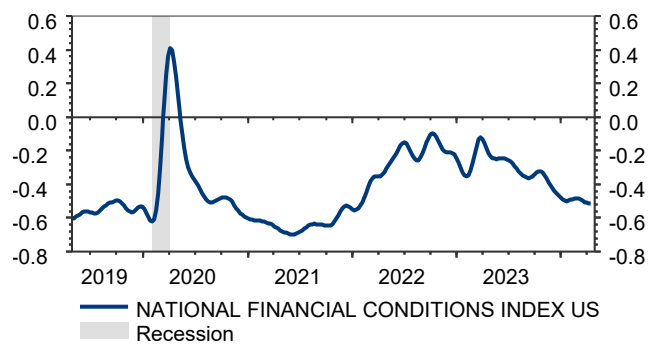
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Atlanta Fed (Inflation dashboard)

**Fig. 7 – Il bilancio Fed è in via di graduale riduzione: sarà argomento di discussione nel FOMC di maggio**



Fonte: Federal Reserve

**Fig. 8 – Le condizioni finanziarie sono rimaste in territorio espansivo**



Fonte: Chicago Fed

## 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 da Research Department 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 Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com