

## Macro Rapid Response

### FOMC: i tagli dei tassi restano sul tavolo, ma potrebbero essere rimandati

2 maggio 2024

Nella riunione di maggio, il Federal Open Market Committee ha mantenuto il tasso sui fed funds al 5,25%-5,50%. Powell non ha menzionato l'intenzione di iniziare a tagliare i tassi "a un certo punto dell'anno" come nelle riunioni precedenti, e ha ammesso che l'acquisizione di una maggiore fiducia nel fatto che l'inflazione si stia muovendo in modo sostenibile verso il 2% potrebbe richiedere più tempo di quanto previsto in precedenza. Il governatore della Fed ritiene improbabile che la prossima mossa sui tassi sia un rialzo, ma non esclude uno scenario in cui l'inflazione si dimostri più persistente e il mercato del lavoro rimanga forte, il che potrebbe richiedere di mantenere i tassi invariati più a lungo. Riteniamo che le nuove proiezioni che verranno presentate a giugno possano mantenere dei tagli dei tassi per quest'anno, che però potrebbero essere meno dei tre previsti a marzo: il nostro attuale scenario di base include ancora due tagli entro la fine dell'anno, ma la probabilità di uno scenario con una sola mossa, o nessun taglio nel 2024, sta aumentando. Infine, l'annuncio forse più importante del FOMC di maggio è il rallentamento della velocità di riduzione del bilancio: da giugno la Fed imporrà un tetto di 25 miliardi di dollari al mese ai Treasury, dai 60 attuali.

Research Department

Macroeconomic Research

Paolo Mameli  
Economista

Mario Di Marcantonio  
Economista - USA

- **Come previsto, la riunione del FOMC si è conclusa con l'obiettivo del tasso sui fed funds al 5,25% 5,50%.** La decisione è stata presa all'unanimità.
- Il comunicato conferma una valutazione complessivamente positiva dell'attività economica, giudicata in continua espansione a un ritmo solido. Inoltre, si osserva che i rischi per il raggiungimento degli obiettivi su occupazione e inflazione stanno diventando più bilanciati. **La novità più importante nel comunicato riguarda l'inflazione: "negli ultimi mesi sono mancati ulteriori progressi verso l'obiettivo di inflazione al 2%".** Come a marzo, il Comitato non ritiene opportuno ridurre i tassi di riferimento "fino a quando non avrò acquisito maggiore fiducia nel fatto che l'inflazione si stia muovendo in modo sostenibile verso il 2%", e Powell ha aggiunto in conferenza stampa che "è probabile che **acquisire tale maggiore fiducia richieda più tempo di quanto previsto in precedenza**".
- **Forse l'annuncio più significativo del comunicato è il rallentamento della velocità di riduzione del bilancio:** da giugno la Fed imporrà un tetto di 25 miliardi di dollari al mese ai Treasury, dai 60 attuali, mantenendo a 35 miliardi quello sui mortgage-backed securities. Qualsiasi pagamento di capitale in eccesso rispetto a questo limite sarà reinvestito in titoli del Tesoro. Durante la conferenza stampa, Powell ha sottolineato che la decisione non è intesa a rendere la politica monetaria meno restrittiva, ma solo a garantire una transizione graduale, riducendo così la possibilità che i mercati monetari siano sottoposti a stress.
- Nel comunicato stampa, Powell ha riconosciuto la solidità dell'economia, osservando che, nonostante un rallentamento all'1,6% t/t ann. della crescita del PIL nel 1° trimestre, **gli acquisti finali privati domestici sono rimasti forti (al 3,1% t/t ann.), in linea con quanto visto nella seconda metà del 2023.** Sebbene l'inflazione sia "notevolmente" diminuita nell'ultimo anno, essa rimane al di sopra dell'obiettivo del 2%, con il deflatore PCE totale in aumento del 2,7%, e il core del 2,8% a/a, a marzo. I **dati recenti segnalano insomma prezzi al consumo più alti del previsto.** Mentre le aspettative di inflazione a breve termine sono aumentate, quelle di lungo periodo rimangono ben ancorate; riguardo all'allentamento delle condizioni finanziarie registrato a partire dallo scorso novembre, Powell ha dichiarato che è incerto se esso abbia giocato un ruolo nella resilienza della crescita economica e dell'inflazione. Il mercato del lavoro è ancora giudicato robusto, con forti aumenti degli occupati e un basso tasso di disoccupazione (3,8% nel 1° trimestre); tuttavia, **l'equilibrio tra domanda e offerta di lavoro sta**

**migliorando**, poiché la forte creazione di posti di lavoro è stata accompagnata da un aumento dell'offerta di lavoratori, grazie sia a una maggiore partecipazione (in particolare tra le persone di età compresa tra i 25 e i 54 anni) sia a un ritmo sostenuto di crescita dell'immigrazione. In ogni caso, Powell ha aggiunto che la Fed è anche pronta a **"reagire a un indebolimento inatteso del mercato del lavoro" (nella sessione di domande e risposte, il governatore ha precisato che tale scenario richiede un aumento del tasso di disoccupazione superiore a un paio decimi).**

- Nella sessione di Q&A, Powell ha dichiarato che, a suo avviso, la politica monetaria è attualmente restrittiva e sta avendo un impatto sull'economia e sul mercato del lavoro, e che a suo giudizio essa è sufficientemente restrittiva da riportare "nel tempo" l'inflazione al 2%. Questo rimane con ogni probabilità lo scenario di base della Fed. Tuttavia, **Powell non ha menzionato l'intenzione di iniziare a tagliare i tassi "a un certo punto dell'anno" come aveva fatto nelle riunioni precedenti.**
- In risposta a una domanda specifica, il presidente della Fed **ha detto di ritenere improbabile che la prossima mossa sui tassi sia un rialzo**: affinché la Fed possa prendere una decisione del genere, essa dovrebbe giungere alla conclusione che la politica monetaria non sia sufficientemente restrittiva da portare l'inflazione in modo sostenibile al di sotto del 2%, e Powell ha detto di non vedere evidenza in tal senso. Evitando di rispondere alla domanda se sia stato discusso un aumento dei tassi, il governatore si è limitato a dichiarare che il focus è stato sull'obiettivo di mantenere per il momento l'attuale livello di restrizione.
- **Powell ha presentato due scenari principali**: uno in cui l'inflazione si dimostra più persistente del previsto e il mercato del lavoro rimane forte, il che potrebbe richiedere di mantenere i tassi invariati; e un secondo scenario in cui **l'inflazione si muove in modo sostenibile verso il 2%, o c'è un indebolimento inaspettato del mercato del lavoro: il verificarsi di uno di questi due eventi porterebbe la Fed a prendere in considerazione tagli dei tassi** (ma Powell ha specificato che il FOMC non reagirà a uno o due mesi di buoni dati sull'inflazione, occorre maggiore evidenza per prendere in considerazione ribassi dei tassi). In breve, verrà mantenuto un approccio "riunione per riunione" e interamente dipendente dai dati.
- Ciò che ha sorpreso nei dati sull'inflazione a partire da dicembre sono stati i prezzi più alti del previsto sia dei beni che dei servizi non abitativi. Tuttavia, il **Presidente della Fed continua a ritenere che l'inflazione tornerà a scendere nel corso di quest'anno, soprattutto grazie al calo dell'inflazione dei servizi abitativi, anche se ha ammesso che la sua fiducia in questa evoluzione è minore che in precedenza.**
- **Commentando il dibattito sul possibile aumento della crescita potenziale, Powell ha affermato di non essere certo che questo cambiamento sia permanente**, perché parte dell'incremento del prodotto potenziale non è dovuto alla produttività ma a un aumento dell'offerta di lavoro.
- Dopo il FOMC, le aspettative di mercato sui tassi Fed non sono cambiate di molto: gli investitori continuano a prezzare quasi interamente un taglio dei tassi entro la riunione del 7 novembre, e una probabilità del 40% di un secondo intervento entro fine anno. Riteniamo che le **nuove proiezioni che saranno presentate nella riunione di giugno possano mantenere sul tavolo dei tagli dei tassi per quest'anno, ma essi potrebbero essere meno dei tre previsti a marzo. Il nostro attuale scenario di base include ancora due ribassi entro la fine dell'anno, ma la probabilità di uno scenario con un solo intervento, o nessun taglio nel 2024, sta aumentando.** Come ha sottolineato Powell, la Fed potrebbe aver bisogno di vedere almeno 3 mesi di dati incoraggianti sull'inflazione (PCE core a 0,1-0,2% m/m per 3 mesi di fila, o vicino al 2% t/t ann. per un intero trimestre?), o un tasso di disoccupazione che supera significativamente il 4%, prima di prendere in considerazione tagli dei tassi. È tutt'altro che scontato che ciò possa accadere già nei prossimi mesi.

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

**Macroeconomic Research**  
Paolo Mameli (Responsabile)  
Mario Di Marcantonio  
Andrea Volpi

[paolo.mameli@intesasnpaolo.com](mailto:paolo.mameli@intesasnpaolo.com)  
[mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com](mailto:mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com)  
[andrea.volpi@intesasnpaolo.com](mailto:andrea.volpi@intesasnpaolo.com)