

## Macro Rapid Response

### Il FOMC vede un solo taglio quest'anno, ma riconosce i progressi recenti sull'inflazione

13 giugno 2024

Il messaggio principale del FOMC di giugno è stata la revisione al rialzo delle stime di inflazione e, di conseguenza, una mediana più alta delle proiezioni sui tassi per la fine del 2024: i tagli previsti entro fine anno sono stati ridotti da 3 a 1, mentre i ribassi attesi nel 2025 sono aumentati da 3 a 4. Tuttavia, riteniamo che la revisione al rialzo delle proiezioni di inflazione sia dovuta soprattutto a dati più forti del previsto nel 1° trimestre 2024, ma le rilevazioni di aprile e, soprattutto, di maggio sul CPI sono state incoraggianti, e i progressi verso l'obiettivo del 2% sono stati riconosciuti sia nel comunicato del FOMC sia, ripetutamente, da Powell in conferenza stampa. In sintesi, non giudichiamo il FOMC di giugno come interamente hawkish, anche perché i partecipanti sono molto divisi tra uno o due tagli dei tassi quest'anno. Poiché non escludiamo sorprese positive sull'inflazione rispetto alle proiezioni della Fed, in un contesto in cui il ciclo economico sta perdendo slancio e il mercato del lavoro, sia pur ancora forte, si sta riequilibrando, manteniamo la nostra visione di due tagli dei tassi sui fed fund quest'anno, con una prima mossa attesa a settembre.

Research Department

Macroeconomic Research

Paolo Mameli  
Economista

Mario Di Marcantonio  
Economista - USA

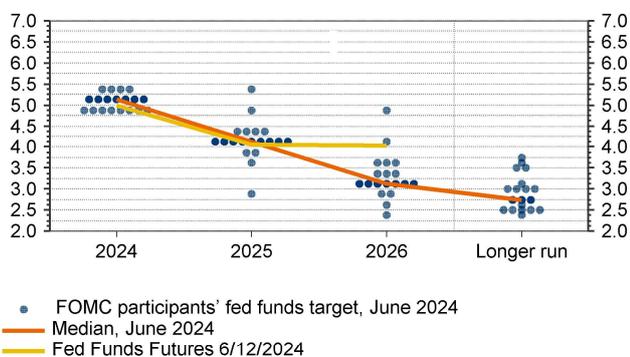
- Come previsto, **il FOMC dell'11-12 giugno si è concluso con un obiettivo sul tasso dei fed funds invariato per la settima riunione consecutiva al 5,25%-5,50%** (la decisione è stata unanime).
- **L'unico cambiamento nel comunicato rispetto a maggio è il riconoscimento di un "modesto" ulteriore progresso verso l'obiettivo di inflazione del 2%** (il comitato precedente notava viceversa una mancanza di ulteriori progressi verso il target).
- **Le nuove "Summary of Economic Projections" evidenziano un aumento delle stime di inflazione per il 2024 e il 2025, e un marginale incremento delle proiezioni di disoccupazione nel medio e lungo termine.** Il deflatore PCE è stato rivisto da 2,4% a 2,6% per il 2024 e da 2,2% a 2,3% nel 2025, mentre il PCE core è passato dal 2,6% al 2,8% per quest'anno e dal 2,2% al 2,3% il prossimo; entrambi gli indici sono stati confermati al 2% nel 2026. Inoltre, è stata effettuata una marginale revisione al rialzo del tasso di disoccupazione atteso non per quest'anno (confermato al 4%), ma per il 2025 (dal 4,1% al 4,2%), per il 2026 (dal 4% al 4,1%) e per il lungo periodo (dal 4,1% al 4,2%). **Le previsioni di crescita del PIL sono rimaste invariate**, al 2,1% a/a per il 4° trimestre 2024, al 2% nel 2025-26 e all'1,8% nel lungo termine.
- **La mediana dei tagli dei tassi di interesse per quest'anno è scesa da tre a uno: il Comitato ha posticipato una mossa dal 2024 al 2025, prevedendo ora quattro ribassi l'anno prossimo invece di tre.** Il tasso mediano per quest'anno è del 5,1% rispetto al 4,6% di marzo, e del 4,1% per il prossimo anno (da 3,9% a marzo). **Il punto mediano per il 2026 è invariato al 3,1%, mentre c'è stata una revisione a rialzo del tasso sui fed funds nel lungo termine, da 2,6% a 2,8%.**
- **Il grafico a punti per quest'anno mostra che, rispetto a marzo, la mediana delle proiezioni sui fed funds è aumentata più del previsto** e la dispersione delle stime è diminuita (con solo tre cluster). Il numero di partecipanti che vede tassi invariati quest'anno è salito da 2 a marzo a 4 a giugno; i membri che prevedono un solo taglio sono passati da 2 a 7; i restanti 8 (da 5 a marzo) si aspettano due tagli (sospettiamo che la maggior parte dei membri del board, incluso lo stesso Powell, possa far parte di quest'ultimo gruppo). Di conseguenza, **il comitato è spaccato, e non vi è una netta preferenza per un taglio dei tassi anziché due.**
- Durante la conferenza stampa, il Presidente Powell ha sottolineato che i dati recenti mostrano un'espansione economica ancora solida, con un rallentamento della crescita del PIL all'1,3% t/t ann. nel 1° trimestre, ma con **acquisti finali privati interni che rimangono forti** (2,8% t/t ann., quasi lo stesso ritmo visto nella seconda metà del 2023); inoltre, gli investimenti in attrezzature

e beni immateriali sono aumentati rispetto al ritmo anemico registrato lo scorso anno. **Powell ha sottolineato i progressi sul fronte del mercato del lavoro, che mostra un migliore equilibrio** tra domanda e offerta (grazie alla ripresa della partecipazione e, in misura maggiore, al contributo dell'immigrazione), anche se la crescita dei salari rimane elevata; il governatore della Fed ha dichiarato che "un'ampia serie di indicatori suggerisce che le condizioni del mercato del lavoro siano tornate più o meno al punto in cui si trovavano prima dello scoppio della pandemia, ovvero in una situazione di relativa tensione, ma non di surriscaldamento"; durante la sessione di domande e risposte, Powell ha ammesso che i dati sul mercato del lavoro dovrebbero peggiorare per fornire evidenza a favore dell'ipotesi di un taglio dei tassi, e che la crescita degli occupati è stata robusta di recente, ma ha aggiunto che "vi sono argomentazioni secondo cui (i *non-farm payrolls*) potrebbe essere una misura un po' sovrastimata" delle condizioni del mercato del lavoro (notando la divergenza tra i risultati dell'indagine sulle famiglie e di quella sulle imprese). **Per quanto riguarda l'inflazione, ha ammesso che i dati più recenti sono stati favorevoli, ma ha aggiunto che è necessaria maggiore evidenza che l'inflazione si stia muovendo in maniera sostenibile verso l'obiettivo.**

■ In sintesi: il dot plot di giugno ha riservato una sorpresa hawkish con un solo taglio dei tassi atteso quest'anno, ma Powell ha lasciato intendere in conferenza-stampa che vi sono divergenze di vedute nel comitato e che anche **l'opzione di due tagli è quasi altrettanto probabile**. Il cambiamento principale è la revisione al rialzo delle proiezioni di inflazione, ma i dati sul CPI di maggio hanno sorpreso al ribasso e, se questa tendenza continuerà (come pensiamo) nei prossimi mesi, questa evoluzione sarebbe coerente con la **possibilità di un primo taglio dei tassi a settembre (seguito, nel nostro scenario di base, da un secondo intervento a dicembre)**.

■ **In breve, riteniamo che il FOMC di giugno non sia stato interamente hawkish**, dato che i partecipanti sono molto divisi tra uno o due tagli dei tassi quest'anno, e visti i riferimenti contenuti sia nel comunicato che nelle dichiarazioni di Powell ai recenti progressi verso il raggiungimento dell'obiettivo di inflazione. Poiché non escludiamo sorprese al ribasso sui numeri del deflatore PCE quest'anno rispetto alle stime della Fed (e sul PIL, nonché sorprese al rialzo sulla disoccupazione), **manteniamo uno scenario centrale con due tagli dei tassi quest'anno e tre nel 2025 (con un punto di arrivo a fine 2025 in linea con quello atteso dal FOMC, a 4,00-4,25%)**. Le nostre previsioni sono diventate nelle ultime settimane più dovish rispetto a quelle degli investitori, almeno nel breve termine: la probabilità implicita nel mercato di un taglio entro settembre è salita all'85% dopo i dati sul CPI di maggio ed è poi scesa al 66% dopo la riunione del FOMC.

**La mediana delle proiezioni sui tassi si è spostata verso l'alto per il 2024-25 (ma non per il 2026). La dispersione delle stime per l'anno in corso è diminuita**



Fonte: FOMC, Refinitiv Eikon

**SEP: revisione al rialzo delle proiezioni di inflazione nel 2024-25, aumento marginale delle stime sulla disoccupazione a partire dal 2025, previsioni di crescita del PIL invariate**

Variabile	Mediano			Lungo periodo
	2024	2025	2026	
<b>PIL reale</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>
Proiezione di marzo	2.1	2.0	2.0	1.8
<b>Tasso di disoccupazione</b>	<b>4.0</b>	<b>4.2</b>	<b>4.1</b>	<b>4.2</b>
Proiezione di marzo	4.0	4.1	4.0	4.1
<b>Deflatore PCE</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
Proiezione di marzo	2.4	2.2	2.0	2.0
<b>Deflatore PCE core</b>	<b>2.8</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	
Proiezione di marzo	2.6	2.2	2.0	
<b>Proiezione del percorso appropriato dei tassi</b>				
<b>Tasso sui fed fund</b>	<b>5.1</b>	<b>4.1</b>	<b>3.1</b>	<b>2.8</b>
Proiezione di marzo	4.6	3.9	3.1	2.6

Nota: proiezioni dei membri del Board della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, giugno 2024. Fonte: FOMC

## 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 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 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