

Macro Rapid Response

FOMC: è iniziata una “nuova fase”, il ritmo dei tagli rallenterà nei prossimi mesi

19 dicembre 2024

Il FOMC di dicembre si è concluso con un obiettivo sul tasso sui fed funds ridotto di 25 punti base al 4,25-4,5%, come previsto; la decisione, tuttavia, non è stata unanime. In conseguenza soprattutto della revisione al rialzo delle stime di inflazione, i tagli dei tassi previsti nel 2025 sono stati ridotti da quattro a due; anche il punto di arrivo nel medio-lungo termine è più alto che nelle proiezioni del FOMC di settembre. A nostro avviso, è ora probabile una pausa a gennaio, in attesa di dati più favorevoli sui prezzi. Pensiamo che i progressi sull'inflazione possano continuare dopo la pausa recente, ma in maniera irregolare. Ciò ci sembra coerente con solo due riduzioni dei tassi nel corso del 2025, a marzo e giugno; in caso di ulteriori progressi sul fronte disinflattivo, è possibile poi un ulteriore aggiustamento nel 2026 (indicativamente, a marzo). L'incertezza è al momento molto elevata.

Research Department

Macroeconomic Research

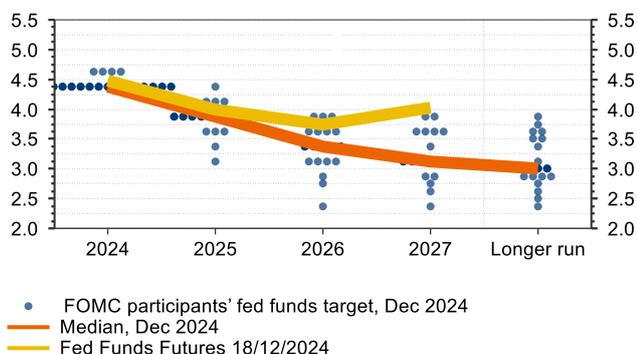
Mario Di Marcantonio
Economista – USA

Paolo Mameli
Economista

- **Il FOMC di dicembre si è concluso con un obiettivo sul tasso sui Fed Funds ridotto di 25 punti base, al 4,25-4,50%, come previsto. La decisione però non è stata unanime:** la neominata Beth Hammack (Fed di Cleveland) ha deciso di votare per mantenere i tassi invariati (si tratta del secondo dissenso da parte di un governatore quest'anno). **Altri tre partecipanti hanno espresso un "dissenso morbido"** in quanto hanno indicato nelle proiezioni sui tassi a fine 2024 un livello invariato rispetto a quello di novembre.
- **Il comunicato ha subito una sola modifica:** è stata aggiunta una frase secondo cui la Fed prenderà in considerazione "l'entità e la tempistica" di ulteriori aggiustamenti dei tassi di interesse, che Powell ha poi chiarito essere intesa come un **segnale di un ritmo più lento di tagli in futuro.**
- **Le nuove "Summary of Economic Projections" evidenziano una significativa revisione al rialzo delle stime di inflazione nel 2024-2026, e, limitatamente al biennio 2024-25, un moderato aggiustamento al ribasso per la disoccupazione nonché prospettive di crescita più forti.** Il deflatore PCE è stato rivisto al rialzo a 2,4% per il 2024 (+0,1%), a 2,5% per il 2025 (+0,4%) e a 2,1% per il 2026 (+0,1%), il core al 2,8% nel 2024 (+0,2%), al 2,5% nel 2025 (+0,3%) e al 2,2% nel 2026 (+0,2%); per entrambi gli indici è poi confermata una stabilizzazione al 2% a partire dal 2027. Le previsioni sul tasso di disoccupazione sono state riviste al ribasso al 4,2% nel 2024 (-0,2%) e al 4,3% nel 2025 (-0,1%); il tasso dei senza-lavoro è visto stabile al 4,3% anche nel 2026 e 2027 (per calare al 4,2% nel lungo periodo). Le proiezioni sul PIL sono state riviste al rialzo sia per il 2024, al 2,5% dal 2%, sia, in minor misura, per il 2025, al 2,1% dal 2%.
- **In conseguenza delle nuove stime macroeconomiche, le proiezioni mediane sui tassi di interesse sono state riviste al rialzo su tutto l'orizzonte.** La revisione è pari a mezzo punto percentuale sia per il 2025 (da 3,4% a 3,9%) che per il 2026 (dal 2,9% al 3,4%); la modifica è di entità minore per il 2026 (da 2,9% a 3,1%) e per il lungo termine (da 2,9% a 3%). Di conseguenza, **i tagli dei tassi attesi l'anno prossimo sono due**, dai quattro inclusi nelle proiezioni di settembre; **sono rimasti due tagli attesi nel 2026** (come a settembre), mentre per il 2027 è stato introdotto un taglio che non era presente nelle SEP di tre mesi fa.
- **Il grafico a punti di dicembre mostra un aumento della dispersione** delle proiezioni sui tassi, soprattutto per il 2026-27 (probabilmente, anche in relazione all'incertezza sulle politiche della nuova amministrazione). Rispetto alla mediana, la distribuzione mostra che **i rischi sono moderatamente verso il basso**, soprattutto per effetto del posizionamento in territorio ultra-espansivo di tre outlier (a nostro avviso, potrebbe trattarsi di Goolsbee, Cook e Harker). Viceversa, un esponente vede tassi invariati nel 2025 (a nostro giudizio, potrebbe essere Beth Hammack).

- Durante la **conferenza stampa**, Powell ha sottolineato che l'economia rimane **'forte'** e l'attività economica continua a crescere **'ad un ritmo solido'**, sostenuta dalla resilienza dei consumi e dai miglioramenti dal lato dell'offerta. Powell ha osservato che il mercato del lavoro rimane robusto ma non è fonte di pressioni inflazionistiche.
- Durante la sessione di domande e risposte, Powell ha ribadito che la Fed "non sta seguendo un percorso prestabilito" e continuerà a prendere le decisioni riunione per riunione. Sebbene la politica monetaria rimanga **"marcatamente restrittiva"**, ora è **"significativamente più vicina alla neutralità"**, dopo la riduzione cumulativa di 100 pb dei tassi. Powell ha aggiunto che la Fed procederà con cautela, bilanciando i rischi per l'inflazione e il mercato del lavoro, e valutando i dati in arrivo per determinare i tempi e l'entità di ulteriori aggiustamenti. Ma l'attenzione, in questa fase, è rivolta soprattutto all'inflazione: Powell ha affermato che, **affinché la Fed possa decidere ulteriori tagli, occorrerà aspettare ulteriori progressi sul fronte disinflattivo**. In ogni caso, l'incertezza sullo scenario di inflazione è aumentata: ciò implica maggiore cautela nel percorso di allentamento monetario (**"è una nuova fase e saremo cauti nel procedere con ulteriori tagli"**).
- Sempre in tema di inflazione, Powell ha affermato che il processo disinflattivo è in corso ma non è uniforme: **i prezzi dei servizi abitativi sono ora in "costante diminuzione"**, ma **"a un ritmo più lento di quanto vorremmo"**; l'inflazione per la maggior parte dei beni è tornata ai livelli pre-pandemici, nonostante alcune recenti oscillazioni dovute a fattori specifici come le auto usate; tuttavia, **l'inflazione dei servizi non abitativi**, una categoria assai sensibile al costo del lavoro, **è rimasta elevata**.
- Powell ha ammesso che alcuni partecipanti (non tutti) hanno compiuto 'passi preliminari' per incorporare **i potenziali effetti economici delle politiche di Trump** nelle loro previsioni (in precedenza, Powell aveva ripetutamente dichiarato che il risultato elettorale non avrebbe influito, almeno per ora, sulla politica monetaria).
- In breve: la revisione al rialzo delle stime di inflazione (oltre che delle proiezioni su crescita e occupazione) giustifica una maggiore cautela nel percorso di avvicinamento alla neutralità. A nostro avviso, **è ora probabile una pausa nei tagli dei tassi a gennaio**, in attesa di dati più favorevoli sui prezzi. **Pensiamo che i progressi sull'inflazione possano continuare, dopo la pausa recente, ma in maniera irregolare. Ciò ci sembra coerente con solo due riduzioni dei tassi** nel corso del 2025, a marzo e giugno; **in caso di ulteriori progressi sul fronte disinflattivo, è possibile poi un ulteriore aggiustamento nel 2026** (indicativamente, a marzo). L'incertezza è elevata: i rischi su tale profilo ci sembrano al momento al ribasso, ma la bilancia dei rischi potrebbe viceversa spostarsi al rialzo in caso di implementazione aggressiva dell'agenda Trump.

La mediana delle proiezioni sui tassi si è spostata verso l'alto su tutto l'orizzonte. La dispersione è aumentata soprattutto per il 2026-27 (probabilmente in relazione all'incertezza sulle politiche della nuova amministrazione)



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

SEP del FOMC: inflazione rivista significativamente al rialzo per tutto l'orizzonte sino al 2027; la Fed vede anche più crescita e meno disoccupazione (ma solo sino al 2025)

Variabile	Mediano				Lungo termine
	2024	2025	2026	2027	
PII reale	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8
Proiezione di settembre	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
Tasso di disoccupazione	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2
Proiezione di settembre	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
Deflatore PCE	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0
Proiezione di settembre	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
Deflatore PCE core	2.8	2.5	2.2	2.0	
Proiezione di settembre	2.6	2.2	2.0	2.0	
Proiezione del percorso appropriato dei tassi					
Tasso sui fed funds	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0
Proiezione di settembre	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9

Nota: proiezioni dei membri del Board della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, dicembre 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.

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 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 – 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, 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 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>.

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 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)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com