

Focus Stati Uniti

Fed ancora in pausa, in attesa di valutare i rischi di stagflazione

Dalla prossima riunione del FOMC del 6-7 maggio non sono attese sorprese sui tassi, che resteranno fermi al 4,25-4,50%. L'evoluzione recente dello scenario economico ha evidenziato segnali di rallentamento della crescita assieme a indizi di incipienti pressioni inflazionistiche dovute all'inasprimento dei dazi commerciali. Powell ha di recente asserito che i rincari dovrebbero essere momentanei, ma non ha escluso conseguenze più durature, il che metterebbe in conflitto i due obiettivi del mandato della Fed. Il quadro emerso dai recenti interventi dei membri del FOMC è quello di una Fed più divisa rispetto al passato: la sensazione è che occorra tempo per valutare l'evoluzione delle politiche commerciali e i loro effetti su crescita e inflazione. Riteniamo ancora possibile che la Fed proceda a un allentamento monetario nei prossimi mesi, ma in minor misura di quanto scontano i mercati: ci attendiamo due tagli da 25pb anziché i tre interventi attualmente prezzati dagli investitori, con una prima mossa tra luglio e settembre.

L'esito della riunione del FOMC del 6-7 maggio non dovrebbe riservare sorprese sui tassi sui fed funds, attesi rimanere invariati a 4,25-4,50%.

Nel comunicato, la Fed dovrebbe riconoscere che **l'attività economica** ha mostrato segnali di rallentamento a inizio anno, pur confermando che la domanda interna resta solida. Il Comitato potrebbe rimuovere il riferimento all'**inflazione** come "elevata" e riconoscere che la dinamica dei prezzi ha ripreso un percorso più coerente con l'avvicinamento al target del 2%. Tuttavia, è probabile che venga sottolineata l'innalzata incertezza legata agli effetti delle politiche commerciali della nuova amministrazione, nonché il rischio che l'aumento delle aspettative di inflazione osservato in alcune indagini di fiducia possa tradursi in un disancoraggio più persistente delle attese di medio termine. La valutazione del **mercato del lavoro** dovrebbe restare tutto sommato positiva, con occupazione ancora "solida" e disoccupazione "bassa".

Durante la conferenza stampa, Powell dovrebbe confermare che l'economia statunitense resta in buona salute, nonostante la contrazione del PIL nel 1° trimestre, pur riconoscendo segnali di minor vigore dei consumi e un aumento dell'incertezza legato alla politica commerciale. Dovrebbe ribadire **che l'impatto dei dazi sull'inflazione è atteso come temporaneo**, ma che il Comitato valuta con attenzione i rischi che queste pressioni si rivelino più persistenti, **in particolare se dovessero trasmettersi ai prezzi dei servizi**. Powell potrebbe inoltre chiarire che la Fed è pronta a intervenire con tagli dei tassi in caso di indebolimento del mercato del lavoro, ed è disposta a **"guardare oltre"** un temporaneo aumento dell'inflazione da dazi, a condizione che le aspettative di medio/lungo termine sui prezzi restino ben ancorate.

6 maggio 2025

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

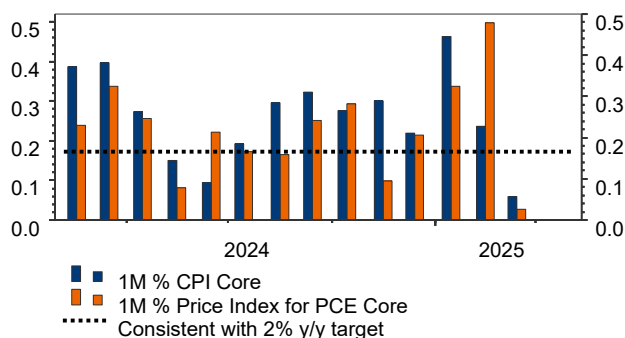
Paolo Mameli
Economista

Dall'ultimo FOMC, si è intensificato il rallentamento sia della crescita che dell'inflazione; il mercato del lavoro è rimasto solido

Di seguito l'evoluzione delle informazioni economiche dopo l'ultima riunione del FOMC:

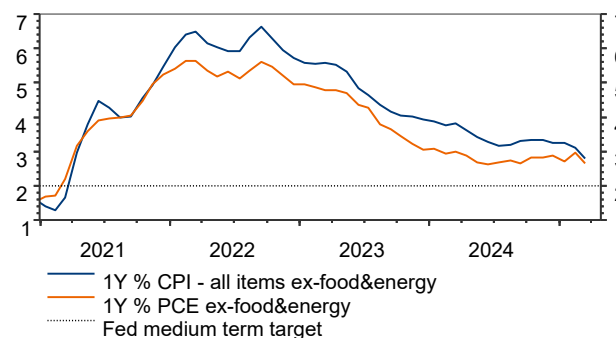
■ **L'andamento dell'inflazione è stato favorevole, ma i dazi alimentano nuovi rischi.** I prezzi al consumo a marzo sono scesi di -0,1% m/m e il CPI core è aumentato di un decimo, assai meno del previsto (0,3% m/m), per una variazione annua in calo da 3,1% a 2,8% (un minimo da quattro anni). Anche i deflatori PCE sono risultati più bassi delle attese: sia l'indice headline che quello core sono rimasti invariati nel mese, con un rallentamento su base annua rispettivamente al 2,3% e al 2,6%. In sostanza, **la dinamica mensile di CPI e PCE core si è progressivamente allineata a un ritmo compatibile con l'obiettivo del 2%** (Figg. 1-2). Tuttavia, dalle indagini di fiducia (sia sulle famiglie che sulle imprese) si nota un significativo aumento delle aspettative sui prezzi, legato agli annunci sui dazi (Fig. 3). A nostro avviso, l'inflazione è destinata a riaccelerare nei prossimi mesi, nonostante la flessione del prezzo del petrolio, per effetto dell'inasprimento delle tariffe sui beni importati. I rincari però si trasferiranno sui prezzi finali gradualmente, nell'arco di 3-6 mesi. **L'escalation tariffaria ci ha spinto a rivedere al rialzo la nostra previsione sul CPI, portandola da 3% a 3,1% per quest'anno e da 2,7% a 3,3% per il prossimo. Per l'inflazione core, le stime sono salite dal 3% al 3,7% nel 2025 e da 2,7% a 3,3% nel 2026**, con un picco previsto poco sotto il 4% per l'headline e poco sopra il 4% per il core nell'ultimo trimestre di quest'anno (Fig. 4). **In sintesi, i dati di inflazione correnti giustificerebbero un taglio dei tassi da parte della Fed, ma l'impatto atteso dei dazi, con il conseguente aumento delle aspettative di inflazione, rappresenta un ostacolo al prosieguo dell'allentamento monetario.**

Fig. 1 – I tassi di crescita mensili di CPI e PCE core sono ora coerenti con l'obiettivo di inflazione al 2%



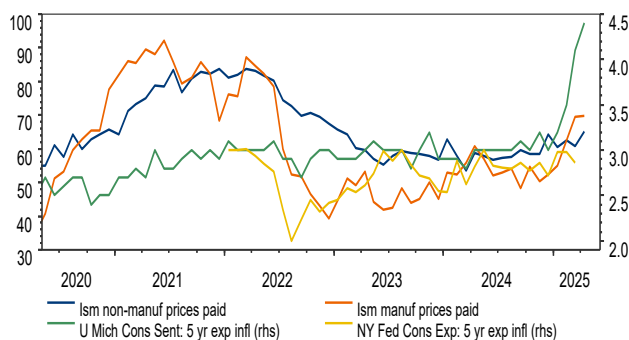
Fonte: BLS

Fig. 2 – Anche la crescita annua conferma il trend di moderazione di CPI e PCE core



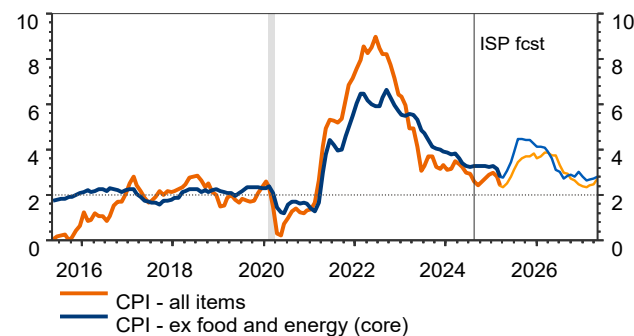
Fonte: BLS

Fig. 3 – Le indagini iniziano a incorporare la maggiore inflazione derivante dai dazi commerciali



Fonte: ISM, Fed di New York, Università del Michigan

Fig. 4 – Prevediamo che l'inflazione sia destinata a riaccelerare nei prossimi mesi a causa delle tariffe

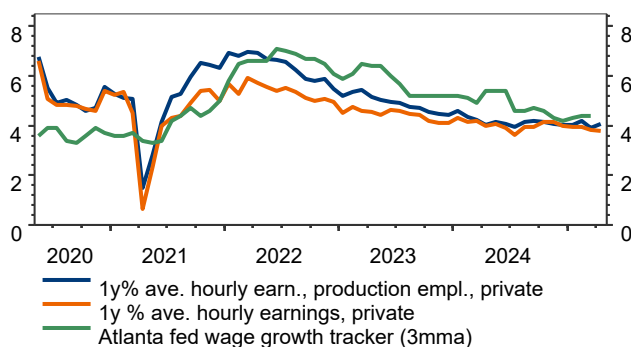


Fonte: BLS, previsioni Intesa Sanpaolo

■ Mercato del lavoro ancora solido, con segnali più evidenti di moderazione dei salari.

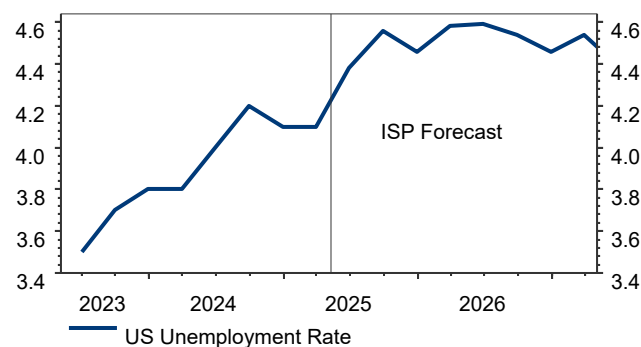
L'employment report di aprile ha registrato una crescita degli occupati non agricoli pari a 177 mila unità, sopra le attese di consenso (130 mila); tuttavia la sorpresa positiva relativa ad aprile (+47 mila rispetto al consenso) è più che compensata dalle revisioni al ribasso sui due mesi precedenti (-58 mila). Il settore trainante resta quello dei servizi, ma, in tal senso, un campanello dell'allarme viene dalla discesa delle valutazioni delle imprese sull'occupazione secondo l'indagine ISM servizi, che si sono attestate in territorio di contrazione in marzo (46,2) e aprile (49). Il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 4,2%, in un contesto di forte incremento sia della forza lavoro (+518 mila) che degli occupati secondo l'indagine sulle famiglie (+436 mila). Il tasso di partecipazione è salito al 62,6% (da 62,5%) mentre il tasso di "sottoccupazione" U6 è sceso di un decimo al 7,8%. Infine, la crescita delle retribuzioni orarie è rallentata a 0,2% m/m (da 0,3% di marzo), confermandosi al 3,8% a/a (Fig. 5). **Nel complesso, il dato conferma che il mercato del lavoro rimane relativamente solido, sia pure non più in territorio di "eccesso di domanda". L'impatto dei tagli degli organici federali e delle restrizioni migratorie è stato finora limitato, ma potrebbe accentuarsi nei prossimi trimestri. In sintesi, pensiamo che il tasso di disoccupazione possa riprendere a salire nei prossimi mesi, attestandosi in media al 4,4% nel 2025** (Fig. 6).

Fig. 5 – I salari restano su un trend di graduale moderazione, sia pure assai lenta



Fonte: BLS, Atlanta Fed

Fig. 6 – Vediamo il tasso di disoccupazione in risalita nei prossimi mesi, fino ad attestarsi in media al 4,4% nel 2025

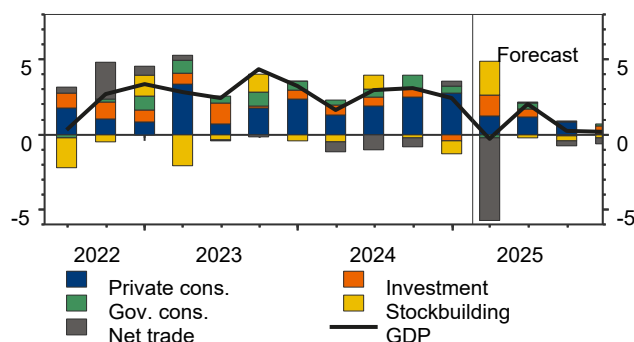


Fonte: BLS, previsioni Intesa Sanpaolo

■ **Crescita: PIL in calo nel primo trimestre, ma la domanda interna resta solida.** Il PIL si è contratto di -0,3% t/t ann. nel 1° trimestre (circa in linea con le attese), dopo il +2,3% precedente. Non accadeva da 3 anni. **La spiegazione è tutta nell'impennata dell'import** (+41,3%), che ha causato un contributo negativo della domanda estera pari a -4,8% (specularmente, l'apporto delle scorte è stato di +2,3%; Fig. 7); pertanto, al netto di questi due fattori, il PIL sarebbe cresciuto di 2,3% t/t ann.. I consumi privati hanno frenato meno del previsto (1,8% da 4%) e **gli investimenti hanno anzi registrato un rimbalzo molto forte** (+21,9% da -5,6% precedente). La misura di domanda interna preferita dalla Fed, **le vendite finali ad acquirenti domestici** (ossia la somma di consumi e investimenti privati), è rimasta robusta, accelerando anzi al 3% nel 1° trimestre dal 2,9% precedente. In sintesi, **il dato non mostra indizi di cedimento della domanda interna, ma l'evoluzione recente delle indagini segnala che è solo questione di tempo perché lo shock-dazi si rifletta sulle decisioni di consumo delle famiglie e di investimento delle imprese** (Fig. 8). Conferme sulla tenuta dei consumi sono arrivate dalla **spesa personale** di marzo, cresciuta dello 0,7% m/m ovvero più del **reddito disponibile** (0,5% m/m). Anche le **vendite al dettaglio** di marzo hanno sorpreso al rialzo (+1,4% m/m), ma parte di questa forza potrebbe riflettere un anticipo degli acquisti in vista dell'entrata in vigore dei nuovi dazi, oltre al rientro degli effetti negativi legati alle condizioni climatiche avverse di febbraio. **Il crollo della fiducia dei consumatori osservato ad aprile lascia prevedere un rallentamento significativo delle spese private nei prossimi trimestri** (Fig. 9). Sul fronte delle imprese, l'**ISM manifatturiero** di aprile è sceso a 48,7 da 49; tra le indagini regionali, il **Philly Fed** è crollato a sorpresa a -26,4 da 12,5: si tratta della flessione mensile più ampia della storia (dal 1968) dopo quelle registrate in occasione della prima ondata Covid (marzo-aprile 2020) e

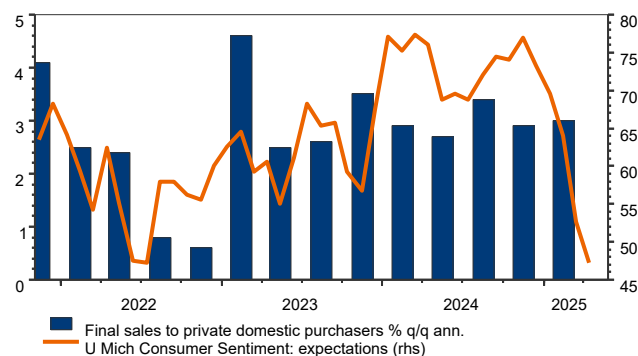
del fallimento di Lehman Brothers (ottobre 2008, Fig. 10). In prospettiva, ci attendiamo un recupero del PIL nel 2° trimestre, attorno al 2% t/t ann., favorito dall'attenuazione del contributo negativo del commercio estero, ma i consumi sono attesi in rallentamento a +1,7% t/t ann., prima di un ulteriore e più marcato indebolimento nella seconda metà dell'anno.

Fig. 7 – Il PIL si è contratto nel 1° trimestre, a seguito dell'impennata delle importazioni, ma potrebbe rimbalzare nel trimestre in corso



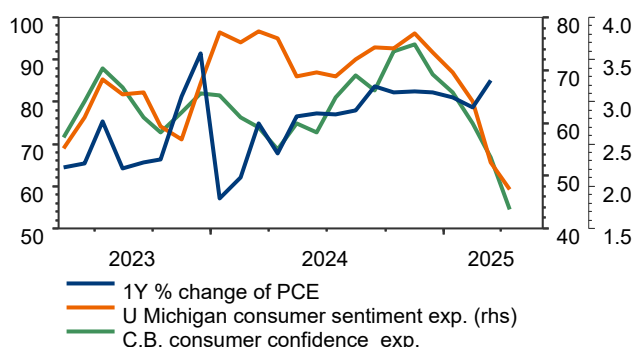
Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA), previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – La domanda domestica ha tenuto a inizio anno, ma le indagini segnalano un netto peggioramento a partire dal trimestre in corso



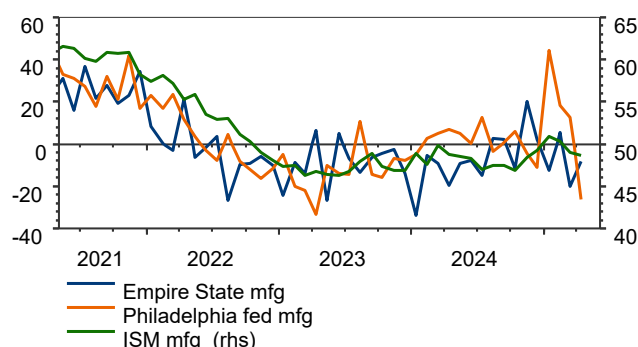
Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA), Università del Michigan

Fig. 9 – Il crollo della fiducia dei consumatori osservato ad aprile lascia prevedere un rallentamento significativo della spesa delle famiglie nei prossimi mesi



Fonte: BEA, Università del Michigan, Conference Board

Fig. 10 – Settore manifatturiero: ISM e indagini regionali in territorio recessivo



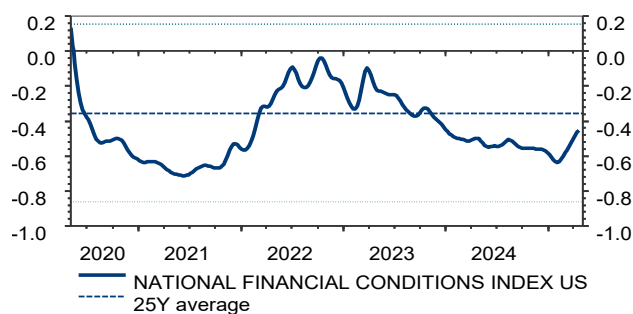
Fonte: ISM, Philadelphia Fed, NY Fed

■ **Il Beige Book** preparato per la riunione del FOMC del 6-7 maggio prossimo ha evidenziato che l'attività economica è rimasta pressoché stabile, con un aumento modesto in pochi distretti e un lieve calo in altri. La spesa dei consumatori al netto delle auto è diminuita, mentre le vendite di veicoli sono cresciute in vista dei rincari legati ai dazi. L'occupazione è risultata stabile o in lieve aumento, con un rallentamento delle assunzioni nel settore pubblico e nei comparti che beneficiano di sussidi federali. I salari sono cresciuti a un ritmo moderato. I prezzi sono aumentati, e molte imprese prevedono di trasferire ai clienti i maggiori costi dovuti ai dazi. **In generale, le prospettive in diversi distretti sono peggiorate notevolmente a causa dell'aumento dell'incertezza economica, in particolare in merito alle politiche commerciali.**

■ **Le condizioni finanziarie** si sono inasprite dopo la riunione del FOMC di marzo, principalmente a causa dell'aumento dell'indice VIX, che segnala una maggiore volatilità implicita sui mercati azionari. Tuttavia, l'indice generale di condizioni finanziarie resta in territorio ampiamente accomodante, grazie al contributo di diversi indicatori creditizi, tra cui i tassi a breve, gli spread sui mutui e i differenziali sui titoli high-yield (Fig. 11).

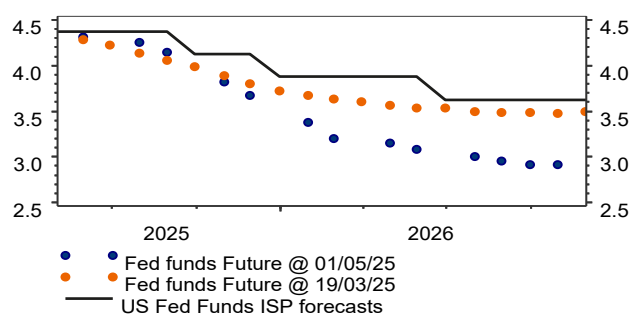
- Dopo l'ultimo FOMC, le **aspettative del mercato** sui tagli della Fed sono aumentate: gli operatori di mercato scontano ora 81pb di tagli entro fine anno, dai 68pb prezzati all'indomani del FOMC dello scorso 18-19 marzo (Fig. 12).

Fig. 11 - Dall'ultimo FOMC le condizioni finanziarie sono diventate meno accomodanti



Nota: l'indice nazionale delle condizioni finanziarie (NFCI) è costruito in modo da avere un valore medio pari a 0 e una deviazione standard pari a 1 su un periodo campione che si estende fino al 1973. I valori positivi dell'NFCI indicano condizioni finanziarie più restrittive della media, mentre i valori negativi indicano condizioni finanziarie più espansive della media.
Fonte: Fed di Chicago

Fig. 12 - Le nostre attuali previsioni sui fed funds sono meno dovish rispetto alle aspettative del mercato



Nota: media dell'intervallo sui fed funds. Fonte: previsioni di Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream

Dal flusso di interventi dei membri del FOMC è giunto un coro pressoché unanime di preoccupazioni circa gli effetti dei dazi sull'inflazione

Dopo l'ultima riunione del FOMC, Powell ha ribadito in due occasioni la necessità di mantenere i tassi invariati:

- nel suo discorso ad Arlington di venerdì 4 aprile, Powell ha ammesso che **"l'inflazione si muoverà verso l'alto e la crescita rallenterà, ma per me non è chiaro al momento quale sarà il percorso appropriato per la politica monetaria"**; ha anche aggiunto che **"se da un lato è altamente probabile che le tariffe generino un aumento almeno temporaneo dell'inflazione, dall'altro è anche possibile che gli effetti siano più persistenti"**;
- successivamente, nel suo intervento all'Economic Club di Chicago del 16 aprile, Powell ha dichiarato che gli aumenti dei dazi potrebbero mettere in conflitto i due obiettivi del mandato, ma è parso suggerire che, se i due obiettivi diventassero inconciliabili, la Fed potrebbe privilegiare la lotta all'inflazione: **"senza stabilità dei prezzi non possiamo ottenere protratti periodi di condizioni del mercato del lavoro robuste, che avvantaggiano tutti gli americani"**. Powell ha aggiunto che verosimilmente occorre **"attendere una maggior chiarezza prima di considerare correzioni nella nostra politica"**.

Dalle dichiarazioni dei membri del FOMC è giunto un coro pressoché unanime di preoccupazioni circa gli effetti dei dazi sull'inflazione, da cui deriva la necessità per la Fed di mantenere i tassi invariati più a lungo del previsto. Tra i votanti, quelli che hanno sottolineato che le aspettative d'inflazione a lungo termine sono in aumento sono stati: **Kugler** (Board), **Williams** (New York Fed), **Cook** (Board), e **Collins** (Boston Fed); inoltre, **Musalem** (St. Louis Fed) ha definito "rischioso" ignorare l'effetto dei dazi sui prezzi e **Schmid** (Kansas City Fed) ha segnalato il rischio che l'inflazione risalga sopra il 3%. Tra i non votanti, **Kashkari** (Minneapolis Fed) ha ribadito la necessità di evitare il **"disancoraggio"** delle aspettative d'inflazione, pur riconoscendo che i dazi agiscono anche come freno alla crescita; **Bostic** (Atlanta Fed) prevede un solo taglio dei tassi quest'anno, mettendo in guardia sugli effetti dei dazi; **Daly** (San Francisco Fed) ha affermato che, alla luce dell'elevata incertezza geopolitica e dei nuovi fattori esogeni, è "premature" discutere di un allentamento della politica monetaria; **Logan** (Dallas Fed) ha sostenuto che la politica attuale è adeguata e che è necessario vedere prove più convincenti di un rientro dell'inflazione verso il 2% prima di muovere i tassi. In sostanza, **restano numerosi i membri che continuano a ritenere non appropriato, al momento, un taglio dei tassi** (Tabella 1).

Tab. 1 - Valutazione dei discorsi dei membri della Fed dopo l'ultimo FOMC: toni hawkish

Membro Fed	Ruolo	Status di voto	Data del discorso	Sentiment	Posizione
Lisa Cook	Board	Permanente	3-Apr-25	-1	Hawkish
Mary Daly	Presidente San Francisco Fed	Non-Votante	8-Apr-25	-1	Hawkish
Lorie Logan	Presidente Dallas Fed	Non-Votante	10-Apr-25	-1	Hawkish
Jeff Schmid	Presidente Kansas City Fed	Votante 2025	10-Apr-25	-1	Hawkish
Michelle Bowman	Board	Permanente	10-Apr-25	-1	Hawkish
Susan Collins	Presidente Boston Fed	Votante 2025	11-Apr-25	-1	Hawkish
Alberto Musalem	Presidente St. Louis Fed	Votante 2025	11-Apr-25	-1	Hawkish
John Williams	Presidente New York Fed	Permanente	11-Apr-25	-1	Hawkish
Raphael Bostic	Presidente Atlanta Fed	Non-Votante	14-Apr-25	-1	Hawkish
Adriana Kugler	Board	Permanente	22-Apr-25	-1	Hawkish

Nota: abbiamo condotto un'analisi del sentiment sui recenti discorsi dei membri della Federal Reserve per determinare la loro posizione sulla politica monetaria. A ciascun discorso è stato assegnato un punteggio di sentiment in base al tono e al linguaggio, classificando ogni posizione come falco, colomba o neutrale. I fattori chiave sono stati i riferimenti all'inflazione, ai tassi di interesse e all'occupazione. Un valore negativo indica una posizione da falco.

Cresce la cautela anche tra i "neutrali". Il fronte dei **membri** con posizioni neutrali sulla politica monetaria appare notevolmente assottigliato. È inoltre in crescita, anche tra i cosiddetti "centristi", il numero di banchieri centrali che segnalano crescenti rischi inflazionistici derivanti dalla politica commerciale. Tra i membri votanti, **Jefferson** (Vice Chair) e **Goolsbee** (Chicago Fed) hanno sottolineato che i dazi potrebbero esercitare pressioni sui prezzi più persistenti del previsto. **Harker** (Philadelphia Fed), pur non votante nel 2025, ha ribadito l'importanza di una strategia paziente e reattiva ai dati, segnalando come l'attuale fase richieda attenzione più che azione. In sintesi, **i membri neutrali continuano a sottolineare un approccio dipendente dai dati e pazienza negli aggiustamenti della politica monetaria** (Tabella 2), pur continuando a ritenere che la direzione resta quella di un allentamento.

Tab. 2 - Valutazione dei discorsi dei membri della Fed dall'ultimo FOMC: toni neutrali

Membro Fed	Ruolo	Status di voto	Data del discorso	Sentiment	Posizione
Jerome Powell	Fed Chair	Permanente	16-Apr-25	0	Neutral
Austan Goolsbee	Presidente Chicago Fed	Votante 2025	21-Apr-25	0	Neutral
Philip Jefferson	Fed Vice Chair	Permanente	22-Apr-25	0	Neutral
Patrick Harker	Presidente Philadelphia Fed	Non-Votante	22-Apr-25	0	Neutral

Nota: abbiamo condotto un'analisi del sentiment sui recenti discorsi dei membri della Federal Reserve per determinare la loro posizione sulla politica monetaria. A ciascun discorso è stato assegnato un punteggio di sentiment in base al tono e al linguaggio, classificando ogni posizione come falco, colomba neutrale. I fattori chiave sono stati i riferimenti all'inflazione, ai tassi di interesse e all'occupazione. Un valore pari a zero indica una posizione neutrale.

Le "colombe" appaiono più isolate. Tra i membri più dovish si è distinto **Waller** (Board), secondo cui in caso di tariffe elevate e persistenti sarebbero opportuni tagli più rapidi e profondi dei tassi, in quanto l'effetto inflazionistico delle misure protezionistiche sarebbe temporaneo, mentre il rischio principale risiederebbe nel rallentamento dell'attività economica. Sulla stessa linea, **Hammack** (Cleveland Fed), che ha sottolineato come l'attuale livello dei tassi possa presto risultare troppo restrittivo, soprattutto se l'impatto dei dazi si traducesse in un peggioramento della fiducia e della domanda; Hammack esclude l'ipotesi di un taglio già a maggio, ma ha aperto alla possibilità di un allentamento a partire da giugno, qualora i dati sull'inflazione e sull'attività economica dovessero confermare un indebolimento della domanda (Tabella 3).

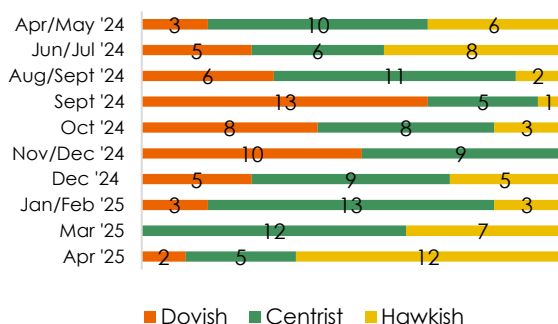
Tab. 3 - Valutazione dei discorsi dei membri della Fed dall'ultimo FOMC: toni dovish

Membro Fed	Ruolo	Status di voto	Data del discorso	Sentiment	Posizione
Beth Hammack	Presidente Cleveland Fed	Non Votante	24-Apr-25	1	Dovish
Christopher Waller	Board	Permanente	24-Apr-25	1	Dovish

Nota: abbiamo condotto un'analisi del sentiment sui recenti discorsi dei membri della Federal Reserve per determinare la loro posizione sulla politica monetaria. A ciascun discorso è stato assegnato un punteggio di sentiment in base al tono e al linguaggio, classificando ogni posizione come falco, colomba neutrale. I fattori chiave sono stati i riferimenti all'inflazione, ai tassi di interesse e all'occupazione. Un valore pari a uno indica una posizione dovish.

In breve, dalla riunione di marzo, **il sentiment medio dei membri del FOMC è divenuto nettamente più restrittivo**: il numero di membri che ha espresso posizioni hawkish è salito da 7 a 12 (si tratta attualmente del gruppo maggioritario all'interno del Comitato). Viceversa, **nelle ultime settimane due membri si sono spostati dall'area di neutralità verso posizioni dovish**, segnalando la possibilità di iniziare a ridurre i tassi nel corso dell'estate qualora l'inflazione continuasse a scendere o l'economia mostrasse segnali di rallentamento più marcato (Fig. 13). Parallelamente, l'incertezza percepita sui tassi d'interesse è tornata ad aumentare, come mostrato dalla **Policy Rate Uncertainty** della Fed di Kansas City (Fig. 14).

Fig. 13 – Il FOMC è oggi più spaccato che in marzo, con un aumento delle posizioni estreme (ma prevalgono gli spostamenti in direzione hawkish)



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo basata sulla sentiment analysis dei discorsi dei membri della Fed

Fig. 14 – L'indice di policy rate uncertainty della Fed di Kansas City mostra un aumento dell'incertezza sui tassi Fed



Nota: il **Kansas City Policy Rate Uncertainty Index (KC PRU)** è costruito con una metodologia simile a quella del Cboe VIX, utilizzando i prezzi delle opzioni su contratti Eurodollar (fino al 2023) e su contratti SOFR (dal 2023 in poi). L'indice misura l'incertezza implicita sui tassi d'interesse a un anno, riflettendo le aspettative di mercato sulla variabilità futura della politica monetaria della Fed. Fonte: Fed di Kansas City

Conclusioni

L'evoluzione dello scenario economico dopo la riunione del FOMC di marzo evidenzia segnali contrastanti: da un lato, la dinamica mensile dell'inflazione è tornata compatibile con il target del 2%; dall'altro lato, **l'aumento delle aspettative sui prezzi derivante dall'inasprimento dei dazi potrebbe, se persistente, alimentare rischi di stagflazione**. Il tono della comunicazione da parte dei membri del FOMC è diventato più restrittivo, e anche tra i membri neutrali come Powell sono aumentati i segnali di preoccupazione per l'inflazione. Tuttavia, sono emersi anche alcuni spostamenti in direzione dovish, per via del potenziale impatto negativo dei dazi sulla domanda interna. **Ci aspettiamo che Powell adotti un tono cauto, confermando che l'attuale livello dei tassi è appropriato in un contesto di elevata incertezza, ma lasciando aperta la porta a un prosieguo dell'allentamento monetario, qualora le condizioni lo consentano, nella seconda metà dell'anno.**

A nostro avviso, la Fed manterrà i tassi invariati sia nella riunione di maggio che in quella di giugno, in quanto è troppo presto per valutare gli effetti dell'inasprimento dei dazi. **Riteniamo ancora possibile che la banca centrale possa tornare a tagliare i tassi nella seconda parte dell'anno, ma in misura più contenuta rispetto alle attese di mercato**: ci aspettiamo due soli tagli da 25 punti base, contro i tre interventi attualmente prezzati dagli investitori. Ci attendiamo una prima mossa tra luglio e settembre. I rischi restano orientati verso un sentiero più prudente, specie se le pressioni inflazionistiche legate ai dazi dovessero emergere più rapidamente, e rivelarsi meno transitorie del previsto.

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 Protetico 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 LSEG 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