

Focus Stati Uniti

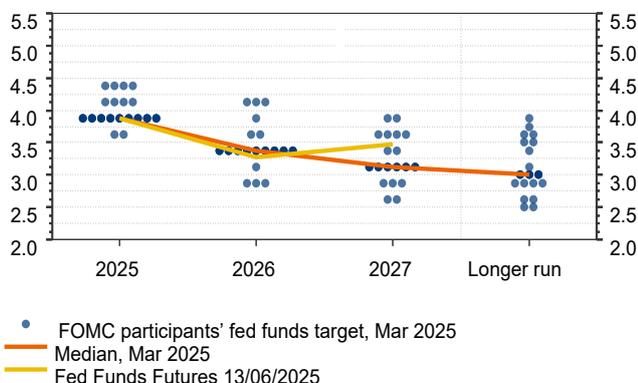
Fed ancora cauta, tra dazi e incertezza su vari fronti

Dal FOMC del 17-18 giugno dovrebbe emergere un messaggio di cautela e "attendismo". Le nuove Summary of Economic Projections potrebbero vedere una limatura delle stime sulla crescita del PIL e viceversa una revisione al rialzo delle proiezioni sull'inflazione. Powell ha recentemente avvertito che gli shock dal lato dell'offerta potrebbero diventare più frequenti, sottolineando l'importanza di mantenere ben ancorate le aspettative di inflazione. Le crescenti divisioni all'interno del FOMC dovrebbero favorire un orientamento improntato a "wait-and-see": molti membri ritengono necessario aspettare maggiore chiarezza sugli effetti delle politiche commerciali prima di procedere a un ulteriore allentamento. È probabile che la mediana delle proiezioni sui tassi dei membri del FOMC risulti invariata, coerente con due tagli dei tassi entro fine 2025, ma il dot plot potrebbe spostarsi marginalmente verso l'alto, in un contesto di maggiore dispersione. Riteniamo ancora possibile che la Fed possa procedere con due mosse quest'anno (a settembre e dicembre), anche se il rischio è che il primo intervento possa essere ulteriormente rimandato.

Dalla riunione del FOMC del 17-18 giugno ci aspettiamo che il tasso sui fed funds resti invariato a 4,25-4,50%. **Il messaggio complessivo dovrebbe essere improntato a cautela e attendismo.** I toni del comunicato e della conferenza stampa potrebbero risultare un po' meno hawkish rispetto a maggio, anche alla luce dei recenti dati di inflazione. Tuttavia, Powell dovrebbe ribadire la necessità di mantenere un approccio prudente, in attesa di valutare gli effetti dei dazi sull'evoluzione dei prezzi e delle attese di inflazione di lungo termine. Al contempo, potrebbe sottolineare che il FOMC è pronto ad agire in caso di rapido deterioramento del mercato del lavoro.

Le nuove Summary of Economic Projections dovrebbero riflettere gli aumenti tariffari già in vigore, ma alcuni membri potrebbero tener conto anche dei rischi di ulteriore inasprimento (il 9 luglio scade la sospensione dei dazi reciproci annunciati il 2 aprile). È probabile **una revisione al ribasso delle stime di crescita del PIL, specie per l'anno in corso, che potrebbe anche essere accompagnata da una marginale revisione al rialzo delle proiezioni sul tasso di disoccupazione. Le stime sui deflatori dovrebbero essere riviste al rialzo. La mediana delle attese dei membri del FOMC sui tassi potrebbe rimanere invariata per il 2025 ma salire per gli anni successivi** (Fig. 1, Tab. 1).

Fig. 1 - La mediana delle proiezioni dei tassi dovrebbe rimanere invariata per il 2025 pur in un quadro di maggiore dispersione, ma essere rivista al rialzo per gli anni successivi



Fonte: FOMC, LSEG Datastream

17 giugno 2025

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Paolo Mameli
Economista

Tab. 1 – Le nuove SEP potrebbero mostrare una revisione al ribasso delle stime di crescita a fronte di proiezioni di inflazione più elevate

Variabile	2025*	2026*	2027*	Lungo termine
PIL reale (previsione ISP)	0.9	2.1	1.7	1.5
Consenso Bloomberg	0.8	1.9		
Proiezione di marzo	1.7	1.8	1.8	1.8
Tasso di disoccupazione (previsione ISP)	4.4	4.5	4.3	4.3
Consenso Bloomberg	4.5	4.4		
Proiezione di marzo	4.4	4.3	4.3	4.2
Deflatore PCE (previsione ISP)	3.0	2.3	2.1	2.1
Consenso Bloomberg	3.1	2.4		
Proiezione di marzo	2.7	2.2	2.0	2.0
Deflatore PCE core (previsione ISP)	3.1	2.4	2.3	2.2
Consenso Bloomberg	3.4	2.4		
Proiezione FOMC marzo	2.8	2.2	2.0	
Proiezione del percorso appropriato dei tassi				
Tasso sui fed funds (previsione ISP)	4.0	3.8	3.5	3.3
Proiezione FOMC marzo	3.9	3.4	3.1	3.0

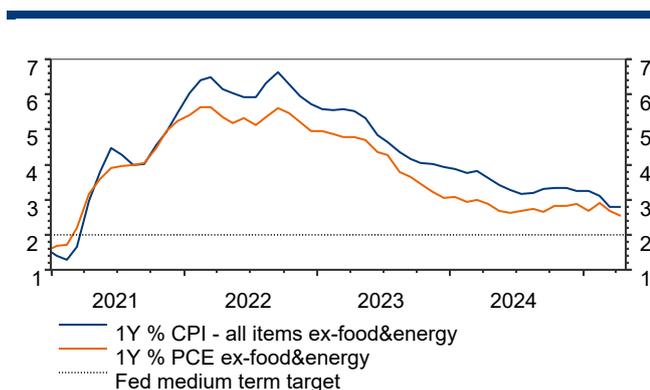
Nota: proiezioni dei membri del FOMC, marzo 2025 (mediana); (*) 4° trimestre. Fonte: Intesa Sanpaolo, Federal Reserve Board, LSEG Datastream, Bloomberg

Dall'ultimo FOMC, si è intensificato il rallentamento sia della crescita che dell'inflazione

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

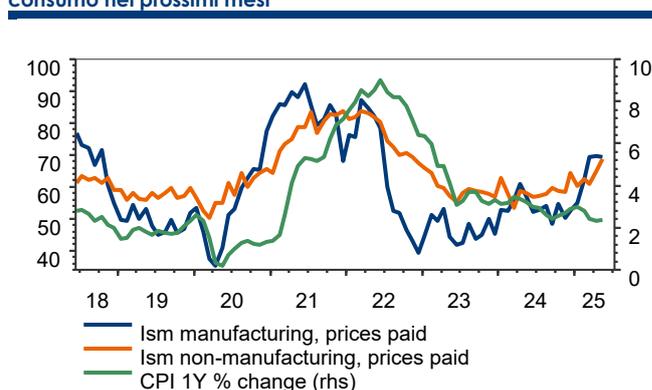
■ **Inflazione: dati favorevoli a maggio, ma incombe la “spada di Damocle” dei dazi.** Sia il CPI che il PPI hanno sorpreso al ribasso per il secondo mese consecutivo a maggio. I prezzi al consumo sono cresciuti di appena un decimo sia sull'indice generale che sul core; su base annua, il CPI ha registrato una accelerazione di un decimo al 2,4% mentre l'indice al netto di energetici e alimentari è rimasto stabile al 2,8% per il terzo mese consecutivo. L'aumento mensile è stato trainato principalmente dai servizi abitativi e dai prodotti alimentari. **I primi effetti dei dazi si sono visti solo su alcune categorie specifiche di beni a maggiore contenuto importato, come elettrodomestici e giocattoli.** Anche il PPI ha sorpreso al ribasso, crescendo di appena un decimo nel mese; su base annua, l'indice generale è salito di un decimo a 2,6% a/a, ma il core (e il core al netto del commercio) hanno visto una decelerazione di due decimi (a 3% e 2,7% a/a, rispettivamente). Anche i deflatori di aprile hanno confermato moderazione, salendo di appena un decimo nel mese: su base annua, sia il PCE headline che il core sono rallentati di due decimi (rispettivamente a 2,1% e 2,5% a/a, in quest'ultimo caso ai minimi da oltre quattro anni: Fig. 2). **Tuttavia, le indicazioni delle imprese sui prezzi pagati, secondo l'indagine ISM, hanno raggiunto tra aprile e maggio un massimo da tre anni nel manifatturiero e da due anni e mezzo nei servizi** (Fig. 3). Anche le aspettative di inflazione delle famiglie sono salite, soprattutto secondo l'indagine condotta dall'Università del Michigan; tuttavia, le attese di inflazione implicite nei mercati finanziari, soprattutto per il medio termine, sono rimaste contenute (Fig. 4). A seguito della de-escalation sui dazi, nelle ultime settimane abbiamo rivisto al ribasso le nostre stime di inflazione, che però restano significativamente più elevate rispetto alle attese pre-dazi: stimiamo ora il CPI core al 3,2% nel 2025 e al 3% nel 2026 (Fig. 5). **In sintesi: gli effetti dei dazi sui prezzi finali (sia al consumo che alla produzione) sono stati molto contenuti sinora, ma non potranno che intensificarsi nei prossimi mesi (anche se meno rispetto a quanto atteso prima della recente de-escalation soprattutto nei confronti della Cina).**

Fig. 2 – L'inflazione ha ripreso il suo sentiero verso l'obiettivo del 2%



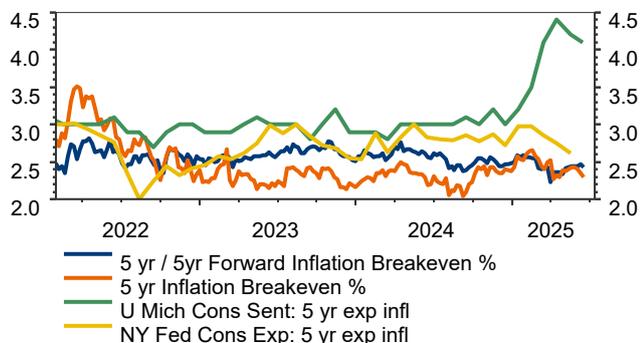
Fonte: BLS, BEA

Fig. 3 – Le indagini condotte presso le imprese indicano un aumento dei prezzi pagati che potrebbe trasferirsi sui prezzi al consumo nei prossimi mesi



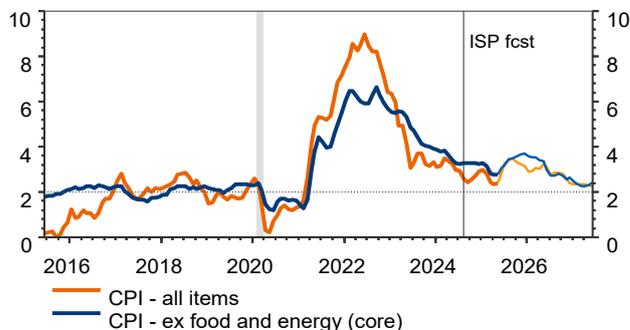
Fonte: BLS, ISM

Fig. 4 – L'aumento delle attese di inflazione secondo l'indagine dell'Università del Michigan non trova conferma nelle aspettative di mercato



Fonte: Fed di New York, Università del Michigan, ISEG Datastream

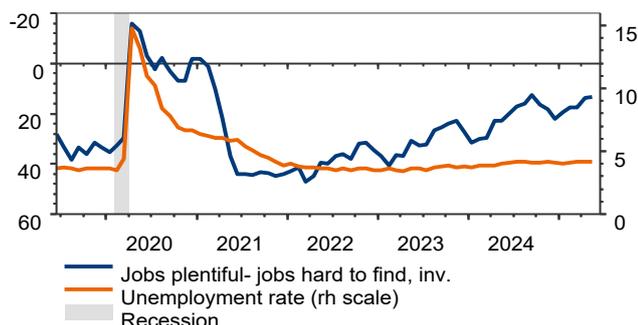
Fig. 5 – Prevediamo che l'inflazione sia destinata a riaccelerare nei prossimi mesi a causa delle tariffe, ma meno di quanto stimato qualche settimana fa



Fonte: BLS, previsioni Intesa Sanpaolo

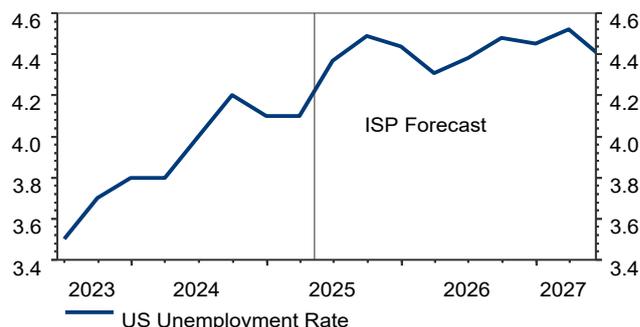
■ **Mercato del lavoro in moderato rallentamento.** L'employment report di maggio ha registrato una crescita degli occupati non agricoli pari a 139 mila unità, poco sopra le attese di consenso (130 mila). Tuttavia, la sorpresa positiva rispetto alle aspettative è stata ampiamente compensata dalle revisioni al ribasso sui due mesi precedenti, pari a -95 mila unità complessive. Il settore trainante resta ancora quello dei servizi. Il tasso di disoccupazione è rimasto invariato al 4,2%, in un contesto di calo sia per la forza lavoro (-625 mila unità) che per gli occupati (-696 mila). Il tasso di partecipazione è sceso di due decimi al 62,4% e il tasso di occupazione ha raggiunto il livello più basso da giugno 2022 (59,7%). Il tasso di "sottoccupazione" U6 è rimasto stabile al 7,8%, un massimo da ottobre 2021. Peraltro, la dinamica delle retribuzioni orarie ha visto una accelerazione superiore al previsto, a 0,4% da 0,2% m/m (stabile a 3,9% a/a). Anche le indagini di fiducia dei consumatori segnalano un progressivo indebolimento del mercato del lavoro: secondo il Conference Board, **il saldo tra chi ritiene facile e chi ritiene difficile trovare lavoro è tornato sostanzialmente sui livelli del 2021** (Fig. 6). **Nel complesso, il mercato del lavoro appare in graduale rallentamento, e ci attendiamo che tale dinamica possa intensificarsi nei mesi estivi, con un tasso di disoccupazione in salita verso il 4,4% nell'ultimo trimestre del 2025** (Fig. 7).

Fig. 6 – Il saldo tra chi ritiene facile e chi ritiene difficile trovare lavoro è vicino ai minimi dal 2021



Nota: il saldo tra chi ritiene facile trovare lavoro e chi lo ritiene difficile, rilevato dall'indagine mensile del Conference Board. Fonte: BLS, Conference Board

Fig. 7 – Vediamo il tasso di disoccupazione in salita nei prossimi mesi, fino al 4,4% nell'ultimo trimestre del 2025

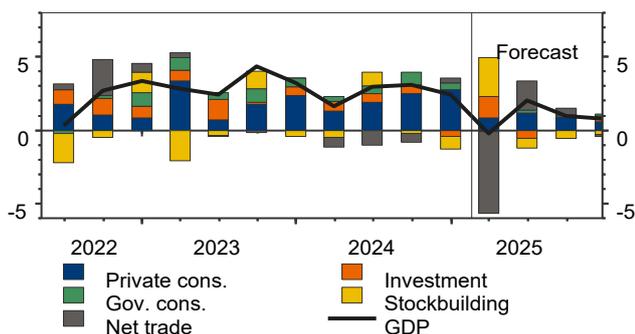


Fonte: BLS, previsioni Intesa Sanpaolo

■ **Crescita:** nonostante il PIL del 1° trimestre sia stato rivisto lievemente al rialzo, **la seconda stima mostra che la domanda interna è rallentata più del previsto:** i consumi privati sono stati rivisti da 1,8% a 1,2% t/t ann.; la misura di domanda interna preferita dalla Fed, **le vendite finali ad acquirenti domestici** (la somma di consumi e investimenti privati) è stata anch'essa limata, a

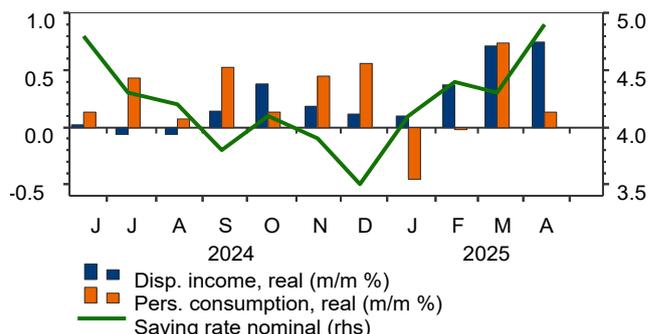
2,5% da 3% t/t ann. Ulteriori conferme del raffreddamento dei consumi arrivano dai dati su **redditi e spesa personale di aprile**: il reddito disponibile è cresciuto ben oltre le attese (+0,8% m/m, con la lettura precedente rivista al rialzo da +0,5% a +0,7%), a fronte però di un marcato rallentamento della spesa (+0,2% a prezzi correnti e appena +0,1% in termini reali, da +0,7% precedente). Il tasso di risparmio è pertanto risalito al 4,9%, il livello più alto da quasi un anno, segnale di una maggiore cautela da parte delle famiglie (Fig. 9). Dal lato delle imprese (Fig. 10), **l'ISM manifatturiero è calato a sorpresa** a 48,5 a maggio (da 48,7 in aprile), ai minimi da sei mesi; **più marcato il segnale negativo dall'ISM servizi**, tornato in territorio recessivo per la prima volta da quasi un anno (a 49,9 da 51,6): l'indagine registra un ampio calo dei nuovi ordini (che fanno segnare il secondo valore più basso dal 2020), e molte imprese riportano difficoltà di pianificazione e ritardi nelle commesse. Viceversa, le indagini di fiducia dei consumatori (sia secondo l'Università del Michigan che secondo il Conference Board) hanno mostrato un recupero a maggio dopo il tonfo dei mesi precedenti, grazie alla de-escalation sul fronte dei dazi (Fig. 10). In prospettiva, **ci attendiamo un rimbalzo del PIL nel secondo trimestre, attorno al 2% t/t ann., grazie soprattutto al calo delle importazioni dopo l'impennata dei mesi precedenti (e, in minor misura, da una moderata riaccelerazione dei consumi dopo un primo trimestre debole)**. Si tratterebbe di un rimbalzo temporaneo: l'incertezza legata ai dazi e i segnali di rallentamento dalle indagini segnalano che **il PIL può tonare a rallentare nel 3° trimestre, a 0,9% t/t ann. nelle nostre stime** (Fig. 8).

Fig. 8 – Al di là della volatilità vista nel primo semestre (dovuta gli effetti degli annunci di dazi sull'import), il PIL mantiene un sentiero di rallentamento



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

Fig. 9 – La crescita dei redditi delle famiglie resta sostenuta, ma le famiglie sono diventate più caute: il tasso di risparmio è ai massimi da quasi un anno



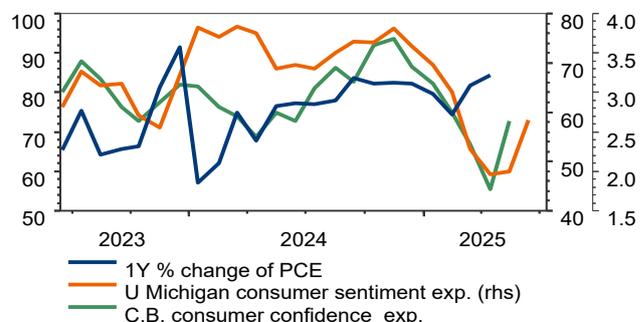
Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA)

Fig. 10 – In calo gli indici di fiducia delle imprese sia nel manifatturiero che nei servizi



Fonte: ISM

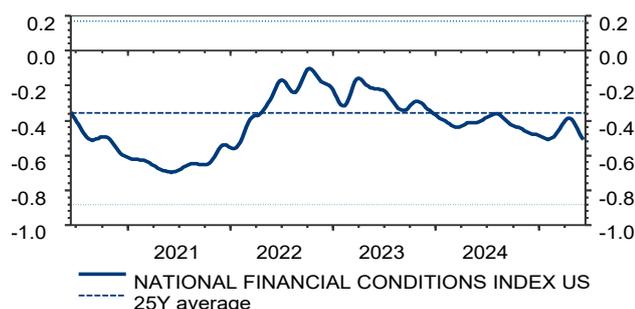
Fig. 11 – La de-escalation sul fronte dei dazi commerciali ha favorito un parziale recupero per la fiducia dei consumatori a maggio



Fonte: BEA, Università del Michigan, Conference Board

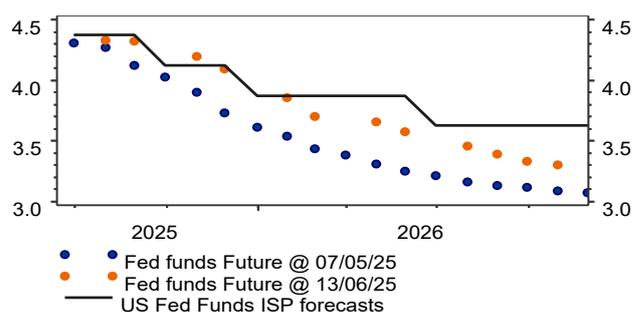
- Il **Beige Book** preparato per la riunione del FOMC del 17-18 giugno ha evidenziato che l'attività economica complessiva è leggermente diminuita rispetto al precedente rapporto. Metà dei distretti hanno segnalato un calo da lieve a moderato, con un quadro incerto e prudente da parte di famiglie e imprese. La manifattura è in calo, i consumi sono stabili o in lieve flessione, con alcuni aumenti legati all'anticipazione dei dazi. L'occupazione è sostanzialmente ferma, con minore mobilità, minori ore lavorate e piani di assunzione invariati. I salari crescono moderatamente, ma con pressioni in attenuazione. I prezzi sono in aumento moderato, con attese di accelerazione a causa dei dazi. **In generale, il Beige Book dipinge un quadro di attività in indebolimento e di crescenti pressioni sui prezzi legate ai dazi, a sostegno dell'approccio attendista della Fed.**
- **Le condizioni finanziarie si sono allentate** dopo la riunione del FOMC di maggio, principalmente a causa della riduzione dell'indice di volatilità implicita sui mercati azionari (VIX), ma anche 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. 12).
- Dopo l'ultimo FOMC, le **aspettative del mercato** sui tagli della Fed sono diminuite: gli operatori di mercato scontano ora 48pb di tagli entro fine anno, dai 69pb prezzati all'indomani del FOMC del 6-7 maggio scorso (Fig. 13).

Fig. 12 - Dall'ultimo FOMC le condizioni finanziarie sono diventate più 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. 13 - Le nostre attuali previsioni sui fed funds sono circa in linea con le aspettative del mercato, almeno per il breve termine



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

Dal flusso di interventi dei membri del FOMC emerge una cautela crescente

Dai **verbali del FOMC di maggio** è emerso un ampio consenso sulla necessità di mantenere i tassi invariati in un contesto di elevata incertezza. **Le tariffe introdotte nel 2025 erano viste come un potenziale shock stagflazionistico: pur riconoscendone il probabile carattere transitorio**, molti partecipanti temevano che l'aumento dei costi venisse trasferito sui consumatori, ritardando il ritorno dell'inflazione verso il target del 2%. Il Comitato considerava l'attuale politica monetaria moderatamente restrittiva, ritenendola adeguata ad affrontare rischi ancora sbilanciati verso l'inflazione.

Nel suo principale intervento dopo il FOMC di maggio (presso la Second Thomas Laubach Research Conference), il presidente Powell ha sottolineato che i tassi di interesse a lungo termine sono ora più alti rispetto agli ultimi anni, principalmente a causa dell'aumento dei tassi reali e non delle aspettative di inflazione. **Ha inoltre affermato che oggi il rischio è che gli shock da offerta siano più frequenti; da ciò deriva l'importanza di mantenere ancorate le aspettative di inflazione di lungo termine.**

Dalle dichiarazioni dei membri del FOMC emerge ancora un'attenzione prevalente ai rischi inflazionistici legati ai dazi, anche se l'intensità delle posizioni restrittive si è leggermente

attenuata. Kugler (Board) ha segnalato un aumento dei rischi sui prezzi nel breve periodo e, più avanti, possibili rischi al ribasso per crescita e occupazione: ha citato in particolare tariffe, politica fiscale e immigrazione come fattori che potrebbero alimentare ulteriori pressioni sui prezzi, giustificando il mantenimento di tassi invariati. Cook (Board) ha avvertito che i dazi potrebbero creare un contesto di stagflazione, spingendo le imprese ad aumentare i prezzi, e ha segnalato il crescente stress nel settore immobiliare. Barr (Board) ha avvertito che la Fed si troverebbe in una posizione difficile qualora inflazione e disoccupazione dovessero salire contemporaneamente. Musalem (Fed di St. Louis) ha definito rischioso ignorare l'effetto dei dazi sui prezzi, mentre Schmid (Fed di Kansas City) ha messo in guardia contro un possibile ritorno dell'inflazione sopra il 3%. **In sintesi, il gruppo dei "falchi" resta numeroso, ma appare meno nutrito rispetto al mese scorso** (Tabella 2).

Tab. 2 - Valutazione dei discorsi dei membri della Fed dopo l'ultimo FOMC: toni hawkish

Membro Fed	Ruolo	Status di voto	Data del discorso	Sentiment	Posizione
Adriana Kugler	Board	Permanente	05-giu-25	-1	Hawkish
Jeff Schmid	Presidente Fed Kansas City	Votante 2025	05-giu-25	-1	Hawkish
Lisa Cook	Board	Permanente	03-giu-25	-1	Hawkish
Alberto Musalem	Presidente Fed St. Louis	Votante 2025	23-mag-25	-1	Hawkish
Michael Barr	Board	Permanente	09-mag-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.

Il gruppo dei membri con orientamento neutrale si è ampliato. Tra i membri **votanti**: Jefferson (Board) ha avvertito che i dazi potrebbero alimentare pressioni sui prezzi, ma ha ribadito che l'attuale politica monetaria è adeguata; Goolsbee (Fed di Chicago) ha dichiarato che gli effetti dei dazi sui prezzi potrebbero emergere già nel giro di un mese, pur restando aperto a un taglio dei tassi entro l'anno in assenza di nuovi shock; Williams (Fed di NY) ha sottolineato l'importanza di mantenere ancorate le aspettative di inflazione e ha definito la politica attuale solo leggermente restrittiva. Tra i **non votanti**: Harker (Fed di Philadelphia) ha posto l'accento sulla necessità per la Fed di essere paziente e flessibile; Kashkari (Fed di Minneapolis) ha osservato che l'incertezza sulla politica commerciale sta frenando gli investimenti; Bostic (Fed di Atlanta) ha dichiarato di attendersi un solo taglio nel 2025; Logan (Fed di Dallas) ha affermato che la politica attuale resta appropriata e che occorrono prove più convincenti prima di agire; Hammack (Fed di Cleveland) preferisce attendere maggiore chiarezza, riconoscendo in aumento la probabilità di uno scenario stagflazionistico; Daly (Fed di San Francisco) ha messo in evidenza il calo della fiducia dei consumatori; Barkin (Fed di Richmond) ha segnalato che la Fed sta monitorando con attenzione i consumi e l'occupazione (Tabella 3).

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

Membro Fed	Ruolo	Status di voto	Data del discorso	Sentiment	Posizione
Patrick Harker	Presidente Fed Philadelphia	Non votante	06-giu-25	0	Neutrale
Neel Kashkari	Presidente Fed Minneapolis	Non votante	04-giu-25	0	Neutrale
Austan Goolsbee	Presidente Fed Chicago	Votante 2025	03-giu-25	0	Neutrale
Raphael Bostic	Presidente Fed Atlanta	Non votante	03-giu-25	0	Neutrale
Lorie Logan	Presidente Fed Dallas	Non votante	02-giu-25	0	Neutrale
Beth Hammack	Presidente Fed Cleveland	Non votante	20-mag-25	0	Neutrale
Philip Jefferson	Vice-Presidente Fed	Permanente	19-mag-25	0	Neutrale
John Williams	Presidente Fed New York	Permanente	19-mag-25	0	Neutrale
Jerome Powell	Presidente del Board	Permanente	15-mag-25	0	Neutrale
Mary Daly	Presidente Fed San Francisco	Non votante	14-mag-25	0	Neutrale
Thomas Barkin	Presidente Fed Richmond	Non votante	09-mag-25	0	Neutrale

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.

Il gruppo dei membri con orientamento dovish si è ridotto e ora conta come unico membro Waller (Board), il quale ha ribadito che l'effetto inflattivo dei dazi sarà modesto e temporaneo, presentando due scenari alternativi: uno con tariffe medie al 25% e uno più contenuto al 10%. Nel primo caso, assumendo un pieno trasferimento ai consumatori, l'inflazione potrebbe avvicinarsi al 5% su base annua; nello scenario più moderato, resterebbe intorno al 3%. A suo avviso, finché le aspettative di inflazione a lungo termine restano ancorate, la Fed può permettersi di "guardare oltre" lo shock tariffario (Tabella 4).

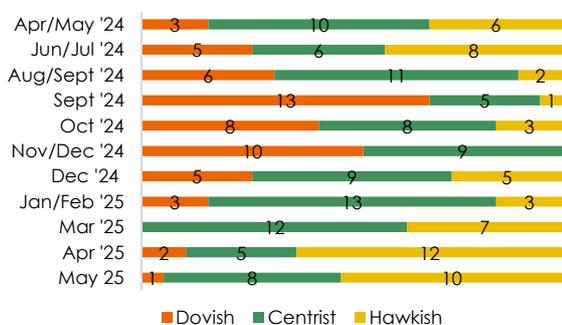
Tab. 4 - Valutazione dei discorsi dei membri della Fed dall'ultimo FOMC: toni dovish

Membro Fed	Ruolo	Status di voto	Data del discorso	Sentiment	Posizione
Christopher Waller	Governatore (Board)	Permanente	22-mag-25	1	Dovish

Nota: abbiamo condotto un'analisi dei 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.

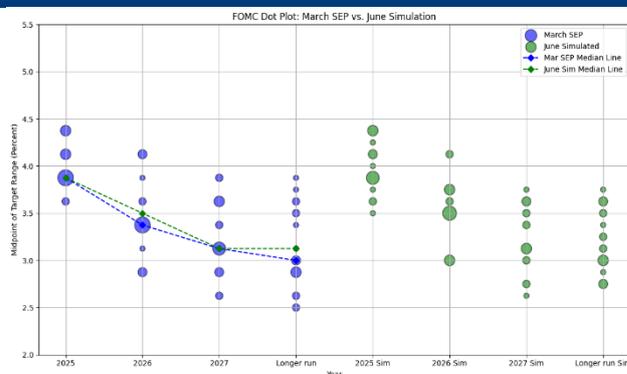
In breve, **rispetto alla riunione di maggio, il sentiment medio all'interno del FOMC si è mantenuto su posizioni restrittive, pur con segnali di riequilibrio. Il blocco hawkish è ancora maggioritario, ma si è ridotto rispetto al picco di aprile; d'altronde, anche il gruppo dovish si è fatto ancora più esiguo. È cresciuta l'area di neutralità** (Fig. 14), coerente con tassi invariati nel breve ma con rischi orientati verso l'alto nel medio periodo. **La mediana delle proiezioni sui tassi dovrebbe rimanere stabile per il 2025, ma potrebbe essere rivista al rialzo per gli anni successivi**, alla luce dell'impatto atteso delle politiche commerciali. Gli ultimi interventi pubblici dei membri della Fed segnalano un possibile aumento della dispersione nel dot plot (Fig. 15), riflesso di una crescente eterogeneità di vedute tra i membri del FOMC sulla persistenza e l'intensità dello shock inflazionistico innescato dalle tariffe.

Fig. 14 – Il FOMC resta a maggioranza hawkish, ma il blocco centrista recupera terreno e la divisione interna si accentua rispetto a maggio



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

Fig. 15 – La mediana delle proiezioni sui tassi dovrebbe restare invariata per il 2025, ma potrebbe salire per gli anni successivi, in un contesto di crescente dispersione



Nota: il grafico a punti simulato deriva dall'analisi dei sentiment dei recenti discorsi dei membri del FOMC, come elaborato da Intesa Sanpaolo. La proiezione precedentemente nota di ciascun membro (punto) è stata modificata in base al sentiment percepito - hawkish, neutrale o dovish. Fonte: proiezione FOMC di marzo 2025, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Conclusioni

Lo scenario economico dopo il FOMC di maggio è diventato più incerto, ma con segnali favorevoli sul fronte inflazione e un raffreddamento graduale dell'attività economica domestica. In questo contesto, **il sentiment all'interno del FOMC vede un riequilibrio**, con una perdita di consensi per le posizioni estreme e una crescita dell'area centrista. **Le nuove Summary of Economic Projections dovrebbero vedere una limatura delle stime sulla crescita del PIL ma una revisione al rialzo delle proiezioni sull'inflazione. La mediana delle proiezioni sui tassi dovrebbe rimanere invariata per il 2025, ma salire per gli anni successivi, con una maggiore dispersione**

nel dot plot, a riflettere le crescenti divergenze tra i membri sulla persistenza dello shock inflazionistico legato ai dazi.

Ci aspettiamo che Powell in conferenza stampa adotti un tono cauto, confermando che l'attuale livello dei tassi resta appropriato in un contesto di elevata incertezza, ma ribadendo che la Fed è pronta ad agire se le condizioni lo richiederanno. **A nostro avviso, la banca centrale manterrà i tassi invariati sia nella riunione di giugno che in quella di luglio, dato che è ancora troppo presto per valutare appieno gli effetti dei dazi. Riteniamo ancora possibile che la Fed possa procedere con due tagli entro fine anno (a settembre e dicembre), anche se il rischio è che il primo intervento possa essere ulteriormente rimandato**, specie se le pressioni inflazionistiche indotte dai dazi dovessero emergere con maggiore rapidità rispetto a quanto visto sinora.

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