

Macro Rapid Response

FOMC: attese sui tassi invariate quest'anno ma riviste al rialzo per il 2026-27

Il FOMC di giugno si è concluso con tassi invariati come ampiamente atteso; la decisione è stata unanime. Le nuove Summary of Economic Projections mostrano una revisione al ribasso delle stime di crescita sia per quest'anno che per il prossimo, e una correzione al rialzo, per tutto il triennio 2025-2027, sia delle previsioni sulla disoccupazione che di quelle sull'inflazione, in un contesto di aumento della polarizzazione tra i membri. In sintesi, il FOMC è più diviso ma anche più preoccupato per gli effetti di medio termine dei dazi, tuttavia segnala di avere bisogno di più tempo per valutarne appieno gli effetti. Le nuove proiezioni mediane dei membri del FOMC sono in linea con le nostre attese (2 tagli quest'anno, 1 taglio nel 2026, 1 taglio nel 2027), che confermiamo. Il rischio però è che la salita dell'inflazione costringa la Fed a tagliare meno, o in maniera più dilazionata, rispetto all'attuale scenario centrale.

- **Il FOMC di giugno si è concluso con un target sui fed funds invariato a 4,25-4,50%, come ampiamente atteso. La decisione è stata unanime.**
- **Il comunicato ha subito poche modifiche:** 1) Si dice che il tasso di disoccupazione "resta basso", mentre a maggio si parlava di stabilizzazione su bassi livelli nei mesi recenti; 2) **l'incertezza** sulle prospettive economiche, che il mese scorso era "cresciuta ulteriormente", **viene ora giudicata come "in diminuzione, ma ancora elevata"**; 3) è stato eliminato il riferimento all'aumento dei rischi al rialzo sia sulla disoccupazione che sull'inflazione. La crescita economica, così come le condizioni sul mercato del lavoro, continuano ad essere descritte come "solide".
- **Le nuove Summary of Economic Projections mostrano una revisione al ribasso delle stime di crescita sia per quest'anno che per il prossimo, e una revisione al rialzo, per tutto il triennio 2025-2027, sia delle previsioni sulla disoccupazione che di quelle sull'inflazione** (vedi Tabella 1). Le revisioni sono più marcate per quest'anno che per gli anni successivi. La correzione al rialzo per i deflatori riguarda nella stessa misura sia gli indici headline che quelli core. Invariate le proiezioni di lungo termine sulle principali variabili. Infine, le **proiezioni mediane sui tassi Fed restano invariate per il 2025 (3,9%, ancora coerenti con due tagli entro fine anno), ma sono state riviste al rialzo di due decimi per il 2026 (a 3,6% da 3,4%) e di tre decimi per il 2027 (a 3,4% da 3,1%)**; anche in questo caso, il valore di lungo periodo resta stabile (al 3%).
- Se, come detto, la mediana delle proiezioni sui tassi resta invariata per quest'anno (a 3,875%), in realtà **il dot plot si è spostato lievemente verso l'alto**: è diminuito da 11 a 10 (su 19) il numero di membri che si aspettano due tagli entro fine 2025, ed è salito da 4 a 7 il numero di membri che vede tassi fermi quest'anno. Ciò indica un **aumento della polarizzazione all'interno del FOMC**, con due gruppi piuttosto numerosi che si fronteggiano con posizioni molto diverse.
- Durante la **conferenza stampa**, Powell ha confermato che **l'economia resta in una posizione solida** e che la domanda interna, misurata dalle vendite finali ad acquirenti domestici, è cresciuta a un ritmo sostenuto nel primo trimestre, nonostante il calo del PIL legato agli anticipi di importazioni in vista delle tariffe; resta da vedere quanto il calo della fiducia dei consumatori inciderà sulla spesa delle famiglie.
- In merito all'inflazione, Powell ha osservato che **le aspettative inflazionistiche hanno toccato un picco ad aprile e sono poi calate leggermente, ma ha precisato che si tratta delle attese di breve termine**. Secondo Powell, gli aumenti tariffari spingeranno i prezzi al rialzo, ma resta da vedere se gli effetti sull'inflazione saranno temporanei o più persistenti, a seconda del pass-through e dell'evoluzione delle aspettative.
- Durante la sessione di domande e risposte, Powell ha ribadito che **gli effetti inflazionistici si stanno solo iniziando a manifestare**, con rincari visibili in categorie come computer e

19 giugno 2025

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista – USA

Paolo Mameli
Economista

apparecchiature audiovisive. Ha ricordato che, **poiché molti beni in vendita oggi sono stati importati prima dell'introduzione dei dazi, il pieno impatto si vedrà solo nei prossimi mesi.** Secondo i sondaggi condotti tra le imprese, **molte aziende intendono trasferire in parte o integralmente i rincari al consumatore finale.** Tuttavia, Powell ha sottolineato che **"l'entità, la durata e i tempi di trasmissione dei dazi sono ancora altamente incerti"**, e proprio per questo il Comitato ha deciso di mantenere invariato l'orientamento di politica monetaria, restando pronto a reagire in base ai dati in arrivo.

- Sempre durante il Q&A, Powell ha osservato che **"nein estate impareremo molto di più sull'effetto delle tariffe"**. Ha aggiunto che il rallentamento dei flussi migratori potrebbe contribuire a frenare le forze di lavoro, rendendo più difficile il riequilibrio tra domanda e offerta di lavoro (il che implica un punto di arrivo meno favorevole su costo del lavoro e sviluppi inflazionistici).
- **In sintesi, il FOMC è più diviso ma anche più preoccupato per gli effetti di medio termine dei dazi. Tuttavia, segnala di avere bisogno di più tempo per valutarne appieno gli effetti. Dopo il FOMC, il mercato ha sostanzialmente mantenuto invariate le sue aspettative,** scontando ancora quasi pienamente due tagli dei tassi da 25 punti-base quest'anno. Le nuove proiezioni mediane dei membri del FOMC sono in linea con le nostre attese (2 tagli quest'anno, 1 taglio nel 2026, 1 taglio nel 2027), che confermiamo. **Il rischio** però, specie se si concretizzassero gli scenari più avversi dell'escalation in corso in Medio Oriente, con rincari energetici che si aggiungerebbero all'impatto dei dazi, **è che la salita dell'inflazione costringa la Fed a tagliare meno, o in maniera più dilazionata, rispetto all'attuale scenario centrale.**

Tab. 1 - SEP del FOMC: crescita rivista al ribasso, proiezioni su inflazione e tassi di interesse riviste al rialzo

Variabile	Mediana			Lungo termine
	2025	2026	2027	
PIL reale	1.4	1.6	1.8	1.8
Proiezione di marzo	1.7	1.8	1.8	1.8
Tasso di disoccupazione	4.5	4.5	4.4	4.2
Proiezione di marzo	4.4	4.3	4.3	4.2
Deflatore PCE	3.0	2.4	2.1	2.0
Proiezione di marzo	2.7	2.2	2.0	2.0
Deflatore PCE core	3.1	2.4	2.1	
Proiezione di marzo	2.8	2.2	2.0	
Proiezione del percorso appropriato dei tassi				
Tasso sui fed funds	3.9	3.6	3.4	3.0
Proiezione di marzo	3.9	3.4	3.1	3.0

Nota: proiezioni dei membri del Board della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, giugno 2025. 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 Protective 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