

Focus Stati Uniti

Fed in stand-by, aumentano le divisioni interne

Dalla riunione del FOMC del 30-31 luglio non dovrebbero emergere sorprese sui tassi, attesi rimanere fermi al 4,25-4,50%. Lo scenario macroeconomico resta incerto, con segnali di moderato rallentamento della crescita e dati di inflazione sinora favorevoli, ma che sono attesi risentire dell'impatto dei dazi nei prossimi mesi. Il sentiment all'interno del FOMC si è mantenuto in media su posizioni moderatamente restrittive, ma le divisioni appaiono crescenti. È probabile che si registri almeno un dissenso da parte di chi (come Waller, cui potrebbe aggiungersi Bowman) preferirebbe tagliare i tassi già alla riunione di luglio. Il nostro scenario di base resta quello di due riduzioni entro fine anno, con una prima mossa tra settembre e ottobre.

L'esito della riunione del FOMC del 30-31 luglio non dovrebbe riservare sorprese sui tassi sui fed funds, attesi rimanere invariati a 4,25-4,50%. Con molta probabilità nel meeting di luglio ci sarà il dissenso da parte di Waller (a cui potrebbe aggiungersi quello di Bowman).

Nel comunicato, dovrebbero emergere solo variazioni marginali. La Fed dovrebbe confermare che l'attività economica mostra segnali di rallentamento, pur con una domanda interna ancora solida, e che l'incertezza sulle prospettive resta "in diminuzione ma ancora elevata". Dopo aver rimosso a giugno il riferimento all'aumento dei rischi al rialzo su disoccupazione e inflazione, il Comitato dovrebbe confermare di essere consapevole dei rischi che il doppio mandato comporta da entrambi i lati, mantenendo un tono improntato alla cautela.

Durante la conferenza stampa, Powell dovrebbe ribadire che l'economia statunitense resta solida, pur riconoscendo segnali di rallentamento dei consumi e l'incertezza legata ai dazi. Potrebbe sottolineare che l'aumento dei prezzi da tariffe è atteso come temporaneo, ma che il Comitato valuta attentamente il rischio di effetti più persistenti, soprattutto se si trasmettessero ai servizi o alle aspettative inflazionistiche. Powell dovrebbe inoltre osservare **che gli effetti delle misure commerciali si stanno iniziando a manifestare e che il pieno impatto sarà evidente nei prossimi mesi.** Infine, dovrebbe sottolineare che la Fed è pronta a intervenire con tagli dei tassi in caso di indebolimento del mercato del lavoro, mantenendo un approccio attendista verso un'inflazione da dazi, ritenuta temporanea, purché le aspettative di medio-lungo termine restino ben ancorate e le aziende non decidano di passare i maggiori costi ai consumatori.

25 luglio 2025

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

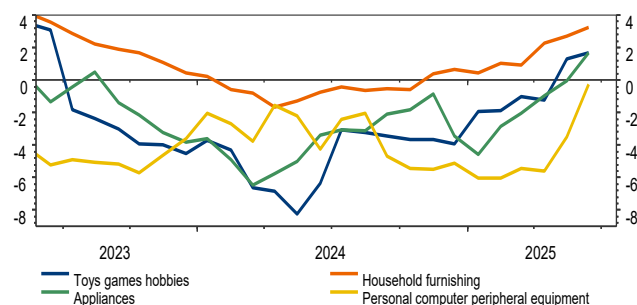
Paolo Mameli
Economista

Dall'ultimo FOMC, i dati sia di inflazione che di crescita sono stati inferiori alle attese, tiene il mercato del lavoro

Di seguito l'evoluzione delle informazioni economiche diffuse dopo l'ultima riunione del FOMC del 17-18 giugno:

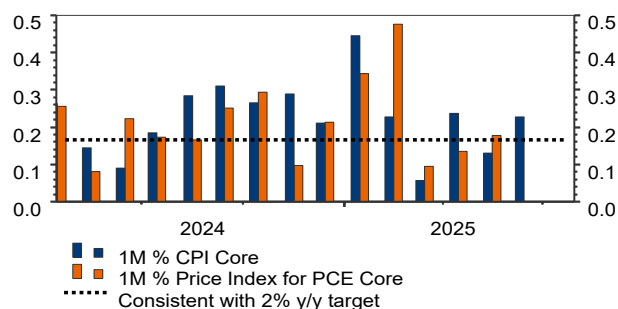
■ **Inflazione: dati inferiori al previsto negli ultimi mesi, ma l'attesa è di una riaccelerazione sulla scia degli incrementi tariffari.** I prezzi al consumo sono aumentati di 0,3% m/m sull'indice generale, come atteso, e di 0,2% m/m sul core, meno del previsto. L'aumento mensile è stato trainato dall'energia e dai servizi abitativi, ma si sono osservati **rincari in alcune categorie di beni ad elevato contenuto importato** (specie dalla Cina), come giocattoli, arredamento, elettronica e abbigliamento (Fig. 1). **Anche il PPI di giugno ha sorpreso al ribasso**, restando invariato su base mensile su tutte le metriche. In sintesi, gli effetti dei dazi sui prezzi finali restano per ora contenuti, ma si cominciano a vedere i primi effetti dei dazi su alcune specifiche categorie merceologiche, che potrebbero risultare più ampi e più diffusi nei prossimi mesi. Sulla base dei dati su CPI e PPI, **stimiamo che il deflatore dei consumi core sia cresciuto dello 0,26% m/m a giugno**, in accelerazione dallo 0,2% di maggio, per una variazione annua stabile al 2,7% (Fig. 2). **Le indagini sulle imprese confermano però aspettative di aumento dei costi sulla scia dei dazi:** le indicazioni sui prezzi pagati sia dalle imprese manifatturiere che da quelle dei servizi secondo l'indagine ISM sono rimaste a giugno vicine ai massimi dal 2022; anche le survey regionali mostrano segnali analoghi (Fig. 3). **Soprattutto, sulle prospettive di inflazione incombe la spada di Damocle dei nuovi incrementi tariffari:** secondo il Budget Lab, i dazi introdotti fino al 23 luglio, inclusi gli accordi con Indonesia ma ipotizzando che le tariffe verso UE e Messico salgano al 30% dal 1° agosto (ipotesi ad oggi pessimistica, visto che le fonti di stampa il 23 luglio consideravano probabile il raggiungimento di un accordo per un dazio del 15% verso la UE), l'impatto stimato sui prezzi al consumo sarebbe pari a +2% nel breve termine e +1,7% nel lungo periodo. **Prevediamo che il CPI e il CPI core si attestino in media al 3% e 3,2% nel 2025, e al 2,9% e 3% nel 2026**, rispettivamente (Fig. 4).

Fig. 1 – L'impatto dei dazi sul CPI è stato finora limitato, ma si iniziano a vedere effetti sulle componenti a più alto contenuto importato



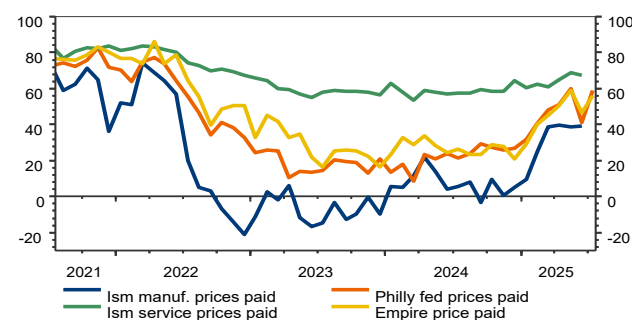
Nota: variazione % a/a del CPI nelle categorie citate di beni. Fonte: BLS

Fig. 2 – CPI e PCE core: dinamica mensile in decisa moderazione rispetto a inizio anno



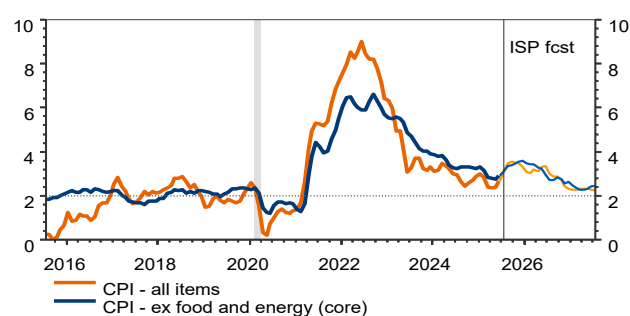
Fonte: BLS

Fig. 3 – L'aumento delle attese di inflazione delle imprese accresce il rischio di trasferimento ai consumatori



Fonte: ISM, Fed di New York, Fed di Philadelphia

Fig. 4 – Prevediamo una riaccelerazione dell'inflazione nei prossimi mesi a causa dei dazi



Fonte: BLS, previsioni Intesa Sanpaolo

■ **Il mercato del lavoro ha mostrato una buona tenuta a giugno, ma vi sono indicazioni di possibile rallentamento prospettico.** L'employment report di giugno ha registrato una **crescita degli occupati superiore alle attese** (147 mila unità, circa in linea con il mese precedente). A sorpresa, il settore trainante è stato quello pubblico (+73 mila, l'aumento mensile più elevato da marzo 2024). Il tasso di disoccupazione è sceso a sorpresa di un decimo al 4,1%, grazie a un aumento degli occupati (+93 mila) in un contesto di contrazione delle forze di lavoro (-130 mila), nonostante l'aumento della popolazione (+200 mila); in effetti, il tasso di partecipazione è sceso di un decimo a 62,3%, minimo dal 2022 (Fig. 5). Anche il tasso di occupazione, stabile nel mese, è ai minimi da tre anni. **La crescita delle retribuzioni orarie è rallentata** a 0,2% m/m (da 0,4% a maggio) e l'incremento annuo è in calo di un decimo al 3,7%, minimo da quasi un anno. Peraltro, **la crescita degli occupati nel settore pubblico registrata a giugno è probabilmente destinata a non durare**, visto che l'8 luglio la Corte Suprema ha autorizzato l'Amministrazione Trump a procedere con l'ordine esecutivo dell'11 febbraio, che prevede ampi tagli di organico in 21 agenzie federali tramite le cosiddette "reductions in force" (licenziamenti collettivi). Ciò in un contesto in cui **la stretta sull'immigrazione potrebbe avere effetti sempre più evidenti sull'offerta di lavoro**. **Le indicazioni sull'occupazione dalle indagini ISM sono tornate in territorio recessivo** sia nel manifatturiero che nei servizi (Fig. 6), segnalando come la domanda di lavoro si stia indebolendo; **anche i consumatori si aspettano un deterioramento del mercato del lavoro**: secondo il Conference Board, il saldo tra chi ritiene facile e chi difficile trovare lavoro è tornato ai livelli di marzo 2021 (Fig. 7). **Pensiamo che il tasso di disoccupazione possa riprendere a salire nei prossimi mesi**, fino al 4,5% nel quarto trimestre 2025 (Fig. 8).

Fig. 5 – In calo a giugno sia la disoccupazione che il tasso di partecipazione (quest'ultimo ai minimi dal 2022)

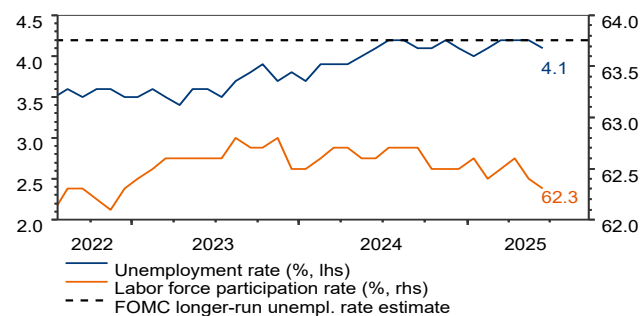


Fig. 6 – Le indagini ISM sull'occupazione sono entrambe in territorio di contrazione

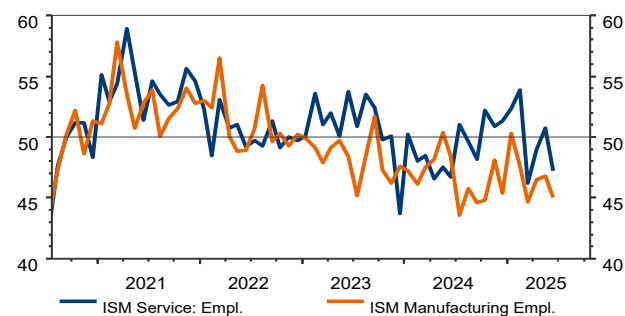


Fig. 7 – Il saldo tra chi ritiene facile e chi ritiene difficile trovare lavoro è ai minimi da marzo 2021

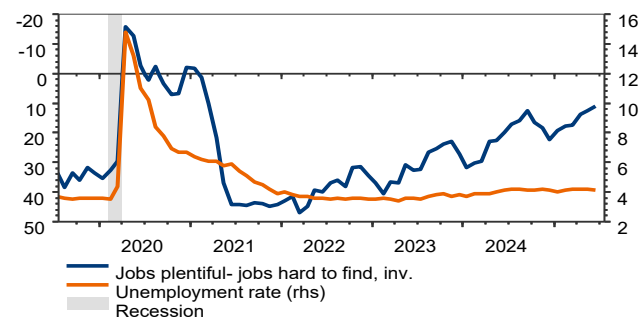
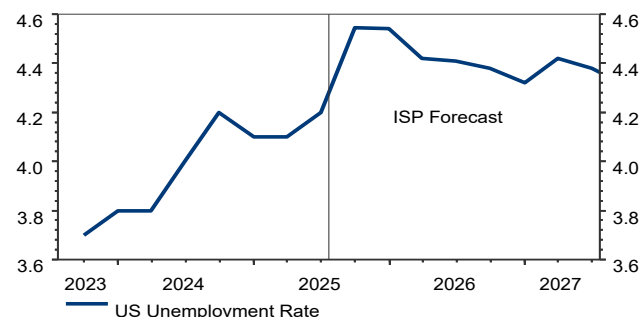
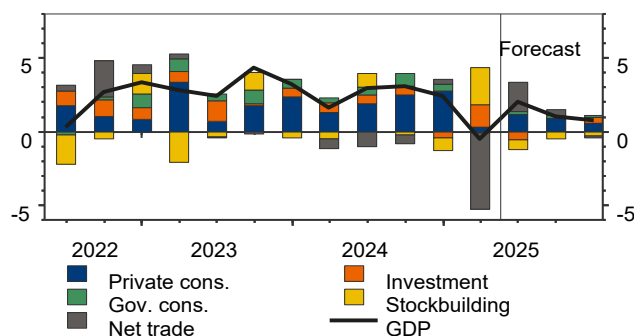


Fig. 8 – Vediamo il tasso di disoccupazione in salita nei prossimi mesi, fino al 4,5% nell'ultimo trimestre del 2025



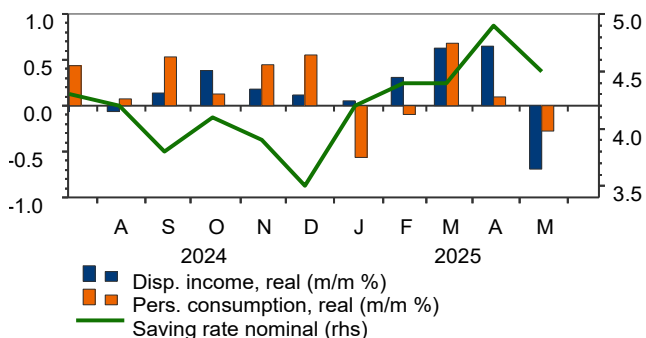
■ **Crescita.** La terza lettura del PIL 1° trimestre ha evidenziato una revisione al ribasso a -0,5% t/t ann.. (Fig. 9). **In particolare, è assai più debole di quanto stimato inizialmente la crescita dei consumi** (0,5% da 1,2%), soprattutto di servizi (0,6% da 1,7%); la dinamica degli investimenti è rimasta vigorosa (23,8% da 24,4%). La misura di domanda interna preferita dalla Fed, le vendite finali ad acquirenti domestici privati (somma di consumi e investimenti privati), è stata rivista da 2,5% a 1,9% t/t ann. **I dati di maggio hanno mostrato una flessione sia per il reddito personale** (-0,4% m/m: è il primo calo dal 2021, in parte dovuto al venir meno di alcuni sussidi) **sia per la spesa** (-0,1% m/m a prezzi correnti, -0,3% in termini reali: Fig. 10). **Tuttavia, le vendite al dettaglio di giugno hanno registrato un rimbalzo più forte del previsto** (+0,6% da -0,9% m/m, +0,5% da -0,2% al netto delle auto). **Dal lato delle imprese, le indagini ISM di giugno hanno mostrato un miglioramento** sia nel manifatturiero (a 49 da 48,5) sia nei servizi (a 50,8 da 49,9) a giugno, **confermato anche dalle survey regionali di luglio** (sia l'Empire Manufacturing che il Philly Fed sono tornati in territorio positivo, ai massimi da febbraio: Fig. 11). **Viceversa, le indagini di fiducia dei consumatori di giugno hanno fornito segnali discordanti:** l'indice del Conference Board è sceso a sorpresa a 93 da 98,4, cancellando quasi la metà del rimbalzo registrato a maggio, mentre la rilevazione dell'Università del Michigan è salita a 61,8, il livello più alto da cinque mesi (Fig. 12). In prospettiva, dopo un rimbalzo ad almeno 2% t/t ann. nel secondo trimestre, dovuto soprattutto al calo dell'import dopo il balzo d'inizio anno, il PIL è a nostro avviso destinato a tornare a rallentare nella seconda metà dell'anno, su ritmi attorno all'1% t/t ann..

Fig. 9 – Dopo il rimbalzo del 2° trimestre, il PIL dovrebbe tornare a rallentare nella seconda metà del 2025



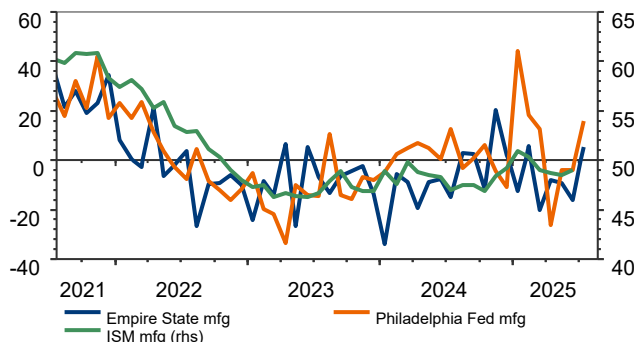
Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA), previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – A maggio, il reddito personale ha registrato la prima flessione dal 2021; in calo anche la spesa e il tasso di risparmio delle famiglie



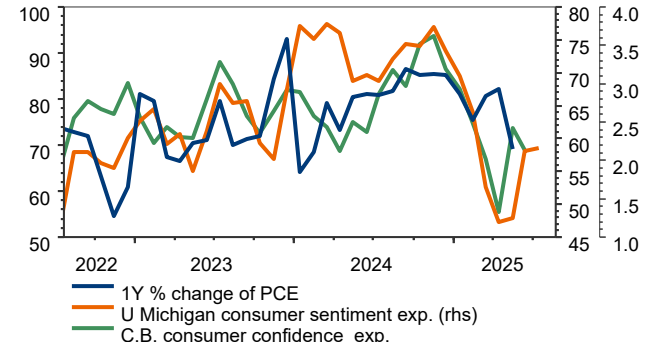
Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA)

Fig. 11 – Le indagini di fiducia delle imprese manifatturiere mostrano un recupero tra giugno e luglio



Fonte: ISM, Fed di New York, Fed di Philadelphia

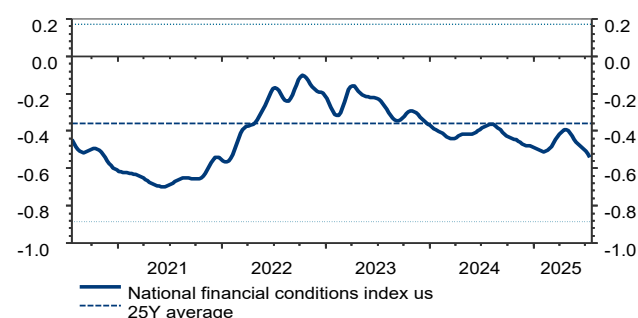
Fig. 12 – Le indagini di fiducia dei consumatori sono coerenti con una moderazione ma non con un crollo dei consumi



Fonte: BEA, Università del Michigan, Conference Board

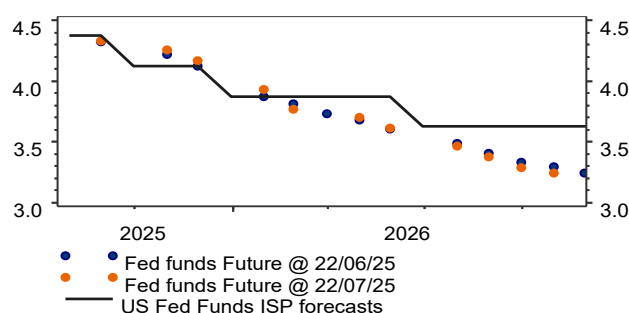
- Il **Beige Book** preparato per la riunione del FOMC del 30-31 luglio segnala un lieve miglioramento dell'attività economica, con cinque distretti in espansione, cinque stabili e due in calo. Il quadro resta incerto, con le imprese ancora caute nelle decisioni. I consumi al netto delle auto risultano in calo, mentre le vendite di veicoli rallentano dopo l'anticipo di acquisti per evitare i dazi. Anche l'attività manifatturiera registra una lieve contrazione, a fronte di una stabilità nei servizi. Le imprese segnalano **pressioni, oltre che sui prezzi** (in particolare, su materie prime e assicurazioni), **anche sulla disponibilità di manodopera straniera. Le attese sono improntate a neutralità o lieve pessimismo.**
- **Dopo la riunione del FOMC di giugno, le condizioni finanziarie si sono allentate ulteriormente, raggiungendo il livello più espansivo dal 2022.** Il miglioramento riflette il contributo di diversi indicatori creditizi, in particolare il calo dei differenziali sugli swap, dei rendimenti sulle obbligazioni high-yield e dei tassi sui mutui, nonché la diminuzione dell'indice VIX di volatilità implicita dei mercati azionari (Fig. 13).
- Dopo l'ultimo FOMC, le **aspettative del mercato** sui tagli della Fed sono rimaste all'incirca invariate: gli operatori di mercato scontano ancora quasi pienamente due tagli da 50 punti-base entro fine anno (Fig. 14).

Fig. 13 – Dall'ultimo FOMC, le condizioni finanziarie si sono allentate ancora, raggiungendo il livello più espansivo dal 2022



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. 14 – Le nostre attuali previsioni sui fed funds sono circa in linea con le aspettative del mercato per il breve termine, sono meno dovish per il medio periodo



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

Il flusso di interventi dei membri del FOMC è stato caratterizzato da rinnovati timori sui dazi e maggiore divisione

Dopo l'ultima riunione del FOMC, **Powell ha ribadito in due occasioni il suo orientamento attendista:**

- Nella sua testimonianza semestrale al Congresso (24 e 25 giugno), ha ribadito che **la Fed è ben posizionata per restare in attesa**, grazie alla solidità dell'economia e all'assenza di segnali di debolezza nel mercato del lavoro. Ha inoltre spiegato che il motivo per cui i tassi non sono stati tagliati è che le previsioni sia interne che esterne alla Fed vedono un aumento significativo dell'inflazione sulla scia dei dazi (i cui effetti sui prezzi finali si dovrebbero vedere tra giugno e agosto). Tuttavia, ha aperto all'ipotesi che il pass-through possa essere più contenuto del previsto. Powell ha precisato che un'inflazione inferiore alle attese o un mercato del lavoro più debole spingerebbero il FOMC "verso una riduzione dei tassi in tempi più rapidi", mentre **se il mercato del lavoro rimanesse forte e/o si registrasse un aumento dell'inflazione, il FOMC "procederebbe comunque alla riduzione, ma in un secondo momento"**.
- Successivamente, nel suo intervento del 1° luglio al forum BCE di Sintra, Powell ha lasciato intendere che, **se non fosse stato per i dazi, la Fed avrebbe continuato a tagliare i tassi** di

interesse, confermando che l'impatto delle misure sarà valutato nei prossimi mesi; Powell ha inoltre aperto alla possibilità che la Fed possa in futuro pubblicare scenari alternativi nell'ambito della revisione in corso del framework di politica monetaria.

Tra i membri definiti più "falchi" del FOMC, Kugler (Board) ha ribadito che la politica monetaria deve restare restrittiva per qualche tempo, poiché l'inflazione rimane sopra il target e le tariffe stanno iniziando a riflettersi sui prezzi al consumo; Williams (Fed di New York) stima che le tariffe possano aggiungere fino a un 1% all'inflazione tra fine 2025 e inizio 2026; Collins (Fed di Boston) avverte che l'inflazione core potrebbe salire al 3% entro fine anno; Goolsbee (Fed di Chicago) ha avvertito che le nuove minacce tariffarie complicano la possibilità di avviare tagli già nei prossimi mesi; Musalem (Fed di St. Louis) ha messo in guardia sul rischio che i dazi possano alimentare nuove pressioni inflazionistiche nella parte finale dell'anno. Tra i non votanti, Logan (Fed di Dallas) ha ribadito che i tassi dovranno restare invariati ancora per qualche tempo, in attesa di prove più solide sul rientro dell'inflazione, e Bostic (Fed di Atlanta) ha osservato che le pressioni sui prezzi rimangono elevate, escludendo tagli nel breve. Nel complesso, **il blocco dei "falchi" resta quello con la "maggioranza relativa" all'interno del Comitato (9 membri su 19), consolidando l'orientamento a non procedere con riduzioni dei tassi finché non sarà chiaro l'effetto dei dazi** su prezzi, mercato del lavoro e crescita (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
Adriana Kugler	Board	Permanente	17-lug 25	-1	Hawkish
Raphael Bostic	Presidente Fed Atlanta	Non votante	17-lug 25	-1	Hawkish
John Williams	Presidente Fed New York	Permanente	16-lug 25	-1	Hawkish
Lorie Logan	Presidente Fed Dallas	Non votante	16-lug 25	-1	Hawkish
Susan Collins	Presidente Fed Boston	Votante 2025	15-lug 25	-1	Hawkish
Austan Goolsbee	Presidente Fed Chicago	Votante 2025	11-lug 25	-1	Hawkish
Alberto Musalem	Presidente Fed St. Louis	Votante 2025	10-lug 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 resta anch'esso ben nutrito (8 membri su 19), e propende per un orientamento attendista ma con aperture a tagli in autunno (Tabella 2). Tra i votanti, Schmid (Fed di Kansas City) ha riconosciuto i rischi legati alle tariffe ma ha definito l'attuale stance di politica monetaria adeguata, e Barr (Board) ha sottolineato che la Fed dovrà agire con prudenza se inflazione e disoccupazione dovessero salire contemporaneamente. Tra i non votanti: Daly (San Francisco Fed) non rileva al momento segnali di un "pass-through" persistente dei dazi sull'inflazione, ma resta orientata a valutare l'evoluzione dei dati nei prossimi mesi, pur lasciando aperta la possibilità di tagli più avanti; Hammack (Fed di Cleveland) mantiene un atteggiamento prudente, osservando che la probabilità di uno scenario stagflazionistico rimane elevata; Kashkari (Fed di Minneapolis) continua a prevedere due tagli nel 2025, con inizio a settembre, riconoscendo che l'incertezza sulla politica commerciale sta frenando gli investimenti; Barkin (Fed di Richmond) non ha indicato preferenze esplicite sul timing di eventuali tagli.

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
Mary Daly	Presidente Fed San Francisco	Non votante	17-lug -25	0	Neutrale
Beth Hammack	Presidente Fed Cleveland	Non votante	14-lug 25	0	Neutrale
Neel Kashkari	Presidente Fed Minneapolis	Non votante	27-giu 25	0	Neutrale
Thomas Barkin	Presidente Fed Richmond	Non votante	26-giu 25	0	Neutrale
Jerome Powell	Presidente del Board	Permanente	25-giu-25	0	Neutrale
Jeff Schmid	Presidente Fed Kansas City	Votante 2025	25-giu 25	0	Neutrale
Michael Barr	Board	Permanente	24-giu 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 rafforzato, con Waller ora affiancato da Bowman. Waller (Board) resta il principale sostenitore di un taglio di 25pb già a luglio, sottolineando i crescenti rischi per la crescita e un mercato del lavoro in progressivo indebolimento: a suo avviso, l'impatto delle tariffe sull'inflazione, stimato tra 0,75% e 1% nel 2025, è temporaneo e destinato a svanire nel 2026, permettendo alla Fed di "guardare oltre" lo shock; inoltre ha avvertito che rinviare l'allentamento aumenterebbe il rischio di dover adottare interventi più aggressivi in un secondo momento. **A sorpresa, a Waller si è unita Bowman (Board), storicamente nota per le posizioni da falco, secondo cui l'impatto delle politiche commerciali sull'inflazione è limitato** e i recenti progressi nelle trattative sui dazi hanno ridotto l'incertezza: a suo avviso, se le pressioni inflazionistiche restassero contenute, sarebbe opportuno ridurre i tassi già a luglio. In sintesi, il fronte dovish rimane minoritario ma guadagna peso: il meeting di luglio dovrebbe registrare il dissenso di Waller, cui potrebbe aggiungersi quello di Bowman (Tabella 3).

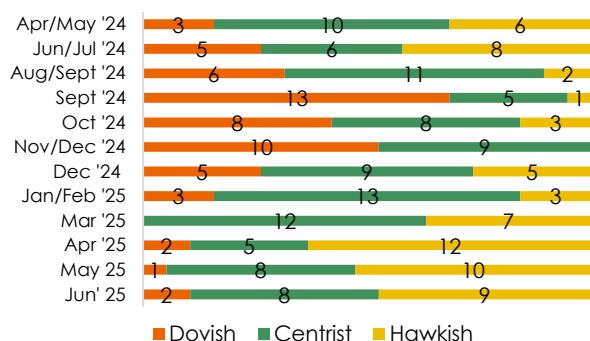
Tab. 3 – Valutazione dei discorsi dei membri della Fed dall'ultimo FOMC: toni dovish

Membro Fed	Ruolo	Status di voto	Data del discorso	Sentiment	Posizione
Christopher Waller	Board	Permanente	17-lug 25	1	Dovish
Michelle Bowman	Board	Permanente	23-giu-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 giugno, **il sentiment medio all'interno del FOMC si è mantenuto su posizioni in maggioranza restrittive, ma con un cambiamento al margine:** il blocco dei "falchi" resta maggioritario ma ha perso un membro (Bowman), che si è unito a Waller nella frangia (minoritaria) delle "colombe"; il gruppo neutrale è stabile (Fig. 15). Nel complesso, **le divergenze tra i membri del FOMC paiono in aumento** (in particolare, le posizioni di Waller e Kugler risultano agli antipodi). Tuttavia, l'incertezza percepita dai mercati finanziari sui tassi d'interesse, come mostrato dall'indice di Policy Rate Uncertainty della Fed di Kansas City, è in diminuzione (Fig. 16).

Fig. 15 – Nel FOMC aumentano le divisioni: un membro (Bowman) si è spostato dal gruppo dei falchi a quello delle colombe



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

Fig. 16 – L'indice di policy rate uncertainty della Fed di Kansas City mostra una diminuzione 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

Lo scenario macroeconomico statunitense ha mostrato dall'ultimo FOMC segnali di (moderato) **rallentamento della crescita, mentre l'inflazione ha sorpreso al ribasso, ma su di essa permane l'aspettativa di una risalita sulla scia dei dazi. Peraltro, su quest'ultimo punto, il raggiungimento di accordi commerciali con il Giappone e (con buona probabilità) con la UE potrebbe in parte attenuare le preoccupazioni inflazionistiche.** In questo contesto, le divisioni interne al Comitato si

stanno ampliando, ma il sentiment resta orientato alla cautela e la stragrande maggioranza dei membri per ora appare contraria a un intervento immediato. Le divisioni potrebbero acuirsi in autunno, quando il blocco neutrale e quello hawkish potrebbero avere idee diverse su una possibile riduzione dei tassi in settembre o ottobre.

A nostro avviso, la banca centrale lascerà invariati i tassi a luglio, ma continuiamo a ritenere probabili due tagli entro fine anno. **Il primo intervento potrebbe avvenire a settembre se l'inflazione rimarrà contenuta, e se l'estensione degli accordi commerciali consentirà di escludere gli scenari più avversi sugli incrementi tariffari:** questo resta il nostro scenario di base. Non si può escludere del tutto però che il primo taglio possa essere ulteriormente rimandato se l'inflazione salisse più del previsto o se fossero implementati ingenti incrementi tariffari dal 1° agosto.

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:) 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 .

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 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

Allegra Fiore

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com