

Macro Rapid Response

FOMC: resta possibile un taglio entro fine anno, ma aumenta l'incertezza

19 marzo 2026

Il FOMC di marzo si è concluso con tassi invariati, come ampiamente atteso, con un solo voto dissidente (Miran, a favore di un taglio). La principale novità è l'introduzione nel comunicato di un esplicito riferimento alla guerra in Medio Oriente come nuova fonte di incertezza. Le nuove Summary of Economic Projections mostrano revisioni al rialzo sia sull'inflazione che sulla crescita; la mediana delle attese sui tassi conferma un taglio nel 2026 e uno nel 2027, ma con una distribuzione del grafico a punti meno accomodante. Abbiamo ridotto da due a un taglio la nostra attesa sulle mosse della Fed quest'anno: data la recente escalation del conflitto in Medio Oriente, una normalizzazione dei flussi di produzione e trasporto di energia è improbabile prima di fine maggio: in tale contesto, resta possibile che la Fed possa procedere ad un ritocco al ribasso dei tassi ma solo nei mesi finali dell'anno.

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio

Economista - USA

Paolo Mameli

Economista

- **Il FOMC di marzo si è concluso, come ampiamente atteso, con un target sui fed funds invariato nell'intervallo 3,50-3,75%.** La decisione ha visto un solo voto dissidente, il governatore Miran, che ha votato per un taglio da 25pb. L'assenza di ulteriori dissensi dovish, in particolare da parte di Waller e Bowman, suggerisce che entrambi siano più preoccupati per il quadro inflazionistico
- La principale novità del comunicato è l'introduzione esplicita del conflitto in Medio Oriente come fonte di incertezza per l'economia statunitense. Il riferimento segnala la consapevolezza del FOMC dei potenziali effetti dello shock energetico, senza tuttavia implicare un cambiamento dell'orientamento del Comitato. Sul **mercato del lavoro**, la Fed ha adottato una formulazione un po' meno rassicurante rispetto a gennaio, ma **senza enfatizzare la debolezza dei dati recenti**: il tasso di disoccupazione viene descritto come "**poco variato negli ultimi mesi**" (nel comunicato di gennaio si parlava di segnali di stabilizzazione). Il mantenimento del riferimento a "entità e tempistica" di eventuali aggiustamenti futuri lascia aperta la porta a un allentamento.
- Le nuove **Summary of Economic Projections mostrano un'inflazione più alta quest'anno, ma non persistente**: la mediana per il PCE headline nel 2026 sale a 2,7% da 2,4%, quella per il core PCE a 2,7% da 2,5%; nel 2027, entrambe le misure sono riviste al rialzo solo di un decimo, al 2,2%. **La Fed continua quindi a leggere i rialzi legati a dazi ed energia come shock temporaneo, pur in un contesto di elevata incertezza** (come segnala l'ampia dispersione delle previsioni). Più sorprendente, alla luce del deludente employment report di febbraio, è la **mancata revisione al rialzo delle proiezioni sul tasso di disoccupazione per il 4° trimestre 2026**, invariate al 4,4% (in linea con il dato di febbraio); la stima per il 2027 è stata rivista al rialzo di un decimo a 4,3%. Infine, le attese sulla crescita del PIL **sono state riviste al rialzo** di un decimo al 2,4% nel 2026, e in misura più ampia per gli anni successivi, a 2,3% nel 2027 (da 2% precedente) e a 2,1% nel 2028 (da 1,9%); anche il valore di lungo periodo sale al 2% da un precedente 1,8%.
- **La mediana delle proiezioni sui tassi è invariata rispetto a dicembre ed è ancora coerente con un taglio da 25pb nel 2026 e uno nel 2027**, mentre il tasso di lungo periodo sale lievemente al 3,1% dal 3%. Il dettaglio del grafico a punti mostra però **una distribuzione meno accomodante rispetto a dicembre**: salgono a 7 i partecipanti che vedono tassi invariati (erano solo 4 a dicembre); altri 7 continuano a prevedere una sola riduzione, mentre si riduce sensibilmente, da 8 a 5, il numero di coloro che sono favorevoli a tagli multipli. In sostanza, 12 partecipanti su 19 vedono ancora almeno un taglio quest'anno, ma il consenso si è spostato verso una distribuzione meno dovish.
- **Il tono della conferenza stampa e della sessione di Q&A conferma una Fed in stand-by, ma non indifferente al deterioramento del quadro a seguito della guerra in Medio Oriente.** Il

conflitto ha dominato la scena (15 domande, oltre un terzo del totale), ma le sue implicazioni per l'economia statunitense restano altamente incerte: Powell ha riconosciuto che ci saranno pressioni al ribasso sulla domanda (in particolare per consumi) e sull'occupazione, e viceversa spinte al rialzo sui prezzi, ma ha ammesso di non sapere al momento quantificare gli impatti, **aggiungendo che quella di marzo è stata una riunione in cui sarebbe stato comprensibile non pubblicare le proiezioni.**

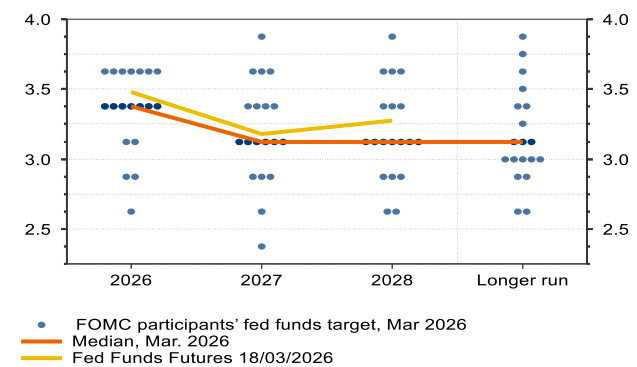
- **In merito all'inflazione, Powell ha confermato che la Fed continua a interpretare dazi e shock energetico come shock temporanei, ma con incertezza sulle tempistiche del rientro.** Ha ribadito di non essere certo che l'impatto dei dazi si esaurisca rapidamente, ma di ritenere che si tratti principalmente di un rialzo un tantum del livello dei prezzi, più che di una dinamica inflazionistica persistente. La Fed si attende comunque progressi nel corso dell'anno con il venir meno dell'effetto dei dazi sui beni, pur riconoscendo che finora il rientro è stato più lento del previsto. **La possibilità di "guardare oltre" anche lo shock energetico resta condizionata al mantenimento di aspettative di inflazione ben ancorate.**
- **In merito all'evoluzione del mercato del lavoro, Powell ha riconosciuto l'evidente debolezza della creazione di posti di lavoro nel periodo più recente, ma senza trarne per ora un giudizio nettamente più negativo.** Il tasso di disoccupazione è stato descritto come sostanzialmente stabile e Powell ha insistito sul fatto che, **in un contesto di crescita molto bassa della forza lavoro, la debolezza degli occupati va letta insieme alla tenuta del tasso di disoccupazione.** Al tempo stesso, ha ammesso che l'equilibrio attuale **"ha un sapore di rischio al ribasso"** e che il livello molto contenuto della creazione di posti di lavoro è fonte di preoccupazione.
- Powell ha attribuito la revisione al rialzo delle stime sul PIL, e del tasso di interesse di equilibrio, nel lungo periodo a una **produttività strutturalmente più alta**, pur mostrandosi cauto sull'attribuzione specifica all'Intelligenza Artificiale, i cui effetti sulla produttività sono ancora poco visibili dai dati.
- **In sintesi**, le nuove SEP, pur mostrando revisioni al rialzo sull'inflazione, **confermano che la Fed è orientata a guardare oltre il picco inflattivo di breve termine legato allo shock energetico.** Tuttavia, i toni cauti di Powell e la distribuzione del grafico a punti segnalano che **la soglia per ulteriori riduzioni ravvicinate dei tassi è salita.** Abbiamo ridotto da due a un taglio la nostra attesa sulle mosse della Fed quest'anno: data la recente escalation del conflitto in Medio Oriente, una normalizzazione dei flussi di produzione e trasporto di energia è improbabile prima di fine maggio: in tale contesto, resta possibile che la Fed possa procedere ad un ritocco al ribasso dei tassi ma solo nei mesi finali dell'anno.

SEP: sia le proiezioni di crescita che quelle di inflazione sono state riviste al rialzo

Variabile	Mediana			Lungo termine
	2026	2027	2028	
PIL reale	2.4	2.3	2.1	2.0
Proiezione di dicembre	2.3	2.0	1.9	1.8
Tasso di disoccupazione	4.4	4.3	4.2	4.2
Proiezione di dicembre	4.4	4.2	4.2	4.2
Deflatore PCE	2.7	2.2	2.0	2.0
Proiezione di dicembre	2.4	2.1	2.0	2.0
Deflatore PCE core	2.7	2.2	2.0	2.0
Proiezione di dicembre	2.5	2.1	2.0	
Proiezione del percorso appropriato dei tassi				
Tasso sui fed funds	3.4	3.1	3.1	3.1
Proiezione di dicembre	3.4	3.1	3.1	3.0

Nota: proiezioni dei membri del Board della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, marzo 2026. Fonte: FOMC

La mediana delle attese sui tassi nel 2026-28 è invariata, ma il grafico a punti mostra una distribuzione meno accomodante che a dicembre



Fonte: Federal Reserve Board, LSEG Datastream

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 SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA 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 SpA.

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 SpA 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 Divisione IMI Corporate & Investment Banking (www.imi.intesasnpaolo.com) - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA. 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 SpA.

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 dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, 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 SpA 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 SpA, 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 separatezza 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 e 2242 ove applicabile, 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 SpA 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 SpA all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai 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.

Intesa Sanpaolo SpA 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, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic AnalysisLuca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberiluca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com**Macroeconomic Research**Paolo Mameli (Responsabile)
Riccardo Bellesia
Mario Di Marcantonio
Allegra Fiore
Alessia Gavazzi
Andrea Volpipaolo.mameli@intesasnpaolo.com
riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com
mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com
allegra.fiore@intesasnpaolo.com
alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com