

Macro Rapid Response

FOMC: inversione di rotta per la Fed?

Il primo FOMC presieduto da Kevin Warsh si è concluso come atteso con tassi invariati e decisione unanime, ma con un messaggio più *hawkish* del previsto. Il comunicato è molto più breve dei precedenti e rimuove *easing bias* e *forward guidance*. Le SEP vedono una revisione al rialzo molto ampia sulle stime di inflazione, e proiezioni sui tassi coerenti con un rialzo quest'anno e una ripresa del ciclo di allentamento a partire dal 2027; Warsh non ha presentato le proprie proiezioni. Pensiamo che un rialzo dei tassi entro fine anno non possa essere escluso ma che la direzione di medio termine resti quella di un (lieve) allentamento. Riteniamo, anche sulla scia del veloce rientro in corso delle quotazioni del petrolio, che il calo dell'inflazione dagli attuali picchi possa essere più rapido di quanto incluso nelle SEP. Pertanto, manteniamo uno scenario centrale con tassi fermi quest'anno, e spostiamo in avanti il timing della prossima riduzione dei tassi da marzo a giugno 2027, quando il calo dell'inflazione diventerà più evidente (pensiamo poi che nel lungo termine il punto di arrivo dei tassi possa essere quello stimato dalla Fed ovvero 3-3,25%).

- Il FOMC di giugno si è concluso, come ampiamente atteso, con un target sui fed funds invariato nell'intervallo 3,50-3,75%. **Per la prima volta da un anno, la decisione è stata unanime.**
- Il comunicato è stato ampiamente riscritto e accorciato rispetto alla versione precedente (da 341 a 130 parole), mostrando probabilmente già l'impronta della presidenza Warsh sulla comunicazione della Fed. La principale novità è la **rimozione dell'*easing bias* e in generale della *forward guidance***, anche se il messaggio finale cita l'impegno del Comitato a "conseguire la stabilità dei prezzi". L'attività economica è ancora vista "in espansione a un ritmo solido", ma viene aggiunta la frase "nonostante l'elevata incertezza" in parte dovuta al conflitto in Medio Oriente. Rispetto ad aprile, **il giudizio sul mercato del lavoro è più costruttivo**: i guadagni occupazionali sono "in linea con la forza lavoro" e il tasso di disoccupazione è rimasto poco variato. Del tutto **nuovo è anche il riferimento alla crescita della produttività e degli investimenti**. L'inflazione "resta elevata" rispetto all'obiettivo del 2%, in parte per effetto di shock di offerta (incluso quello energetico).
- Le **nuove Summary of Economic Projections si muovono anch'esse in direzione hawkish**, con una revisione al rialzo delle stime di inflazione ben più marcata del previsto, a fronte di un quadro reale resiliente. La mediana per il PCE headline nel 2026 sale a 3,6% da 2,7%, quella per il core PCE a 3,3% da 2,7%; ancora più rilevante, **in chiave di persistenza, è la revisione del core PCE 2027, a 2,5% da 2,2%**. La Fed continua quindi a prevedere una convergenza verso il 2%, ma **il rientro appare ora più lento e meno lineare, soprattutto sull'inflazione di fondo**. Sul fronte reale, le revisioni sono contenute: la crescita del PIL 2026 viene rivista al ribasso a 2,2% da 2,4%, mentre quella del 2028 sale di un decimo a 2,2%; il tasso di disoccupazione atteso per fine 2026 scende a 4,3% da 4,4%. Nel complesso, **le SEP indicano che il Comitato legge lo shock soprattutto come un problema di inflazione persistente**, mentre i rischi su crescita e occupazione sono contenuti.
- **La mediana delle proiezioni sui tassi è salita** a 3,8% nel 2026 (da 3,4% a marzo), il che implica un rialzo dei tassi entro fine anno mentre a marzo ci si attendeva un taglio: è una netta inversione di tendenza. Anche la mediana per gli anni successivi è salita rispetto alle proiezioni di marzo, ma vede un taglio dei tassi nel 2027 (a 3,6%), uno nel 2028 (a 3,4%) e uno nel lungo termine (a 3,1%, un livello invariato rispetto a marzo). Il dettaglio del grafico a punti mostra un Comitato comunque diviso: per l'anno in corso, **ben 9 partecipanti su 18 vedono almeno un rialzo dei tassi (nessun membro indicava questa eventualità a marzo)**; 8 partecipanti sono a favore di tassi invariati, e solo 1 prevede una riduzione (a marzo, ben 12 membri indicavano almeno un taglio dei tassi). Tra i membri che incorporano rialzi, 3 vedono un aumento da 25pb, 5 da 50pb e 1 da 75pb. **Il 2027 vede una distribuzione molto dispersa**

19 giugno 2026

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Paolo Mameli
Economista

tra tagli, tassi invariati e ulteriori rialzi, **ma la mediana implica una ripresa del ciclo di allentamento, che prosegue poi negli anni successivi**. Warsh non ha presentato le proprie proiezioni. Sospettiamo, sulla base dei discorsi recenti, che, dei 9 partecipanti che hanno indicato almeno un rialzo dei tassi, il numero dei membri votanti sia sensibilmente inferiore.

- Durante conferenza stampa e Q&A, Warsh ha ribadito che le decisioni saranno prese riunione per riunione e che la Fed non intende guidare i mercati sul sentiero dei tassi (i mercati, ha argomentato, "funzionano meglio quando reagiscono ai dati" e peggio quando cercano di indovinare la funzione di reazione della banca centrale). Il richiamo a Milton Friedman e George Shultz, insieme alla scelta di accorciare il comunicato e rimuovere la *forward guidance*, confermano **l'impronta della nuova presidenza: meno indicazioni prospettiche, più opzionalità e maggiore enfasi sulla credibilità anti-inflazionistica**.
- Le task force annunciate da Warsh - **su comunicazione, bilancio, fonti informative, rapporto tra produttività e occupazione nell'era dell'IA e framework sull'inflazione** - sono state richiamate più volte come strumento per gestire i principali dossier aperti, con esiti attesi entro fine anno. Per ora, la Fed continuerà a pubblicare le SEP e il target del 2% resta invariato, ma **Warsh sembra intenzionato a ridurre il peso della *forward guidance* esplicita e delle proiezioni individuali nel guidare le aspettative**. In ogni caso, eventuali modifiche allo Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy dovrebbero essere approvate dal FOMC nella sua interezza.
- Warsh ha ribadito che il Comitato ha ancora lavoro da fare sull'inflazione e che **il grado di restrizione dell'attuale politica monetaria è disomogeneo** (gli effetti sono evidenti sul mercato immobiliare, molto meno sulle condizioni finanziarie). Warsh ha dichiarato che **nessun partecipante ha proposto un rialzo dei tassi in questa riunione**. Pur minimizzando il valore segnaletico delle SEP (descrivendo le proiezioni come formulate con elevata incertezza e presentate con scarsa convinzione), **Warsh ha riconosciuto che il Comitato è sostanzialmente diviso**.
- Il nuovo governatore ha definito l'economia come ancora solida, con un mercato del lavoro resiliente e pochi segnali di indebolimento tali da giustificare un'impostazione più accomodante. Ha posto **maggiore enfasi sul lato dell'offerta, richiamando produttività, investimenti in capitale e capacità dell'economia di assorbire gli shock senza generare inflazione persistente**. Sull'IA ha mantenuto un giudizio costruttivo ma prudente, affermando che **crescita solida, prezzi bassi e piena occupazione possono coesistere**.
- **Rispetto alle proiezioni macroeconomiche incluse nelle SEP della Fed (Tab. 1), le nostre stime non differiscono molto per crescita del PIL e tasso di disoccupazione** (le nostre previsioni sono solo lievemente più alte per l'anno in corso in entrambi i casi), ma **si collocano su valori più bassi nel caso del profilo di inflazione** (PCE: 3,3% contro 3,6% per fine 2026, 2,2% contro 2,5% su fine 2027; PCE core: 3,3% contro 3,6% per fine 2026, 2,2% contro 2,5% su fine 2027). **A nostro avviso, i rischi su queste stime sono al ribasso** perché le nostre proiezioni incorporano un prezzo del petrolio (WTI) a 84 dollari in media nel 3° trimestre e a 74 nel 4° trimestre, contro valori correnti che sono già sostanzialmente allineati alla nostra proiezione per fine anno. Inoltre, l'inflazione dovrebbe vedere un "gradino al ribasso" per via di effetti base sul prezzo dei carburanti a partire dal mese di marzo 2027.
- **Utilizzando diverse formulazioni della regola di Taylor per prevedere l'evoluzione dei tassi Fed** (Tab. 2), con le nostre ipotesi sulle principali variabili macroeconomiche, **si ottiene che un rialzo dei tassi quest'anno potrebbe essere giustificato, ma anche che la direzione sui tassi nel medio termine dovrebbe essere al ribasso**; in particolare, per il 2027, ne risulta un livello medio dei tassi inferiore a quello indicato dalle SEP della Fed.
- **Rispetto a queste stime, pensiamo che i rischi siano verso il basso**, soprattutto perché, se le quotazioni delle materie prime energetiche dovessero rimanere agli attuali livelli, l'inflazione potrebbe non salire ulteriormente dagli attuali picchi, e anzi calare più rapidamente di quanto incorporato nelle nostre stesse previsioni.

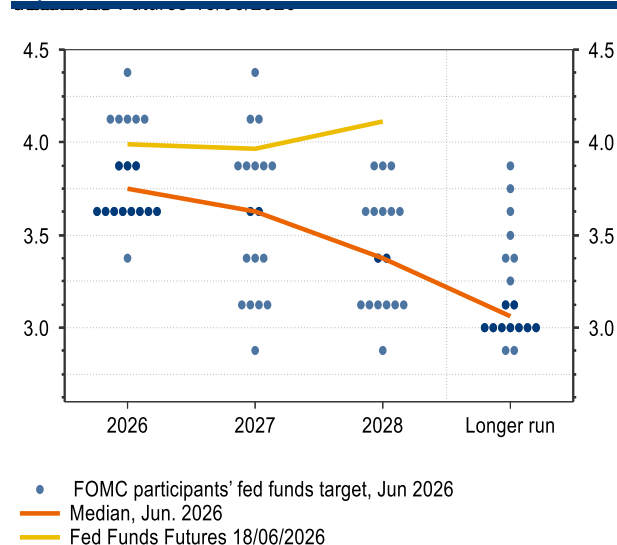
■ In sintesi, pensiamo che un rialzo dei tassi quest'anno non possa essere escluso ma che la direzione di medio termine resti quella di un (lieve) allentamento. Sospettiamo, anche sulla scia del rapido rientro in corso delle quotazioni del petrolio, che il calo dell'inflazione dagli attuali picchi possa essere più rapido di quanto incluso nelle SEP. Pertanto, **manteniamo uno scenario centrale con tassi fermi quest'anno, e spostiamo in avanti il timing della prossima riduzione dei tassi da marzo a giugno 2027**, quando il calo dell'inflazione diventerà più evidente (pensiamo poi che nel lungo termine il punto di arrivo dei tassi possa essere al livello stimato dalla Fed ovvero 3-3,25%).

Tab. 1 - SEP: inflazione rivista nettamente al rialzo per il 2026-27, anche sull'indice core

Variabile	Mediana			
	2026*	2027*	2028*	Lungo termine
PIL reale				
Proiezione FOMC di giugno	2,2	2,3	2,2	2,0
Proiezione FOMC di marzo	2,4	2,3	2,1	2,0
Stima Intesa Sanpaolo	2,4	2,2	2,2	2,1
Tasso di disoccupazione				
Proiezione FOMC di giugno	4,3	4,3	4,2	4,2
Proiezione FOMC di marzo	4,4	4,3	4,2	4,2
Stima Intesa Sanpaolo	4,4	4,3	4,3	4,2
Deflatore PCE				
Proiezione FOMC di giugno	3,6	2,3	2,0	2,0
Proiezione FOMC di marzo	2,7	2,2	2,0	2,0
Stima Intesa Sanpaolo	3,3	2,2	2,0	2,0
Deflatore PCE Core				
Proiezione FOMC di giugno	3,3	2,5	2,1	
Proiezione FOMC di marzo	2,7	2,2	2,0	
Stima Intesa Sanpaolo	3,0	2,2	2,0	2,0
Tasso sui fed funds				
Proiezione FOMC di giugno	3,8	3,6	3,4	3,1
Proiezione FOMC di marzo	3,4	3,1	3,1	3,1
Stima Intesa Sanpaolo	3,6	3,4	3,1	3,1

Nota: (*) 4° trimestre. Fonte: proiezioni dei membri del Consiglio della Fed e dei presidenti delle banche regionali della Fed, giugno e marzo 2026; previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 1 - La mediana delle proiezioni sui tassi vede un rialzo nel 2026 ma una ripresa del ciclo di allentamento negli anni successivi (a cui peraltro il mercato non sembra credere); la dispersione è elevata



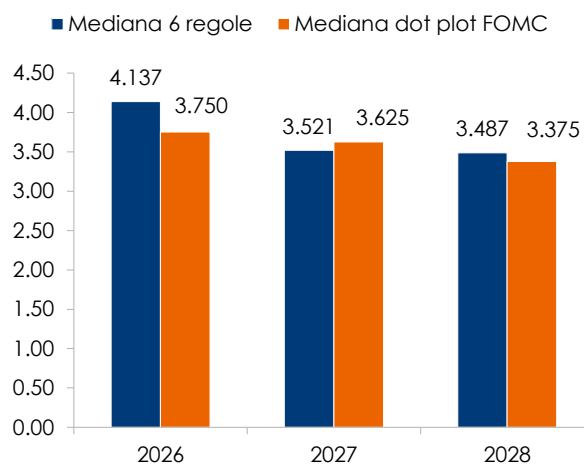
Fonte: Consiglio della Federal Reserve, LSEG Datastream

Tab. 2 - Tasso sui Fed Funds secondo diverse regole di politica monetaria (in base alle previsioni Intesa Sanpaolo sulle principali variabili macroeconomiche)

Regola Monetaria	2026	2027	2028
Taylor (1993)	4.80	3.32	3.17
Taylor (1999) core	4.20	3.39	3.14
Inertial	4.03	3.81	3.52
Alternative r*	4.15	4.01	3.75
Forward-looking	4.12	3.09	
Low weight output gap	3.84	3.65	3.49
Sintesi:			
Mediana 6 regole	4.137	3.521	3.487
Mediana dot plot FOMC	3.750	3.625	3.375

Nota: valori del tasso sui Fed Funds nel 4° trimestre dell'anno prescritti dalle sei regole di policy monetaria della [Federal Reserve Bank of Cleveland](#), calcolate sulle previsioni Intesa Sanpaolo per le principali variabili macroeconomiche (PCE, PCE core, tasso di disoccupazione). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - La mediana delle 6 regole di policy conferma che un rialzo è possibile entro fine 2026, ma che la direzione di medio termine sui tassi è al ribasso



Nota: valori del tasso sui Fed Funds nel 4° trimestre dell'anno prescritti dalle sei regole di policy monetaria della [Federal Reserve Bank of Cleveland](#), calcolate sulle previsioni Intesa Sanpaolo per le principali variabili macroeconomiche (PCE, PCE core, tasso di disoccupazione). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

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.intesasanpaolo.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 Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Riccardo Bellesia

riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Alessia Gavazzi

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com