

Focus Stati Uniti

La massima occupazione è qui, ora

La “massima occupazione”, condizione mancante per avviare la svolta dei tassi, a nostro avviso è ormai raggiunta. Il mercato del lavoro è sotto pressione, con un tasso di disoccupazione inferiore al livello di più lungo termine stimato dalla Fed, più posizioni aperte che disoccupati e un aumento, potenzialmente strutturale, di pensionamenti e di dimissioni volontarie. Lo stimolo monetario, in queste condizioni di eccesso di domanda, è controproducente. I dati, a nostro avviso, aprono la strada a una **svolta dei tassi a marzo e a una riduzione del bilancio della Fed entro settembre**.

I tempi della svolta dei tassi si stanno muovendo rapidamente, in linea con l'evoluzione dei dati macroeconomici. Nel comunicato stampa di dicembre, il FOMC ha affermato che, essendo già soddisfatta la condizione sui prezzi, **la svolta dei tassi dipende ora dal raggiungimento dell'obiettivo per il mercato del lavoro**. La Fed ha dichiarato che “quando valutiamo se siamo alla massima occupazione, guardiamo volutamente un'ampia gamma di indicatori”. Nonostante la mancanza di un singolo criterio numerico, tutti gli indicatori che contribuiscono al raggiungimento della massima occupazione sono in miglioramento. La valutazione delle condizioni del mercato del lavoro deve essere condotta sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta. I dati mostrano che la domanda rimane solida in tutti i comparti, e la sua dinamica è rallentata solo dalla carenza di offerta. Quest'ultima appare soggetta a freni che potrebbero essere duraturi, in particolare l'aumento dei pensionamenti e il continuo rialzo delle dimissioni volontarie, potenziali indicatori di cambiamenti strutturali delle preferenze degli individui in seguito alla pandemia. Pertanto, il calo del tasso di disoccupazione, la stagnazione dell'offerta e le pressioni verso l'alto sui salari, a nostro avviso, hanno ormai spostato l'ago della bilancia del mercato del lavoro verso la “massima occupazione” compatibile con la stabilità dei prezzi.

Con l'inflazione ancora in aumento e il mercato del lavoro alla massima occupazione compatibile con i freni all'offerta, ora il nostro scenario centrale prevede una **svolta dei tassi alla riunione del 15-16 marzo**. I dati del mercato del lavoro e dell'inflazione di gennaio e febbraio dovrebbero confermare il raggiungimento delle condizioni per la svolta dei tassi. Inoltre, l'offerta di beni e lavoro subirà un ampio impatto negativo dalla diffusione di Omicron, rallentando ulteriormente la normalizzazione e aumentando le pressioni sui prezzi. Il FOMC dovrebbe anche preparare il terreno per l'avvio della **riduzione del bilancio della Fed dopo un paio di rialzi (quindi entro settembre)**. Alla luce delle informazioni correnti, i rischi verso l'alto per il sentiero dei tassi si stanno materializzando, e la **probabilità di 4 rialzi nel 2022 è ormai molto elevata**.

12 gennaio 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

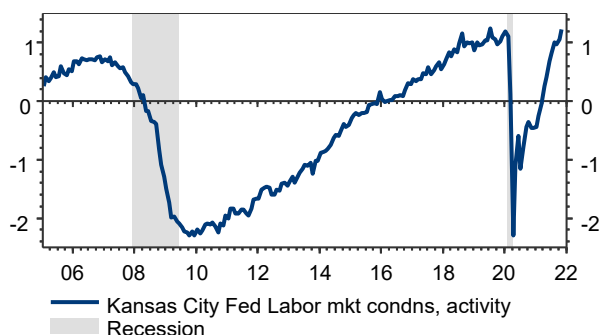
Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

“E' veramente ora di muoversi dalle condizioni di emergenza a un livello più normale”

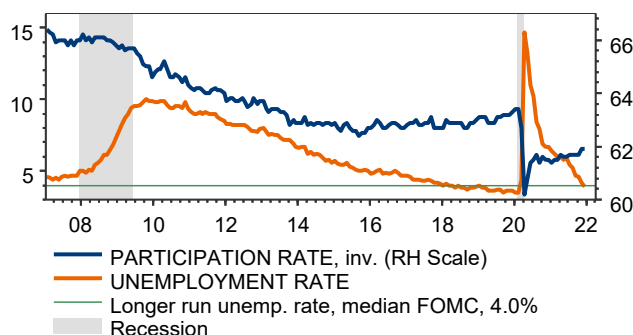
“Se vedremo l'inflazione persistere su livelli elevati più a lungo di quanto atteso e dovremo alzare di più i tassi nel tempo, lo faremo” J. Powell, 11.01.2022

Fig. 1 – Il mercato del lavoro nel suo complesso è tornato alle condizioni di massima occupazione prevalenti prima di Covid



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – Tasso di disoccupazione al 3,9%: rischi di una spirale salari-prezzi per via della mancanza di offerta



Fonte: Refinitiv-Datastream

Dove sono andati tutti i lavoratori, e (quando) torneranno?

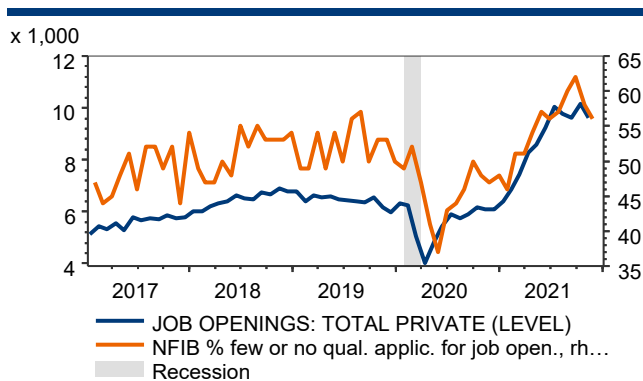
"Con l'inflazione che ha superato il 2% per qualche tempo, il Comitato si aspetta che sarà appropriato mantenere questo intervallo obiettivo fino a quando le condizioni del mercato del lavoro avranno raggiunto livelli coerenti con le valutazioni del Comitato di massima occupazione", Comunicato stampa, FOMC 15.12.2021.

L'employment report di dicembre, a nostro avviso, ha suggellato il **raggiungimento della massima occupazione** e aperto definitivamente la porta a un **rialzo dei tassi a marzo**. I dati sono omogeneamente in linea con un mercato del lavoro ormai risanato e in fase di surriscaldamento, soprattutto se integrati con le informazioni relative all'offerta di lavoro (v. sotto).

Riassumiamo il quadro di dicembre con una carrellata dei principali indicatori seguiti dalla Fed. I **nuovi occupati** registrati dall'indagine presso le imprese sono stati 199 mila (media a 3 mesi: 365 mila, media a 12 mesi: 537 mila) e l'occupazione rilevata con l'indagine presso le famiglie è cresciuta di 651 mila, dopo 1,1 mln a novembre. Rispetto a febbraio 2020, mancano 3,6 mln di occupati (-2,3%). I disoccupati sono 6,3 mln, 600 mila in più rispetto a febbraio 2020. Il **tasso di disoccupazione** è sceso a 3,9% da 4,2%, con il **tasso di partecipazione** invariato su base mensile a 61,9% (1,5pp sotto il livello di febbraio 2020). Il **tasso di disoccupazione allargato** (U-6) agli individui scoraggiati, sottoccupati e marginalmente attaccati alla forza lavoro è calato a 7,3% da 7,7% di novembre (fig. 5). Il **tasso di occupazione** è aumentato a 59,5% (1,7pp sotto febbraio 2020). La percentuale di disoccupati in cerca di lavoro che il mese successivo risultano occupati è il 28,4% (era il 22,6% a dicembre 2020). I salari orari sono in rialzo di 0,6% m/m (4,7% a/a).

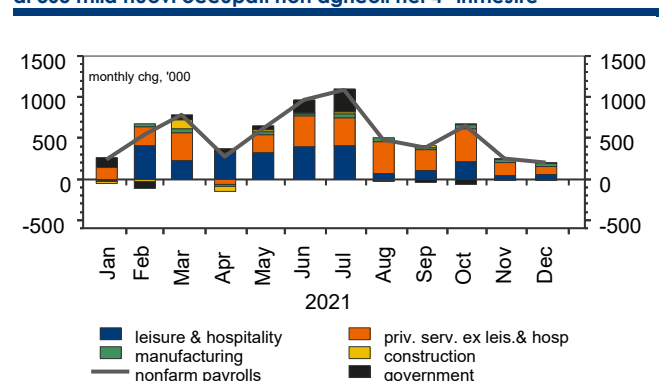
A gennaio, i dati di occupazione potrebbero essere frenati in misura significativa dall'impatto di Omicron, ma le previsioni sanitarie vedono un rientro relativamente rapido dei contagi a febbraio, con effetti solo temporanei sul mercato del lavoro.

Fig. 3 – La domanda di lavoro è su livelli record



Fonte: Refinitiv-Datastream

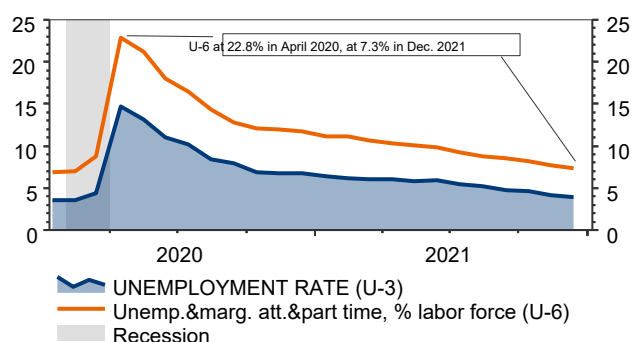
Fig. 4 – L'occupazione cresce, con una variazione mensile media di 365 mila nuovi occupati non agricoli nel 4° trimestre



Fonte: Refinitiv-Datastream

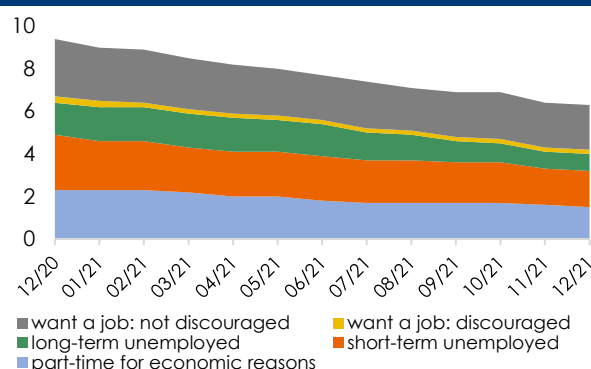
La valutazione del **differenziale fra la situazione attuale e la massima occupazione** deve essere integrata con **informazioni dal lato dell'offerta**. Anche se è chiaro che la maggior parte degli indicatori sono in linea con un utilizzo delle risorse elevato, la questione rilevante per la svolta di politica monetaria è se un ulteriore aumento di occupazione potrebbe riportare sul mercato individui scoraggiati, part-time per motivi economici o appartenenti a categorie demografiche svantaggiate (per esempio per livello di istruzione o altre caratteristiche come razza, età o genere), senza generare una spirale salari-prezzi. Nel ciclo precedente, per esempio, il forte calo della disoccupazione (fino a 3,6%) non era stato accompagnato da surriscaldamento per via della progressiva inclusione nel mercato del lavoro di tali gruppi demografici.

Fig. 5 – Tasso di disoccupazione e tasso di disoccupazione allargato



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 6 – Componenti del tasso di sotto-utilizzo del lavoro



Nota: tasso di sotto-utilizzo= quota della popolazione che è disoccupata o sottoccupata (part-time per motivi economici) o che vuole un lavoro ma non è nella forza lavoro. Fonte: Atlanta Fed

Tab. 1 – Tasso di disoccupazione per gruppi demografici

%	Current rate	1 month ago	12 months ago
All, 16+	3.90	4.20	6.70
Gender			
Men	3.90	4.20	6.70
Women	3.90	4.20	6.70
Race or ethnicity			
White	3.20	3.70	6.10
Black or African American	7.10	6.50	10.00
Asian	3.80	3.90	6.10
Hispanic or Latino ethnicity	4.90	5.20	9.40
Age			
16-19	10.90	10.90	15.80
20-24	7.10	7.40	11.30
25-54	3.50	3.70	5.90
55+	3.00	3.20	6.10
Educational Attainment			
All, 25+	3.30	3.60	5.90
Less than high school diploma	5.20	5.50	9.80
High school graduates, no college	4.60	5.20	7.90
Some college or associate degree	3.60	3.70	6.50
Bachelor's degree or higher	2.10	2.20	3.80

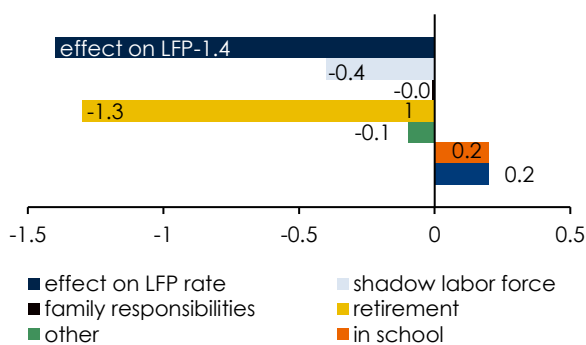
Fonte: Atlanta Fed

L'offerta di lavoro è poco variata da circa un anno, con un forte aumento dei pensionamenti e delle dimissioni volontarie. Come mostra la fig. 7, i **pensionamenti** hanno contribuito a ridurre il tasso di partecipazione di 1,3pp dall'inizio della pandemia. A dicembre 2021, mancavano 2,3 mln di persone alla forza lavoro rispetto a febbraio 2020. Nello stesso periodo, i pensionati sono aumentati di 3,3 mln (+7% rispetto a inizio 2020, fig. 8). La fig. 9 evidenzia la divergenza fra i **tassi di partecipazione delle diverse coorti**, con correzione e/o stagnazione per quelle più anziane, a fronte di un graduale recupero per le altre fasce di età.

In parte, i maggiori pensionamenti sono conseguenza dell'**invecchiamento della popolazione**. Tuttavia, correggendo per questo fattore, quasi due terzi dei nuovi pensionamenti sono da attribuire non alla composizione demografica, ma a **cambiamenti comportamentali**. Un'eventuale inversione di rotta per i pensionamenti è tutt'altro che scontata e potrebbe comunque richiedere diverso tempo. I motivi che frenano la partecipazione al mercato del lavoro delle coorti più anziane sono principalmente due. Da un lato, la pandemia ha probabilmente cambiato le **scelte di vita degli individui** (timori per la salute, allocazione del

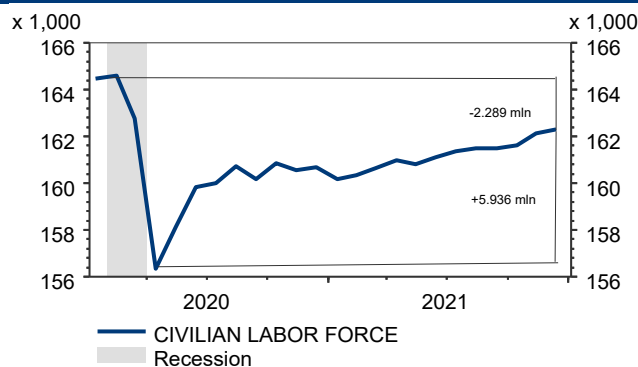
tempo, modifiche delle condizioni lavorative). Dall'altro, la **situazione finanziaria** è particolarmente favorevole per le coorti più anziane, sia in termini assoluti sia rispetto alle fasi post-recessive del passato, grazie ai trasferimenti pubblici e al rialzo dei prezzi delle attività finanziarie e reali.

Fig. 7 – Contributi alla variazione totale della partecipazione alla forza lavoro per categoria (3° trimestre 2019-3° trimestre 2021)



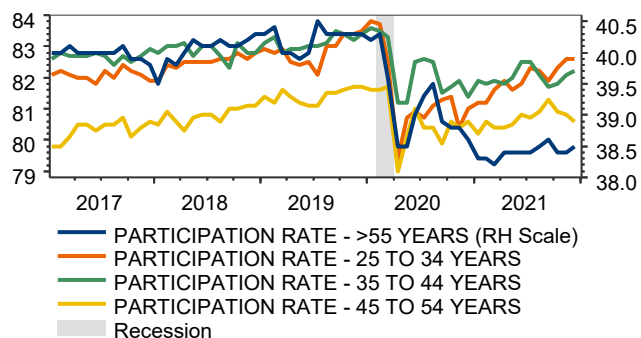
Nota: "shadow labor force" = individui non nella forza lavoro che vorrebbero un'occupazione. Fonte: Atlanta Fed

Fig. 8 – Il recupero della forza lavoro è in stallo



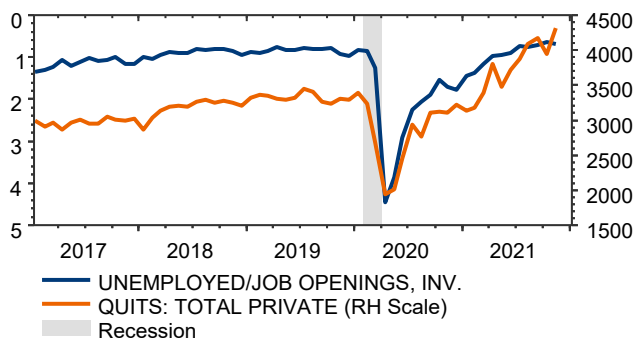
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 9 – Il grande pensionamento...



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 10 - ...e le grandi dimissioni

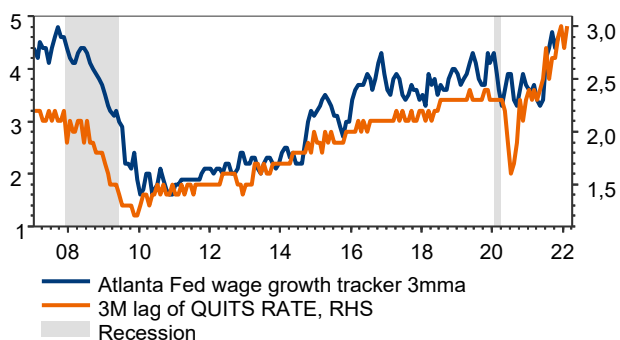


Fonte: Refinitiv-Datastream

A nostro avviso, la Fed concluderà che **l'offerta difficilmente potrà aumentare nel breve-medio termine, e l'eccesso di domanda si scaricherà sulla dinamica salariale**. Come ha detto Barkin (Richmond Fed) pochi giorni fa, il mercato del lavoro è "al massimo della pressione a questo punto", anche se ci sono "ancora risorse inutilizzate nel sistema", con circa 3,5 mln di individui mancanti, che però non torneranno a cercare lavoro per diverso tempo.

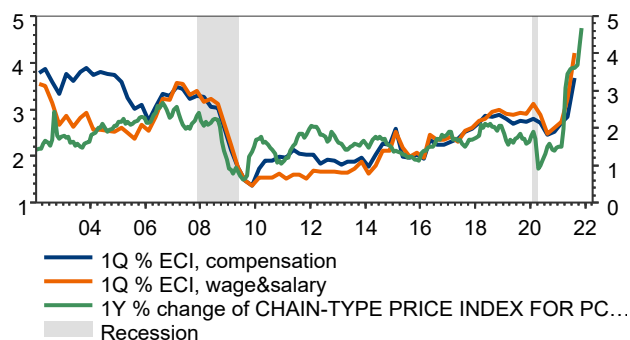
In conclusione, sulla base dei dati disponibili e delle previsioni per domanda e offerta di lavoro, prevediamo che **il FOMC a marzo attui il primo rialzo dei tassi**, seguito da un altro a giugno. Negli ultimi giorni il flusso di comunicazione dalla Fed ha segnalato un consenso diffuso a favore della svolta a marzo (Bostic, Bullard, Barkin, Mester, George) e Powell in Senato ha detto che "è veramente ora" di abbandonare la *stance* super-espansiva della politica monetaria. A questo punto, **l'incertezza non è sul timing della svolta, ma sul numero di rialzi, che potrebbero essere 4 nel 2022. Entro settembre, è probabile, secondo noi, l'inizio del processo di riduzione del bilancio**, con l'annuncio di un piano che limiti i riacquisti dei titoli in scadenza.

Fig. 11 – La carenza di offerta si trasferisce sulla dinamica salariale



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 12 – I rischi di una spirale salari-prezzi aumentano



Fonte: Refinitiv-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 S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo-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.

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 15c-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 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 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 Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche 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 – facendo riferimento a 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 loro società del 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>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

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 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 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 Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasnpaolo.com

International Economics

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com
---------------	-------	---------------------------------