

## Macro Rapid Response

### La Fed ha un solo obiettivo: piegare l'inflazione

Il titolo del discorso di Powell a Jackson Hole e la sua brevità segnalano da soli il focus e l'incisività del messaggio della Fed: "Monetary Policy and Price Stability".

L'obiettivo (centrato) di Powell è chiarire le intenzioni e le priorità del Comitato.

- "Il focus principale del FOMC ora è riportare l'inflazione verso il basso al nostro obiettivo del 2%. La stabilità dei prezzi è la responsabilità della Federal Reserve e rappresenta il fondamento della nostra economia". Essenziale notare qui che **non si fa cenno al mandato duale della Fed** che include la massima occupazione. Oggi **il FOMC ha un solo obiettivo, la stabilità dei prezzi**, senza la quale "non potremo raggiungere un periodo duraturo di condizioni forti per il mercato del lavoro".
- "Ripristinare la stabilità dei prezzi prenderà del tempo e richiederà che usiamo i nostri strumenti in modo vigoroso per portare domanda e offerta più in equilibrio". In particolare, Powell ha detto che per ridurre l'inflazione sarà necessario "un periodo prolungato di crescita sotto il trend" e inoltre "molto probabilmente ci sarà un indebolimento delle condizioni del mercato del lavoro": "questi sono gli gradevoli costi della riduzione dell'inflazione". Il messaggio è che **la Fed è preparata a fare indebolire significativamente la crescita e a generare un rialzo del tasso di disoccupazione**.
- L'economia sta già rallentando dai ritmi elevati del 2021 ma, secondo Powell, "continua a mostrare un forte abbrivio sottostante" e "il mercato del lavoro è particolarmente forte, ma è chiaramente in una situazione di squilibrio". Il discorso di Powell avviene poco dopo la pubblicazione del deflatore di luglio, che ha sorpreso verso il basso con un rallentamento della dinamica dell'indice core a 0,1% m/m. Powell ne ha approfittato per affermare che "anche se i dati più bassi dell'inflazione di luglio sono benvenuti, il miglioramento di un singolo mese è molto meno di quello che il Comitato dovrà vedere per essere fiducioso che l'inflazione stia scendendo". Il messaggio è che **non bisogna focalizzarsi su un singolo dato** perdendo di vista il quadro e **la Fed procederà con ampi rialzi anche dopo l'inflazione di luglio**.
- Il Comitato sta spostando la stance di politica monetaria in territorio restrittivo. Oggi i fed funds sono a 2,25-2,5%, cioè il livello neutrale di lungo termine. Powell afferma che **il punto di arrivo dei tassi sarà ben oltre il livello neutrale di più lungo termine, che non sarà il punto né per fermarsi né per fare una pausa**.
- La decisione a settembre dipenderà dai dati e dall'evoluzione dello scenario, **non c'è indicazione precisa sull'entità del prossimo rialzo**, come atteso. Powell ha aggiunto che quando la politica monetaria sarà più restrittiva, probabilmente sarà appropriato rallentare il ritmo dei rialzi. **Questa non è un'affermazione dovish**, piuttosto un'ovvietà.
- Il FOMC agisce basandosi sull'esperienza passata raccolta nei periodi di inflazione elevata e volatili, che ha generato tre lezioni.
  - **La stabilità dei prezzi è una responsabilità "incondizionata"** della banca centrale, anche se nel caso attuale il rialzo dell'inflazione è dovuto non solo al lato della domanda ma anche a quello dell'offerta, su cui la Fed non può agire direttamente.
  - **Le aspettative sono cruciali** dato che "l'inflazione si alimenta in parte da sola"; oggi le aspettative appaiono ben ancorate, ma questo non è un motivo per essere compiacenti. In particolare, più a lungo l'inflazione resta elevata e maggiore è il rischio che l'aspettativa di inflazione elevata si radichi.
  - Pertanto, **la Fed deve continuare a combattere l'inflazione fino a quando "il lavoro non sarà concluso"**. Powell ha sottolineato che la disinflazione dell'era Volcker ha avuto

26 agosto 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

successo grazie a un periodo prolungato di politica monetaria molto restrittiva, dopo molti tentativi falliti nei 15 anni precedenti. "Il nostro obiettivo è evitare quell'esito agendo oggi con determinazione". Il messaggio della Fed è che **non bisogna aspettarsi una pausa, e tanto meno una svolta, in tempi brevi.**

- La conclusione è chiara: la domanda deve essere riportata più in linea con l'offerta e la Fed proseguirà nel suo lavoro "fino a quando non sarà concluso", senza se né ma. In questo caso il messaggio è: **non andate contro la banca centrale.**
- Manteniamo la nostra previsione di **rialzi almeno fino a 4-4,25% a inizio 2023**, seguiti da un periodo di stabilità di diversi trimestri, fino a fine anno, quando potrà iniziare la svolta. L'entità dell'intervento di settembre sarà determinata dai dati del mercato del lavoro e del CPI di agosto. Per ora manteniamo la previsione di **50 pb a settembre e novembre, con rischi per 75 pb a settembre.** Nel complesso, i rischi sulla nostra previsione restano verso l'alto.

## 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.-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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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 S.p.A. 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@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

#### Macroeconomic Research

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

#### International Research Network

##### Economista - Asia ex Giappone

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