

## Macro Rapid Response

### FOMC: “non c'è un modo indolore per ridurre l'inflazione”

- La **riunione del FOMC** ha deciso un altro rialzo dei fed funds di 75 pb e fornito segnali hawkish per il sentiero dei tassi, con indicazioni di altri interventi ampi nelle prossime due riunioni e la conferma del messaggio di Jackson Hole.
- Il **comunicato stampa** è praticamente identico a quello precedente, rileva “modesta crescita di spesa e produzione”, ma continua a segnalare un mercato del lavoro sotto pressione e un'inflazione elevata e diffusa. Pertanto, restano appropriati “continui” rialzi dei tassi per riportare l'inflazione verso l'obiettivo del 2%.
- L'elemento principale della comunicazione a questa riunione sono le **proiezioni macroeconomiche** aggiornate (v. tabella), con l'estensione del periodo previsivo fino al 2025. Come atteso, lo scenario macroeconomico è rivisto in direzione negativa.
  - La **crescita** subisce una revisione massiccia, con previsioni di 0,2% a/a a fine 2022, a 1,2% a/a nel 2023 e a 1,7% nel 2024, con un ritorno alla crescita di più lungo termine solo nel 2025, a 1,8%.
  - Il **tasso di disoccupazione** è nettamente più elevato nella parte centrale dell'orizzonte previsivo, con un rialzo a 4,4% a fine 2023 e 2024 e un calo modesto a 4,3% nel 2025. Questo spostamento verso l'alto della disoccupazione è il **principale segnale di una possibile recessione nello scenario del FOMC**.
  - L'**inflazione** è rivista di un paio di decimi verso l'alto fra il 2022 e il 2024, con l'inflazione core a 4,5% a/a a fine 2022, a 3,1% a/a nel 2023 e al 2,1% solo nel 2025. L'aggiustamento macroeconomico è causato da tassi più elevati e dalla crescita sotto il potenziale fra il 2022 e il 2024.
  - Il **sentiero dei tassi** viene spostato ampiamente verso l'alto, anche se permane una notevole dispersione nel grafico a punti (v. grafico). I fed funds sono previsti a 4,4% a fine 2022 e a 4,6% a fine 2023, con una svolta a 3,9% nel 2024 e tassi ancora sopra il livello di più lungo termine nel 2025, a 2,9%.

Il messaggio delle proiezioni è chiaro: la Fed intende proseguire con la strategia di anticipare i rialzi in modo da contrastare la possibilità che l'inflazione resti elevata a lungo e da evitare una riedizione degli anni '70, anche a costo di una recessione.

- Nella **conferenza stampa**, Powell ha esordito riaffermando che il Comitato è “fortemente impegnato a riportare l'inflazione sotto controllo” attraverso una politica monetaria “sufficientemente restrittiva”. Powell ha anche detto esplicitamente che il messaggio è lo stesso di quello di Jackson Hole: “continueremo fino a quando il lavoro sarà concluso”. Secondo Powell, l'inflazione ha continuato a sorprendere verso l'alto con una persistenza maggiore di quanto atteso, mentre il mercato del lavoro è rimasto straordinariamente solido. Molte domande hanno riguardato la probabilità e le caratteristiche di una possibile recessione. Powell ha detto di non sapere attribuire una probabilità a una svolta ciclica, ma di ritenere che sia piuttosto elevata, affermando anche che “non c'è un modo indolore per ridurre l'inflazione”.
- Secondo la Fed, **la riduzione dell'inflazione richiede una crescita sotto il trend e un riequilibrio del mercato del lavoro**, ma nello specifico queste condizioni dipenderanno dall'evoluzione dei dati. Powell ha sottolineato il forte disallineamento di domanda e offerta di lavoro e ha riconosciuto che le **posizioni aperte** sono, insieme alle dimissioni, la variabile principale per valutare le condizioni del mercato del lavoro. Per ora i segnali sono di forte disequilibrio, con livelli di domanda record, tuttavia, alcune caratteristiche di questo ciclo potrebbero attutire la profondità dell'aggiustamento richiesto alle variabili reali. In particolare, Powell ha citato tre fattori potenzialmente positivi.

21 settembre 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

**Giovanna Mossetti**  
Economista - USA e Giappone

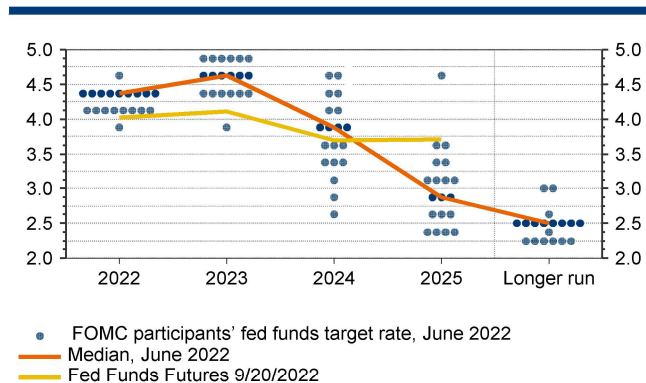
- Le posizioni aperte potrebbero ridursi senza richiedere un drammatico aggiustamento del mercato del lavoro. Questo punto si riassume osservando la curva di Beveridge, che in questo ciclo si è spostata verso l'alto (vedi grafico). Se la relazione fra posizioni aperte e disoccupazione tornasse a essere simile a quella degli ultimi decenni, l'aggiustamento della domanda attraverso una riduzione delle posizioni aperte potrebbe avvenire con un costo relativamente limitato in termini di disoccupazione. Tuttavia, al momento non ci sono indicazioni di spostamento verso il basso della curva.
  - Le strozzature all'offerta potrebbero continuare a ridimensionarsi, contribuendo a ridurre l'eccesso di domanda.
  - Le aspettative di inflazione sono in calo e possono dare una spinta verso il basso alla dinamica dei prezzi.
- Il punto più ripetuto durante la conferenza stampa è stato il riferimento alla **necessità di una politica monetaria restrittiva** per riportare l'inflazione sotto controllo. Alle domande riguardo a quanta restrizione sia necessaria e per quanto tempo, Powell ha risposto affermando che la Fed vorrà vedere crescita sotto il trend, mercato del lavoro più debole ed evidenza "convincente" di inflazione in calo prima di rallentare il ritmo dei rialzi e fermarsi. A suo avviso la Fed intende mantenere i tassi fermi "per un certo tempo" in modo da essere sicura che l'inflazione sia definitivamente domata. Le nuove previsioni incorporano tassi a 4,5% a fine 2022 e a 4,75% nel 2023, coerenti con **un rialzo da 75 pb a novembre, uno da 50 pb a dicembre e uno da 25 pb a gennaio 2023**. Alziamo di 25 pb le nostre previsioni per fine 2022, allineandole con quelle del FOMC e portiamo il punto di arrivo a 4,75% a inizio 2023.
- In conclusione, il messaggio del FOMC è invariato e credibile: **la stabilità dei prezzi è l'obiettivo dominante** e richiede un costo inevitabile in termini di crescita e occupazione. Un'implicazione della comunicazione trasparente della Fed è che ora il mercato le crede e smetterà di remare contro la banca centrale, evitando di spingere verso l'alto i rialzi necessari a riequilibrare l'economia. Sul fronte dell'economia reale, **la recessione è ormai alle porte e sarà, a nostro avviso, inevitabile nel 2023**.

**Proiezioni macroeconomiche dei presidenti delle Federal Reserve Bank regionali e dei presidenti del Board**

Variable	Median				Longer run
	2022	2023	2024	2025	
<b>Real GDP</b>	<b>0.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>
June projection	1.7	1.7	1.9		1.8
<b>Unemployment rate</b>	<b>3.8</b>	<b>4.4</b>	<b>4.4</b>	<b>4.4</b>	<b>4.0</b>
June projection	3.7	3.9	4.1		4.0
<b>PCE inflation</b>	<b>5.4</b>	<b>2.8</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
June projection	5.2	2.6	2.2		2.0
<b>Core PCE inflation</b>	<b>4.5</b>	<b>3.1</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	
June projection	4.3	2.7	2.3		
<b>Memo: Projected appropriate policy path</b>					
<b>Federal funds rate</b>	<b>4.4</b>	<b>4.6</b>	<b>3.9</b>	<b>2.9</b>	<b>2.5</b>
June projection	3.4	3.8	3.4		2.5

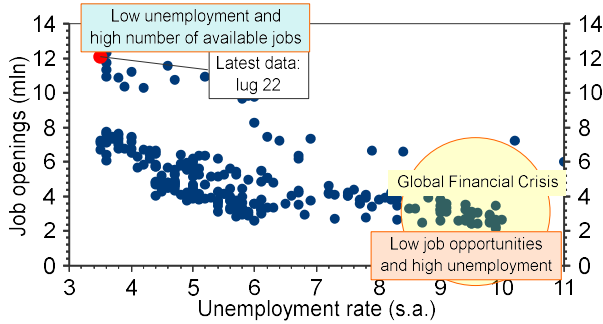
Fonte: Federal Reserve Board, settembre 2022

**Nuovo balzo verso l'alto per il grafico a punti**



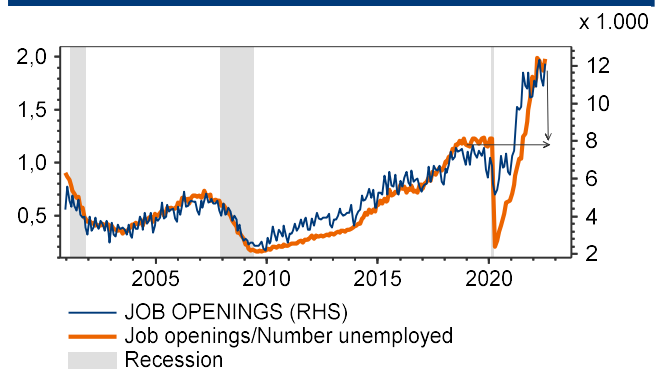
Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datstream

**La curva di Beveridge si è spostata verso l'alto in questo ciclo: la profondità di una futura recessione dipenderà da quanto salirà la disoccupazione con l'inevitabile riduzione delle posizioni aperte**



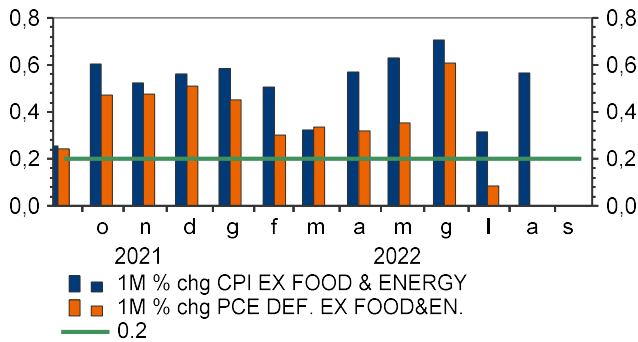
Fonte: BLS

**Se le posizioni aperte scenderanno verso i livelli pre-pandemici, il tasso di disoccupazione dovrebbe risalire verso 4,6%**



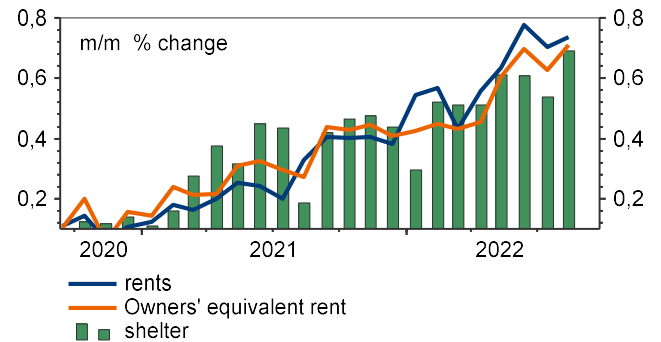
Fonte: BLS

**La Fed vuole vedere evidenza convincente di rallentamento della dinamica mensile: per ora non ce n'è traccia**



Fonte: BLS, BEA

**Il trend del costo dell'abitazione è rigido e richiederà tempo prima di rallentare, frenando la disinflazione**



Fonte: BLS

## 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.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 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@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 Research Network

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

62109

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com