

Macro Rapid Response

FOMC: rialzi più lenti, con un obiettivo più elevato

3 novembre 2022

"La questione di quando moderare il ritmo dei rialzi è ora molto meno importante della questione di quanto in alto portare i tassi e per quanto tempo mantenere la politica monetaria restrittiva"
(J. Powell, 2.11.2022)

La riunione del FOMC si è conclusa in linea con le attese, con un voto unanime per un rialzo di 75 pb, che ha portato l'obiettivo dei fed funds a 3,75-4%. Il focus del messaggio della Fed si è spostato, come previsto, dalla corsa univoca dei tassi verso l'alto, alla calibrazione degli interventi futuri, da attuare valutando gli **effetti ritardati della restrizione monetaria cumulata**. La conferenza stampa ha dato una **connotazione generalmente hawkish** al messaggio apparentemente neutrale del comunicato, segnalando una preferenza per un sentiero meno ripido, ma con un punto di arrivo potenzialmente più elevato rispetto a quanto segnalato a settembre.

Nel **comunicato**, il paragrafo di **valutazione del quadro macro** è identico a quello della riunione di settembre, e rileva "crescita modesta di spesa e produzione", con una dinamica occupazionale "robusta" nei mesi recenti e tasso di disoccupazione sempre "basso". Sul fronte dei prezzi, l'inflazione è giudicata ancora "elevata", con pressioni diffuse sui prezzi.

Le modifiche al testo compaiono nella **sezione dedicata alla politica monetaria** e introducono la nuova fase della strategia della Fed. Dopo l'annuncio di un altro rialzo dei tassi di 75 pb, il comunicato afferma, come in passato, che secondo il Comitato saranno appropriati "continui" interventi ma precisa che "l'obiettivo è quello di raggiungere una stance di politica monetaria abbastanza restrittiva da riportare l'inflazione al 2% nel tempo". Inoltre, si specifica che "nel determinare il ritmo degli aumenti futuri dell'intervallo obiettivo, il Comitato prenderà in considerazione la restrizione cumulata della politica monetaria, i ritardi con cui la politica monetaria influenza l'attività economica e l'inflazione, e gli sviluppi economici e finanziari". In questa qualifica dell'azione restrittiva, si evidenzia che le decisioni future non saranno più "continui" aumenti incondizionati, ma azioni calibrate in base a valutazioni relative alla trasmissione della politica monetaria e al livello di restrizione raggiunto.

La **conferenza stampa** è stata il veicolo del nuovo messaggio del Comitato, che troverà maggiori dettagli nei verbali in uscita fra tre settimane. Powell ha ribadito che l'inflazione è ancora "molto alta", ma ha anche notato che le aspettative di inflazione di lungo termine sono sempre "ben ancorate". Riguardo al mercato del lavoro, Powell ha rilevato che la crescita salariale elevata riflette l'eccesso di domanda di lavoro ed è incompatibile con la stabilità dei prezzi, richiedendo una riduzione della domanda attraverso un periodo duraturo di crescita sotto il trend. Pertanto, il ritmo dei rialzi dei tassi verrà determinato tenendo in considerazione gli effetti cumulati degli interventi attuati, in modo da raggiungere **un livello di restrizione sufficiente a riportare l'inflazione al 2%**. Powell stemperato la possibile lettura dovish collegata al rallentamento del ritmo dei rialzi, ricordando che "c'è ancora da fare" e la Fed "manterrà la rotta fino a quando il lavoro non sarà concluso". A suo avviso, alla prossima riunione il ritmo di aumento dei tassi potrebbe essere ridotto, ma **nel 2023 il punto di arrivo potrebbe essere più elevato** di quanto previsto a settembre.

Rispondendo a una domanda sull'entità dell'aggiustamento del mercato del lavoro necessario a riportare l'inflazione sotto controllo, Powell ha affermato che l'azione restrittiva della politica monetaria dovrebbe frenare la domanda di lavoro, senza necessariamente determinare un significativo rialzo del tasso di disoccupazione. A suo avviso, con il livello ancora straordinariamente elevato del rapporto posizioni vacanti/disoccupati, tornato a 1,8 a settembre, un ridimensionamento delle posizioni aperte potrebbe ridurre la pressione sui salari senza richiedere per questo un aumento significativo del tasso di disoccupazione. Questa valutazione può essere descritta in termini di curva di Beveridge. Il FOMC sembra ritenere che il futuro aggiustamento del mercato del lavoro implicherà **uno spostamento verso il basso della curva di Beveridge**, verso una posizione in linea con le condizioni prevalenti prima della

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

pandemia, e **non un movimento lungo la curva attuale**. In questo scenario, l'aumento del tasso di disoccupazione, dal livello corrente sui minimi degli ultimi 40 anni, potrebbe essere moderato e non generare una recessione pesante.

Nella discussione riguardo alle condizioni che determineranno riduzioni del ritmo dei rialzi, Powell ha **ridotto l'importanza delle variazioni mensili dell'inflazione** come unica guida del sentiero dei tassi. Questo punto dovrebbe aiutare a interpretare i dati del **CPI di ottobre**, in uscita il 10 novembre, e le implicazioni per la riunione di dicembre. Infatti, si dovrebbe vedere una variazione meno elevata (fra 0,4% e 0,5% m/m) dell'indice core, con effettive correzioni dei prezzi in diversi comparti (auto nuove, auto usate, assicurazioni sanitarie, beni durevoli), rallentamento della dinamica degli affitti. Proprio la componente abitazione dell'inflazione richiederà la valutazione degli effetti ritardati della restrizione già attuata. Con i tassi sui mutui ora oltre il 7%, i prezzi delle case in calo su base mensile e una crescita degli affitti in caduta libera, è solo questione di tempo prima che la voce abitazione generi effetti disinflazionistici almeno tanto potenti e forse anche più rapidi rispetto a quelli di segno opposto visti da fine 2021.

Nelle prossime settimane, i discorsi dei partecipanti e successivamente, i verbali, chiarificheranno il messaggio della conferenza stampa. Per ora riteniamo che **la prossima mossa sia di 50 pb a dicembre, ma vediamo anche rischi elevati di un altro rialzo di 50 pb a febbraio, rispetto ai 25 pb previsti dal grafico a punti e dal nostro scenario. Il punto di arrivo dei fed funds potrebbe muoversi al 5% nel 1° trimestre 2023.**

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 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 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