



Stati Uniti

**Inflazione, mercato del lavoro e tassi:
le tappe verso la recessione del 2023**

Giovanna Mossetti

Macroeconomic Research

Direzione Studi e Ricerche – Intesa Sanpaolo

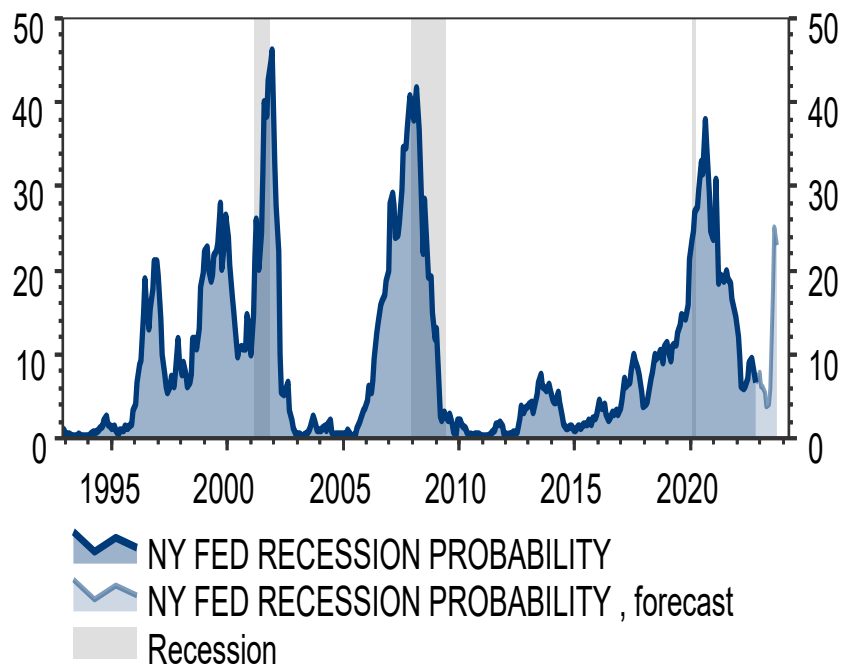
29 Novembre 2022

Le tappe della marcia verso la recessione del 2023

- L'economia USA procede sul sentiero che, a nostro avviso, porterà a una **recessione nel 2023**. Le informazioni dell'ultimo mese danno supporto alla previsione di crescita ancora positiva fino a inizio 2023, grazie ai consumi.
- Il mercato del lavoro ancora solido e il risparmio in eccesso accumulato durante la pandemia sosterranno la spesa delle famiglie ancora per qualche trimestre. Questi due fattori sono però temporanei. Il **risparmio in eccesso** è in via di esaurimento e il **mercato del lavoro** si raffredderà con la trasmissione della restrizione monetaria. Dal 2° trimestre 2023, prevediamo una contrazione del PIL causata da flessioni di consumi e investimenti.
- **Inflazione** su due binari, già in rallentamento per i beni, ancora forte per i servizi. Il picco dell'inflazione core è vicino, ma la svolta, con una discesa rapida, dovrebbe avvenire intorno a metà 2023 e dipende dal mercato del lavoro.
- **Mercato del lavoro**, ancora troppo forte, ma è solo questione di tempo: svolta prevista nel 2023, principale rischio per lo scenario.
- **Politica monetaria**: picco dei tassi a 5% entro marzo 2023, con rischi verso l'alto. Svolta fra fine 2023 e inizio 2024, con una discesa graduale.

Il ciclo è vicino alla svolta

La recessione è in arrivo



Fonte: NY Fed

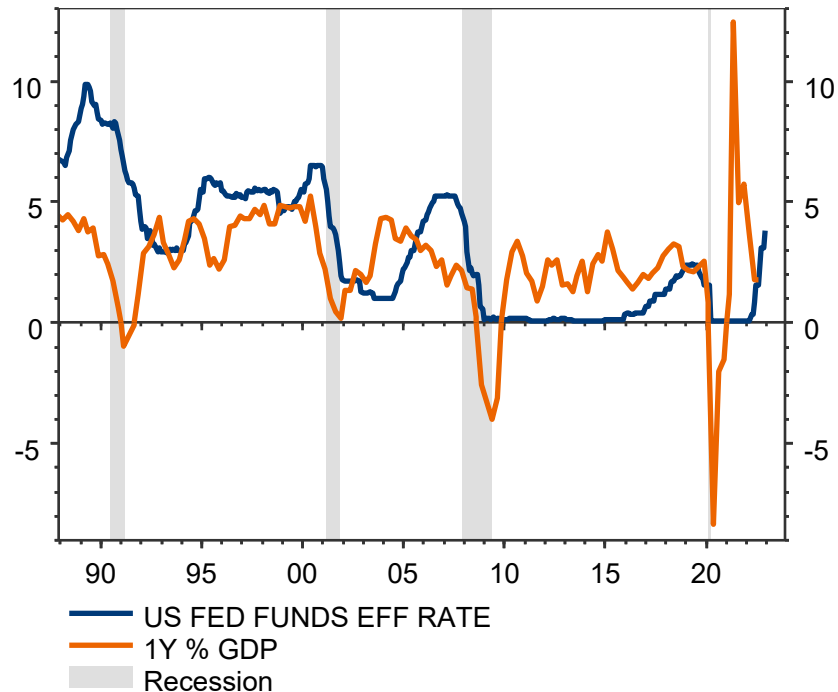
Previsioni: una recessione breve e moderata, se l'inflazione collabora

	2022	2023	2024
PIL	2.0	0.3	1.1
Disoccupazione (fine anno)	3.8	4.9	4.3
CPI	8.1	3.4	2.6
CPI core	6.2	4.0	2.4

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

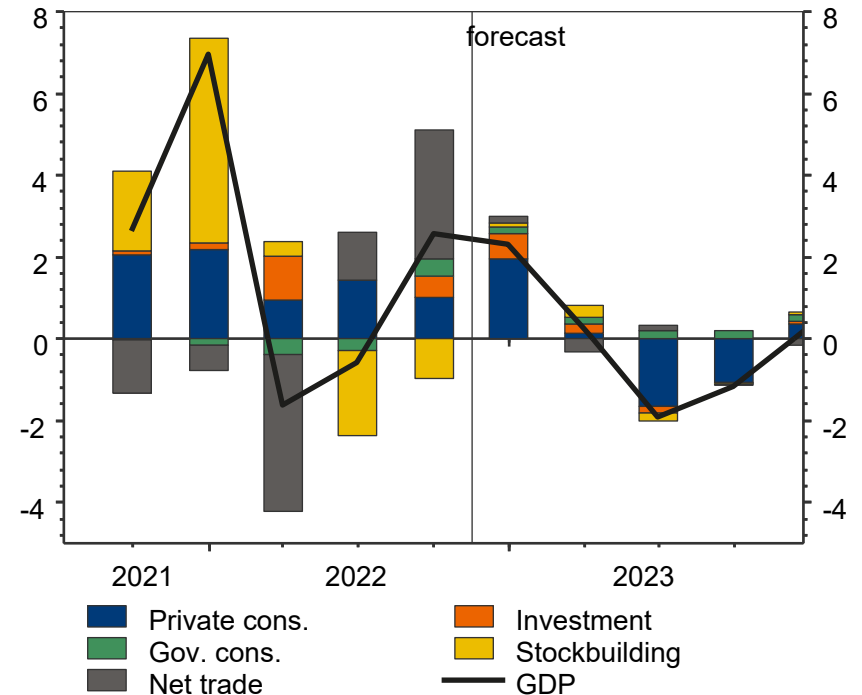
Aspettando la recessione

La Fed sta guidando la marcia verso la recessione



Fonte: BEA, Federal Reserve Board

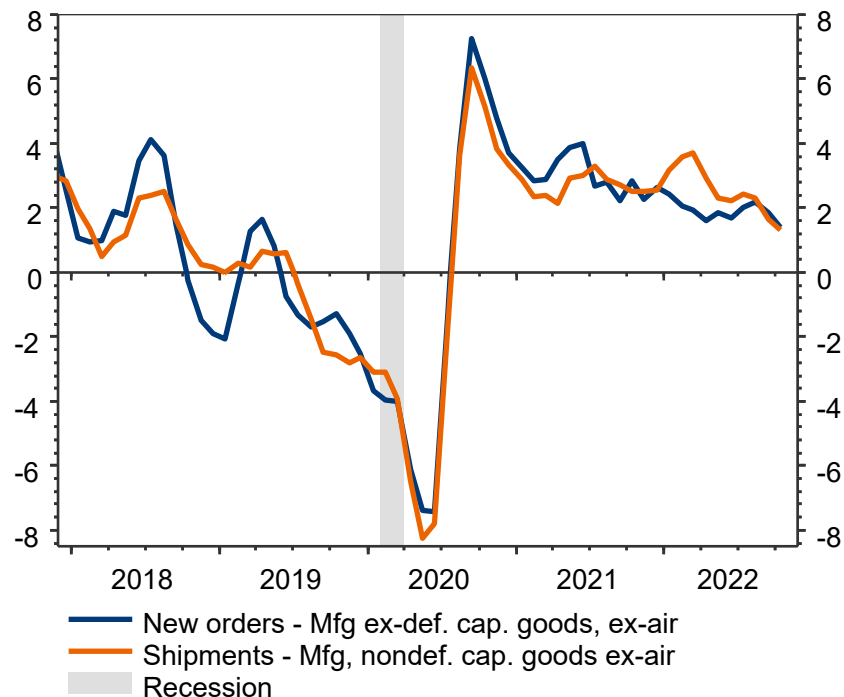
4° trimestre 2022 ancora positivo ma, a nostro avviso, la svolta è segnata



Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

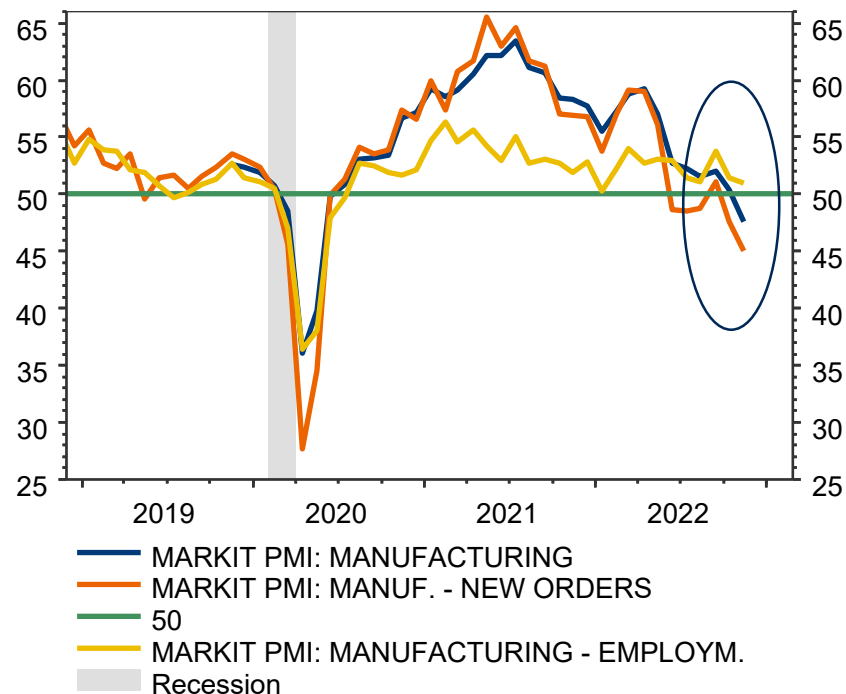
I vincoli all'offerta sono finiti, ma la domanda vacilla

Ordini e fatturato sono ancora in espansione, grazie alla riduzione delle strozzature all'offerta...



Nota: variazioni % 3m/3m. Fonte: Census Bureau

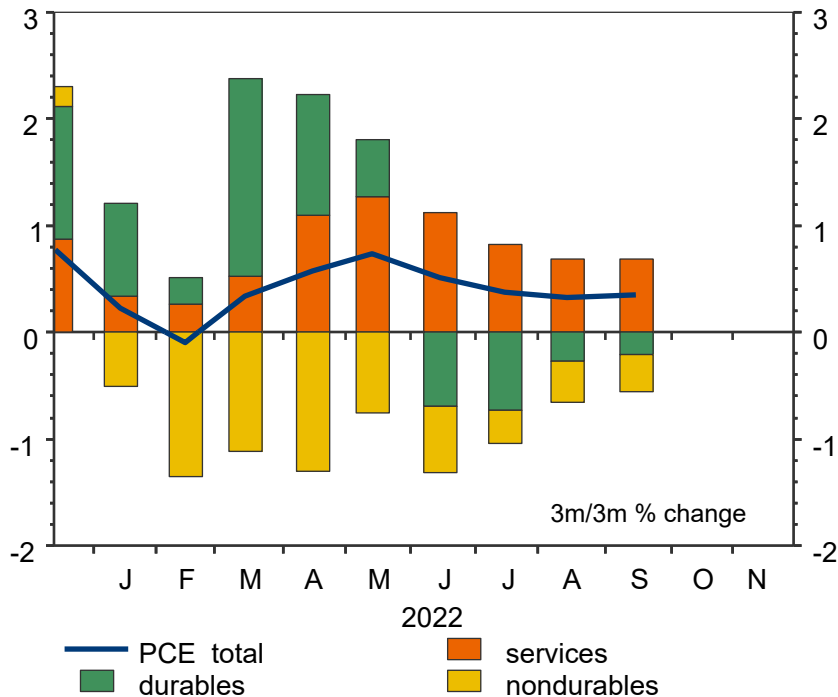
...ma la domanda sta capitolando



Fonte: Markit

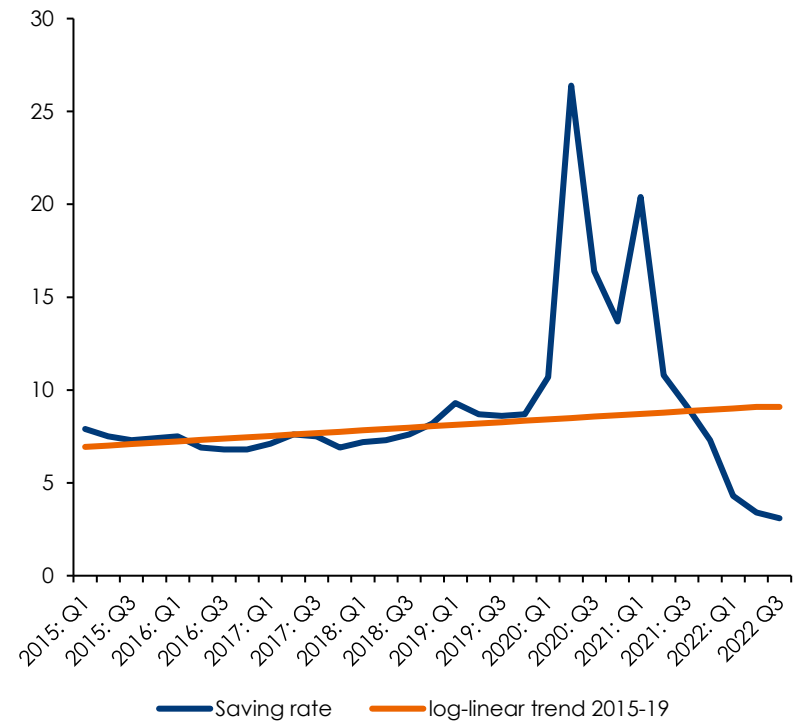
I consumi continuano a crescere (per ora)...

I consumi crescono ancora, ma il tempo sta scadendo



Fonte: BLS

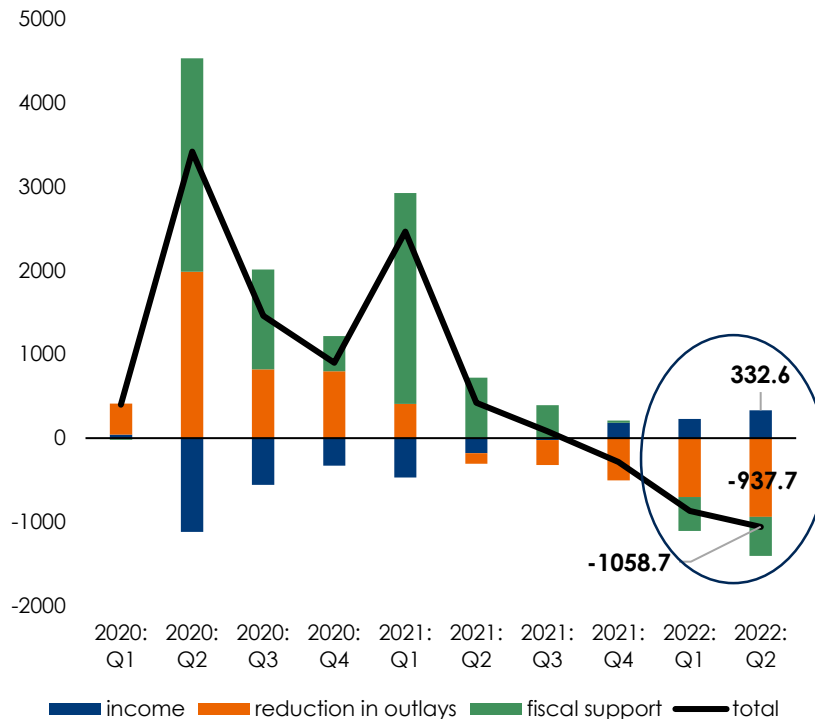
Il risparmio in eccesso accumulato durante la pandemia è in rapido esaurimento



Fonte: Federal Reserve Board

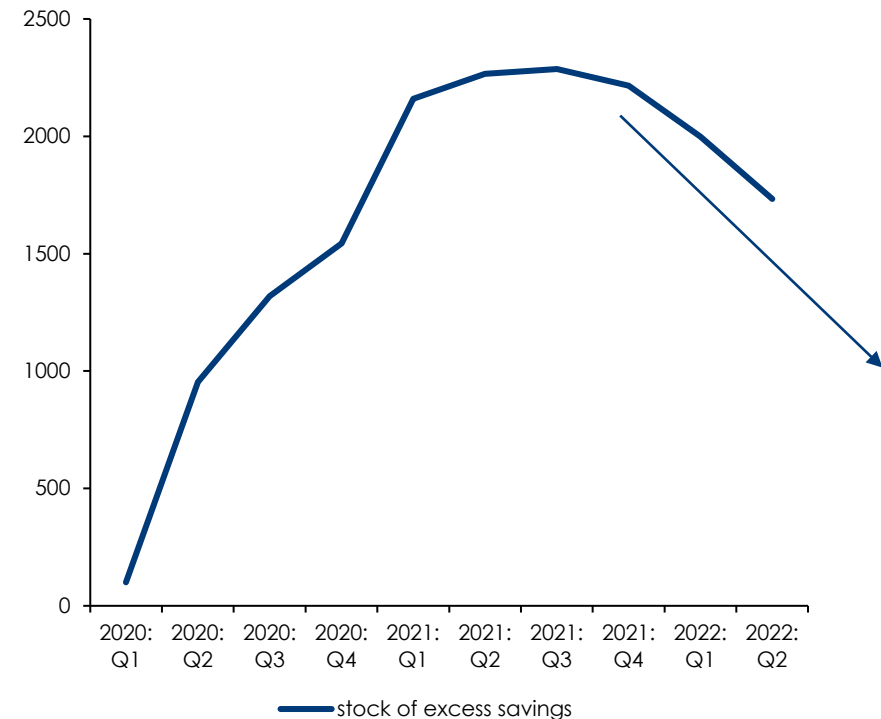
...attingendo al «risparmio in eccesso»

Contributi al flusso del risparmio in eccesso: i conti di consumi e reddito non tornano più



Nota: dati in mld di dollari al 2° trimestre 2022.
Fonte: Federal Reserve Board

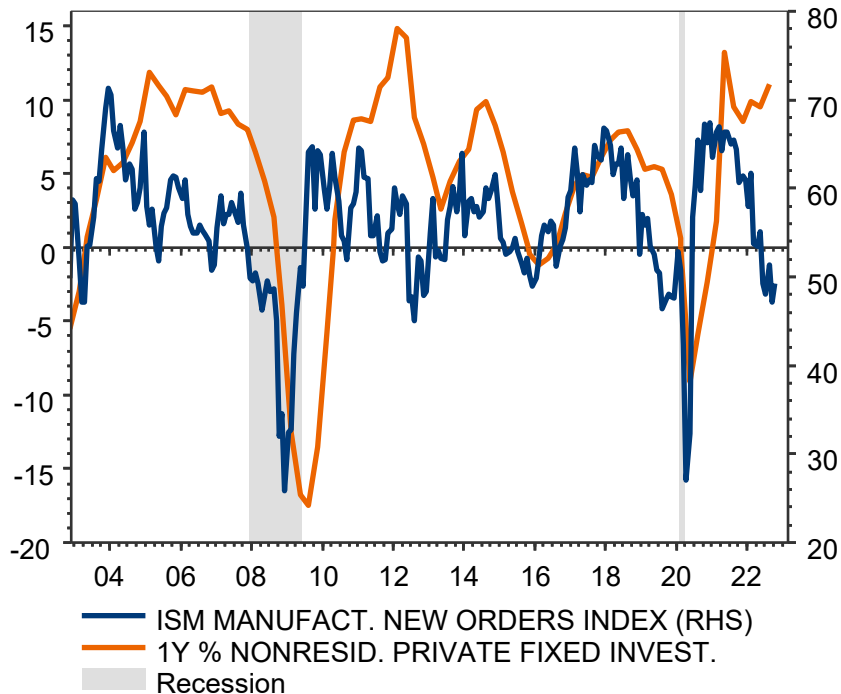
Lo stock di risparmio in eccesso ha i mesi contati: ai ritmi del 1° semestre, entro metà 2023 sarà esaurito



Nota: dati in mld di dollari al 2° trimestre 2022.
Fonte: Federal Reserve Board

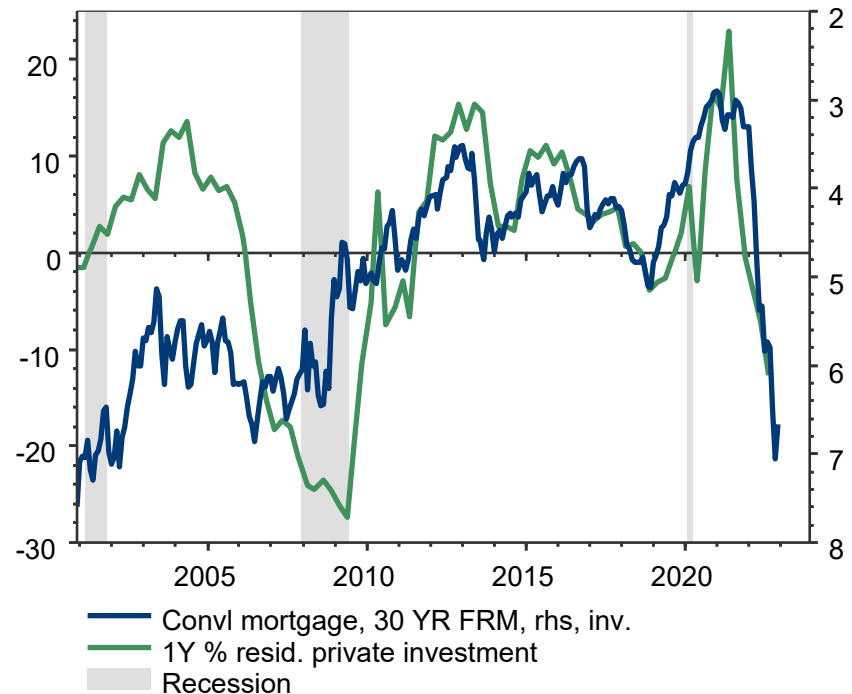
Investimenti fissi: il canale di trasmissione che non fallisce mai

È solo questione di tempo prima che gli investimenti non residenziali svoltino: la ripresa del 2° semestre 2022 è datata e riflette la fine delle strozzature all'offerta



Fonte: BEA, ISM

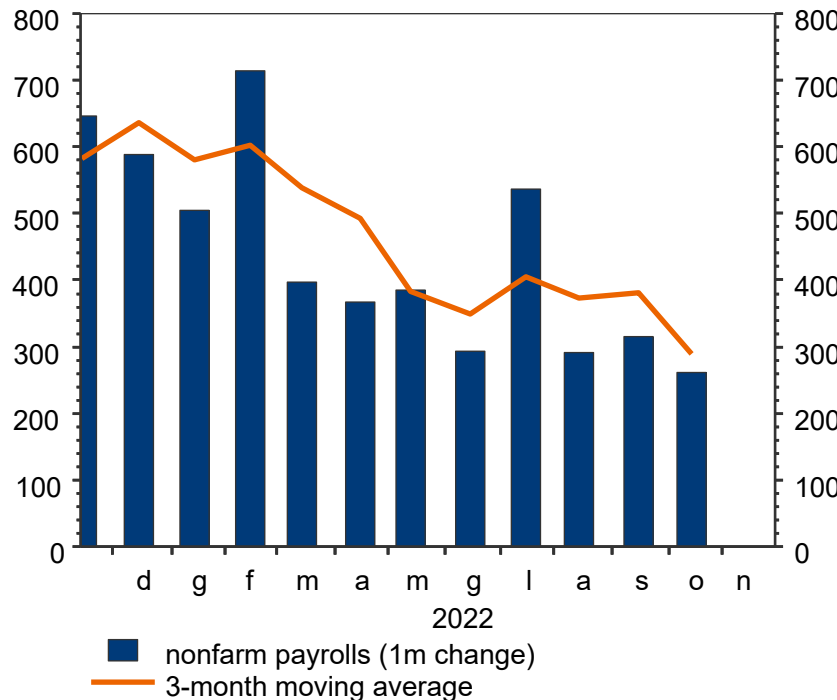
Gli investimenti residenziali sono in caduta libera da un anno, e non hanno ancora toccato il fondo, anche se i tassi sui mutui sono probabilmente vicini al picco



Fonte: BEA, Mortgage Bankers Association

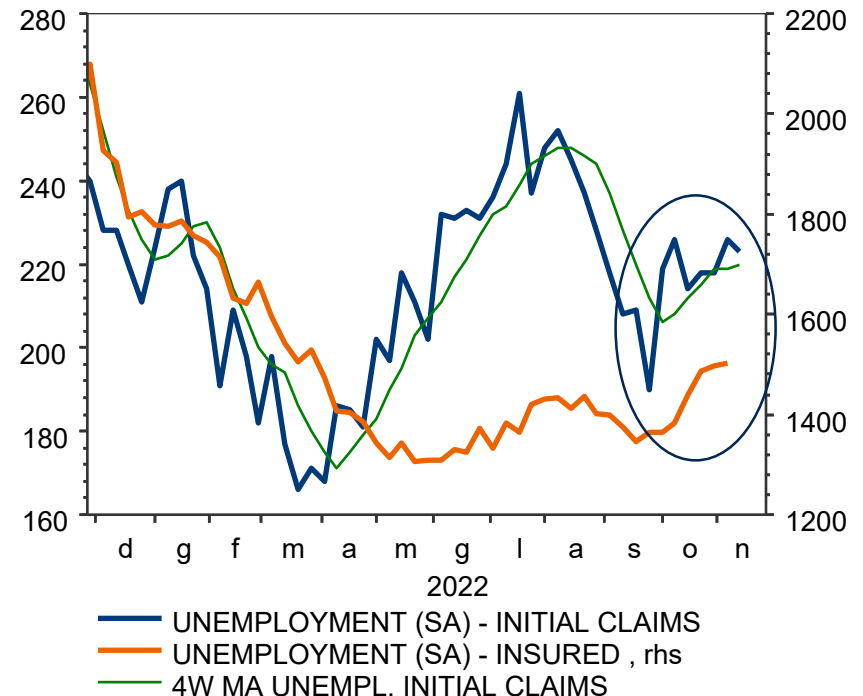
Il mercato del lavoro è l'ultimo anello della catena di trasmissione ciclica: quando svolterà?

Crescita dell'occupazione solida, ma in rallentamento, in attesa delle contrazioni previste nel 2023



Fonte: BLS

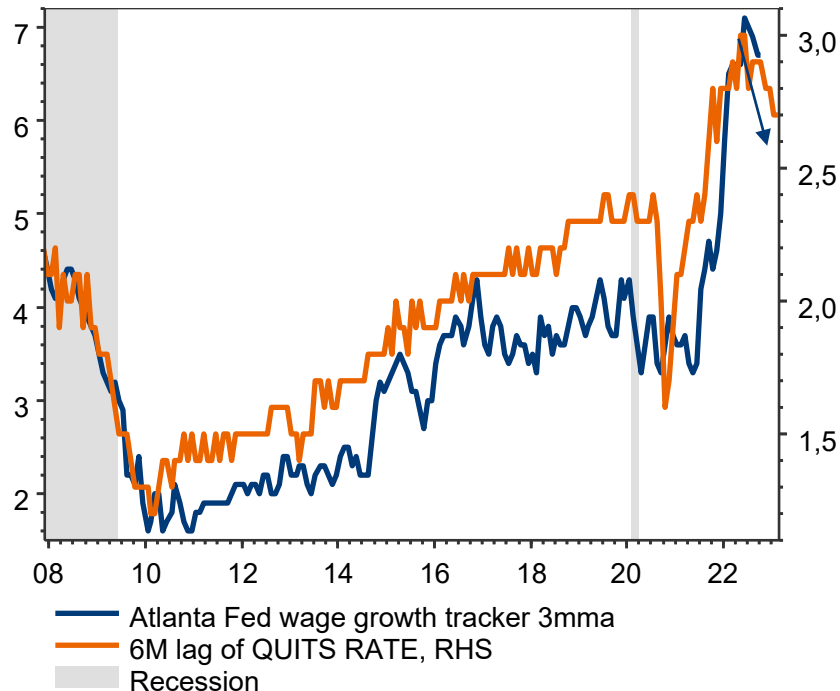
Sussidi di disoccupazione: la cartina di tornasole delle recessioni forse è a un punto di flesso



Fonte: BLS

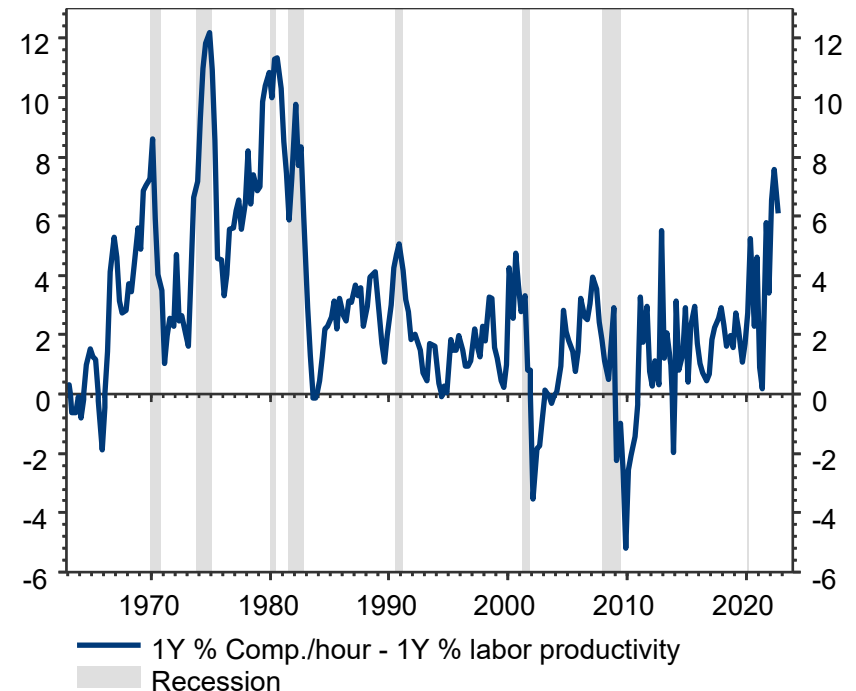
Ma ci vorrà tempo per frenare la dinamica salariale: il mercato del lavoro è il principale rischio per i tassi

Gli indicatori anticipatori dei salari hanno svoltato, ma occorreranno ancora diversi trimestri per frenare il costo del lavoro...



Nota: quits rate: numero di dimissioni volontarie durante l'intero mese in percentuale dell'occupazione totale.
Fonte: BLS, Atlanta Fed

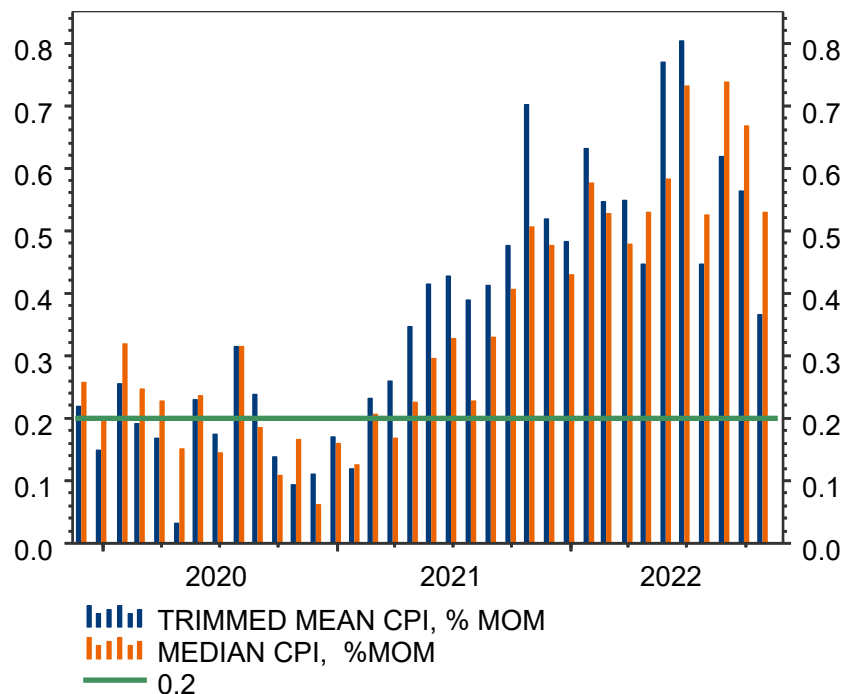
...che ora è su un sentiero incompatibile con la stabilità dei prezzi



Fonte: BLS

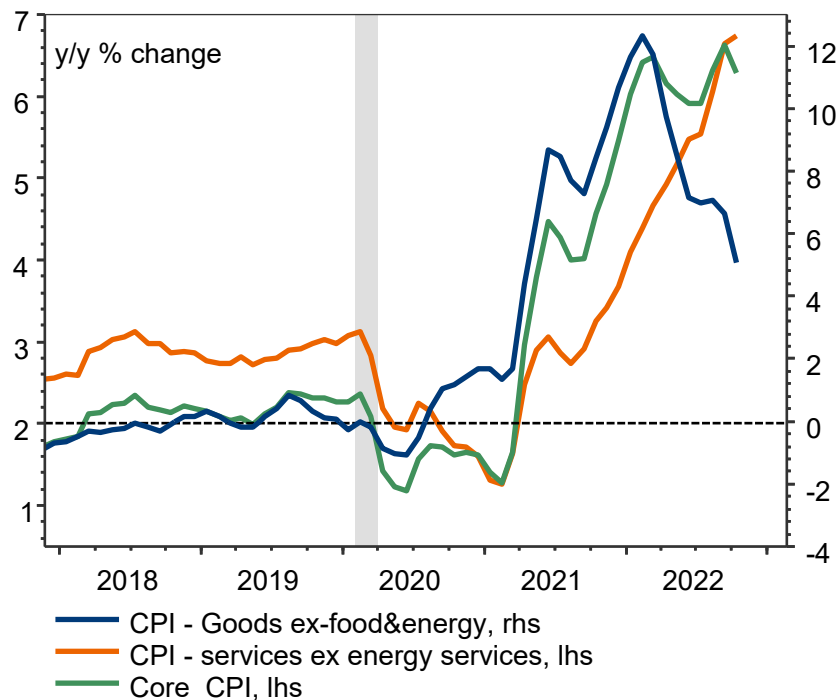
L'inflazione finalmente rallenta, ma è presto per cantare vittoria

Rallentamento dell'inflazione core mensile:
temporaneo o duraturo?



Fonte: BLS

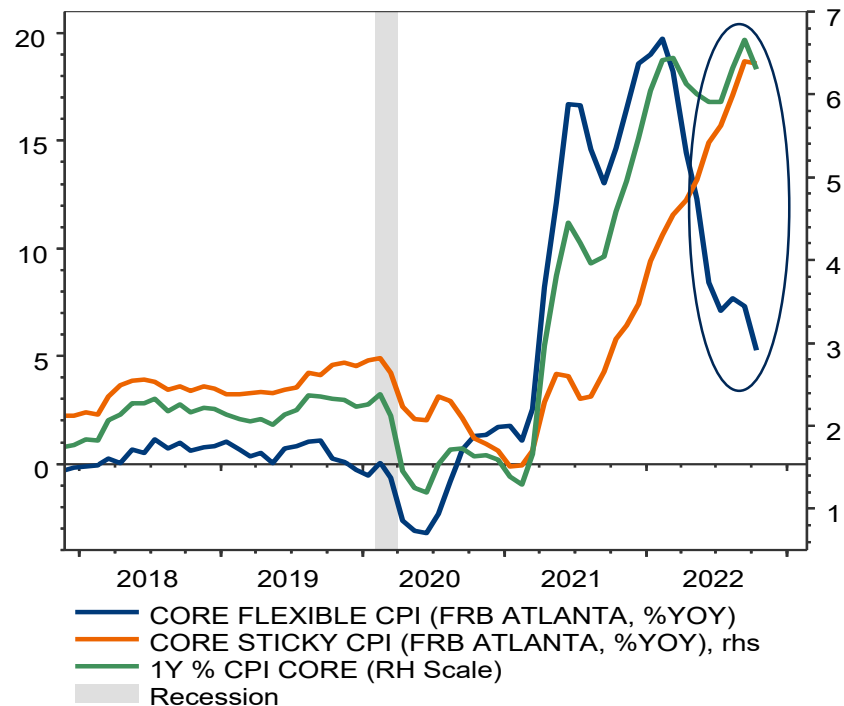
I due binari dell'inflazione: beni e servizi



Fonte: BLS

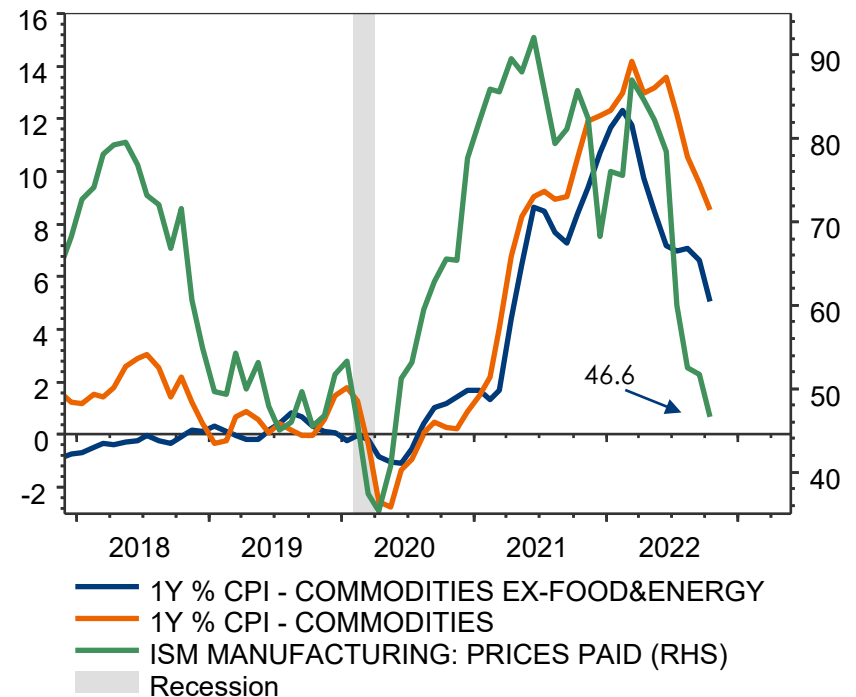
Prezzi dei beni: signori si scende!

I prezzi dei beni sono flessibili e hanno già svoltato...



Fonte: BLS, Atlanta Fed

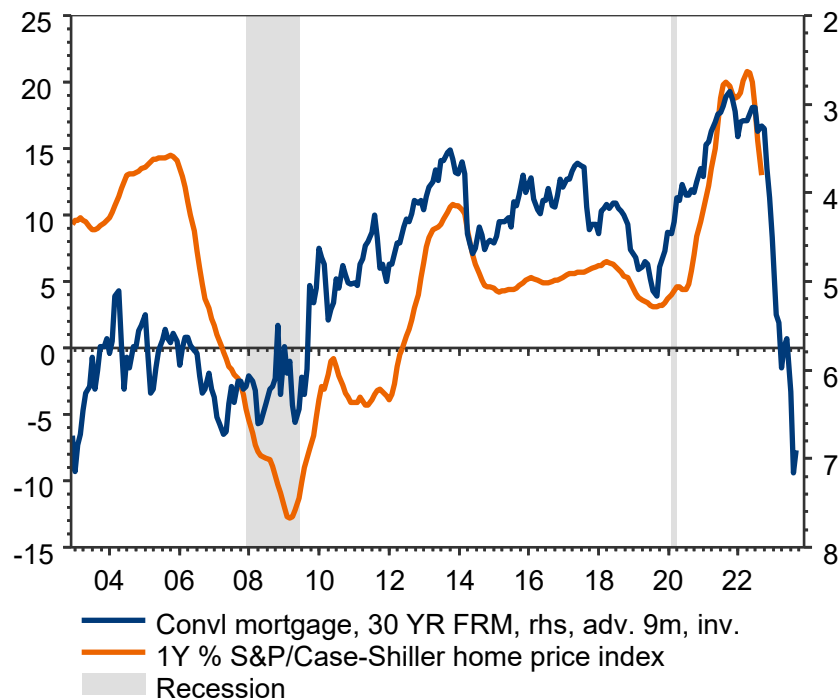
...grazie al dollaro, alle minori strozzature all'offerta e al rallentamento della domanda



Fonte: BLS, ISM

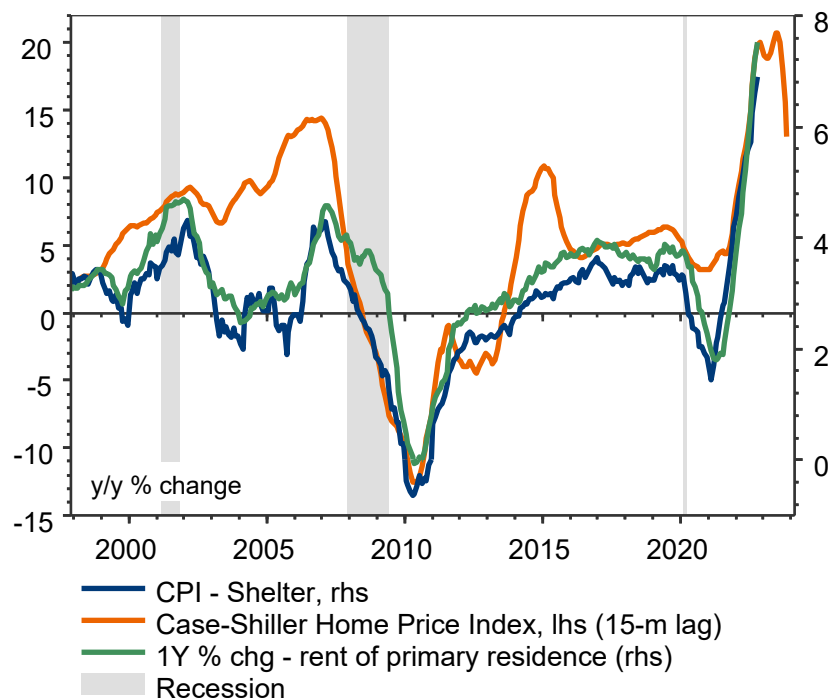
L'inflazione torna a essere guidata dai servizi: la svolta è scritta per l'abitazione...

Tassi sui mutui a livelli record, prezzi delle case al traino



Fonte: S&P, Mortgage Bankers Association

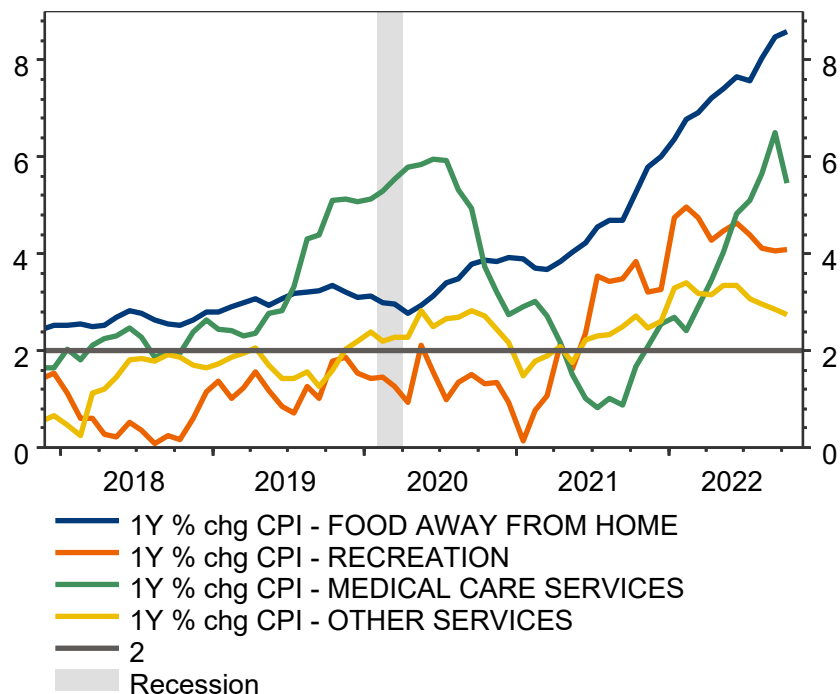
L'anello successivo è la componente abitazione degli indici dei prezzi



Fonte: S&P, BLS

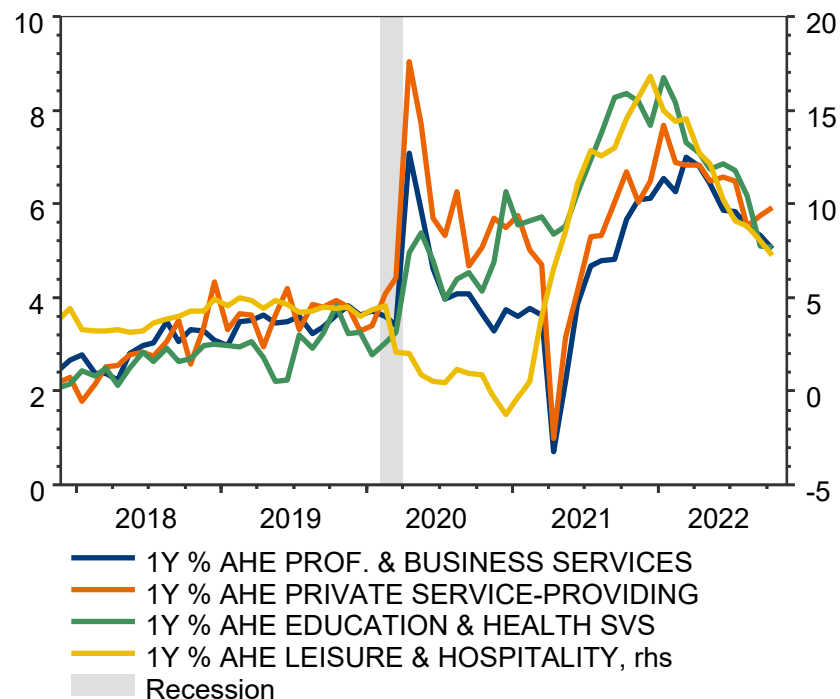
...ma per gli altri servizi il tema caldo è il costo del lavoro

I prezzi dei servizi ancora in crescita elevata...



Fonte: BLS

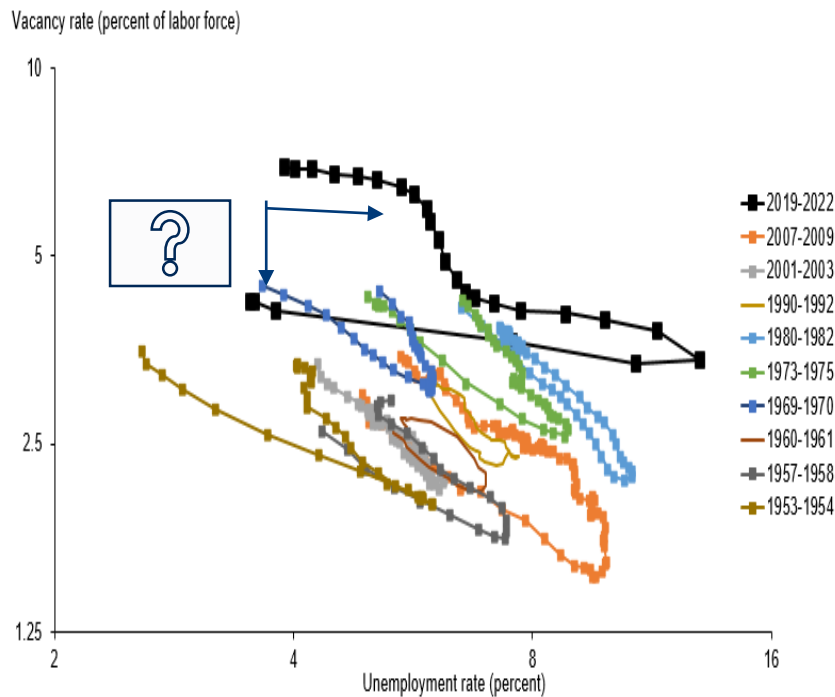
...riflettono una dinamica del costo del lavoro sempre sostenuta



Fonte: BLS

Quale curva di Beveridge?/1

La curva di Beveridge e incertezza sull'aggiustamento del mercato del lavoro: quale sarà il costo della riduzione della domanda in termini di disoccupazione?



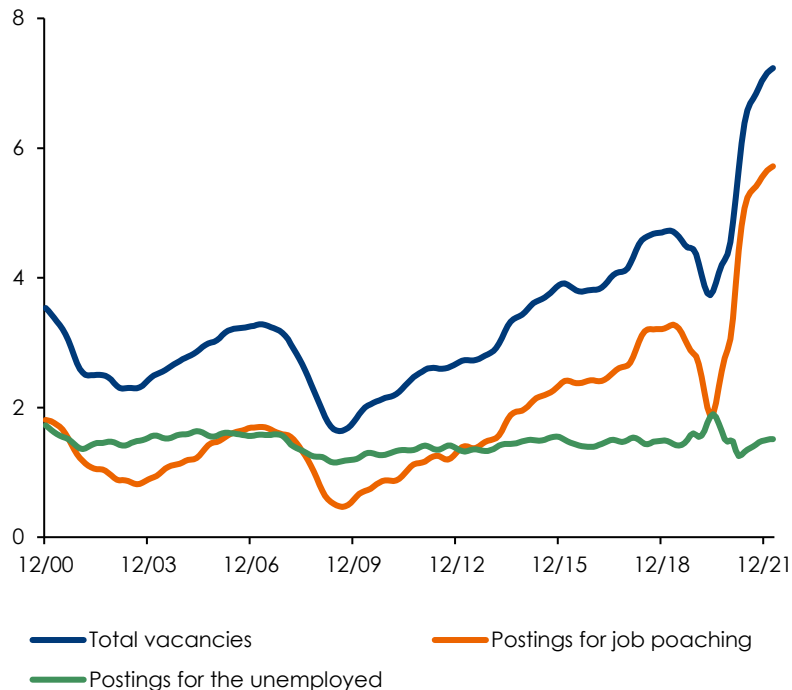
Fonte: Dallas Fed

- La relazione fra posizioni aperte e disoccupazione è cruciale per prevedere il costo della restrizione monetaria.
- Possibili motivi dello spostamento verso l'alto della curva nel 2019-22:
 - cambiamento tecnologico: fino al 2011, il 42% delle assunzioni avveniva senza un «job posting»;
 - la maggior parte dei posting viene soddisfatto assumendo personale già impiegato altrove («poaching») e non riducendo i disoccupati.

Quale curva di Beveridge?/2

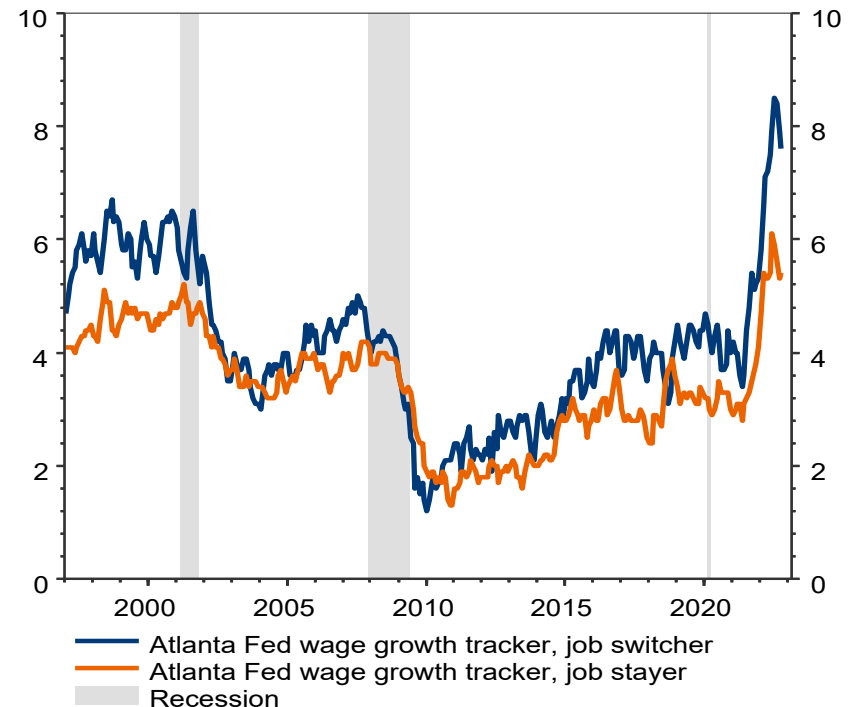
La maggior parte del rialzo anomalo delle posizioni aperte è dovuto al boom di posizioni coperte da individui già occupati. I «job switchers» sono una minoranza, ma spingono verso l'alto la dinamica salariale aggregata. In un modello duale delle posizioni aperte, un ampio calo dei posting avrebbe effetti modesti sulla disoccupazione.

Modello duale delle posizioni aperte: il rialzo recente è concentrato in posizioni che non vengono coperte dai disoccupati correnti



Fonte: Dallas Fed

La dinamica salariale di chi cambia lavoro è molto più rapida di quella degli individui che non cambiano occupazione

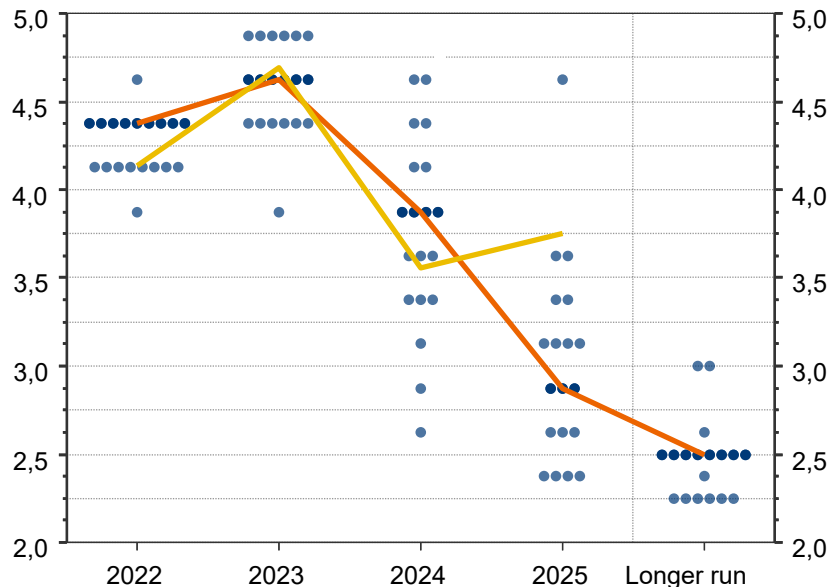


Fonte: Atlanta Fed

Fed: avanti verso il 5%, ma il picco non è lontano

Verbali di novembre: probabile rallentamento del ritmo dei rialzi e spostamento verso l'alto del grafico a punti a dicembre. Prevediamo +50pb a dicembre (fed funds a 4,5%), due rialzi da 25pb nel 1° trimestre (punto di arrivo a 5%, rischi verso l'alto), e una svolta fra fine 2023 e inizio 2024.

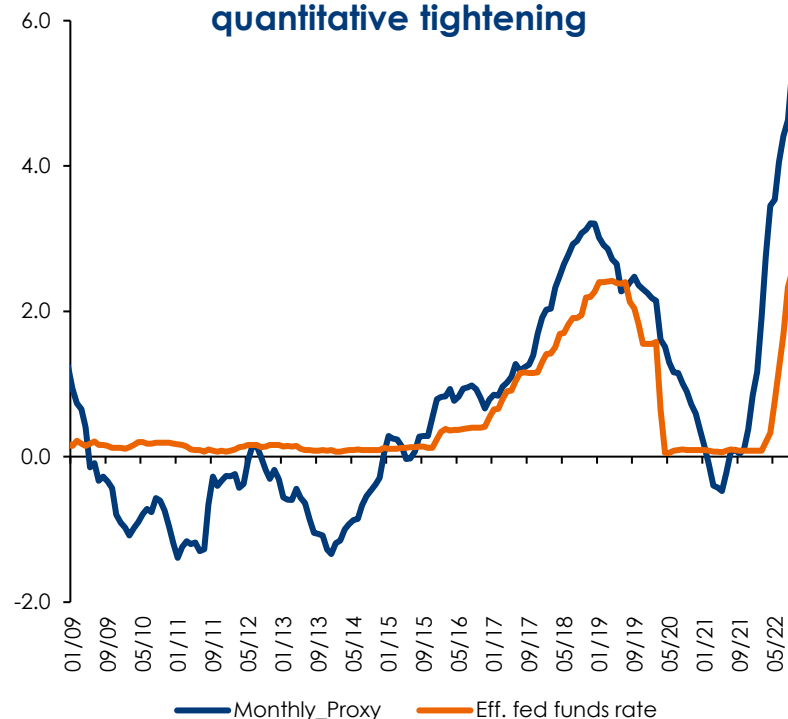
Atteso un nuovo spostamento verso l'alto del grafico a punti, con un picco fra 5 e 5,25%



- FOMC participants' fed funds target rate, Sep. 2022
- Median, Sep. 2022
- Fed Funds Futures 28/11/2022

Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

Il tasso sui fed funds sottostima la restrizione effettiva, che include anche gli effetti della forward guidance e del quantitative tightening



Nota: proxy rate: tasso sui fed funds che incorpora gli effetti della forward guidance e della politica del bilancio.

Fonte: Federal Reserve Board, Federal Reserve Bank of San Francisco

Importanti comunicazioni

Certificazione degli analisti

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 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.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 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.

A cura di:

Giovana Mossetti, Direzione Studi e Ricerche, Intesa Sanpaolo