

Macro Rapid Response

FOMC: rialzi più lenti, punto di arrivo più alto

"it's now not so important how fast we go (...) more important is the peak and how long to remain restrictive" (J. Powell, 14.12.2022)

La **riunione del FOMC** si è conclusa in linea con le attese: il tasso sui fed funds è stato alzato di 50 pb a 4,5% e il grafico a punti si è mosso verso l'alto, con un punto di arrivo per i tassi a 5,25% nel 2023. Il comunicato stampa è praticamente invariato rispetto a novembre, sia in termini di valutazione delle condizioni attuali sia in termini di scenario, e mantiene la previsione di ulteriori rialzi dei tassi. La comunicazione nel complesso ha mantenuto **un'intonazione hawkish, mirata a controbilanciare il messaggio implicitamente dovish associato al rallentamento del ritmo dei rialzi**. Pur riconoscendo i progressi compiuti recentemente sul fronte dell'inflazione, Powell ha ribadito che "c'è ancora lavoro da fare" e che non si possono escludere ulteriori aumenti dei tassi al di là di quanto già incluso nelle nuove proiezioni.

■ **Proiezioni macroeconomiche hawkish.** Lo scenario previsivo è stato modificato su diverse dimensioni (v. tabella pag. seguente), con implicazioni complessivamente hawkish. La **crescita** è rivista verso il basso in misura significativa nel 2023, con una revisione a 0,5% a/a a fine anno, da 1,2% a/a, e in modo marginale per il 2024 (a 1,6% da 1,7%), con il dato previsto per il 2024 invariato a 1,8%, sul livello del potenziale. Il **tasso di disoccupazione** è più alto di 2 decimi su tutto l'orizzonte previsivo, 4,6% nel 2023 e 2024, 4,5% nel 2025.

L'**inflazione** attesa è più elevata che nelle previsioni di settembre. Il deflatore core resta persistentemente sopra l'obiettivo del 2%, con un sentiero che va da 4,8% nel 2022, a 3,5% nel 2023, a 2,5% nel 2024 e arriva a 2,1% nel 2025. Un tasso di inflazione sempre al di sopra dell'obiettivo implica **tassi più elevati fino al 2025**, con un picco a 5,25% nel 2023, 4,25% nel 2024 e 3,1% nel 2025. 17 partecipanti su 19 prevedono un picco dei tassi uguale o maggiore del 5%, mentre nessuno prevedeva tassi al 5% a settembre. La distribuzione dei punti, molto concentrata nel 2023, rivela anche che 7 partecipanti vedono il punto di arrivo sopra la mediana. La mediana è più elevata nel 2023 (+50 pb), ma lo è anche quella per i due anni successivi (+25 pb in ciascun anno). In sostanza, il FOMC vuole comunicare che il rallentamento del ritmo dei rialzi non va letto come un segnale dovish. Anzi, **la restrizione** ancora da attuare sarà modulata più gradualmente ma **sarà maggiore** di quanto era stato segnalato a settembre.

■ **Conferenza stampa hawkish.** Nella conferenza stampa, Powell ha ribadito che, nonostante i progressi recenti sull'inflazione, è necessaria "evidenza significativamente maggiore per essere convinti che l'inflazione sia su un sentiero duraturo verso il basso". Pertanto, la Fed ha ancora "lavoro da fare" e "manterrà la rotta fino a quando il lavoro sarà finito", come affermato nel comunicato secondo cui saranno appropriati "ulteriori rialzi". Powell ha riconosciuto che gli ultimi due dati di inflazione hanno mostrato un "benvenuto" rallentamento, ma ha sottolineato che i rischi verso l'alto per i prezzi sono ancora ampi, e collegati allo squilibrio del mercato del lavoro e a una dinamica salariale incompatibile con l'inflazione al 2%.

Powell ha ripetuto l'analisi presentata nel suo discorso a Brookings qualche settimana fa, che divide l'**inflazione core in tre "blocchi"**. I beni core hanno già svoltato e sono su un sentiero verso il basso; i servizi abitativi sono ancora in forte rialzo, ma affitti, tassi sui mutui e prezzi delle case puntano a una svolta in arrivo. Invece, i servizi ex-abitazione non danno segnali di rallentamento e sono legati direttamente all'eccesso di domanda di lavoro. Su questo fronte, Powell ha manifestato grande incertezza e indicato che la Fed deve attuare "passi decisi" per generare un "periodo duraturo di crescita sotto il potenziale" e di indebolimento del mercato del lavoro. La **dinamica salariale e la domanda di lavoro** saranno gli osservati speciali dei prossimi mesi.

15 dicembre 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

Discutendo il sentiero futuro dei tassi, Powell ha affermato che le decisioni verranno prese “riunione per riunione”, e che **la velocità dei rialzi non è più cruciale**: i veri temi sono il **punto di arrivo e la durata della pausa su livelli restrittivi**. A una domanda relativa alle condizioni finanziarie di mercato, ultimamente meno restrittive per via di rialzi del mercato azionario e riduzioni dei rendimenti, Powell ha risposto che mediamente è necessaria maggiore restrizione, anche se nel breve termine le condizioni finanziarie sono volatili. A nostro avviso, una risposta dei mercati tale da allentare ulteriormente le condizioni finanziarie potrebbe rivelarsi controproducente.

In conclusione, a nostro avviso, il messaggio molto hawkish del FOMC è mirato a convincere i mercati dell’impegno a riportare l’inflazione al 2% e a segnalare “umiltà” di fronte a un’inflazione ostinatamente più elevata delle attese (persistentemente sbagliate). In ogni caso, il passaggio a una fase in cui la velocità dei rialzi non è più centrale, dopo un periodo di rialzi super-concentrati, apre la strada a **rialzi da 25 pb nel 2023**.

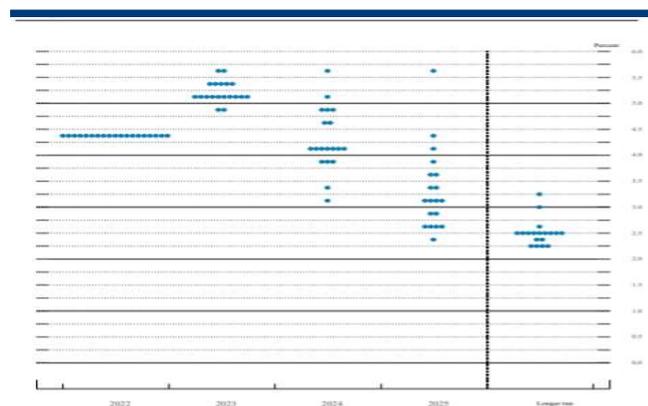
Manteniamo la previsione di aumenti di 25 pb ciascuno a febbraio e marzo, per arrivare al 5% alla fine del 1° trimestre. La vera incertezza è, come ha detto Powell, sul punto di arrivo e sui tempi della svolta. Per ora **manteniamo anche la previsione di un picco dei tassi a 5% a marzo**, sulla base di un’aspettativa di allentamento delle pressioni sul mercato del lavoro e di netto indebolimento dei consumi nel 1° trimestre. I rischi restano però ampiamente verso l’alto, soprattutto in caso di ulteriore, prematuro allentamento delle condizioni finanziarie di mercato.

Tab. 1 – Proiezioni macroeconomiche dei presidenti delle Federal Reserve Banks regionali e dei presidenti del Board

Variable	Median				Longer run
	2022	2023	2024	2025	
Real GDP	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
Sept. projection	0.2	1.7	1.8	1.8	1.8
Unemployment rate	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0
Sept. projection	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
PCE inflation	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0
Sept. projection	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
Core PCE inflation	4.8	3.5	2.5	2.1	
Sept. projection	4.5	3.1	2.3	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5
Sept. projection	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5

Fonte: Federal Reserve Board, dicembre 2022

Fig. 11 – Nuovo rialzo per il grafico a punti



Fonte: Federal Reserve Board

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

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)
Lorenzo Biagioli
Aniello Dell'Anno
Giovanna Mossetti
Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com