

## Macro Rapid Response

### FOMC: l'opzione per un altro rialzo resta sul tavolo (per ora)

27 luglio 2023

Il **FOMC** come atteso ha deciso un rialzo da 25pb del tasso sui fed funds, mantenendo per ora l'opzione per un ultimo rialzo in questo ciclo restrittivo (che però a nostro avviso è tutt'altro che scontato).

Direzione Studi e Ricerche

- Come ampiamente atteso, la riunione del FOMC si è conclusa con un **rialzo dei tassi sui fed funds di 25pb, a 5,25-5,50%** (si tratta di un massimo da 22 anni). La decisione è stata presa all'unanimità.
- Il **comunicato** è pressoché identico a quello rilasciato il mese scorso: la banca centrale mantiene un orientamento restrittivo, affermando che nelle prossime riunioni verrà presa in considerazione "l'entità di un ulteriore inasprimento di *policy* che potrebbe essere appropriata per riportare l'inflazione al 2% nel tempo". Come il mese scorso, il comunicato elenca gli elementi che verranno presi in considerazione per decidere: effetti cumulati dei passati rialzi, restrizione del credito, sviluppi economici e finanziari. L'unico cambiamento degno di nota rispetto allo *statement* di giugno è che **la crescita economica è ora descritta come "moderata" anziché "modesta"**. Il ritmo di creazione di posti di lavoro negli ultimi mesi è giudicato "robusto" e l'inflazione è rimasta "elevata". Il sistema bancario per la Fed resta "solido e resistente", anche se la restrizione delle condizioni creditizie potrebbe pesare sull'attività economica, sulle assunzioni e sull'inflazione (l'entità di questi effetti rimane incerta). Soprattutto, il Comitato rimane molto attento ai rischi di inflazione. Insomma, il tono del comunicato ha mantenuto l'orientamento restrittivo del mese scorso.
- Nella **conferenza stampa**, Powell ha tuttavia riconosciuto che, mentre l'edilizia abitativa ha registrato una lieve ripresa, la crescita dei consumi e degli investimenti fissi è rallentata. I toni sulla crescita sono in ogni caso più ottimisti: lo staff della Fed non prevede più una recessione, ma solo un "notevole" rallentamento nei prossimi mesi. Powell ha riconosciuto che i dati sull'inflazione di giugno sono stati migliori del previsto, ma ha sottolineato come si tratti di un solo indicatore e di "dati di un solo mese", che necessitano dunque di una conferma nei rapporti in uscita nelle prossime settimane. Per quanto la Fed non ritenga che i salari siano stati un'importante causa di inflazione nell'ultimo anno, essi saranno un elemento cruciale da monitorare in chiave prospettica per assicurare il ritorno alla stabilità dei prezzi.
- Nella **sessione di Q&A**, Powell si è rifiutato di esprimere un'opinione in merito alla possibilità di un ultimo rialzo dei tassi a settembre, ripetendo che la decisione sarà totalmente dipendente dall'evoluzione dei dati. Il presidente della Fed ha anche respinto l'idea che, passando a un ritmo di inasprimento più graduale, la banca centrale stia ora adottando un programma di rialzo "ogni due riunioni", il che implicherebbe un ultimo rialzo all'inizio di novembre. Powell ha ammesso che il FOMC ritiene che la politica monetaria sia restrittiva e stia pertanto esercitando pressioni verso il basso sull'attività economica e sull'inflazione, ma ha precisato che, se le condizioni finanziarie complessive dovessero allentarsi, la Fed dovrebbe *ceteris paribus* fare di più nella lotta contro l'inflazione.
- Nel complesso, il mantenimento di un orientamento restrittivo suggerisce che, nonostante i dati più recenti abbiano segnalato un raffreddamento delle pressioni inflazionistiche (e delle dinamiche occupazionali, almeno secondo l'indagine sulle imprese), **i membri del FOMC mantengono per ora sul tavolo l'opzione di un ultimo rialzo dei tassi di 25 pb** (a 5,50-5,75%), che era inclusa nelle proiezioni di giugno.
- C'è però da tenere presente che **la prossima riunione del FOMC si terrà il 19-20 settembre**: da qui ad allora vi sarà una grande messe di dati da monitorare, tra i quali in particolare due tornate di indicatori mensili sui prezzi al consumo e sull'occupazione. Riteniamo che questi dati potranno evidenziare il prosieguo di una **tendenza (in atto ormai da alcuni mesi) di**

Macroeconomic Research

Paolo Mameli  
Economista

**rallentamento dell'inflazione core**, in un contesto in cui anche il ritmo di creazione di nuovi posti di lavoro si va facendo via via meno vivace. Infatti, nei prossimi mesi, il rientro dei prezzi delle auto usate dovrebbe far sì che diventino più evidenti gli effetti sui prezzi dei beni core della normalizzazione delle catene produttive, mentre la svolta in corso nel settore abitativo dovrebbe causare un rallentamento del ritmo tuttora elevato di crescita dei listini nei servizi core.

- In sintesi, nonostante l'orientamento restrittivo mantenuto dal FOMC, riteniamo che un **ulteriore rialzo del tasso sui fed funds dopo quello di ieri sia tutt'altro che scontato, e anzi gli attribuiamo una probabilità inferiore al 50%**. Tale eventualità potrebbe materializzarsi solo se i dati dei prossimi due mesi evidenziassero una riaccelerazione delle pressioni sui prezzi core e/o della crescita occupazionale (non si tratta del nostro scenario centrale). Al momento, il mercato attribuisce a un nuovo rialzo dei tassi entro novembre una probabilità pari a poco più del 40% (in rialzo rispetto alle aspettative pre-FOMC).
- **Manteniamo la previsione di un primo taglio all'inizio del 2024, con tassi al 4,5% alla fine dell'anno** (una discesa più rapida di quanto prevedeva la Fed a giugno), in un quadro di rallentamento della crescita del PIL, delle dinamiche occupazionali e salariali, e delle pressioni inflazionistiche core.

## 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

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

[luca.mezzomo@intesasanpaolo.com](mailto:luca.mezzomo@intesasanpaolo.com)

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

[paolo.mameli@intesasanpaolo.com](mailto:paolo.mameli@intesasanpaolo.com)

Aniello Dell'Anno

[aniello.dellanno@intesasanpaolo.com](mailto:aniello.dellanno@intesasanpaolo.com)

Andrea Volpi

[andrea.volpi@intesasanpaolo.com](mailto:andrea.volpi@intesasanpaolo.com)

Simone Zava

[simone.zava@intesasanpaolo.com](mailto:simone.zava@intesasanpaolo.com)