

Macro Rapid Response

FOMC in pausa, per quanto ancora?

La riunione del FOMC si è conclusa con tassi fermi per la terza seduta consecutiva a 5,25%-5,50%. La revisione al ribasso delle stime di inflazione giustifica lo spostamento in direzione *dovish* del grafico a punti, con tassi più bassi di mezzo punto per fine 2024, e di tre decimi per il 2025, rispetto alle attese di settembre. La mediana delle indicazioni dei membri del FOMC per i fed funds vede ora 75pb di tagli nel 2024 e 100pb nel corso del 2025. Tuttavia, il *wording* di Powell non è stato pienamente *dovish*, e non pare coerente con l'inizio di un ciclo espansivo già entro marzo come scontano i mercati.

- Come ampiamente atteso, **la riunione del FOMC si è conclusa con il target sul tasso sui fed funds fermo per la terza seduta consecutiva** a 5,25-5,50% (la decisione è stata presa all'unanimità).
- Le uniche variazioni nel comunicato rispetto al 1° novembre sono le seguenti: si riconosce che **l'attività economica è rallentata** rispetto al ritmo sostenuto del terzo trimestre, e per la prima volta, si ammette che **l'inflazione**, pur rimanendo elevata (come indicato nello *statement* di novembre), **è diminuita nell'ultimo anno**. Non ci sono variazioni nelle valutazioni sul ritmo di creazione di posti di lavoro, che è giudicato "in moderazione" (pur rimanendo "forte") e sul tasso di disoccupazione, che resta basso.
- Nella conferenza stampa, Powell ha affermato che **gli indicatori più recenti segnalano un raffreddamento della crescita nei mesi autunnali**, evidenziando in particolare che la salita dei tassi sta frenando sia il settore residenziale che gli investimenti delle imprese. **Sul mercato del lavoro continua a prevalere un eccesso di domanda, ma il processo di ribilanciamento sta continuando, per effetto sia di una domanda meno vivace che di un aumento dell'offerta** (grazie alla risalita del tasso di partecipazione, in particolare per la classe d'età 25-54 anni, nonché al ritorno dell'immigrazione ai livelli pre-pandemici); di conseguenza, la crescita salariale sta mostrando segnali, pur lenti, di rallentamento. Secondo Powell, sinora l'evoluzione dello scenario è stata "virtuosa" in quanto la moderazione dell'inflazione è avvenuta senza un aumento significativo della disoccupazione; tuttavia, **la strada per raggiungere l'obiettivo di stabilità dei prezzi resta lunga e incerta**.
- **Nella sessione di Q&A**, Powell ha ribadito che **i progressi sul fronte inflazione** (soprattutto negli ultimi tre mesi) **sono stati molto positivi ma non sufficienti ad escludere ancora del tutto la possibilità di un rialzo dei tassi in futuro**. Questa eventualità, tuttavia, rispetto alle precedenti sedute, non rientra più nello scenario di base della banca centrale, e tali dichiarazioni appaiono più che altro mirate a moderare le attese di mercato di un taglio dei tassi ravvicinato. Le decisioni continueranno ad essere prese riunione per riunione (la Fed continuerà a procedere con cautela) e il periodo di mantenimento dei tassi in territorio restrittivo dipenderà dall'insieme dei dati in arrivo, dall'evoluzione del quadro economico e dalla valutazione dei diversi rischi. D'altro canto, la Fed vuole evitare di attendere troppo per agire e arrecare danni indesiderati all'economia: le indicazioni del mercato del lavoro e dell'inflazione portano maggiori argomenti, per il momento, a favore del tanto auspicato "soft landing". Più volte Powell ha sottolineato il ruolo dell'offerta sia nella robustezza del mercato del lavoro che nella rigidità dell'inflazione: in pratica, **la sola normalizzazione dell'offerta, anche se la domanda resta sostenuta, implicherebbe una politica monetaria meno restrittiva**.
- L'aggiornamento delle previsioni macroeconomiche (*Summary of Economic Projections*) ha mostrato come atteso una **revisione al rialzo delle stime di crescita per fine 2023** (a 2,6% dall'2,1% a/a di settembre) e una conseguente marginale **limatura al ribasso per la fine del 2024** (a 1,4% da un precedente 1,5%). Le variazioni più consistenti hanno riguardato il **deflatore dei consumi core, che è stato rivisto al ribasso di mezzo punto per quest'anno** (a 3,2%), **di due decimi nel 2024** (a 2,4%) e **di un decimo nel 2025** (a 2,2%). **Non si sono registrate,**

14 dicembre 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

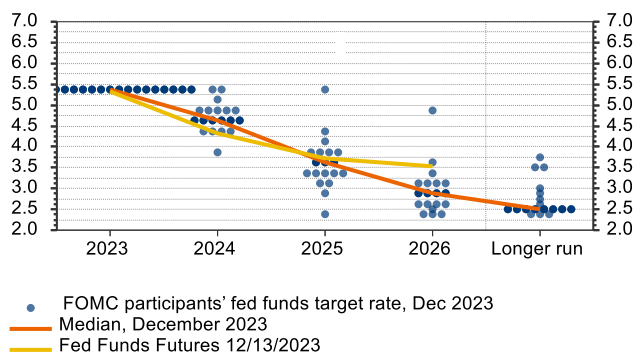
Simone Zava
Economista

Paolo Mameli
Economista

invece, correzioni sul tasso di disoccupazione, visto in moderata salita al 4,1% sia a fine 2024 che a fine 2025 come nelle precedenti proiezioni (da 3,8% a fine 2023).

- Il grafico a punti mostra un tasso obiettivo sui fed funds al 5,4% nel 2023 (due decimi inferiore a quanto previsto a settembre, quando la mediana dei membri del FOMC vedeva un ultimo rialzo dei tassi entro fine anno) ed evidenzia una **revisione al ribasso di ben mezzo punto rispetto al livello atteso tre mesi fa per il 2024**, al 4,6% (corrispondente a 75pb di tagli nell'anno). **Le proiezioni sui tassi sono state riviste al ribasso anche per il 2025** (da 3,9% a 3,6%, un livello corrispondente a 100pb di tagli nel corso dell'anno), mentre sono rimaste invariate al 2,9% per il 2026 e al 2,5% nel lungo termine.
- In sintesi: lo spostamento verso il basso del grafico a punti pare in qualche modo più accentuato di quanto non giustificato dalla revisione al ribasso (moderata) delle previsioni di inflazione. Tuttavia, **il wording di Powell non è stato univocamente dovish**, avendo egli sottolineato più volte come la strada verso il ritorno all'obiettivo della stabilità dei prezzi sia lunga e non priva di ostacoli.
- **Le nostre previsioni macroeconomiche, rispetto a quelle della Fed, vedono un calo più lento dell'inflazione core** (stimiamo un CPI core al 2,6% a fine 2024 e sotto il 2% solo nella seconda metà del 2025), in un contesto di disoccupazione solo lievemente più elevata e di crescita marginalmente più bassa a fine 2024 ma più sostenuta nel 2025. Di conseguenza, **manteniamo la nostra previsione di due tagli dei tassi Fed nel 2024, con un probabile inizio del ciclo espansivo a settembre** (livello a fine anno: 4,75-5,00%): riteniamo infatti che la riduzione dei tassi sarà inizialmente attuata con gradualità, più lentamente di quanto oggi i mercati stanno scontando, accelerando successivamente quando il conseguimento dell'obiettivo di inflazione potrà considerarsi certo. **Per il 2025, vediamo 100pb di tagli come implicito nel grafico a punti di dicembre** (livello a fine anno: 3,75-4,00%). Ad oggi però i rischi su tale profilo previsivo appaiono verso il basso.

Il grafico a punti si sposta verso il basso per il 2024-25, con una minore dispersione rispetto a settembre



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

Proiezioni del FOMC: la revisione al ribasso sull'inflazione giustifica maggiori tagli dei tassi nel 2024-25

Variabile	Mediana			
	2023	2024	2025	Più lungo termine
PIL reale	2.6	1.4	1.8	1.8
Proiezione sett.	2.1	1.5	1.8	1.8
Tasso disoccup.	3.8	4.1	4.1	4.1
Proiezione sett.	3.8	4.1	4.1	4.0
Deflatore consumi	2.8	2.4	2.1	2.0
Proiezione sett.	3.3	2.5	2.2	2.0
Deflatore core	3.2	2.4	2.2	
Proiezione sett.	3.7	2.6	2.3	
Proiezione sentiero appropriato dei tassi				
Tasso federal funds	5.4	4.6	3.6	2.5
Proiezione sett.	5.6	5.1	3.9	2.5

Nota: proiezioni dei membri del Board della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, dicembre 2023. 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., 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

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Aniello Dell'Anno

Andrea Volpi

Simone Zava

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

aniello.dellanno@intesasanpaolo.com

andrea.volpi@intesasanpaolo.com

simone.zava@intesasanpaolo.com