

Macro Rapid Response

FOMC: nessuna fretta di tagliare i tassi

Il FOMC come atteso ha mantenuto i tassi fermi al 5,25%-5,50%. La novità è l'abbandono del *tightening bias*. Lo scenario di base della Fed è quello di un taglio dei tassi nel corso di quest'anno, ma Powell ha dichiarato che non ritiene probabile che già entro il FOMC di marzo il Comitato acquisisca sufficiente fiducia che la strada verso il raggiungimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi sia stabilmente avviata. La decisione sul QT è rimandata a marzo. Manteniamo l'idea che le attese di mercato sui tagli dei tassi Fed restino troppo aggressive, anche se il gap rispetto alle nostre attese si è ridotto: vediamo ora una prima mossa a giugno e tagli cumulati per 75/100pb nel corso del 2024.

- Come atteso, **la riunione del FOMC si è conclusa con il target sul tasso sui fed funds fermo a 5,25% 5,50%**. La decisione è stata presa all'unanimità.
- **Il comunicato riporta una valutazione più positiva sull'attività economica**, giudicata in espansione ad un ritmo "sostenuto" (mentre era vista in rallentamento nello *statement* precedente), confermando invece i giudizi sul tasso di disoccupazione (che è rimasto su livelli bassi) e sull'inflazione (che è in moderazione ma rimane elevata).
- La novità principale del comunicato è l'**eliminazione della frase che faceva riferimento a un "ulteriore irrigidimento"** della politica monetaria: il FOMC ritiene ora che i rischi per il raggiungimento dei suoi obiettivi di occupazione e inflazione "si stiano riequilibrando". In sostanza, **è stato eliminato il *tightening bias*** (Powell ha precisato nella sessione di Q&A che "quasi ogni membro" del comitato ritiene appropriato che la prossima mossa sui tassi sia al ribasso). D'altro canto, nello *statement* viene precisato che il Comitato rimane "molto attento" ai rischi di inflazione, e che **il FOMC non si aspetta di ridurre i tassi sino a quando non avrà acquisito "maggiore fiducia" nel fatto che l'inflazione si stia muovendo in modo sostenibile verso il 2%**. È stata anche rimossa la frase che faceva riferimento, tra gli elementi da considerare per determinare l'orientamento di politica monetaria, anche agli effetti dei passati rialzi dei tassi.
- Nella conferenza stampa Powell ha affermato che, se l'economia si evolve come previsto, **sarà probabilmente opportuno iniziare a rendere meno restrittiva la politica monetaria "a un certo punto" nel corso di quest'anno**; tuttavia, ha anche ricordato come l'inflazione abbia spesso sorpreso al rialzo negli ultimi anni, e che **la Fed è pronta a mantenere l'attuale livello dei tassi per un periodo più lungo, se appropriato**. È stato ribadito in ogni caso un **approccio "riunione per riunione"**.
- Durante la sessione di Q&A, **Powell ha ridimensionato drasticamente le aspettative di un taglio dei tassi nella prossima riunione** (in calendario il 19-20 marzo): con toni insolitamente espliciti, ha dichiarato di non ritenere probabile che la "maggiore fiducia" nel fatto che l'inflazione si stia muovendo in modo sostenibile verso il 2% venga raggiunta già entro la riunione del FOMC di marzo, precisando che un taglio a marzo non è nello scenario di base attuale (anche se non può essere escluso del tutto).
- Powell ha aggiunto che per raggiungere tale soglia di "maggiore fiducia" la Fed non necessariamente ha bisogno di vedere "dati migliori" sull'inflazione, ma **è sufficiente una sequenza più protratta nel tempo di "dati buoni"** (soprattutto con riferimento ai prezzi nei servizi). Inoltre, il governatore ha lasciato intendere che **per innescare l'avvio del ciclo espansivo di politica monetaria non siano necessari dati molto deboli sul mercato del lavoro o sull'economia reale**; probabilmente, sarebbe sufficiente vedere un proseguimento del trend di calo dell'inflazione (soprattutto con riferimento al deflatore dei consumi core) visto nella seconda metà del 2023 ancora per qualche mese. Powell ha precisato che **la Fed si attende che il contributo alla disinflazione dai beni si riduca, e che pertanto occorra un maggior apporto dai servizi, e in particolare dai servizi abitativi** (aggiungendo che lo

1 febbraio 2024

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Paolo Mameli
Economista

scenario di base del FOMC è che il calo dei prezzi degli affitti di mercato si rifletta con ritardo sui dati di inflazione, l'incertezza è sulla tempistica e sull'entità di questa trasmissione). In ogni caso, **è possibile che la maggiore produttività contribuisca a spiegare la moderazione dell'inflazione pur in un contesto di crescita forte.**

- Riguardo al *Quantitative Tightening*, Powell ha dichiarato che **il comitato ha iniziato a discutere su quando iniziare a rallentare il ritmo di riduzione del bilancio in questa riunione, ma un dibattito più approfondito è rimandato a marzo.** In ogni caso, Powell ha confermato che è possibile che la Fed possa decidere di abbassare i tassi e al tempo stesso continuare a ridurre il bilancio, visto che si tratta di due canali differenti; in entrambi i casi, si tratta di percorrere una strada verso la "normalizzazione", anche se evidentemente i tagli dei tassi hanno implicazioni espansive e la riduzione del bilancio restrittive.
- **Dopo il FOMC, il mercato ha drasticamente ridimensionato le attese di un taglio dei tassi a marzo**, che giudicavamo troppo aggressive, anche se l'entità complessiva dei ribassi attesi nel 2024 non è sostanzialmente cambiata (oltre 140 punti-base). Riteniamo che tuttora le aspettative di mercato sui tagli Fed rimangano troppo *dovish*, anche se il gap rispetto alle nostre attese si è ridotto. **Vediamo ora un primo taglio a giugno e mosse espansive cumulate per un totale di 75/100 punti-base nel corso di quest'anno.**

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.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)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com