

Focus Stati Uniti

13 settembre 2024

FOMC: atteso un taglio di 25pb, il percorso futuro dipenderà dai dati

Dalla riunione del FOMC del 17-18 settembre ci attendiamo un primo taglio dei tassi da 25 punti base. Il futuro percorso dei tassi di interesse sarà strettamente dipendente dai dati. Ci aspettiamo che le nuove proiezioni della Fed includano soprattutto una revisione al rialzo delle previsioni sul tasso di disoccupazione, mentre le proiezioni sull'inflazione dovrebbero subire revisioni al ribasso. Di conseguenza, il grafico a punti dovrebbe spostarsi verso il basso, includendo due/tre interventi nel 2024 (anziché solo uno come a giugno); inoltre, la proiezione mediana per il tasso sui fed fund a fine 2025 dovrebbe essere rivista al ribasso, a 3,75-4%. Questi tagli sarebbero all'incirca in linea con le nostre attuali previsioni, e di entità significativamente inferiore rispetto a quelli, assai più aggressivi, che il mercato sta attualmente prezzando.

Research Department

Macroeconomic Research

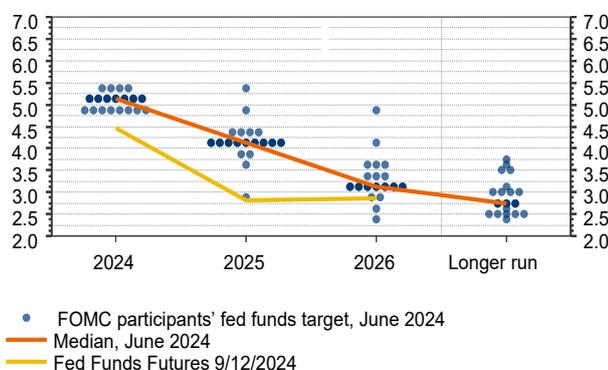
Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Paolo Mameli
Economista

Dalla riunione del FOMC che si concluderà il 18 settembre ci aspettiamo un primo taglio di 25 punti base, che porterebbe il tasso sui fed fund al 5-5,25%. Il comunicato dovrebbe subire alcune revisioni e la conferenza stampa di Powell sarà accomodante rispetto alla riunione di luglio, sulla scia del recente indebolimento del mercato del lavoro e della ripresa del processo disinflazionistico: **Powell dovrebbe segnalare la diminuzione dei rischi di inflazione e le crescenti preoccupazioni per il mercato del lavoro**, chiarendo che il FOMC non ha bisogno di aspettare che l'inflazione torni al 2% prima di tagliare i tassi, soprattutto in un'economia in rallentamento. Il futuro percorso dei tassi di interesse sarà comunque deciso riunione per riunione, e sarà strettamente dipendente dai dati (in particolare, dai numeri su inflazione e occupazione).

Ci aspettiamo che le nuove proiezioni della Fed includano soprattutto una **revisione al rialzo delle stime sul tasso di disoccupazione, mentre le previsioni sull'inflazione dovrebbero subire revisioni al ribasso**; è inoltre possibile (ma non certo) che si veda una moderata revisione al ribasso delle stime di crescita del PIL. Di conseguenza, **il grafico a punti dovrebbe spostarsi verso il basso, includendo due/tre tagli dei tassi nel 2024 invece di uno previsto a giugno; inoltre, la proiezione mediana per fine 2025 dovrebbe essere rivista al ribasso, ma non così tanto come i mercati si aspettano**, al 3,75-4%, rispetto al 4,1% stimato a giugno (Tabella 1).

Fig. 1 – La mediana delle proiezioni sui tassi dovrebbe essere rivista al ribasso rispetto alla riunione di giugno...



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

Tab. 1 - ... soprattutto a causa dell'aumento della disoccupazione e della riduzione dell'inflazione

| Variabile | 2024* | 2025* | 2026* | Lungo periodo |
|--|------------|------------|------------|---------------|
| PIL reale (stime ISP), a/a | 1.6 | 2.1 | 1.8 | 1.6 |
| Consenso Bloomberg | 1.8 | 1.9 | | |
| Proiezione FOMC di giugno | 2.1 | 2.0 | 2.0 | 1.8 |
| Tasso di disoccupazione (stime ISP) | 4.4 | 4.5 | 4.4 | 4.1 |
| Consenso Bloomberg | 4.4 | 4.3 | | |
| Proiezione FOMC di giugno | 4.0 | 4.2 | 4.1 | 4.2 |
| Deflatore PCE (stime ISP), a/a | 2.5 | 2.2 | 2.0 | 2.0 |
| Consenso Bloomberg | 2.5 | 2.1 | | |
| Proiezione FOMC di giugno | 2.6 | 2.3 | 2.0 | 2.0 |
| Deflatore PCE core (stime ISP), a/a | 2.7 | 2.3 | 2.3 | 2.0 |
| Consenso Bloomberg | 2.7 | 2.2 | | |
| Proiezione FOMC di giugno | 2.8 | 2.3 | 2.0 | |
| Proiezione del percorso appropriato dei tassi | | | | |
| Tasso sui fed funds (stime ISP) | 5.0 | 4.0 | 3.3 | 3.0 |
| Proiezione FOMC di giugno | 5.1 | 4.1 | 3.1 | 2.8 |

Nota: proiezioni dei membri del Consiglio della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, giugno 2024 (mediana); (*) 4° trimestre. Fonte: Intesa Sanpaolo, Refinitiv Eikon, Federal Reserve, Bloomberg

Il comunicato potrebbe subire alcune revisioni per riflettere meglio le attuali condizioni economiche. La crescita continuerà probabilmente a essere descritta come **"solida"**, ma il comitato potrebbe invocare il doppio mandato per giustificare l'inizio di un ciclo di allentamento, citando i **"crescenti rischi al ribasso per l'occupazione"**. La descrizione di luglio dell'aumento dei posti di lavoro come **"moderato"** potrebbe essere modificata menzionando un **"rallentamento"** delle dinamiche occupazionali. Il tasso di disoccupazione potrebbe essere ancora descritto come **"in aumento ma ancora basso"**. Per quanto riguarda l'inflazione, l'espressione **"un po' elevata"** utilizzata a luglio potrebbe essere abbandonata, a indicare che la Fed ritiene che le pressioni inflazionistiche si siano significativamente attenuate. Inoltre, il precedente riferimento ad **"alcuni"** progressi sul fronte inflattivo potrebbe essere rivisto in **"ulteriori progressi"** verso l'obiettivo del 2%.

Nonostante i toni più dovish adottati dai membri del FOMC, **nelle ultime settimane le condizioni finanziarie sono rimaste stabili in territorio espansivo** (Fig. 15). **Dall'ultimo FOMC, le aspettative del mercato sui tagli della Fed sono aumentate in modo significativo: gli investitori ora prezzano tagli cumulati per oltre 100 punti base entro la fine dell'anno**, il che implicherebbe una mossa di mezzo punto in una delle tre riunioni rimanenti. Questa opzione non è del tutto esclusa, ma in passato si è fatto ricorso a tagli di tale entità solo in occasione di gravi rallentamenti ciclici o di shock esogeni significativi. Inoltre, **i mercati si aspettano ribassi per oltre 250 punti base entro la fine del 2025.**

Dopo l'ultimo FOMC, la notizia principale è il deterioramento del mercato del lavoro

Le **informazioni economiche rilasciate dopo l'ultima riunione del FOMC** hanno mostrato i seguenti sviluppi:

- **I dati sull'inflazione di agosto hanno mostrato segnali contrastanti: hanno confermato la ripresa del processo disinflazionistico, anche se le pressioni core, in particolare sui servizi abitativi, restano elevate.** Il CPI headline è aumentato di 0,2% m/m, con un tasso di crescita annuo in calo al 2,5%, il livello più basso da aprile 2021, soprattutto a causa dei ribassi dei prezzi energetici. Tuttavia, il CPI core è aumentato di un più significativo 0,3% m/m, con un tasso annuo invariato al 3,2%, trainato principalmente dai servizi abitativi. Anche il PPI core ha sorpreso al rialzo (0,3% m/m). CPI e PPI di agosto sembrano coerenti con una variazione mensile del deflatore PCE core di agosto appena inferiore allo 0,2%, ossia in leggero aumento rispetto allo 0,16% m/m registrato a luglio, per un trend annuo in aumento al 2,7% dal precedente 2,6% a/a (con qualche rischio al ribasso). Ulteriori indicazioni sulla tenuta dell'inflazione di fondo si possono ricavare dai dati della Fed di San Francisco sulle componenti cicliche e a-cicliche del PCE (Fig. 11).
- La notizia principale è un **rallentamento del mercato del lavoro più rapido del previsto.** Dopo i dati molto deboli di luglio, l'employment report di agosto ha nuovamente disatteso le aspettative, con revisioni al ribasso sui due mesi precedenti. Il divario tra l'indagine sulle famiglie e quella sulle imprese si è ridotto (Fig. 7), ma l'indagine sulle famiglie ha offerto un quadro più ottimistico, in quanto il tasso di disoccupazione è sceso al 4,2%, sostenuto da solidi incrementi occupazionali. Ciò potrebbe attenuare le preoccupazioni della Fed, suggerendo che il mercato del lavoro continua a espandersi, anche se a un ritmo più lento, con un riequilibrio che procede come previsto. La crescita dei salari ha subito una nuova accelerazione, con un aumento di 0,4% m/m (da 0,2% a luglio), il che porta la variazione annua a 3,8% da 3,6% precedente. Il rapporto JOLTS di luglio ha mostrato che i posti di lavoro vacanti sono scesi al livello più basso da gennaio 2021, con il rapporto posti vacanti/disoccupati in calo a 1,07 da 1,17, suggerendo un'ulteriore normalizzazione del mercato del lavoro e un potenziale rallentamento dei salari (Fig. 6). Ciò potrebbe essere coerente con una transizione verso un tratto più piatto della curva di Beveridge, lungo il quale il calo dei posti vacanti può far aumentare in misura più significativa la disoccupazione,

anche se le tendenze storiche suggeriscono che tale processo potrebbe essere lento e irregolare (Fig. 8).

■ I dati recenti suggeriscono una **moderata intensificazione dei segnali di rallentamento del ciclo economico, ancora coerente con uno scenario di "atterraggio morbido" e non di imminente recessione**. I dati di agosto hanno continuato a mostrare una divergenza tra l'industria manifatturiera in contrazione e il settore dei servizi ancora in crescita: l'ISM manifatturiero ha registrato un recupero meno pronunciato del previsto, e i nuovi ordini sono scesi ai minimi dal maggio dello scorso anno; al contrario, l'ISM dei servizi è salito ulteriormente in territorio espansivo. Un **quadro ancora solido per i consumi** è emerso dai dati sul reddito e sulla spesa di luglio: entrambi hanno registrato una nuova accelerazione (rispettivamente allo 0,3% e allo 0,5% m/m), mentre il tasso di risparmio è sceso al 2,9%, ai minimi dal luglio 2022 (Fig. 3). Mentre gli extra risparmi post-pandemici sono stati completamente esauriti, l'effetto ricchezza rimane favorevole (Fig. 4 e 5). Ciò è ulteriormente confermato dal PIL del 2° trimestre, che è stato rivisto al rialzo al 3% dal 2,8% (t/t annualizzato), principalmente grazie al rafforzamento dei consumi: anche gli acquisti finali interni sono stati rivisti al rialzo al 2,9% dal 2,6% (Fig. 2).

■ **Il Beige Book della Fed (preparato per la riunione del FOMC del 17-18 settembre) ha rivelato che l'attività economica è stata piatta o in calo in tre quarti dei dodici distretti**, rispetto a poco meno della metà del rapporto di luglio. Il Beige Book ha riportato che l'attività economica è cresciuta leggermente in tre distretti, mentre nove hanno registrato un'attività piatta o in calo. I livelli occupazionali sono rimasti generalmente stabili, con licenziamenti limitati e una modesta crescita dei salari. La spesa dei consumatori è diminuita, con vendite di auto frenate da alti tassi di interesse e prezzi dei veicoli. L'attività manifatturiera è diminuita nella maggior parte dei distretti e l'attività immobiliare residenziale e commerciale ha mostrato andamenti contrastanti. Gli aumenti dei prezzi sono stati modesti, con un'attenuazione delle pressioni sui costi di alcuni fattori produttivi, anche se i costi di trasporto e assicurazione hanno continuato ad aumentare. Le prospettive rimangono per lo più stabili, con possibili lievi cali dell'attività.

Imparare dal passato: spunti di riflessione sui tagli dei tassi e sui cicli di allentamento della Fed

Storicamente, la Fed ha riservato i tagli iniziali di 50 punti base a periodi di severo rallentamento ciclico o di shock esogeni di entità significativa. I tagli di 25 punti base sono stati invece utilizzati in situazioni meno gravi, spesso come misura preventiva o in risposta a sfide economiche più lievi.

Jefferson (Vicepresidente), nel [suo discorso del febbraio 2024](#), ha fornito preziose indicazioni sugli approcci passati della Federal Reserve ai cicli di allentamento della politica monetaria. **La maggior parte di tali cicli sono stati innescati dalle preoccupazioni per il rallentamento della crescita economica, e alcuni di essi sono stati complicati da fattori esogeni**. L'analisi di Jefferson suggerisce che i responsabili delle politiche monetarie debbano rimanere vigili e "flessibili", bilanciando l'obiettivo di contenere l'inflazione con quello di evitare forti aumenti della disoccupazione.

Una recente nota della Fed intitolata [Lessons from Past Monetary Easing Cycles](#) fa ulteriore chiarezza **esaminando le condizioni in cui le banche centrali sono riuscite a ridurre l'inflazione**. La nota rileva che solo una minoranza di cicli di allentamento, i cosiddetti episodi di "**successo sull'inflazione**", ha portato l'inflazione vicino ai livelli obiettivo senza innescare una recessione. Questi episodi hanno comportato un'azione preventiva, il che sottolinea l'importanza di non allentare prematuramente. Gli episodi di "fallimento sull'inflazione", invece, hanno spesso visto tagli prematuri dei tassi che hanno portato a inversioni di politica monetaria.

In breve, la Fed è probabilmente consapevole di dover rimanere cauta e misurata nel suo approccio. Tagli prematuri o troppo aggressivi dei tassi possono portare a una ripresa dell'inflazione con eventuale inversione della politica monetaria e potenziali danni reputazionali.

Una strategia strettamente basata sui dati aiuterà la Fed ad affrontare le incertezze future, come confermato dai verbali del FOMC di luglio, secondo i quali le decisioni di politica monetaria **"dipenderanno dalla totalità dei dati in arrivo piuttosto che da uno in particolare"**.

Il flusso di discorsi dei membri del FOMC è stato significativamente più dovish

Nel suo discorso del 23 agosto al simposio di politica monetaria di Jackson Hole, il presidente della Fed Powell ha segnalato un cambiamento nell'approccio della banca centrale, affermando che **"è giunto il momento di adeguare la politica monetaria"**. Powell ha sottolineato che la Fed è pronta a intraprendere le azioni necessarie per sostenere il mercato del lavoro, riconosciuto una crescente fiducia che l'inflazione si stia muovendo in modo sostenibile verso l'obiettivo: **"i progressi verso il nostro obiettivo del 2% sono ripresi"**.

Powell ha dato maggiore enfasi ai rischi al ribasso sul mercato del lavoro, osservando che "la bilancia dei rischi per i nostri due mandati è cambiata": **"i rischi al rialzo sull'inflazione sono diminuiti e i rischi al ribasso sull'occupazione sono aumentati"**. Il presidente della Fed ha osservato che il mercato del lavoro si è raffreddato in modo significativo, tuttavia la maggior parte di questo aumento è dovuto a un aumento dell'offerta di lavoro anziché a elevati licenziamenti, il che segnala un "ribilanciamento" del mercato; infine, ha osservato che la Fed ha un ampio margine di manovra per rispondere a un ulteriore deterioramento **"indesiderato"**, poiché i tagli dei tassi dipenderanno dalle condizioni dell'inflazione e del mercato del lavoro: **"la direzione di marcia è chiara e i tempi e il ritmo dei tagli dei tassi dipenderanno dai dati in arrivo"**.

Dalla riunione del FOMC di luglio, si è assistito a un ulteriore spostamento verso toni più accomodanti: la maggior parte dei discorsi dei membri del FOMC sono stati dovish o neutrali, con l'unica eccezione della Bowman, che, lo scorso 20 agosto, ha mantenuto un atteggiamento cauto sui tagli dei tassi, citando i rischi di inflazione in corso e una potenziale sovrastima del rallentamento in corso sul mercato del lavoro. Più accomodante è stato il tono usato da Waller nel suo discorso del 6 settembre: ha affermato che **"l'attuale serie di dati non richiede più pazienza, ma azione"**; ha previsto un taglio dei tassi di 25pb come ipotesi di base per la riunione di settembre, ma ha detto di essere aperto a sostenere un taglio più ampio in futuro se il mercato del lavoro continua a deteriorarsi. Waller ha detto di aspettarsi che **"i tagli saranno fatti con attenzione"** e che il FOMC potrà agire **"rapidamente e con forza"** se i dati mostreranno un significativo deterioramento del mercato del lavoro.

D'altro canto, Williams (Fed di New York, 6 settembre) mantiene un posizionamento più neutrale, concentrandosi sui progressi verso gli obiettivi di inflazione. Ha dichiarato che "l'orientamento della politica monetaria può essere spostato verso un'impostazione più neutrale nel corso del tempo". Ha osservato che i dati economici recenti sono **"coerenti con il mercato del lavoro forte che esisteva prima della pandemia"** e che il tasso di disoccupazione **"rimane relativamente basso rispetto agli standard storici"**. Williams ha previsto una crescita del PIL reale "intorno al 2-2,5%" per l'anno in corso, mentre il tasso di disoccupazione dovrebbe raggiungere il 4,25%. Williams ha anche riconosciuto i rischi al ribasso per la crescita, citando i timori di un **"ulteriore indebolimento significativo del mercato del lavoro"** o di un **"forte rallentamento della crescita globale"**. In merito ai rischi per i due lati del duplice mandato della Fed, secondo Williams si è giunti a un punto in cui né l'inflazione né la disoccupazione stanno dominando le preoccupazioni della Fed, consentendo alla banca centrale di concentrarsi equamente su entrambi gli obiettivi.

In breve, il mese di agosto ha segnato un cambiamento cruciale nella posizione della Fed, con molti membri precedentemente hawkish che hanno adottato un tono più neutrale, condividendo il punto di vista di Powell e Waller. Tra questi, Musalem (15 agosto), Collins (22 agosto), Harker (23 agosto) e Goolsbee (23 agosto). Collins, che a luglio era neutrale, ha indicato che "sarebbe appropriato aggiustare la politica se l'inflazione continuasse ad essere bassa" (cfr. Fig. 12). Al contrario, alcune delle voci più hawkish si sono spostate su posizioni più neutrali, come Barkin (8

agosto), Schmid (8 agosto), Daly (26 agosto), Kashkari (19 agosto): quest'ultimo ha **riconosciuto il cambiamento nell'equilibrio dei rischi e la necessità di discutere di tagli dei tassi, ma è rimasto cauto sulla necessità di azione immediata**. Bostic (30 agosto) ha affermato che la Fed è **vicina a essere pronta a tagliare i tassi** e ha messo in guardia dai rischi sia di una eccessiva restrizione che di un allentamento prematuro.

In sintesi, i recenti commenti dei membri della Federal Reserve suggeriscono che il dot plot di settembre per le proiezioni sui tassi d'interesse vedrà **uno spostamento verso il basso rispetto a giugno**. Riteniamo che la composizione del FOMC possa risultare divisa nei seguenti gruppi (Fig. 13):

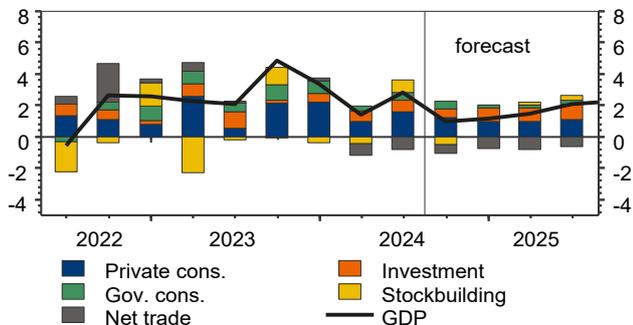
- **Colombe:** 11 membri (erano 8 a giugno), compresi Powell e Waller, potrebbero correggere la proiezione mediana sui tassi a fine 2024 dal 4,87% al 4,625-4,75%.
- **Neutrali:** 5/6 membri (in calo rispetto ai 7 di giugno) potrebbero rivedere le loro proiezioni dal 5,125% al 5%. Questo gruppo potrebbe vedere una migrazione di alcuni membri dal terzo gruppo: in particolare, potrebbero essere Kashkari e Schmid a essersi spostati da posizioni hawkish verso la neutralità.
- **Falchi:** questo gruppo comprendeva in precedenza 4 membri: Bowman, Schmid, Logan e Kashkari. Sulla base dei recenti sviluppi, Bowman potrebbe essere l'unico membro a restare su posizioni hawkish (potrebbe votare per tassi invariati), mentre, come detto, Schmid e Kashkari sembrano essersi spostati verso posizioni più neutrali e Logan non si è espresso di recente. Ci aspettiamo una visione dispersa da parte di questo gruppo, con un tasso mediano compreso tra il 5% e il 5,375%.

A seguito di questi spostamenti, **le proiezioni complessive per il 2024-25 dovrebbero essere riviste al ribasso, con un tasso mediano del 4,625-4,75% per fine 2024 e del 3,75-4% per fine 2025**, il che implica tra due e tre tagli invece di uno previsto a giugno quest'anno, e tra tre e quattro tagli nel 2025 (Fig. 14). **Questi tagli sarebbero all'incirca in linea con le nostre attuali previsioni, e significativamente inferiori ai ribassi più aggressivi che il mercato sta attualmente prezzando.**

Conclusioni

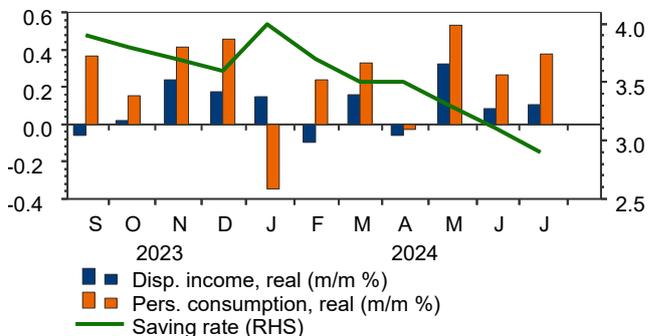
Riteniamo che la Fed avvierà il 18 settembre un graduale allentamento della politica monetaria, che a nostro inizierà con un taglio dei tassi da 25 punti base. Il futuro percorso dei tassi d'interesse **dipenderà dai dati e i successivi tagli dei tassi dipenderanno dalle notizie economiche in arrivo**. Non possiamo escludere che Powell, nella sua conferenza stampa, cerchi di raffreddare le aspettative del mercato di tagli aggressivi dei tassi in futuro.

Fig. 2 – Il rallentamento del PIL già in atto è ancora compatibile con uno scenario di "atterraggio morbido"



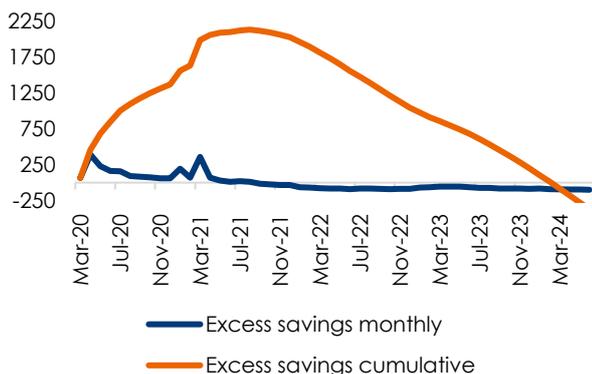
Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – I dati di luglio hanno mostrato una solida crescita sia per il reddito che per la spesa personale (e un ulteriore calo del tasso di risparmio)



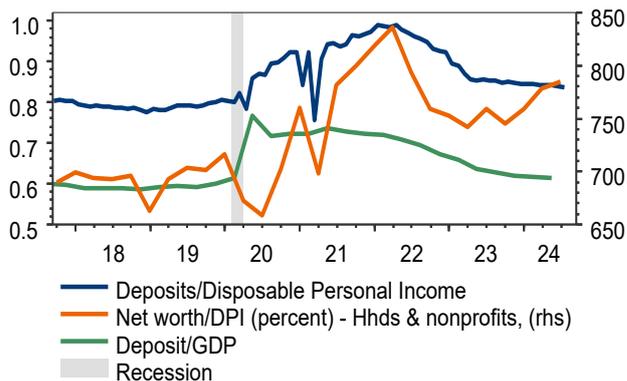
Fonte: BEA

Fig. 4 – Lo stock di extra-risparmi post-pandemici è completamente esaurito...



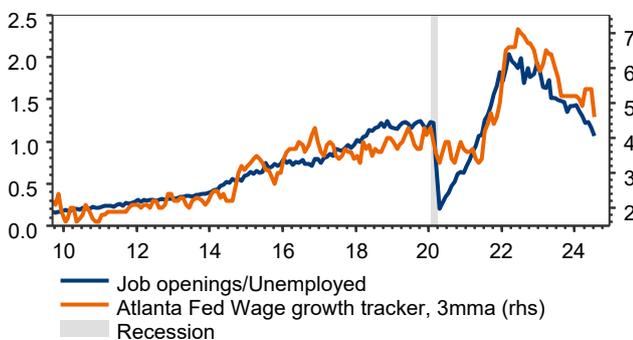
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, Fed S.F. Abdelrahman e Oliveira (2023a, b, c)

Fig. 5 – ...ma la ricchezza e la liquidità delle famiglie restano elevate, e restano di supporto ai consumi



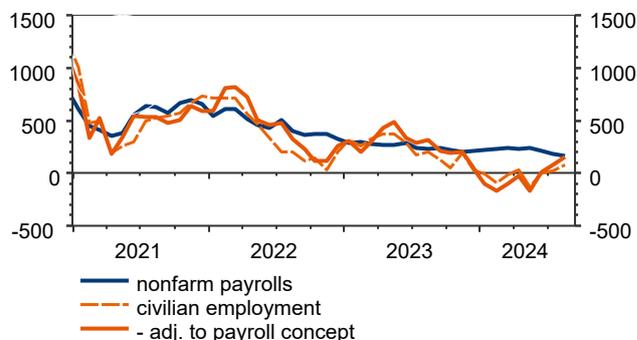
Fonte: Federal Reserve Z1, Bureau Economic Analysis (BEA), Federal Reserve Z1

Fig. 6 – Il rapporto tra posti vacanti e disoccupati è sceso ulteriormente a luglio, il che suggerisce una moderazione prospettica delle pressioni salariali



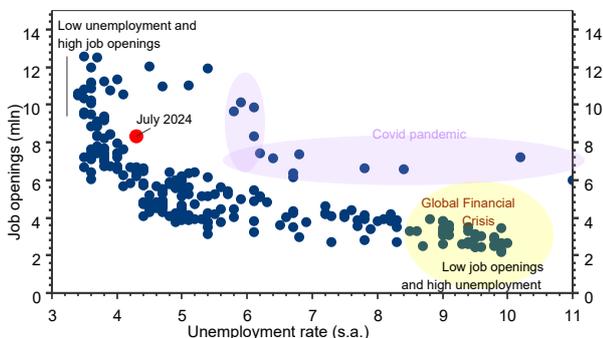
Fonte: Fed di Atlanta, BLS

Fig. 7 – Il divario tra l'indagine sulle famiglie e quella sulle imprese si è sostanzialmente ridotto



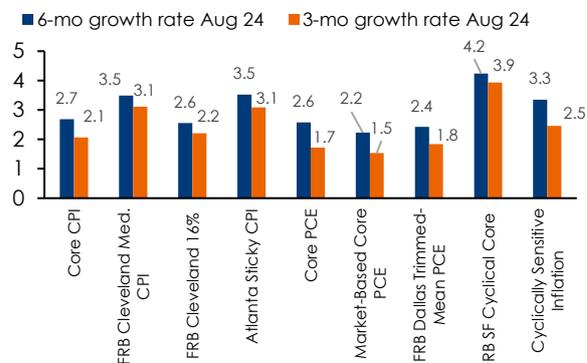
Fonte: BLS, Census USA

Fig. 8 – Potrebbe essere in corso una transizione verso un tratto più piatto della curva di Beveridge



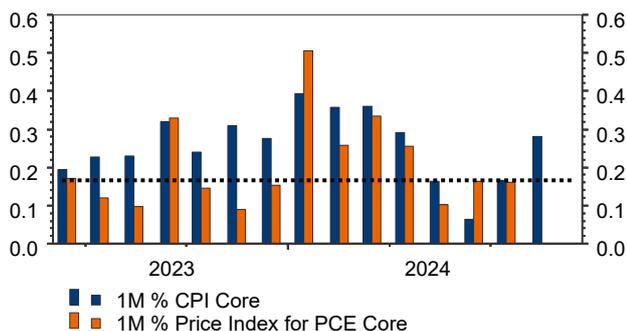
Fonte: BLS

Fig. 9 – Il tasso di crescita dell'inflazione a tre e sei mesi si sta avvicinando all'obiettivo, ma alcune misure mostrano elevata resilienza



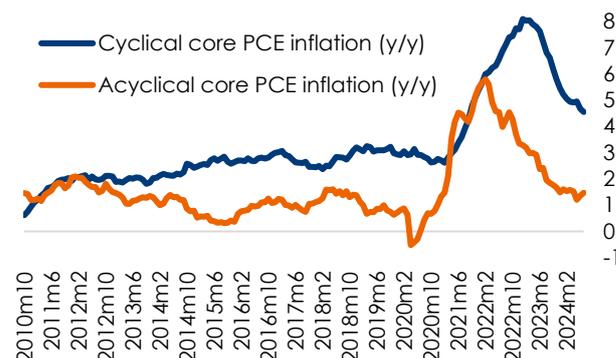
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Atlanta Fed (Inflation dashboard)

Fig. 10 – Il CPI core, dopo essersi allineato all'obiettivo di inflazione da maggio a luglio, è tornato a salire ad agosto



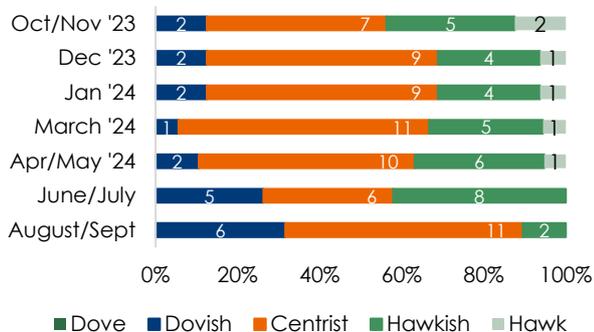
Fonte: BLS, BEA

Fig. 11 – L'aumento del PCE aciclico, in presenza di un rallentamento del PCE ciclico, potrebbe rappresentare un ostacolo per il percorso di allentamento della Fed



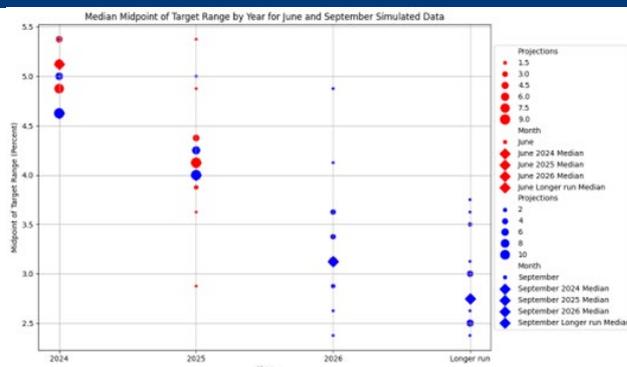
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati SF Fed (dati Core PCE ciclici e aciclici)

Fig. 12 – Il mese di agosto ha rappresentato una svolta per il sentiment dei membri della Fed, con diverse transizioni da posizioni hawkish a neutrali



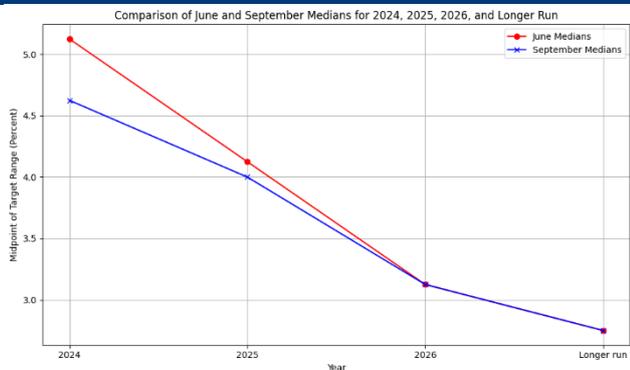
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo sulla base del SEP della Federal Reserve di giugno e della 'sentiment analysis' dei discorsi dei membri della Fed

Fig. 13 – La mediana delle proiezioni dei tassi dovrebbe essere rivista al ribasso rispetto a giugno, sia per il 2024 che per il 2025



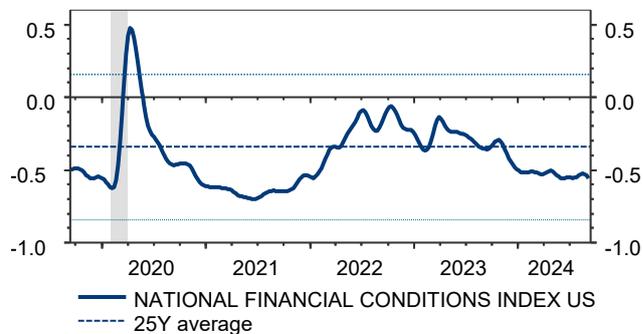
Nota: la simulazione del dot plot di settembre 2024 ipotizza 11 membri al 4,625%, 6 al 5%, 1 al 5,115% e 1 al 5,375%; il 2025 ipotizza 11 membri al 4%, 7 al 4,25% e 1 al 5%. Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo sulla base del SEP di giugno della Federal Reserve e della 'sentiment analysis' dei discorsi dei membri della Fed

Fig. 14 – La mediana delle proiezioni sui tassi dovrebbe scendere rispetto al FOMC di giugno, ma non tanto quanto il mercato si aspetta



Nota: la simulazione del dot plot di settembre 2024 ipotizza 11 membri al 4,625%, 6 al 5%, 1 al 5,115% e 1 al 5,375%. Mentre il 2025 ipotizza 11 membri al 4%, 7 al 4,25% e 1 al 5%. Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo sulla base del SEP di giugno della Federal Reserve e della 'sentiment analysis' dei discorsi dei membri della Fed

Fig. 15 – Le condizioni finanziarie sono rimaste in territorio espansivo, nonostante i toni più dovish adottati dai membri del FOMC



Fonte: Fed di Chicago

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.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

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 da Research Department 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 – in accordo con 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 società del loro 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>.

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 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 Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mamei (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mamei@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com