

Macro Rapid Response

Il FOMC taglia i tassi più del previsto, ma ci aspettiamo mosse di minore entità nei prossimi mesi

19 settembre 2024

Il FOMC di settembre si è concluso con una riduzione del tasso obiettivo sui fed funds di ben 50 punti base, a 4,75-5,00%. La decisione non è stata unanime, in quanto Bowman ha votato per un taglio di soli 25 punti base (è il primo dissenso di un governatore dal 2005). I cambiamenti nel comunicato e nelle nuove proiezioni economiche riflettono una revisione al ribasso delle valutazioni sia sul mercato del lavoro che sull'inflazione, mentre la crescita è ancora considerata resiliente. Riteniamo che la Fed possa passare a tagli più contenuti nelle prossime riunioni: vediamo ora due tagli dei tassi di 25 pb nei meeting di novembre e dicembre, e manteniamo la nostra previsione di tagli complessivi dei tassi di 100 pb il prossimo anno.

Research Department

Macroeconomic Research

- **Il FOMC di settembre si è concluso con una riduzione del tasso obiettivo sui fed funds di ben 50 punti base, a 4,75-5,00%.** La decisione non è stata unanime, in quanto Bowman ha votato per un taglio di soli 25 punti base (è il primo dissenso di un governatore dal 2005).
- Il comunicato del FOMC ha subito notevoli cambiamenti, riflettendo una **revisione al ribasso delle prospettive sia sull'occupazione che sull'inflazione**: secondo la Fed, la creazione di **posti di lavoro** non ha visto una "moderazione" ma un "**rallentamento**", e l'**inflazione "ha compiuto ulteriori progressi"** verso l'obiettivo (nel comunicato di luglio si leggeva che l'inflazione si era "ridotta" nell'ultimo anno), anche se rimane "piuttosto elevata" (come nello *statement* di luglio). La Fed ha aggiunto che "il Comitato ha acquisito **maggiore fiducia** nel fatto che l'inflazione si stia muovendo in modo sostenibile verso il 2%, e ritiene che i rischi per il raggiungimento dei suoi obiettivi di occupazione e inflazione siano **all'incirca bilanciati**" (a luglio, i rischi per il raggiungimento degli obiettivi di occupazione e inflazione "si stavano muovendo verso un migliore equilibrio").
- **Le nuove "Summary of Economic Projections" evidenziano una revisione al rialzo del tasso di disoccupazione per il periodo 2024-2026, e una revisione al ribasso dell'inflazione nel 2024-2025.** Il tasso dei senza-lavoro atteso nel 4° trimestre 2024 è stato rivisto al rialzo di ben +0,4%, raggiungendo il 4,4%, mentre la proiezione per l'ultimo trimestre del 2025 ha registrato un aumento di +0,2%, raggiungendo anch'essa il 4,4%. La stima per fine 2026 è stata corretta al rialzo di +0,2%, al 4,3%; la disoccupazione dovrebbe stabilizzarsi al 4,2% a partire dal 2027 (la proiezione di lungo periodo è rimasta invariata). Le previsioni sull'inflazione sono state riviste al ribasso: il PCE headline di -0,3% (a 2,3%) per il 4° trimestre 2024 e di -0,2% a fine 2025 (a 2,1%), il PCE core di -0,2% al 2,6% quest'anno e di -0,1% nel 2025 (al 2,2%); entrambi gli indici sono poi visti stabilizzarsi al 2% dal 2026. Le previsioni di crescita del PIL sono state limare solo marginalmente (di un decimo), al 2% a/a per il 4° trimestre 2024; la crescita è stata confermata stabile al 2% sull'intero orizzonte 2024-27, e in moderazione all'1,8% nel lungo periodo.
- **La mediana del tasso previsto dai governatori a fine anno si è spostata in modo sostanziale verso il basso, passando da un solo taglio di soli 25 pb previsto a giugno a ribassi complessivi per 100 pb quest'anno** (50 pb di tagli rimanenti entro dicembre, al 4,4%). Il FOMC prevede nuovi ribassi da 100 pb nel 2025, al 3,4%, e ulteriori tagli da 50 pb nel 2026. Al contrario, **il tasso sui fed funds di lungo termine è salito di un decimo al 2,9%**.
- **Il dot plot di settembre rivela un cambiamento significativo nelle aspettative dei partecipanti per il 2024.** Il numero di membri del FOMC che prevedono tagli complessivi per almeno 100 punti base è aumentato: 9 membri prevedono ora che il tasso dei fondi federali raggiunga il 4,375% entro la fine dell'anno, rispetto al 4,875% previsto dalla maggioranza a giugno. Solo 2 partecipanti si aspettano che i tassi rimangano al 4,875%. Rimane un'eccezione che vede i tassi potenzialmente in calo fino al 4,125%. Data questa distribuzione, è evidente che il

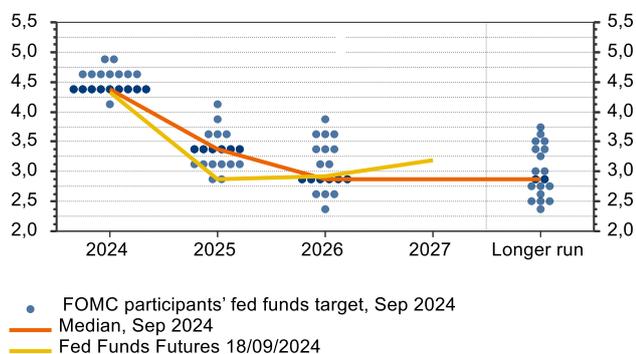
Mario Di Marcantonio
Economista – USA

Paolo Mameli
Economista

comitato si è orientato verso un percorso di riduzione dei tassi più aggressivo, con anche un aumento della dispersione delle stime per l'anno in corso.

- Durante la conferenza stampa, il presidente Powell ha affermato che **l'economia è "nel complesso" rimane forte**, e che l'attività economica continua a crescere "a un ritmo solido" (parte di questa buona performance è ancora dovuta, secondo Powell, al miglioramento delle condizioni di offerta). **Il mercato del lavoro "si è raffreddato** rispetto al suo precedente stato di surriscaldamento" e le condizioni sono ora meno tese rispetto a poco prima della pandemia (il mercato del lavoro "non è una fonte di elevate pressioni inflazionistiche"); inoltre, nella sessione di domande e risposte, Powell ha affermato che il rapporto QCEW suggerisce che i numeri sugli occupati possano essere rivisti al ribasso. Tuttavia, ha aggiunto: "Il mercato del lavoro è forte. Vogliamo che rimanga tale". Inoltre, il governatore ha affermato che parte dell'aumento previsto del tasso di disoccupazione è dovuto alla crescita della forza lavoro, legata anche a una maggiore immigrazione.
- Durante la sessione di domande e risposte, in merito al futuro percorso dei tassi, Powell ha affermato: **"Non abbiamo un percorso prestabilito. Continueremo a prendere le nostre decisioni riunione per riunione"**. Ha aggiunto che la Fed intende solo "ricalibrare" la sua politica monetaria, verso un livello più vicino alla neutralità che restrittivo.
- Infine, durante il Q&A, a proposito dell'inflazione, Powell si è mostrato **fiducioso sul fatto che i costi abitativi**, che in questa fase rimangono il "late mover" cioè la componente più vischiosa che ancora ostacola il processo disinflattivo, **possano moderarsi in prospettiva**, seguendo (con ritardo) l'andamento degli affitti di mercato: Powell ha ammesso che questo processo è stato più lento di quanto la Fed si aspettasse, ma ha ribadito che è solo una questione di tempo prima che ciò avvenga.
- In breve: **il taglio di 50 pb è in un certo senso sorprendente**, ma sembra dovuto principalmente a una maggiore fiducia nel completamento del processo disinflazionistico, nonostante un'economia (e un mercato del lavoro) relativamente resilienti. Tuttavia, **riteniamo che nelle prossime riunioni ci si possa aspettare movimenti più contenuti**: dato che le nostre proiezioni macroeconomiche non sono molto diverse dalle nuove SEP della Fed, **vediamo ora due tagli dei tassi di 25 pb nelle prossime riunioni di novembre e dicembre, e manteniamo la nostra previsione di ribassi cumulati dei tassi per 100 pb l'anno prossimo**. Nutriamo maggiori dubbi sulla prosecuzione del ciclo di allentamento nel 2026 (implicita nel grafico a punti), in quanto vediamo un livello di tassi di lungo periodo più elevato rispetto a quello previsto dal FOMC (a 3-3,25%).

La mediana delle proiezioni sui tassi si è spostata verso il basso per il 2024-26. La dispersione delle stime per l'anno in corso è aumentata



Fonte: FOMC, Refinitiv Eikon

FOMC SEP: revisione al rialzo per la disoccupazione nel 2024-2026, revisione al ribasso per l'inflazione nel 2024-25

Variabile	Mediano				
	2024	2025	2026	2027	A lungo termine
PIL reale	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
Proiezione di giugno	2.1	2.0	2.0		1.8
Tasso di disoccupazione	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
Proiezione di giugno	4.0	4.2	4.1		4.2
Deflatore PCE	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
Proiezione di giugno	2.6	2.3	2.0		2.0
Deflatore PCE core	2.6	2.2	2.0	2.0	
Proiezione di giugno	2.8	2.3	2.0		
Proiezione del percorso appropriato dei tassi					
Tasso sui fed fund	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9
Proiezione di giugno	5.1	4.1	3.1		2.8

Nota: proiezioni dei membri del Board della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, giugno 2024. Fonte: FOMC

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