

Macro Rapid Response

FOMC in pausa, ma i tassi resteranno alti più a lungo

La riunione del FOMC si è conclusa con tassi fermi a 5,25%-5,50%, come atteso. La maggiore sorpresa viene dallo spostamento in direzione *hawkish* del grafico a punti, con tassi più alti di mezzo punto rispetto alle attese di giugno sia per il 2024 che per il 2025.

- 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. La novità fra i membri votanti è l'ingresso di Adriana D. Kugler.
- Il comunicato riporta che nel periodo recente **l'attività economica si è espansa a un ritmo "sostenuto"** (lo *statement* precedente riferiva di un ritmo "moderato"), ma riconosce che **l'aumento dei posti di lavoro, che era giudicato "robusto" a luglio, è rallentato** negli ultimi mesi, pur rimanendo forte. Non ci sono variazioni nelle valutazioni sul tasso di disoccupazione, che resta basso, e sull'inflazione, che rimane elevata.
- Nella conferenza stampa, Powell ha affermato che **la crescita nel periodo recente è stata più forte del previsto**, e che soprattutto i dati sui consumi sono stati particolarmente robusti (aggiungendo che un'attività economica più forte del previsto implica *ceteris paribus* tassi più elevati). **Sul mercato del lavoro continua a prevalere un eccesso di domanda, ma il processo di ribilanciamento sta continuando** (pur senza fare aumentare troppo i disoccupati), il che nel tempo dovrebbe aiutare a contenere le spinte inflazionistiche; inoltre, **la crescita salariale sta cominciando a mostrare segnali di rallentamento, e anche l'inflazione ha cominciato a decelerare dalla metà dell'anno**, anche se la strada per tornare al 2% è ancora lunga.
- Powell ha ribadito che la Fed è consapevole che l'orientamento di politica monetaria sia al momento restrittivo e che i suoi effetti non si siano ancora visti appieno. La scelta di lasciare invariati i tassi alla riunione di questa settimana è stata presa considerando la lunga strada di rialzi intrapresa sinora, ma non significa che la Fed sia "arrivata": per perseguire i suoi obiettivi **la banca centrale è pronta ad alzare ancora i tassi "se appropriato"**. Powell ha ribadito, come già in precedenza, che è necessario un periodo lungo di crescita sotto il trend per raggiungere l'obiettivo di stabilità dei prezzi, e che la Fed ha bisogno di vedere maggiore evidenza di progressi verso i suoi obiettivi per convincersi di aver raggiunto il punto terminale del suo ciclo restrittivo. Secondo Powell, **i tassi reali dovranno restare in territorio positivo "per un po' di tempo"**.
- L'aggiornamento delle previsioni macroeconomiche (*Summary of Economic Projections*) ha mostrato come atteso una **revisione al rialzo delle stime di crescita**, sia per fine 2023 (a 2,1% dall'1% a/a di giugno) che per fine 2024 (a 1,5% da un precedente 1,1%). Viceversa, **il deflatore dei consumi core è stato rivisto al ribasso di due decimi per quest'anno**, a 3,7% (mantenuto invariato al 2,6% per l'anno prossimo e alzato di un decimo a 2,3% per il 2025). Le stime vedono anche una **revisione al ribasso del tasso di disoccupazione** (al 3,8% dal 4,1% di giugno per fine 2023, e al 4,1% dal 4,5% precedente per i due anni seguenti).
- Il grafico a punti mostra un tasso obiettivo sui fed funds nel 2023 stabile al 5,6% come a giugno, ma evidenzia un **aumento di mezzo punto rispetto al livello atteso tre mesi fa per i due anni successivi**, al 5,1% nel 2024 e al 3,9% nel 2025; il livello dei tassi è visto poi al 2,9% nel 2026 e al 2,5% nel lungo termine.
- In prospettiva, il FOMC seguirà un approccio totalmente dipendente "dall'insieme dei dati" in uscita, e **le decisioni verranno prese "riunione per riunione"** (la Fed sa di essere entrata in una fase in cui occorre procedere con cautela). L'obiettivo è quello di un "soft landing", ovvero di un contenimento delle pressioni inflazionistiche senza danneggiare troppo la crescita, ma l'incertezza sugli effetti della politica monetaria, visti i ritardi con cui agiscono sull'economia, è elevata.

25 settembre 2023

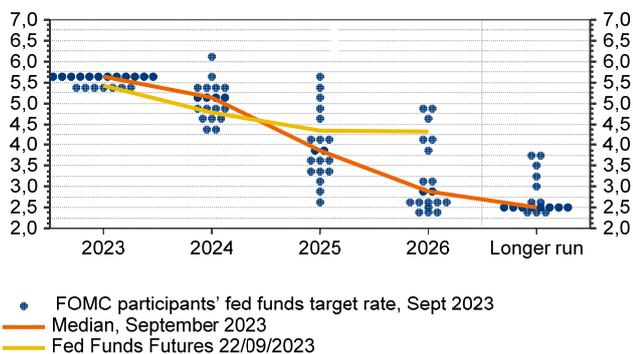
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Paolo Mameli
Economista

- In sintesi, l'opzione di un ultimo rialzo dei tassi quest'anno resta sul tavolo: non ci sono variazioni in tal senso nella mediana del grafico a punti, posizionata a 5,6% (con 12 membri a favore di un rialzo e 7 orientati su tassi fermi), ma **la revisione al rialzo delle stime di crescita, e al ribasso sul tasso di disoccupazione, sembrerebbe fornire maggiori argomenti a favore di un nuovo rialzo**, la cui probabilità è aumentata rispetto alla situazione pre-FOMC e oggi potrebbe essere vicina al 50% (i mercati prezzano al momento una nuova stretta con una probabilità di poco superiore al 20% per la prossima riunione del 1° novembre ma esattamente pari al 50% entro gennaio).
- In ogni caso l'informazione più rilevante emersa dal FOMC è che **occorrerà aspettare più tempo del previsto per vedere tagli dei tassi**, e che il livello di arrivo del ciclo espansivo di politica monetaria che dovrebbe cominciare nel 2024 sarà più alto di quanto stimato in precedenza.
- Sulla scia di previsioni sulla crescita, e sulla disoccupazione, meno ottimistiche di quelle della Fed, pensiamo che il picco sui tassi sia stato raggiunto, anche se attribuiamo a un nuovo rialzo una probabilità vicina al 50%. Tuttavia, **abbiamo spostato in avanti, a settembre 2024, il momento di svolta sui tassi**. Per via di una tenuta migliore del previsto dell'economia anche nel 2024-25, e della lentezza del calo atteso dei salari e dell'inflazione dei servizi core, **la discesa dei fed funds potrebbe essere assai graduale, con tassi a 5% a fine 2024 e al 4,50% a fine 2025**.

Il grafico a punti si sposta verso l'alto per il 2024-25, con ampia dispersione nel 2025



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

Proiezioni del FOMC: le revisioni al rialzo sulla crescita e al ribasso sulla disoccupazione giustificano minori tagli dei tassi nel 2024-25

Variabile	Mediana			
	2023	2024	2025	Più lungo termine
PIL reale	2.1	1.5	1.8	1.8
Proiezione giugno	1.0	1.1	1.8	1.8
Tasso disoccup.	3.8	4.1	4.1	4.0
Proiezione giugno	4.1	4.5	4.5	4.0
Deflatore consumi	3.3	2.5	2.2	2.0
Proiezione giugno	3.2	2.5	2.1	2.0
Deflatore core	3.7	2.6	2.3	
Proiezione giugno	3.9	2.6	2.2	
Proiezione sentiero appropriato dei tassi				
Tasso federal funds	5.6	5.1	3.9	2.5
Proiezione giugno	5.6	4.6	3.4	2.5

Nota: proiezioni dei membri del Board della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, settembre 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 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 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)

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

Aniello Dell'Anno

aniello.dellanno@intesasanpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasanpaolo.com

Simone Zava

simone.zava@intesasanpaolo.com