

Il FOMC resterà paziente anche a maggio

La riunione del FOMC di maggio dovrebbe concludersi senza novità. Il messaggio principale dovrebbe rimanere in linea con quello delle scorse riunioni e segnalare “pazienza”, in attesa di nuove informazioni dai dati e sui fattori di rischio (politica e ciclo internazionale).

Il Comitato potrebbe rilevare il ridimensionamento di una parte dei rischi, soprattutto per quanto riguarda la crescita, ma dovrebbe mantenere un atteggiamento cauto sull’inflazione, che continua a non rispondere all’eccesso di domanda sul mercato del lavoro.

La riunione del FOMC del 30 aprile-1° maggio **dovrebbe concludersi senza novità sostanziali, sia sul fronte dei tassi sia su quello del bilancio**. Il Comitato dovrebbe restare “paziente nel determinare quali futuri aggiustamenti dell’intervallo obiettivo del tasso dei fed funds possano essere appropriati”. A maggio, come a marzo, è probabile che “la maggioranza dei partecipanti” continui a prevedere che l’evoluzione dello scenario economico e dei rischi giustifichi tassi invariati per il resto dell’anno, mentre una minoranza (“alcuni”) ritenga ancora che, con una crescita sopra il potenziale, possa essere giustificato aumentare i tassi “modestamente” nel 2019 (v. tab.1). Il messaggio del comunicato e, soprattutto, della conferenza stampa dovrebbe essere ancora in linea con tassi fermi nel 2019, senza indicazioni per un bias né verso l’alto né verso il basso.

La raccolta di informazioni su crescita e inflazione in questa fase è cruciale per le prospettive della politica monetaria, ma nella seconda parte dell’anno è probabile che il riferimento alla pazienza venga sostituito con un’indicazione più simile a un bias. In passato, quando il Comitato ha scelto di mettersi “in pausa”, generalmente la mossa successiva è stata verso il basso.

Quali sono le **nuove informazioni** rispetto a marzo, e quali sono i **fattori cruciali** nei prossimi mesi? Mentre recedono in parte i rischi per la crescita, il Comitato potrebbe spostare di nuovo il focus sull’inflazione.

Tab. 1 - Cos’hanno detto i partecipanti alle riunioni del FOMC nell’ultima settimana

Powell	Board	-
Clarida	Board	patient
Quarles	Board	patient (...) further increases may be necessary at some point
Brainard	Board	-
Bowman	Board	-
Rosengren	Boston	patient waiting to see more convincing evidence that inflation will achieve and sustain the 2% inflation target
Williams	NY	we are in a good place...the position of monetary policy is good
Harker	Philadelphia	I continue to be in wait and see mode and my outlook for rates remains, at most, one hike for 2019 and one for 2020
Mester	Cleveland	the fed funds may need to move a bit higher
Barkin	Richmond	-
Bostic	Atlanta	we may move up, we may move down
Evans	Chicago	Expectations that (...) towards the fall of 2020 we have one rate increase
Bullard	St Louis	I wouldn't lean toward moving in either the upward or downward direction
Kashkari	Minneapolis	Some of the risks have shifted to the downside, pausing (...) is the right move
Kaplan	Dallas	I don't see any reason to change our policy setting
Daly	San Francisco	-

Fonte: WSJ

1. Lo scenario macro: i rischi sulla crescita, sia domestici sia esteri, sono più contenuti...

A marzo, la visione di consenso nel FOMC era di **crescita ancora solida**, con una probabile ripresa di consumi e investimenti dal 2° trimestre in poi, dopo la fase di debolezza di inizio 2019. I dati

29 aprile 2019

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Giovanna Mossetti
Economista – USA e Giappone

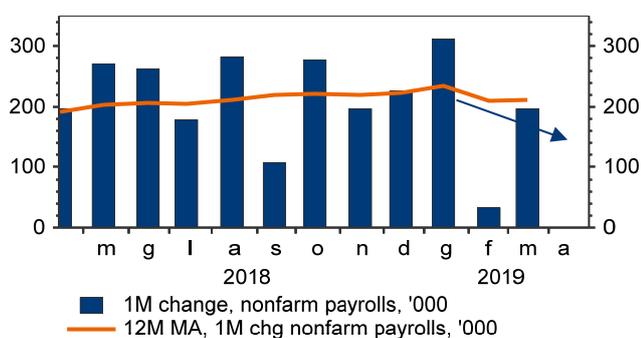
usciti nell'ultimo mese, sia domestici sia esteri, hanno dato supporto a questa visione moderatamente ottimistica di rischi generalmente transitori.

Mercato del lavoro sempre in espansione. Lo stallo degli occupati di febbraio è stato ridimensionato con i dati di marzo (fig. 1), che hanno registrato una dinamica occupazionale elevata, confermato una crescita salariale sui massimi da inizio 2009 e un tasso di disoccupazione al 3,8%, 6 decimi sotto la stima del livello di più lungo termine. Il mercato del lavoro è in una fase matura, caratterizzata da eccesso di domanda e risorse disponibili in calo. La moderazione della crescita del PIL rispetto al 2018 e la difficoltà a reperire manodopera riportata dalle imprese, dovrebbero ridurre la **dinamica occupazionale nel 2019 rispetto a quella del 2018** (media 2018: 223 mila, media ultimi 6 mesi: 207 mila), verso una media mensile intorno a 120-150 mila. Con il tasso di partecipazione vicino al livello dell'ultimo anno, il tasso di disoccupazione scenderebbe intorno al 3,5% a fine anno, continuando a sostenere i consumi delle famiglie. Non ci sono indicazioni di svolta in direzione negativa, come evidente anche dall'andamento dei sussidi, un indicatore tipicamente affidabile delle svolte cicliche.

Consumi in ripresa. Il rimbalzo delle vendite al dettaglio di marzo ha dato supporto all'interpretazione della debolezza di fine 2018-inizio 2019 come un fattore transitorio. I dati indicano un'entrata forte nel 2° trimestre e puntano a una riaccelerazione della crescita dei consumi in primavera dopo la frenata del 1° trimestre (figg.3-4).

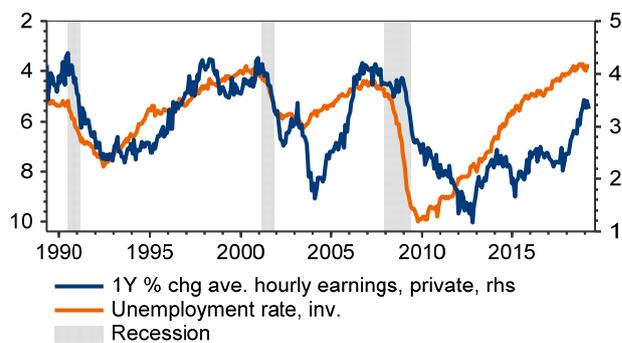
Dal lato delle imprese, le informazioni restano moderatamente positive, con alcuni fattori di freno sugli **investimenti fissi non residenziali** sempre attivi (in particolare, incertezza sulla politica commerciale e difficoltà a reperire manodopera), ma con spinte dall'allentamento delle condizioni finanziarie e dalla ripresa del prezzo del petrolio.

Fig. 1 – Crescita media mensile degli occupati sempre elevata, nonostante la frenata anomala di febbraio



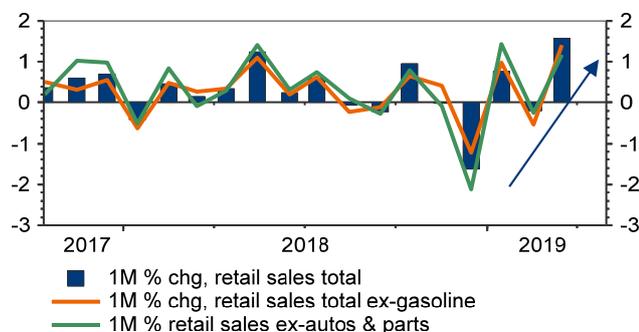
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 2 – I salari rispondono alla riduzione di risorse inutilizzate sul mercato del lavoro



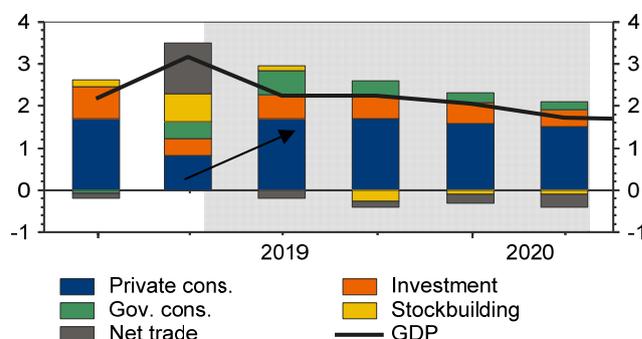
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 3 – Segnali incoraggianti dalle vendite al dettaglio a marzo...



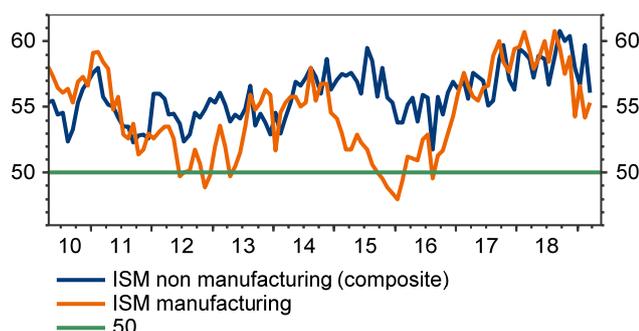
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 4 – ...per un rimbalzo del contributo dei consumi alla crescita nel 2° trimestre



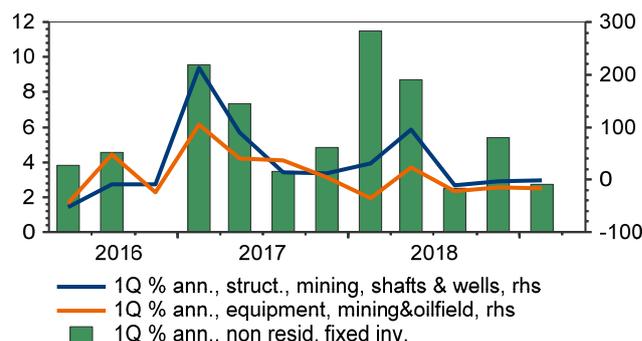
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 5 – Gli indici ISM sono in territorio moderatamente espansivo...



Fonte: Thomson Reuters Datastream

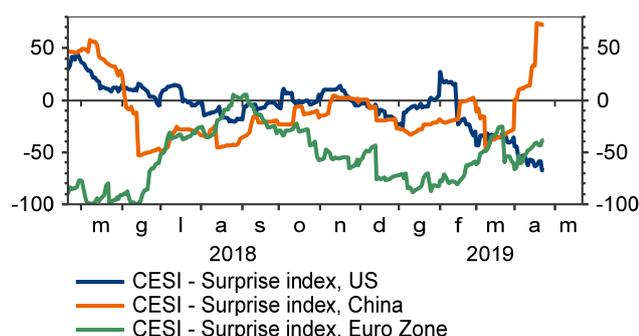
Fig. 6 – ...e gli investimenti saranno sostenuti di nuovo dall'estrattivo, grazie al rimbalzo del prezzo del petrolio



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Anche i **rischi di origine globale** stanno in parte recedendo, con indicazioni di stabilizzazione, e forse di riaccelerazione, del ciclo cinese (v. figg.7-8) e con l'introduzione di misure espansive su vari fronti. Per ora, i segnali di ripresa del commercio internazionale sono confinati alla Cina, ma il ruolo di traino della crescita asiatica sull'Europa dovrebbe dare una spinta anche alle economie che hanno maggiormente sofferto del rallentamento cinese (e.g., Germania). Sulla guerra dei dazi si dovrebbe avere un esito distensivo con la Cina, anche se potrebbero aprirsi nuovi fronti con Europa e Giappone, e resta il rischio di misure sul settore auto.

Fig. 7 – Sorprese positive dalla Cina nell'ultimo mese



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 8 – Esportazioni USA verso la Cina in ripresa



Fonte: Thomson Reuters Datastream

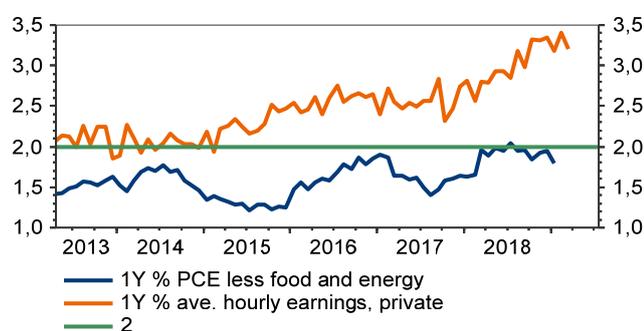
2.... e il focus si sposta verso l'inflazione, con possibili segnali *dovish*

L'andamento dell'inflazione sarà ora il focus del FOMC, visto che la crescita sembra assestata su ritmi moderati. La scelta di entrare in fase di pausa e di valutare l'andamento di prezzi e attività con i livelli attuali dei tassi riflette i dubbi della Fed sul modello di fondo dell'economia e sulla *stance* della politica monetaria. Il FOMC probabilmente intende valutare se il livello attuale dei tassi è effettivamente neutrale osservando la risposta delle variabili economiche, dato che le regole tradizionali di politica monetaria non sono più affidabili. In caso di ulteriore flessione dell'inflazione e/o di persistenza di una dinamica dei prezzi al di sotto del 2%, i partecipanti che ora si aspettano tassi fermi potrebbero spostarsi verso un *bias* espansivo, anche solo come "assicurazione".

Il Comitato, a marzo, rilevava un'inflazione *core* intorno al 2%, con aspettative di mercato "rimaste basse nei mesi recenti e aspettative di inflazione a più lungo termine rilevate dalle indagini poco variare" (figg. 10-12). Nella discussione riportata dai verbali, i partecipanti prevedevano una ripresa dell'inflazione nei mesi successivi, verso il 2%, ma molti sottolineavano che la dinamica dei prezzi "non ha mostrato maggiori segni di rafforzamento in risposta a condizioni forti del mercato del lavoro e salari nominali in aumento, oltre a pressioni verso l'alto di breve termine generate dai rialzi dei dazi" (fig. 9). "Diversi" partecipanti suggerivano che, dopo tanti anni di *undershooting* del 2%, "le aspettative di più lungo termine potessero essere su livelli un po' al di sotto di quelli coerenti con l'obiettivo di inflazione al 2% del Comitato, e rendessero difficile raggiungerlo in modo duraturo".

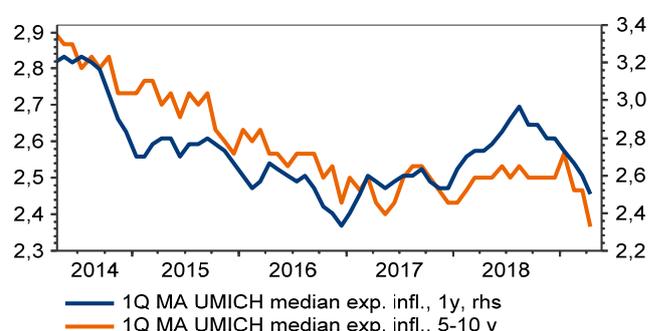
In alcuni discorsi recenti, alcuni partecipanti al FOMC hanno cominciato a parlare di **condizioni di inflazione che porterebbero a tassi più bassi**. Anche se per ora il consenso nel Comitato è che l'inflazione si stabilizzi intorno al 2%, vi è un diffuso consenso sul fatto che un'inflazione troppo bassa porterebbe la politica monetaria in territorio restrittivo e richiederebbe un taglio dei tassi. Inoltre, l'attuale discussione su eventuali modifiche della definizione dell'obiettivo di inflazione si sta indirizzando verso un regime in cui "l'inflazione sia modestamente sopra il 2% nel 50% dei casi" (Evans) e in genere verso una comunicazione che segnali che il Comitato sarebbe a proprio agio con un'inflazione *core* intorno a 2,5%, se non c'è un trend di aumento sottostante. In questa espansione, che entra nel suo decimo anno, l'inflazione *core* è stata sempre al di sotto del 2% e alcuni nel FOMC si domandano se l'obiettivo puntuale del 2% non sia percepito dagli agenti economici più come un tetto che come un obiettivo simmetrico.

Fig. 9 – L'inflazione *core* non riesce a superare il 2%, nonostante la dinamica salariale solida



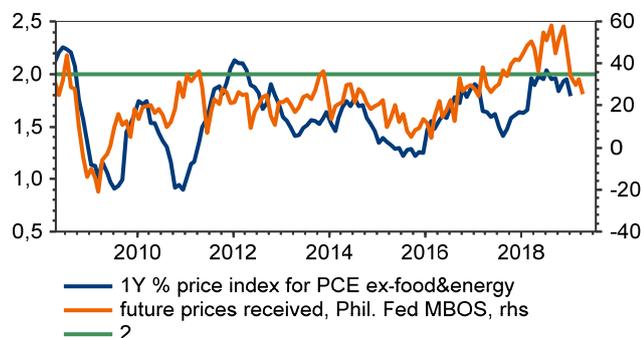
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 10 – Aspettative di inflazione deboli, sia presso le famiglie...



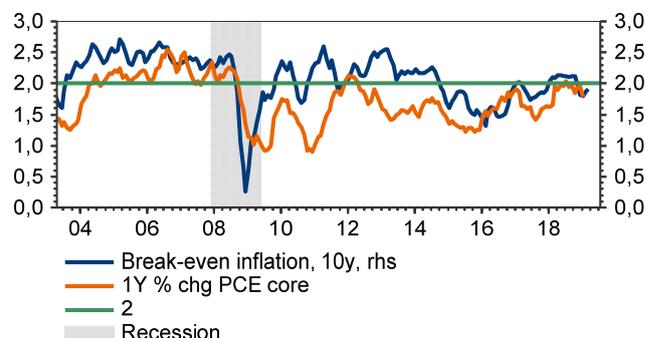
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 11 - ... sia presso le imprese...



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 12 - ... sia sui mercati



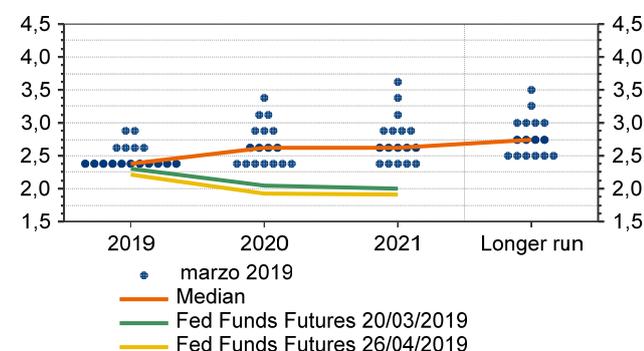
Fonte: Thomson Reuters Datastream

3. Conclusioni: FOMC ancora paziente e senza *bias* per qualche riunione

La riunione di maggio dovrebbe concludersi con un **messaggio ancora neutrale sul futuro dei tassi**, coerente con la fase di “pazienza” aperta a inizio 2019. La valutazione dello scenario dovrebbe restare moderatamente positiva per la crescita, con il recedere di alcuni dei rischi evidenziati nelle riunioni precedenti, e con una previsione di quasi-stabilità dell’inflazione vicino all’obiettivo del 2%.

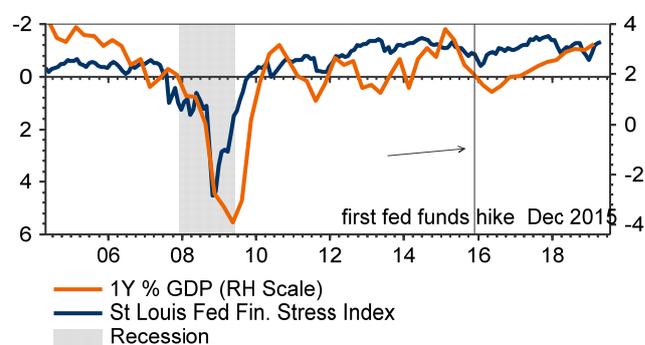
Il consenso unanime per questa fase di sospensione del giudizio si accompagna a opinioni divergenti sul sentiero successivo dei tassi (tab. 1 e fig. 12), che potrà durare ancora per qualche riunione. I verbali di marzo riportano che secondo “diversi” partecipanti sarà **opportuno rivedere l’utilizzo del termine “paziente” man mano che lo scenario dei rischi evolve**, con un paio di partecipanti che hanno sottolineato che l’uso del termine non dovrebbe segnalare un limite alle opzioni sui tassi. Per ora, però, le prospettive della politica monetaria dovrebbero restare esplicitamente dipendenti dall’evoluzione dei dati. Anche se non condividiamo la previsione del mercato per un taglio dei tassi già a fine 2019 (probabilità Bloomberg: 59% per dicembre, 64,4% per gennaio 2020), prevediamo che **la prossima mossa sia verso il basso**, probabilmente più avanti nel 2020, al contrario di quello che emerge (per ora) dal grafico a punti del FOMC, coerente con tassi fermi su tutto l’orizzonte previsivo.

Fig. 13 - Il grafico a punti, se ci sarà ancora, dovrebbe spostarsi verso il basso, senza però allinearsi alle aspettative di mercato



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 14- Condizioni finanziarie più accomodanti contribuiscono a estendere la fase di pazienza



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic Analysis		
Macro & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
 Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com

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 Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca 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. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate 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.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. 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. e Banca IMI S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento Consob no. 20307 del 15.02.2018, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

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 Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi il dettaglio dei contatti sopra).

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e 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 Banca IMI e/o 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 Banca IMI e/o 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 Thomson Reuters-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://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_dlgs_231_2001.jsp 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://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_doc_governance.jsp, ed in versione sintetica sul sito di Banca IMI S.p.A. all'indirizzo <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/normative.html>. 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://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_wp_studi.jsp 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 and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario 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.