

Macro Rapid Response

Il FOMC prepara la svolta e avvisa: il 2022 non è il 2015!

27 gennaio 2022

La **riunione del FOMC** si è conclusa con la preparazione esplicita di una svolta imminente per i tassi e di una riduzione del bilancio in tempi relativamente ravvicinati. **Il messaggio è inequivocabilmente hawkish e sottolinea un punto cruciale: il 2022 non è il 2015.** La svolta sarà quindi probabilmente diversa nei tempi e nei modi, essendo dettata da condizioni economiche molto differenti, con crescita solida, mercato del lavoro sotto pressione, rialzi salariali elevati e inflazione diffusa e ben sopra l'obiettivo. Pertanto la politica monetaria seguirà un copione diverso rispetto a quello del ciclo precedente, caratterizzato da urgenza nella rimozione dello stimolo monetario.

Il comunicato prepara la svolta con apparente calma. Si rileva ancora una volta che gli indicatori di attività e occupazione "hanno continuato a rafforzarsi", anche se i settori colpiti dalla pandemia recentemente hanno subito l'impatto del rapido aumento dei contagi. Si ripete anche l'aspettativa che i progressi nelle vaccinazioni e l'allentamento dei vincoli all'offerta supportino "continui aumenti di attività e occupazione, oltre a una riduzione dell'inflazione". La novità è che "con l'inflazione ben al di sopra del 2% e un mercato del lavoro forte, il Comitato si aspetta che presto sarà appropriato alzare l'intervallo obiettivo del tasso dei fed funds".

Il vero messaggio, incisivo e omogeneamente hawkish su tutti i fronti, è però quello emerso dalla conferenza stampa. Powell ha specificato in modo esplicito **l'imminenza della svolta** dei tassi, affermando che il Comitato deciderà a marzo, ma già ora "è dell'idea" di intervenire alla prossima riunione, sulla base del fatto che il mercato del lavoro è "molto, molto forte" e l'inflazione ben sopra il 2%. A una domanda esplicita sulla piena occupazione, Powell ha risposto che la maggior parte del Comitato ritiene che sia stata raggiunta e ha indicato che il mercato del lavoro è "molto sotto pressione". Powell ha anche detto che **le recenti correzioni dei mercati non preoccupano**, dato che sono parte della trasmissione della politica monetaria e delle aspettative di misure meno accomodanti.

Il focus della conferenza stampa è stato il tema del **sentiero dei rialzi**. Powell ha evitato di rispondere quando è stato chiesto se i rialzi saranno "graduali", e ha invece affermato che la Fed sarà "umile e agile", sottolineando che **le differenze rispetto al 2015 hanno importanti implicazioni per il ritmo appropriato dell'aggiustamento di policy**. alla domanda precisa relativa a possibili aumenti a riunioni consecutive o di 50 pb, Powell ha solo risposto citando ancora una volta le diverse condizioni economiche rispetto al passato in un contesto di rischi verso l'alto per l'inflazione, e affermando che il Comitato non ha ancora preso una decisione e "comincerà ad affrontare questi temi andando verso la riunione di marzo". Powell ha più volte portato l'attenzione sui rischi verso l'alto per l'inflazione, indicando che i rialzi dei prezzi sono diffusi, i salari sono in aumento a ritmi storicamente elevati e le strozzature all'offerta saranno probabilmente più persistenti di quanto atteso. Il risultato è che la previsione di Powell per l'inflazione a fine 2022 si è spostata verso l'alto di alcuni decimi (a dicembre, la previsione mediana del PCE core per fine 2022 era a 2,7% a/a).

Per quanto riguarda il **bilancio**, è stato pubblicato a sorpresa un breve documento con i "principi per la normalizzazione", molto generico, in cui si specifica che la riduzione inizierà dopo la svolta dei tassi, avverrà "principalmente" attraverso il mancato rinnovo dei titoli in scadenza e a regime il portafoglio dovrebbe essere composto solo da Treasury. Come atteso, si ribadisce che lo strumento principale della politica monetaria rimane la leva dei tassi e che la riduzione del bilancio Durante la conferenza stampa Powell ha detto che il Comitato discuterà i dettagli ancora per un paio di riunioni, quindi manteniamo la previsione di **inizio della riduzione probabilmente a giugno**. Powell ha indicato che c'è un "significativo ammontare di riduzione da fare" e il processo dovrà essere "ordinato e prevedibile".

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

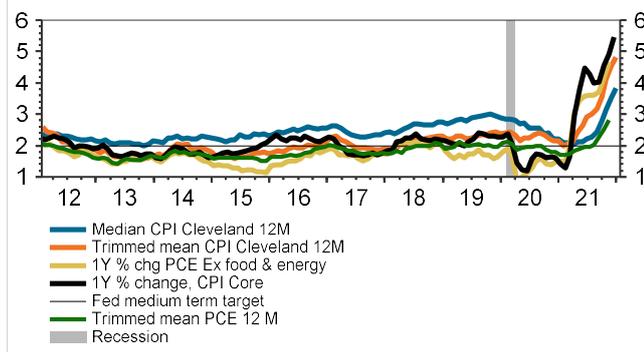
"we know that the economy is in a very different place than it was when we began raising rates in 2015"

"about the size of rate increases, we haven't faced those decisions. We haven't made them. (...) we are aware that this is a very different expansion (...), with higher inflation, higher growth, a much stronger economy, and I think those differences are likely to be reflected in the policy that we implement."

"So there's a substantial amount of shrinkage in the balance sheet to be done. That's going to take some time. We want that process to be orderly and predictable."

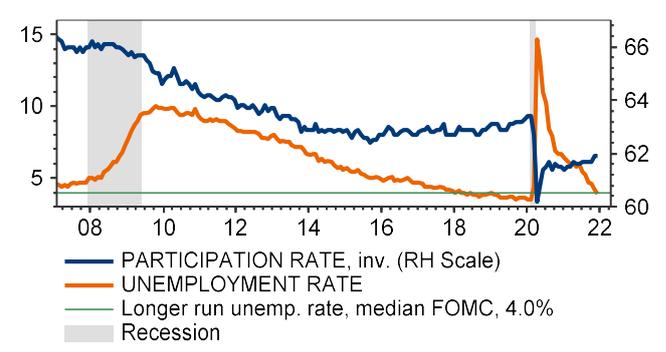
In conclusione, la riunione di gennaio, oltre a preparare il momento della svolta dei tassi, ha definito i suoi contorni. Il sentiero atteso terrà conto delle condizioni economiche vigenti, ben diverse rispetto a quelle del passato. Il regime economico è differente, e **il lavoro della Fed non potrà essere graduale come nei cicli precedenti**. La riunione di marzo sarà cruciale, perché mostrerà probabilmente previsioni più elevate per l'inflazione e revisioni verso il basso per crescita e disoccupazione, accompagnate da uno spostamento verso l'alto del grafico a punti. Soprattutto, **il FOMC potrebbe segnalare che i rialzi dei tassi potranno essere più ravvicinati che in passato, anche attuati a riunioni consecutive, indicando che tutte le riunioni sono "vive". I rischi per il sentiero dei tassi restano verso l'alto.**

Il picco dell'inflazione resta elusivo...



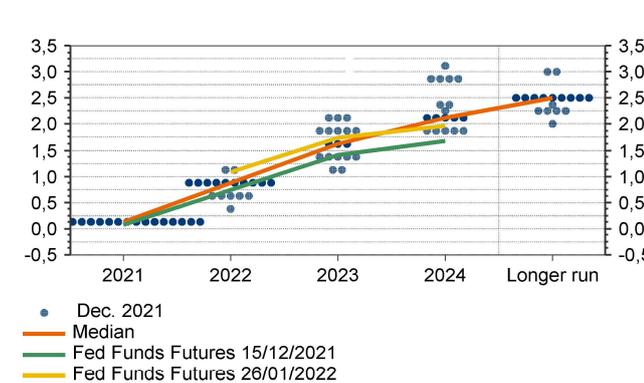
Fonte: Refinitiv Datastream

...e il tasso di disoccupazione precipita



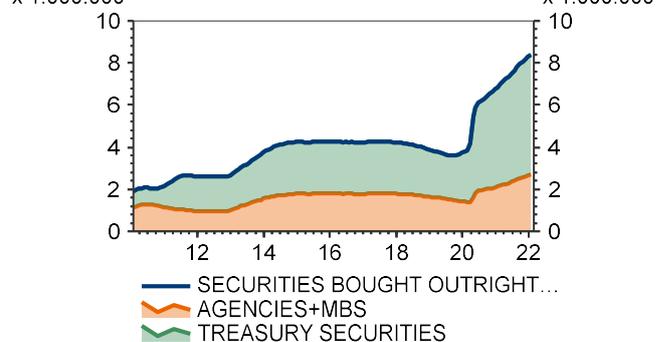
Fonte: Refinitiv Datastream

In attesa di uno spostamento verso l'alto del grafico a punti



Fonte: Refinitiv Datastream

Pronti per la svolta anche sul fronte del bilancio



Fonte: Refinitiv Datastream

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-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

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

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa 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

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

62170

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

62985

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

62128

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Lorenzo Biagioli

lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com

Aniello Dell'Anno

63071

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

Giovanna Mossetti

62110

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

62339

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

International Economics

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

62109

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com