Macro Rapid Response

FOMC: è solo l'inizio di una lunga serie di rialzi

17 marzo 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

La riunione del FOMC si è conclusa con l'attesa svolta dei tassi e il rialzo di 25 pb preannunciata da Powell due settimane fa, ma l'elemento cruciale è stato l'ulteriore netto spostamento in direzione **hawkish** da parte di tutto il Comitato. Il nucleo del messaggio di ieri è che per riportare l'inflazione sotto controllo **la politica monetaria dovrà frenare la domanda, entrando in territorio restrittivo, con tassi al di sopra del livello neutrale.** La Fed è tornata al copione degli anni '80.

Il **comunicato** rileva il continuo rafforzamento della crescita e dell'occupazione, con un "sostanziale" declino del tasso di disoccupazione. L'inflazione è definita "elevata" per via di squilibri fra domanda e offerta dovuti alla pandemia, ai prezzi energetici e a pressioni "più diffuse" sui prezzi. L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia secondo il FOMC dovrebbe mettere ulteriore pressione verso l'alto sull'inflazione e pesare sull'attività economica. Con questo scenario, il comunicato, come atteso, ha annunciato l'aumento di 25 pb dell'intervallo obiettivo del tasso dei fed funds a 0,25%-0,50% e prevede che saranno appropriati "continui" rialzi. Inoltre, afferma che il Comitato sarebbe pronto ad aggiustare la politica monetaria come appropriato di fronte a eventuali rischi che impedissero il raggiungimento degli obiettivi. Il voto non è stato unanime, ma ha registrato il dissenso di Bullard (St Louis Fed), che ha richiesto un rialzo di 50 pb.

Le proiezioni macroeconomiche parlano da sole (v. tabella). La crescita attesa è più moderata rispetto a dicembre, con 2,8% a fine 2022, 2,2% nel 2023 e 2% nel 2024, ma sempre al di sopra del potenziale. La **revisione verso l'alto dell'inflazione** mediana attesa è massiccia e vede l'inflazione core a 4,1% a fine 2022 (da 2,7% di dicembre), a 2,6% a fine 2023 e a 2,3% nel 2024. Il sentiero del tasso di disoccupazione previsto è circa invariato rispetto a dicembre, stabile a 3,5% a fine 2022 e 2023 e in marginale rialzo a 3,6% nel 2024. Il **quadro macro si può riassumere così**: inflazione sempre sopra l'obiettivo, se pure in calo, in un contesto di crescita al di sopra del potenziale e disoccupazione sotto il livello di lungo termine su tutto l'orizzonte previsivo.

Il conseguente **spostamento del grafico a punti** (v. grafico e tabella) è significativo: aumenti dei tassi per 175 pb quest'anno (intervallo a 1,75-2% a fine anno) e 100 pb nel 2023 (intervallo a 2,75-3%). La stima del tasso neutrale è rivista a 2,4% da 2,5%. Come è stato notato in una domanda durante la conferenza stampa, questo sentiero appare in parte incoerente con quello di crescita e inflazione, che si mantengono su tutto l'orizzonte previsivo al di sopra dei livelli di lungo termine, e di disoccupazione, sempre ampiamente sotto il 4%. La risposta di Powell è stata che il FOMC si aspetta un rallentamento della dinamica salariale ma, se appropriato, reagirebbe con maggiori aumenti dei tassi.

Nella **conferenza stampa**, Powell ha ripetuto più e più volte che l'economia è "molto forte", il mercato del lavoro è "estremamente sotto pressione", con un eccesso di domanda evidente dal fatto che ci sono 1,7 posizioni aperte per ogni disoccupato e superiori alla somma di occupati e forza lavoro non occupata. È stato notato più volte nelle domande che questa situazione è evidente da tempo e che la questione ora è quanto, non se, la Fed è in ritardo nel reagire. Powell ha risposto di non avere il "lusso" di rispondere a questa domanda, ma che la Fed è determinata a riportare l'inflazione sotto controllo attraverso **una politica monetaria mirata a frenare la domanda. Questo è il punto principale, a nostro avviso, della strategia attuale della Fed: il piede non solo verrà tolto dall'acceleratore, ma verrà messo sul freno.**

Sull'**inflazione**, Powell ha affermato che la dinamica dei prezzi è molto al di sopra dell'obiettivo sulla scia di diversi fattori (domanda aggregata forte e strozzature all'offerta che generano squilibri, prezzi dell'energia in rialzo) ora amplificati dagli effetti della guerra. Secondo il presidente della Fed, il rientro dell'inflazione è essenziale per garantire la sopravvivenza della ripresa ed è quindi un obiettivo dominante per la politica monetaria. Il livello elevato

dell'inflazione e le condizioni macroeconomiche sottostanti richiedono, a suo avviso, tassi in territorio restrittivo per frenare la domanda di beni e lavoro. A domande che, con formulazioni diverse, chiedevano se la Fed avrebbe rischiato di portare l'economia in recessione, Powell ha risposto in modo fiducioso, affermando che **la crescita prevista è ancora molto elevata** e persistentemente al di sopra del potenziale e che l'economia è sufficientemente solida da poter "sopportare" i rialzi e addirittura "fiorire" con il sentiero dei tassi prospettato dal FOMC. La storia insegna che in passato quando la Fed fissava la politica monetaria con l'obiettivo di abbassare l'inflazione frenando la domanda ha sempre generato recessioni: la politica monetaria di Riccioli d'oro, né troppo calda né troppo fredda, è difficile da attuare.

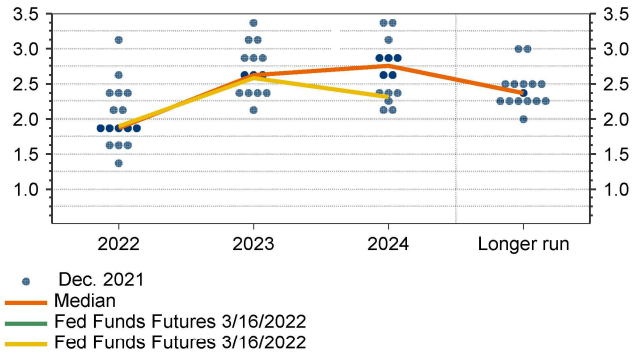
Nella discussione relativa alla **velocità della rimozione dello stimolo**, Powell ha sottolineato che ora la mediana prevede un rialzo (inteso di 25 pb) a ogni riunione, per un totale di 7 rialzi, quest'anno, ma ha aggiunto che, di fronte a un sentiero di inflazione che scende meno di quanto atteso, la Fed non esiterebbe ad accelerare. Questo implica ovviamente la possibilità di rialzi di 50 pb. Powell ha sottolineato che la valutazione dei progressi sull'inflazione verrà fatta valutando le variazioni mensili dei prezzi nella seconda metà dell'anno.

Per quanto riguarda il **bilancio,** i pochi commenti emersi ieri hanno evidenziato che sono stati fatti grandi progressi sul programma da attuare che sarà "familiare" (cioè simile a quello del ciclo precedente), anche se più rapido. Powell ha detto che ci saranno molte informazioni nei verbali e che "a una prossima riunione" verrà annunciato, potenzialmente già a maggio. Secondo Powell, la riduzione del bilancio prevista dovrebbe avere un effetto analogo a un rialzo dei tassi.

In conclusione, la Fed ha finalmente preso sul serio la deriva inflazionistica in atto e la spirale salari/prezzi in via di consolidamento, spostando la politica monetaria in direzione potenzialmente restrittiva, e interrompendo la fase plurudecennale di politiche monetarie mirate ad alzare l'inflazione media sottostante. **Aggiungiamo 25 pb al nostro scenario dei tassi per il 2022, portando il rialzo complessivo a 175 pb** e spostiamo in territorio restrittivo i tassi attesi nel 2023.

Le pressioni inflazionistiche in atto e la probabile onda lunga dei rialzi dei prezzi dei servizi mettono ancora **rischi verso l'alto sui tassi**, **ma anche rischi di eccesso di restrizione** che potrebbero materializzarsi poi nella seconda metà del 2023. La restrizione monetaria e la valutazione dei progressi sull'inflazione avverranno mentre si trasmetteranno, con l'usuale ritardo, gli effetti della guerra in Ucraina sul ciclo mondiale.

Il grafico a punti balza verso l'alto



Fonte: Refinitiv Datastream

Proiezioni macroeconomiche dei membri del Federal Reserve Board e dei presidenti delle Fed regionali – marzo 2022

	Median			
Variable	2022	2023	2024	Longer run
Real GDP	**2.8**	**2.2**	**2.0**	**1.8**
Dec. projection	4	2.2	2	1.8
Unemployment rate	**3.5**	**3.5**	**3.6**	**4.0**
Dec. projection	3.5	3.5	3.5	4.0
PCE inflation	**4.3**	**2.7**	**2.3**	**2.0**
Dec. projection	2.6	2.3	2.1	2.0
Core PCE inflation	**4.1**	**2.6**	**2.3**	
Dec. projection	2.7	2.3	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	**1.9**	**2.8**	**2.8**	**2.4**
Dec. projection	0.9	1.6	2.1	2.5

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-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 separatezza 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 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@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Macroeconomic Research		
Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasanpaolo.com
International Economics		
Economista - Asia ex Giappone		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com