

## Macro Rapid Response

### Verbali FOMC: via libera a rialzi da 50 pb e alla riduzione del bilancio

I verbali della riunione del FOMC di marzo, come atteso, hanno suggellato le aspettative di via libera per una rimozione rapida dello stimolo monetario su tutti i fronti. I verbali riportano che il Comitato ha considerato seriamente un rialzo di 50 pb a marzo, è favorevole a interventi ampi sui tassi e ha definito il programma di riduzione del bilancio più veloce rispetto all'esperienza del ciclo precedente, da iniziare già a maggio.

**Il sentiero dei tassi sarà ripido.** Dai verbali emerge che lo scenario economico secondo "tutti i partecipanti" richiede una svolta della politica monetaria, in una fase di crescita "molto forte". Il mercato del lavoro è giudicato "molto sotto pressione" ed è caratterizzato da persistente eccesso di domanda, con salari in rialzo diffuso ora a tutti i settori. L'inflazione è ancora in aumento, con rischi valutati verso l'alto. Per quanto riguarda la guerra, il consenso ritiene che gli effetti siano incerti, ma probabilmente saranno dominanti le pressioni verso l'alto sui prezzi rispetto a quelle verso il basso sulla crescita.

Nella discussione sulla politica monetaria, "molti partecipanti" avrebbero preferito **un rialzo di 50 pb a marzo**, ma "un certo numero" ha poi giudicato appropriato un rialzo di 25 pb per via dell'incertezza associata all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. La decisione in parte probabilmente è stata "forzata" dall'indicazione esplicita fatta precedentemente da Powell a favore di una mossa di 25 pb. In generale, "molti partecipanti" hanno rilevato che **uno o più aumenti di 50 pb dell'intervallo obiettivo potranno essere "appropriati alle prossime riunioni, soprattutto se le pressioni inflazionistiche resteranno elevate"**. Il consenso riteneva appropriato spostare la stance della politica monetaria verso la neutralità "velocemente". Poi, a seconda dell'evoluzione delle condizioni economiche e finanziarie, "uno spostamento verso condizioni più restrittive potrebbe essere giustificato". "Alcuni" partecipanti hanno ventilato il timore di disancoraggio delle aspettative e segnalato che accelerando la rimozione dello stimolo si potrebbe contenere questo rischio, pur lasciando il Comitato libero di reagire in modo flessibile di fronte a un eventuale deterioramento degli sviluppi della guerra.

In conclusione, sul fronte dei tassi, i verbali confermano quanto emerso nei discorsi successivi alla riunione: i rialzi dei tassi saranno rapidi e probabilmente superiori a 50 pb a una o più riunioni, con l'obiettivo di arrivare al 2,5% piuttosto rapidamente e di valutare l'eventuale grado di restrizione necessario successivamente per riportare inflazione e mercato del lavoro verso gli obiettivi della Fed. In questa fase di svolta, il Comitato è concentrato sul ritorno alla neutralità e non ha considerato (ancora) quanta restrizione potrebbe essere richiesta per guidare l'inflazione al 2%. Questo sarà il tema da discutere in estate. Manteniamo la previsione di **due rialzi consecutivi di 50 pb a maggio e giugno**, seguiti da interventi successivi che portino i **fed funds alla neutralità (2,5%) entro l'autunno**. I **rischi della nostra previsione sono verso l'alto**, con la possibilità di **rialzi di 50 pb anche a luglio e settembre**, per accelerare eventualmente il raggiungimento del livello neutrale dei tassi e iniziare già nel 2022 la fase propriamente restrittiva di questo ciclo.

**Riduzione "spedita" del bilancio: inizio già a maggio.** Il Comitato ha discusso le proposte per la riduzione del bilancio presentate dallo staff e concluso che il programma dovrebbe prevedere a regime **limiti mensili al reinvestimento delle scadenze per un totale di 95 mld di dollari** (60 mld di Treasury e 35 mld di MBS). L'inizio del programma potrebbe avvenire **già a maggio**, con limiti di reinvestimenti inizialmente modesti, in rialzo relativamente rapido (qualche mese) verso il livello obiettivo. Pertanto, sembra probabile che già nella settimana successiva alla riunione di maggio (che si svolge il 4 maggio) potrebbe essere annunciata una sequenza di limiti, da circa 20 mld per i Treasury e 10 mld per MBS a maggio, in aumento verso 60mld+35mld già a giugno. La riduzione del bilancio nel 2022 dovrebbe essere pari a circa 650 mld di dollari, prevalentemente accompagnata da una correzione delle riserve.

7 aprile 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

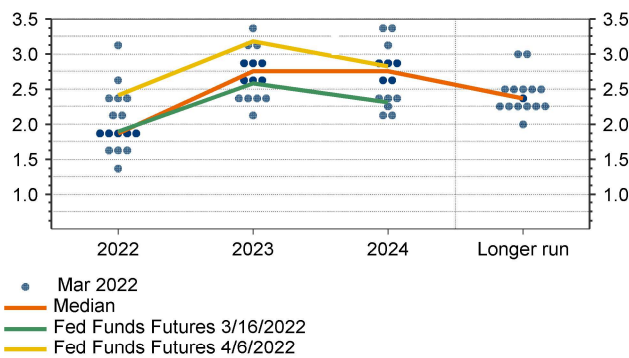
Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

La discussione sul bilancio ha riguardato anche la **scelta dei titoli da non reinvestire**, con un consenso prevalente a favore dell'ipotesi di lasciare scadere titoli con cedola e solo in misura residua T-bill. Nel lungo termine, tuttavia, il consenso sembra incline a prevedere una riduzione dei T-bill in portafoglio. Per quanto riguarda i **titoli delle agenzie**, si è discussa anche l'opzione di vendita, che potrebbe essere considerato in una fase avanzata della riduzione del bilancio. Infine, i partecipanti hanno sottolineato l'importanza di monitorare le condizioni di liquidità nella fase di riduzione del portafoglio, alla luce dell'esperienza del ciclo precedente.

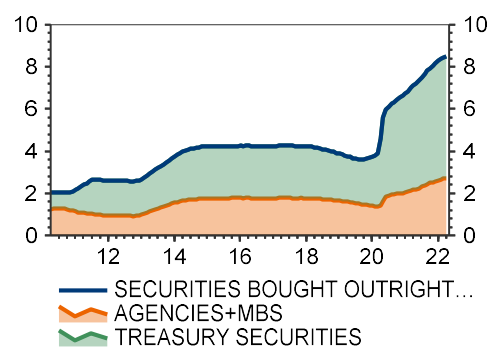
**La guidance della Fed è superata in tempo reale dagli eventi: il grafico a punti non vale nulla.** In conclusione, i verbali non hanno fatto altro che suggellare i messaggi hawkish emersi in modo esplicito e diffuso dopo la riunione, segnalando un ampio consenso a favore di rialzi dei tassi consecutivi e potenzialmente maggiori di 25 pb mirati a raggiungere in tempi relativamente rapidi la neutralità. In sostanza, appare evidente che **il grafico a punti di marzo era già obsoleto il giorno in cui è stato pubblicato**, a conferma del costante ritardo della Fed nella sua corsa contro l'inflazione e il surriscaldamento del mercato del lavoro.

**Grafico a punti: la Fed prova a correre, ma è sempre indietro**



Fonte: Federal Reserve, Refinitiv-Datastream

**Bilancio della Fed: signori, si scende!**



Fonte: Federal Reserve

## 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 Research Network

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com
---------------	-------	---------------------------------