

Macro Rapid Response
FOMC all'attacco dell'inflazione, sperando ancora in uno scenario da Riccioli d'oro

5 maggio 2022

La **riunione del FOMC** di maggio ha dato l'attesa accelerazione alla svolta della politica monetaria, sia con le nuove misure annunciate, sia con una *guidance* mirata a suggellare l'impegno a riportare l'inflazione sotto controllo. Il Comitato ha votato all'unanimità un rialzo dei tassi di 50 pb, annunciato un programma di riduzione rapida del bilancio e segnalato che proseguirà con ulteriori aumenti dei fed funds per garantire il ritorno dell'inflazione all'obiettivo del 2%. Contrariamente alle aspettative, però, la **conferenza stampa è stata relativamente dovish**, escludendo non solo rialzi da 75 pb alle prossime riunioni, ma anche l'esistenza di una spirale salari-prezzi.

Direzione Studi e Ricerche
Macroeconomic Research

Il **comunicato stampa** è poco variato rispetto alla versione relativamente stringata di marzo, con una valutazione sempre positiva dello scenario economico, nonostante la contrazione dell'attività nel 1° trimestre. Il testo sottolinea che la crescita di consumi e investimenti è rimasta "forte", con espansione "solida" dell'occupazione e un calo "sostanziale" della disoccupazione. L'inflazione continua a essere definita "elevata" sulla scia di "squilibri fra domanda e offerta dovuti alla pandemia, a prezzi energetici più alti e a pressioni dei prezzi più diffuse". Inoltre, si sottolinea che l'invasione dell'Ucraina e gli eventi collegati aggiungono pressioni verso l'alto sull'inflazione e probabilmente peseranno sulla crescita. I lockdown in Cina, inoltre, potranno peggiorare i problemi dell'offerta. Nel comunicato di maggio si aggiunge che il Comitato "è molto attento ai rischi inflazionistici".

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

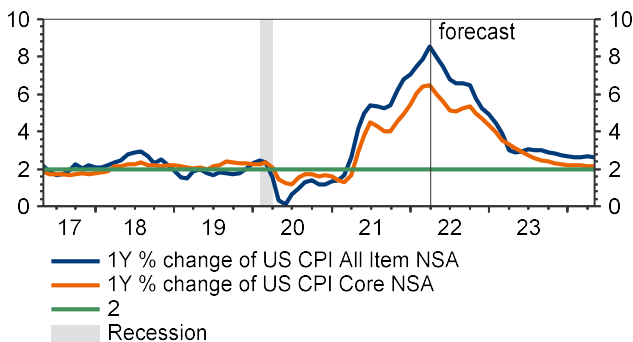
Nei paragrafi dedicati alla **politica monetaria**, si indica che, dopo il **rialzo di 50 pb** di maggio, il Comitato prevede che saranno appropriati "rialzi continui" ed è "preparato ad aggiustare la stance della politica monetaria (...) di fronte a rischi che impediscano il raggiungimento degli obiettivi". Per quanto riguarda il **bilancio**, il Comitato ha delineato in un documento ad hoc la sequenza di limiti al reinvestimento dei titoli in scadenza, in linea con quanto emerso dai verbali di marzo. La riduzione del bilancio inizierà il 1° giugno, con limiti fissati a 30 mld per i Treasury e 17,5 mld per i titoli delle agenzie. Dopo tre mesi, tali limiti raggiungeranno 95 mld al mese, suddivisi in 60 mld e 35 mld per Treasury e MBS, rispettivamente.

Come atteso il *clou* della comunicazione è stata la **conferenza stampa** di Powell, che ha ribadito la volontà del Comitato di riportare l'inflazione al 2%, ma ha anche dato informazioni lette dal mercato in direzione dovish. All'apertura del suo intervento Powell si è rivolto "direttamente" ai cittadini americani, affermando che la Fed si impegna a ridurre l'inflazione "davvero troppo elevata", e si muoverà "speditamente" con i propri strumenti, certamente adeguati allo scopo. Il primo elemento *dovish* della comunicazione è emerso in risposta a una domanda sul **sentiero dei tassi**, quando Powell ha detto che sono **probabili rialzi di 50 pb al "prossimo paio di riunioni"**, ma ha aggiunto che il **Comitato "non sta considerando attivamente" interventi da 75 pb**. Secondo Powell, la **dimensione dei rialzi dipenderà dai dati di inflazione**: l'entità degli interventi potrebbe essere ridotta di fronte a segnali di rallentamento, o quanto meno di stabilizzazione, del trend dell'inflazione core, ma ha anche sottolineato che un paio di dati non sarebbero sufficienti a modificare il ritmo dei rialzi. Per tornare a interventi da 25 pb, la Fed dovrà avere una ragionevole convinzione che l'inflazione stia rallentando verso un sentiero compatibile con il 2%. Powell ha comunque sottolineato la difficoltà a dare forward guidance in un contesto incerto come quello attuale e ha aggiunto che la Fed non esiterà a muoversi in territorio considerato restrittivo, se necessario.

Il secondo elemento della conferenza stampa considerato *dovish* riguarda il **mercato del lavoro**. Powell si è detto fiducioso che il sentiero di rallentamento della domanda di lavoro generato dalla rimozione dello stimolo monetario potrebbe materializzarsi riducendo le posizioni aperte (oggi su livelli record), senza generare necessariamente disoccupazione in rialzo. A suo avviso "c'è una buona probabilità" di un atterraggio morbido o "quasi morbido" ("softish"). Inoltre, **Powell ha affermato che "non vediamo una spirale salari-prezzi"**, e sottolineato che le aspettative di inflazione appaiono ancora "ben ancorate". Secondo Powell, benché non sembri essere in atto ora un meccanismo di retroazione fra prezzi e salari, la Fed sta agendo per evitare che tale rischio si materializzi. Nell'insieme, la conferenza stampa di Powell è apparsa poco incisiva e con un messaggio a tratti incerto sullo scenario economico e sul sentiero di rimozione dello stimolo appropriato per correggere l'attuale situazione di mercato del lavoro "estremamente sotto pressione" e di inflazione eccessivamente elevata. Da qui, anche, la lettura *dovish* data dal mercato alla comunicazione di Powell.

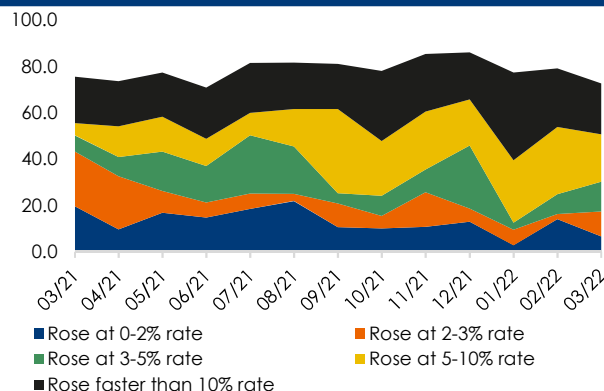
In conclusione, il messaggio di fondo a nostro avviso è **che il sentiero di default per i tassi ora è caratterizzato da rialzi di 50 pb**, in attesa di segnali concreti di rallentamento dell'inflazione. Pertanto, la previsione è che almeno per tutta l'estate gli interventi restino di tale entità, con la possibilità (ancora incerta) di un ritorno a ritmi da 25 pb in autunno. Nonostante le affermazioni *dovish* di Powell riguardo al mercato del lavoro, pur riconoscendo probabile una graduale ripresa della partecipazione, riteniamo molto difficile prevedere che il rallentamento della domanda possa avvenire senza contraccolpi sul tasso di disoccupazione. L'atterraggio "softish" previsto da Powell potrebbe comunque essere caratterizzato da un rallentamento della crescita significativo nel 2023-24.

Inflazione oltre il 2% almeno fino al 2024, con rischi verso l'alto



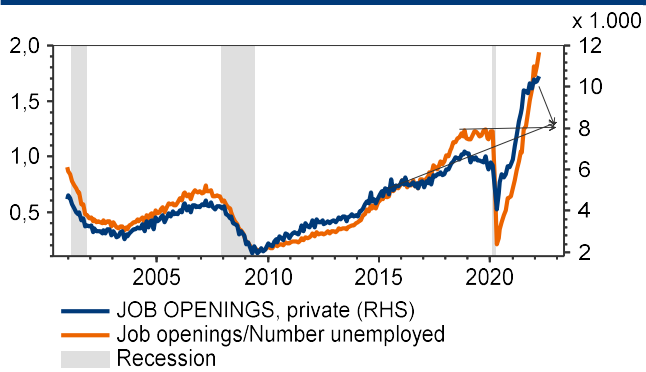
Fonte: BLS, previsioni Intesa Sanpaolo

A marzo, il 66% della spesa delle famiglie aveva prezzi in rialzo di oltre il 2% ann.



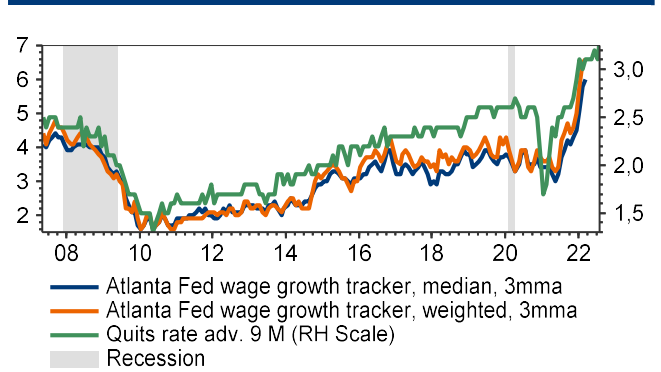
Nota: evoluzione della distribuzione degli aumenti di prezzo nei dati mensili dei componenti dei consumi nell'ultimo anno. Il grafico mostra la percentuale di componenti di ogni mese, ponderata dalle loro quote nella spesa totale, per cui i prezzi sono cresciuti tra lo 0 e il 2% (tasso annuale); tra il 2 e il 3%; tra il 3 e il 5%; tra il 5 e il 10%; e più del 10%. Fonte: Dallas Fed

L'eccesso di domanda di lavoro continua ad aumentare...



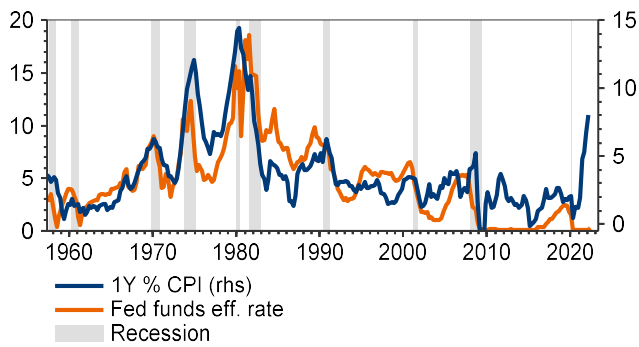
Fonte: BLS, Department of Labor

...con pressioni verso l'alto sui salari



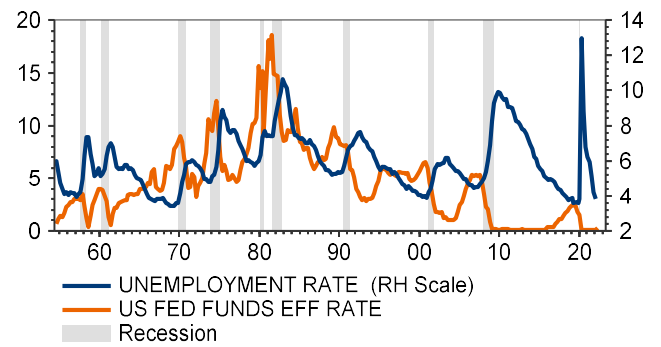
Fonte: Department of Labor, Atlanta Fed

Questa volta (non) è diverso: i cicli dei tassi con disoccupazione in rialzo oltre 0,3 pp...



Fonte: BLS, Federal Reserve Board

...e inflazione in calo di oltre 4 pp sono sempre stati seguiti da recessioni



Fonte: BLS

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.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 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 Research Network

Economista - Asia ex Giappone

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