

## Macro Rapid Response

### Il FOMC prende tempo: arriverci a marzo

La riunione del FOMC si è conclusa, come atteso, con un **rialzo dei fed funds di 25 pb, a 4,75%**. Il messaggio del comunicato e della conferenza stampa, in superficie, è poco variato. Nonostante i "gratificanti" miglioramenti sul fronte dei prezzi e l'indebolimento della crescita, la Fed ritiene che ci sia "ancora lavoro da fare" e che sia appropriato prevedere "continui (ongoing) aumenti" dei tassi per garantire il ritorno dell'inflazione al 2%.

A nostro avviso, il Comitato non ha voluto modificare ora l'indicazione di altri due rialzi inclusi nelle proiezioni di dicembre e implicita nella previsione di "continui rialzi", sempre al plurale, in parte per via dell'incertezza ancora elevata, in parte per non generare aspettative premature di fine del ciclo dei tassi e di svolta. Powell ha detto che c'è stata una discussione approfondita sul sentiero dei tassi e sull'analisi dell'economia ma non ha voluto parlarne, rinviando la diffusione del dibattito alla pubblicazione dei verbali fra tre settimane. **Un eventuale cambiamento di scenario è rimandato al 22 marzo, quando saranno disponibili due mesi di informazioni in più** e verranno aggiornate le proiezioni. Dalla comunicazione di questa riunione emerge l'incertezza tipica delle fasi di transizione, in cui si devono pesare i rischi di eccessiva restrizione contro quelli di rialzi insufficienti. Al momento la Fed segnala che, al margine, preferisce ancora eccedere nella restrizione, ma è aperta a modificare lo scenario in base ai dati in arrivo.

#### ■ Comunicato: omissioni e una sostituzione

- Nel testo si afferma che l'inflazione è "un po' rallentata" ma rimane elevata. Fino a gennaio, si affermava che l'inflazione rimaneva elevata per via di un insieme di cause citate esplicitamente (squilibri di domanda e offerta collegati alla pandemia, aumenti dei prezzi di alimentari ed energia e pressioni diffuse sui prezzi). Inoltre, non si cita più la pandemia come un fattore che entra nell'insieme di informazioni considerate nelle decisioni sui tassi. L'omissione di questo elenco segnala che la Fed ritiene tali cause in via di remissione.
- Nel paragrafo sulla strategia di politica monetaria, non si cita più la discussione sul "ritmo" dei rialzi, ma si fa riferimento all'"entità" (*extent*) dei futuri aumenti. In sostanza, il FOMC sta discutendo quanti altri aumenti da 25pb sono appropriati. Questo lascia aperta la possibilità di un numero minore o maggiore di rialzi rispetto a quanto incluso nelle proiezioni di dicembre, da valutare, come ha detto Powell, "riunione per riunione guardando alla totalità dei dati". Peraltro, durante la conferenza stampa Powell ha indicato che il FOMC non considera un passaggio a rialzi a riunioni alterne, tipici dei cicli precedenti.

#### ■ Conferenza stampa: focus su disinflazione e mercato del lavoro

- Powell ha ripetuto più volte che **il processo di disinflazione è in corso** e ha utilizzato a più riprese l'analisi delle tre componenti dell'inflazione core. Per i beni (circa un quarto del deflatore core), la disinflazione è già in atto ed è in fase avanzata. Per l'abitazione, la svolta non è imminente ma dovrebbe avvenire nei prossimi trimestri con l'adeguamento degli affitti inclusi nell'inflazione ai contratti correnti. L'elemento problematico della disinflazione resta concentrato nei servizi core ex-abitazione, che per ora non segnalano una svolta nella dinamica dei prezzi. Powell ha rilevato che questo comparto include voci molto diverse, ma per circa il 60% è dipendente dalle condizioni cicliche e in particolare dalle pressioni sul mercato del lavoro: la Fed vuole "vedere" disinflazione anche su questo fronte.

Powell ha evitato di rispondere a diverse domande che chiedevano quali sono le condizioni necessarie (cioè quanti mesi di rallentamento dell'inflazione) per convincere la Fed a fermare i rialzi. A chi rilevava che l'inflazione a tre mesi è già praticamente al 2%,

2 febbraio 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

Powell ha risposto affermando che in parte questo è dovuto al calo dei prezzi dei beni core, che non può persistere ancora a lungo. **La previsione del FOMC è che l'inflazione cali in modo costante, ma lento**, giustificando così la necessità di uno scenario di tassi più elevati rispetto a quanto scontato dal mercato, sia in termini di punto di arrivo sia in termini di momento della svolta.

- Per il **mercato del lavoro**, Powell ha ribadito che nonostante il rallentamento della dinamica salariale e dell'Employment Cost Index, il mercato del lavoro rimane ancora in disequilibrio, con la partecipazione circa invariata da un anno, a fronte di una domanda ancora elevata.
- Powell ha affermato che **lo scenario della Fed non include una recessione**, ma una crescita inferiore al potenziale, non distante da quanto visto nel 2022. A diverse domande relative al rialzo del tasso di disoccupazione necessario a riportare l'inflazione al 2%, Powell ha risposto citando la difficoltà nel prevedere l'aggiustamento del mercato del lavoro in un ciclo caratterizzato dalla pandemia, che non permette di utilizzare precedenti storici.

- In conclusione, a nostro avviso il Comitato ha preso tempo a questa riunione, in attesa di vedere i dati dei prossimi due mesi. I **verbali daranno informazioni importanti sulle condizioni per fermare i rialzi**. La Fed potrebbe anche eventualmente considerare una soluzione simile a quella adottata dalla Bank of Canada (e citata anche da Powell durante la conferenza stampa), che ha annunciato di aspettarsi che il rialzo attuato a gennaio sia l'ultimo di questo ciclo, ma chiarendo che questa è "una pausa condizionata", che potrebbe essere interrotta in caso di materializzazione dei rischi verso l'alto sui prezzi.

**I dati saranno l'ago della bilancia** per determinare il punto di arrivo e la durata della pausa. Le informazioni in arrivo dal lato della crescita a nostro avviso sono in contrasto con l'aspettativa della Fed di assenza di recessione, come indicato dalle indagini e dalla debolezza dei consumi, oltre che dal progressivo rallentamento della dinamica occupazionale. D'altra parte, l'inflazione core a gennaio e febbraio potrebbe riaccelerare con variazioni vicine a 0,4% m/m (v. Inflation Nowcasting della Cleveland Fed). Per ora, **manteniamo la previsione di un ultimo rialzo di 25 pb a marzo** seguito da una possibile "pausa condizionata" e da una svolta verso il basso entro fine anno. Questa previsione è basata sull'aspettativa che entro il 2° trimestre inizi una recessione relativamente mite, ma comunque incompatibile con ulteriori rialzi dei tassi.

## 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 S.p.A.-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 S.p.A. 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

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)  
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com  
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)  
Lorenzo Biagioli  
Aniello Dell'Anno  
Giovanna Mossetti  
Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com  
lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com  
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com  
giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com  
andrea.volpi@intesasnpaolo.com

#### International Research Network

Economista - Asia ex Giappone  
Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com