Macro Rapid Response

Verbali FOMC: messaggi e omissioni hawkish

23 febbraio 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

I **verbali della riunione del FOMC** di febbraio sono evidentemente datati, con un'analisi dello scenario congiunturale basata su informazioni caratterizzate da trend di rallentamento di crescita e inflazione resi obsoleti dai dati di gennaio e febbraio pubblicati dopo la riunione. Il messaggio dei verbali, nonostante ciò, appare hawkish sia per ciò che viene detto sia per ciò che viene omesso.

- **Messaggi hawkish espliciti.** Le previsioni dello staff e dei partecipanti vedono generale debolezza della crescita, con rischi verso il basso, mercato del lavoro ancora sotto pressione e inflazione in calo ma sempre "inaccettabilmente elevata", con rischi verso l'alto. Tuttavia, in generale le considerazioni dei partecipanti sono prevalentemente orientate a preferire troppa restrizione piuttosto che troppo poca.
  - Nonostante l'aspettativa di persistente rallentamento e di crescita sotto il potenziale per diversi trimestri, con rischi di recessione evidenziati da alcuni, "tutti i partecipanti continuavano a prevedere che **continui aumenti dell'intervallo obiettivo** dei tassi dei fed funds sarebbero stati appropriati per raggiungere l'obiettivo del Comitato". "I partecipanti" hanno osservato che sarà appropriato mantenere una stance di policy **restrittiva fino a quando i dati non soddisferanno la richiesta che l'inflazione sia su un sentiero orientato stabilmente verso il 2%,** senza specificare operativamente questa condizione.
  - "Un numero di partecipanti" riteneva che **una stance di policy insufficientemente restrittiva potrebbe fermare il recente progresso verso una moderazione delle pressioni inflazionistiche,** contribuendo a mantenere l'inflazione sopra l'obiettivo per un periodo più prolungato.
  - In un contesto di inflazione sempre ampiamente sopra l'obiettivo, nonostante la debolezza dell'attività, "i partecipanti generalmente ritenevano che (…) mantenere un atteggiamento di politica monetaria restrittivo fino a quando l'inflazione non sia chiaramente su un sentiero verso il 2% sia appropriato da un punto di vista di **gestione del rischio**".
  - I partecipanti hanno notato che a febbraio le **condizioni finanziarie** erano più restrittive rispetto a inizio 2022. Tuttavia, "diversi partecipanti" hanno osservato che "alcune misure di condizioni finanziarie erano diventate più espansive nei mesi recenti". In generale, "i partecipanti" ritenevano importante che le condizioni finanziarie fossero in linea con il grado di restrizione attuato dal Comitato. Secondo "alcuni", ulteriori allentamenti generati dal mercato potrebbero richiedere tassi su livelli più elevati o più alti più a lungo.
- **Messaggio hawkish "implicito".** Un'omissione nei verbali è almeno importante quanto le affermazioni esplicitamente hawkish. Nella conferenza stampa, Powell aveva indicato che durante la riunione c'era stata una discussione approfondita sulle condizioni per una pausa dei tassi, i cui dettagli sarebbero stati comunicati nei verbali. Nel documento invece non c'è traccia del dibattito sul sentiero e sul punto di arrivo dei tassi, a parte la comunicazione relativa alla scelta di rialzi da 25 pb. Riteniamo probabile che nella stesura dei verbali il Comitato abbia scelto di omettere il contenuto di tale discussione, basata su uno scenario di crescita più debole di quello aggiornato con le sorprese delle ultime settimane (mercato del lavoro, produzione industriale, vendite al dettaglio) e di inflazione più contenuta, per evitare di dare adito a interpretazioni dovish non appropriate nel contesto attuale.
- **Messaggio neutrale.** **"**Quasi tutti" i partecipanti concordavano sul fatto che fosse appropriato alzare l'intervallo obiettivo di 25 pb per valutare meglio il progresso dell'economia verso gli obiettivi del Comitato. "Alcuni" avrebbero preferito un rialzo di 50 pb per arrivare più velocemente a un livello dei tassi sufficientemente restrittivo. La presenza di

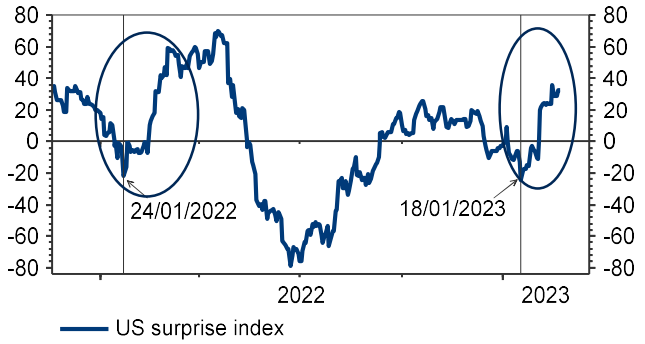
una frangia di partecipanti favorevoli a un intervento di 50 pb non è una novità, dato che Bullard e Mester pochi giorni fa avevano affermato questa posizione. Evidentemente, ci deve essere almeno un altro partecipante favorevole a una mossa di 50 pb, dato che i verbali si riferiscono ad "alcuni" e non a "un paio". Il consenso generale, anche se non unanime, per rialzi moderati indica disponibilità del Comitato a reagire tempestivamente a possibili cambiamenti di scenario, sia verso l'alto sia verso il basso.

- In conclusione, i verbali non sorprendono particolarmente (omissione a parte) e mantengono lo scenario dei tassi totalmente dipendente dai dati ed estremamente incerto. **Le sorprese positive sulla crescita** viste nell'ultimo mese potrebbero essere il frutto di difficoltà di destagionalizzazione (v. Surprise Index), potenzialmente transitorie come nel 2022.

  Tuttavia, anche se il rallentamento della crescita fosse soltanto rinviato e non eliminato, lo **scenario probabilmente non si chiarirà prima della primavera avanzata, avendo alle spalle un 1° trimestre molto più solido delle attese in termini di attività**. In questo contesto, con rischi verso l'alto sull'inflazione, timori di allentamento delle condizioni finanziarie e incertezza sul quadro congiunturale, sappiamo che, **in base a considerazioni di gestione ottimale del rischio, il Comitato preferirà eccedere nella restrizione.**

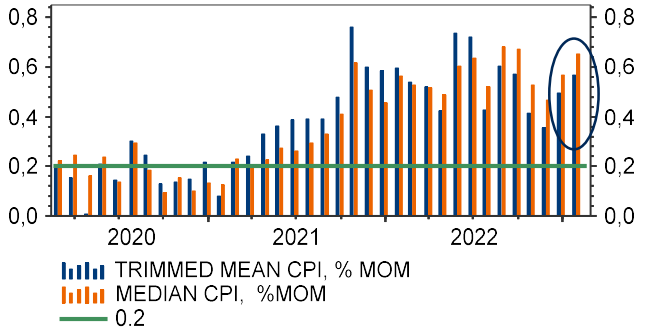
  Pertanto, **modifichiamo la nostra previsione per il punto di arrivo dei fed funds a 5,5%,** aggiungendo un rialzo a maggio e uno a giugno, dopo quello "scontato" di marzo.

Sorpresa! Per il secondo anno consecutivo, da metà gennaio una serie di sorprese verso l'alto dai dati economici cambia lo scenario: svolta o problemi di destagionalizzazione?



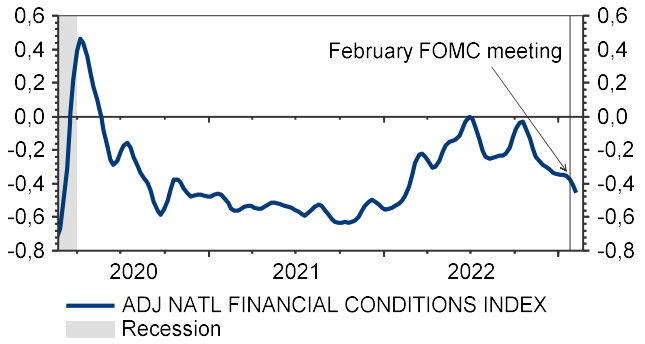
Fonte: Citi

L'inflazione ha smesso di rallentare: in attesa della svolta della componente abitazione, la Fed non intende rischiare



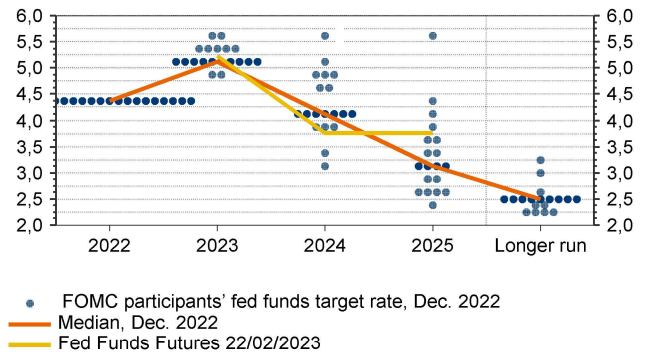
Fonte: Cleveland Fed

Condizioni finanziarie più espansive dall'autunno 2022, nonostante i rialzi dei fed funds



Fonte: Chicago Fed

Aspettando l'aggiornamento di marzo delle proiezioni macroeconomiche, le aspettative sui tassi salgono



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

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