

## Macro Rapid Response

### FOMC: una colomba nella nebbia della crisi bancaria

La riunione del FOMC si è conclusa con un **rialzo dei fed funds di 25 pb, a 5%, un punto di arrivo dei tassi invariato a 5,25%**. La guidance segnala che "un po' di ulteriore restrizione potrebbe essere appropriata", ma sottolinea l'incertezza relativa alla profondità e alla durata della restrizione del credito bancario.

- Il comunicato e la conferenza stampa riconoscono esplicitamente l'enorme incertezza causata dalla crisi bancaria, ma evidenziano anche che "gli sviluppi recenti probabilmente risulteranno in condizioni del credito più restrittive per famiglie e imprese e peseranno su attività economica, occupazione e inflazione".
- Pertanto, la *guidance* viene modificata per indicare che **al massimo potrebbe esserci ancora, forse, un rialzo**. Nel comunicato, si afferma che "il Comitato prevede che possa essere appropriato un po' di ulteriore restrizione" (**some** additional policy firming **may** be appropriate"), sostituendo il testo utilizzato nelle precedenti otto riunioni, in cui la previsione era di probabili "continui aumenti" ("ongoing increases"). Powell ha esplicitamente fatto notare la condizionalità della nuova formulazione, sottolineando l'importanza delle parole usate ("some", "may" e "firming"). Powell non ha più detto che la Fed "ha ancora lavoro da fare" ma ha indicato che le decisioni verranno prese "riunione per riunione" valutando la totalità dei dati e gli sviluppi del credito.
- Il comunicato e la conferenza stampa affermano che il **sistema bancario** è "solido e resiliente". Nell'analisi dell'evoluzione della crisi, Powell ha indicato che, a fronte di serie difficoltà di "un piccolo numero di banche", la Fed ha agito per contenere gli "isolati problemi bancari". Questo ha evitato un'erosione della fiducia che avrebbe potuto inceppare il funzionamento del sistema bancario nel suo complesso. La Fed si impegna a monitorare le condizioni bancarie ed è pronta ad agire con tutti gli strumenti necessari per mantenere il sistema "al sicuro". Powell in particolare ha detto che gli interventi intrapresi "dimostrano che i risparmi di tutti i depositanti sono sicuri". Nella discussione su come è stato possibile avere una crisi così veloce che nessuno aveva previsto, Powell ha detto che ci sarà una review dei fallimenti bancari di due settimane fa, mirata non solo a capirne la genesi ma anche a evitare che possa ripetersi. A una domanda precisa relativa alla presenza e al numero di altre banche problematiche, Powell non ha risposto ma ha ammesso che ci sono alcune istituzioni sotto osservazione.

Le **ricadute macroeconomiche della crisi** sono state al centro della conferenza stampa e sono anche il fulcro delle previsioni macro e dei tassi. Infatti, come affermato sia nel comunicato sia nella conferenza stampa, la Fed ritiene che la crisi bancaria, comunque si evolva, influenzerà la disponibilità di credito per famiglie e imprese, attuando **una restrizione aggiuntiva** rispetto a quella associata al rialzo dei tassi. Su questo punto, Powell ha ripetuto più volte che **l'incertezza riguarda la profondità e la durata di tale restrizione aggiuntiva**, impossibile da valutare a sole due settimane dallo scoppio della crisi. Per questo, la guidance sui tassi è vaga: la restrizione del credito ci sarà, ma è difficile da quantificare ora. Powell ha ricordato che l'esperienza storica mostra effetti macroeconomici collegati a credit crunch, ma ora è prematuro valutarli.

- Nella discussione del quadro macroeconomico, come atteso, sia il comunicato sia la conferenza stampa rilevano condizioni più forti rispetto a inizio anno per crescita e mercato del lavoro. L'inflazione rimane "elevata" e non è più giudicata "in rallentamento". Sul fronte dell'inflazione Powell ha notato che la disinflazione prosegue, ma che continuano a non esserci progressi nel comparto dei prezzi dei servizi core al netto dell'abitazione.

Nel complesso, Powell ritiene che sia **necessaria una politica più restrittiva, che potrebbe essere generata dalle condizioni del credito, invece che dai rialzi dei tassi**. A una domanda che chiedeva se le proiezioni dei partecipanti includono gli effetti della crisi, Powell ha

23 marzo 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

**La crisi bancaria: garanzia di interventi per mantenere il sistema "sicuro"**

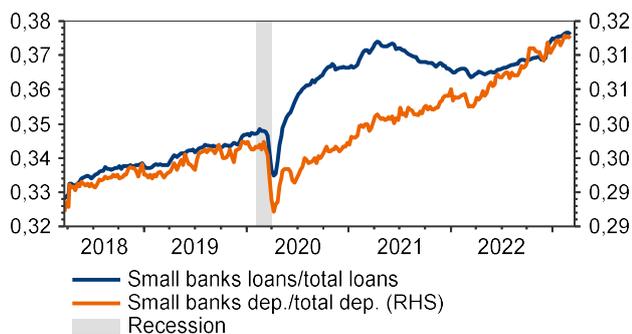
**Le banche attueranno una restrizione del credito, con profondità e durata ancora incerte**

**Condizioni macroeconomiche più forti, inflazione sempre elevata: è necessaria ulteriore restrizione**

genericamente risposto che “un numero significativo di partecipanti prevede effetti significativi” derivanti dalla turbolenza attuale. Riguardo a un’eventuale **svolta dei tassi**, Powell ha detto che non è inclusa nello scenario base per il 2023 e nessuno dei partecipanti la prevede

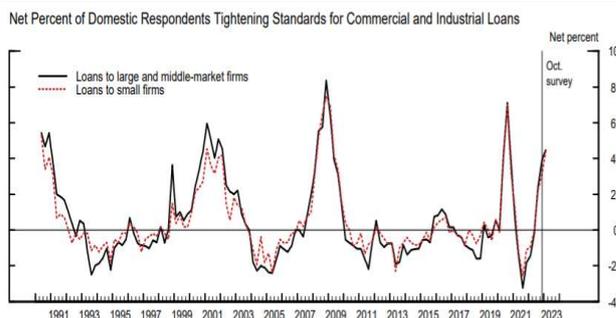
■ In conclusione, **la Fed ora naviga a vista**, in attesa di valutare l’entità della restrizione del credito bancario. Concordiamo con la previsione che la crisi bancaria generi restrizione del credito aggiuntiva rispetto a quella attuata attraverso il rialzo dei tassi e per questo **rivediamo il punto di arrivo dei tassi a 5,25%, condizionandolo all’evoluzione della turbolenza del sistema bancario**. Continuiamo a prevedere una recessione moderata con inizio nella parte centrale dell’anno, al contrario della Fed, che mantiene uno scenario di soft landing (peraltro difficilmente conciliabile con la previsione di rialzo del tasso di disoccupazione di 1 pp entro fine anno). La persistenza dell’inflazione e i ritardi con cui anche la restrizione del credito, oltre ai rialzi dei tassi, si trasmetterà al mercato del lavoro ci fanno prevedere, per ora, tassi fermi almeno nei prossimi due trimestri. Per ora manteniamo una svolta a inizio 2024, che però potrebbe essere anticipata all’autunno 2023. Anche noi, come la Fed e i mercati, navighiamo a vista.

**Le banche di piccola dimensione hanno un ruolo centrale nell'erogazione del credito**



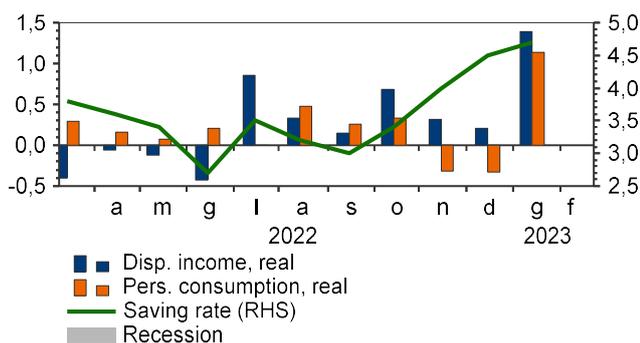
Fonte: Federal Reserve Board

**La crisi è appena cominciata, ma la restrizione delle condizioni del credito era già in atto prima dello scoppio**



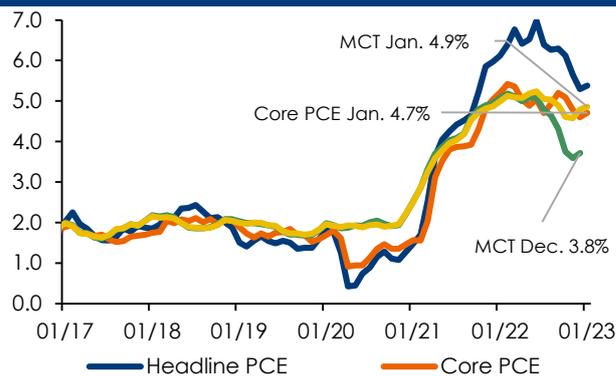
Fonte: Federal Reserve Board

**Le revisioni di fine 2022 e i nuovi dati danno un quadro positivo per risparmio e reddito delle famiglie**



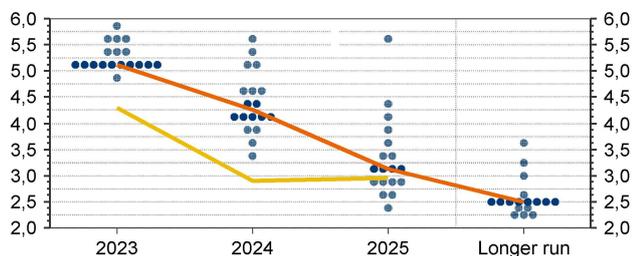
Nota: dati in mld di dollari. Fonte: Federal Reserve Board

**L'inflazione è più elevata e persistente del previsto**



Nota: MCT= Multivariate core trend, che costruisce il trend del deflatore core come somma di un trend comune di trend settoriali ponderati per le quote di spesa. Fonte: BEA, NY Fed

**La turbolenza generata dai fallimenti di SVB e di Signature Bank ha rivoluzionato le aspettative sui tassi**



● FOMC participants' fed funds target rate, Dec. 2022  
 — Median, Dec. 2022  
 — Fed Funds Futures 22/03/2023

Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

**Proiezioni del FOMC: le revisioni all'inflazione giustificano un punto di arrivo più alto per i fed funds**

Variable	Median			
	2023	2024	2025	Longer run
<b>Real GDP</b>	<b>0.4</b>	<b>1.2</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>
Dec. projection	0.5	1.6	1.8	1.8
<b>Unemployment rate</b>	<b>4.5</b>	<b>4.6</b>	<b>4.6</b>	<b>4.0</b>
Dec. projection	4.6	4.6	4.5	4.0
<b>PCE inflation</b>	<b>3.3</b>	<b>2.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>
Dec. projection	3.1	2.5	2.1	2.0
<b>Core PCE inflation</b>	<b>3.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>
Dec. projection	3.5	2.5	2.1	2.0
<b>Memo: Projected appropriate policy path</b>				
<b>Federal funds rate</b>	<b>5.1</b>	<b>4.3</b>	<b>3.1</b>	<b>2.5</b>
Dec. projection	5.1	4.1	3.1	2.5

Nota: proiezioni dei membri del Board della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, marzo 2023. 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 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.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 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@intesasanpaolo.com  
alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

#### Macroeconomic Research

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

paolo.mameli@intesasanpaolo.com  
lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com  
aniello.dellanno@intesasanpaolo.com  
giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com  
andrea.volpi@intesasanpaolo.com  
simone.zava@intesasanpaolo.com

#### International Research Network

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasanpaolo.com