

Macro Rapid Response

Verbali FOMC: “vorrei e non vorrei...andiam!”

13 aprile 2023

I **verbali della riunione del FOMC** di marzo confermano la presenza di opinioni diverse all'interno del Comitato riguardo ai rischi per lo scenario e la preoccupazione per l'aumento dell'incertezza dopo la crisi bancaria. La convergenza verso il rialzo di 25 pb è avvenuta da due alternative opposte, considerate da due gruppi di partecipanti (tassi fermi o rialzo di 50 pb) e si è coagulata bilanciando la necessità di continuare a combattere l'inflazione e quella di valutare le ricadute della crisi bancaria. Alla prossima riunione, l'incertezza sarà ancora elevata, con un modesto bias per un ultimo rialzo. Ma, come a marzo, anche a maggio la decisione resterà incerta fino all'ultimo e verrà presa dopo una discussione prolungata.

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

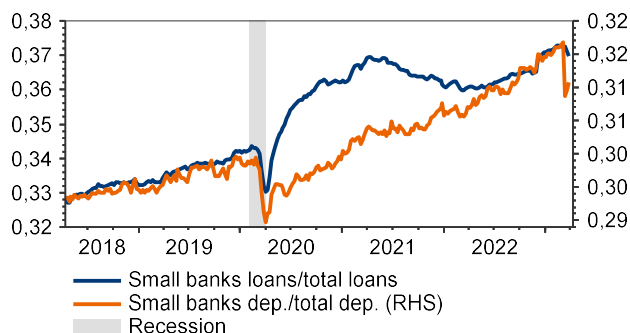
Economista - USA e Giappone

- I verbali dell'ultima riunione del FOMC sottolineano la rapidità con cui, nel giro di pochi giorni, è cambiato lo scenario economico e finanziario e, di conseguenza, quello della politica monetaria. In seguito alla crisi delle banche, sia lo staff sia il Comitato hanno modificato le previsioni di crescita e adeguato il sentiero atteso dei tassi. Tuttavia, nonostante l'incertezza, **il messaggio dei verbali evidenzia la costante preoccupazione per l'inflazione**, in un contesto di mercato del lavoro ancora forte, con l'indicazione che potrebbe essere necessaria “un po' di ulteriore restrizione”. Nonostante una notevole dispersione di opinioni, dai verbali emerge un modesto bias restrittivo: riteniamo che, potendo, il Comitato sarebbe inclinato ad attuare un altro rialzo, forse non all'unanimità.
- Le **previsioni dello staff** sono state riviste verso il basso a ridosso della riunione, dopo essere invece state riviste verso l'alto nel mese precedente. Ora lo staff prevede come scenario centrale una **recessione “mite” più avanti nel 2023**, con una crescita inferiore al potenziale entro fine anno e un tasso di disoccupazione al di sopra della stima del livello di più lungo termine all'inizio del 2024. I partecipanti riportano che gli **sviluppi nel settore bancario** hanno influenzato il sentiero atteso per l'economia e i tassi, inducendoli a mantenere circa invariate le previsioni formulate a dicembre per i fed funds. Nonostante i segnali di persistenza dell'inflazione visti nei primi mesi dell'anno, collettivamente il Comitato segnala la necessità di solo “un po'” di ulteriore restrizione, prevedendo che la crisi bancaria generi una **restrizione del credito aggiuntiva**, se pure ancora incerta come entità e durata.
- Nella **discussione sui tassi** emerge evidente una notevole **divergenza di opinioni**. “Diversi” partecipanti hanno considerato la possibilità di tenere i tassi fermi, ma hanno poi concluso che, con il rientro delle tensioni grazie agli interventi delle autorità, fosse opportuno attuare un rialzo di 25 pb per via dell'inflazione elevata. Invece, “alcuni” partecipanti partivano dal presupposto di alzare di 50 pb e sono poi approdati alla decisione a favore di un rialzo più modesto per via dell'incertezza collegata agli effetti della crisi bancaria. In sostanza, la **convergenza verso il rialzo di 25 pb è avvenuta da due punti di partenza opposti**, rilevando la necessità di raccogliere più informazioni sull'evoluzione delle condizioni finanziarie, del credito bancario e dei dati macroeconomici.
- Da qui in avanti le informazioni dei verbali devono essere integrate in tempo reale. Dal lato del **sistema bancario**, le informazioni dei bilanci delle banche e di quello della Fed segnalano stabilizzazione e superamento della fase di emergenza. Quindi, su questo fronte la Fed dovrà, almeno per ora, cercare di valutare l'eventuale accelerazione della restrizione delle condizioni e della disponibilità dei prestiti, da un lato, e della riduzione dei depositi, dall'altro.
- Sul fronte dei **dati**, le nuove informazioni del mercato del lavoro e dell'inflazione non sono univoche. I **nonfarm payrolls** di marzo hanno segnalato una ripresa del trend di rallentamento della dinamica occupazionale e di moderazione salariale. Tuttavia, il **CPI di marzo** ha mostrato ancora l'assenza di una svolta della crescita dei prezzi dei servizi core ex-abitazione che lascia rischi elevati di persistenza dell'inflazione sui livelli attuali. I dati in uscita nelle prossime due settimane, prima del prossimo FOMC, probabilmente segneranno debolezza congiunturale (produzione industriale, vendite al dettaglio, indagini di settore) ma on dovrebbero essere determinanti per le opinioni dei partecipanti. Già alla riunione scorsa, lo

scenario centrale era di "recessione mite" e i dati dovrebbero solo dare supporto alla previsione di indebolimento ciclico.

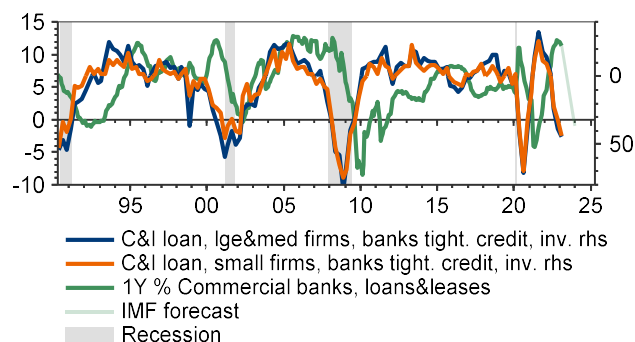
- **Le opinioni rivelate dai discorsi delle ultime settimane confermano la presenza di due "campi".** Il primo, pur con diverse sfumature, è preoccupato principalmente per l'inflazione elevata e concentrato sulla necessità di ridurla a qualunque costo. Il secondo invece dà maggiore peso all'incertezza sulla restrizione del credito addizionale generata dagli strascichi della crisi bancaria sulla disponibilità del credito. Anche se l'evoluzione è ancora incerta, un primo assaggio di queste conseguenze si è visto con la Survey of Consumer Expectations della NY Fed, che ha riportato ad aprile un significativo aumento della difficoltà delle famiglie a reperire prestiti.
- Un ultimo tassello per lo scenario dei tassi verrà dalle **review del sistema bancario** in via di preparazione da parte della Fed e dell'FDIC, in pubblicazione il 1° maggio. A ridosso della prossima riunione, la Fed avrà un quadro più chiaro dei rischi per il sistema bancario nel suo complesso, e per le banche piccole e medie in particolare, con informazioni potenzialmente rilevanti per decidere se attuare una pausa o proseguire con un altro rialzo.
- La **previsione per l'esito del prossimo FOMC** è, per ora, estremamente incerta. A nostro avviso è probabile che, di nuovo, si discuta fra due alternative: tassi fermi o rialzo di 25 pb, in assenza di un chiaro consenso coagulato in anticipo su una delle due opzioni. Probabilmente, **il bias è marginalmente a favore di un rialzo**, ma le due ipotesi saranno entrambe saldamente sul tavolo. Riguardo al **sentiero successivo**, la nostra previsione è allineata con quella della Fed e vede una pausa almeno fino all'arrivo conclamato della recessione. Su questo punto, l'esperienza degli anni '70 dovrebbe spingere il Comitato a resistere alla tentazione di svoltare in tempi rapidi. È vero però che le recessioni causate o accelerate da eventi finanziari sono più dolorose di quelle puramente economiche, e l'incertezza dello scenario nel 2023 non può essere sottovalutata. Navigazione a vista, dunque, con un bias verso tassi più elevati di quelli scontati dal mercato.

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



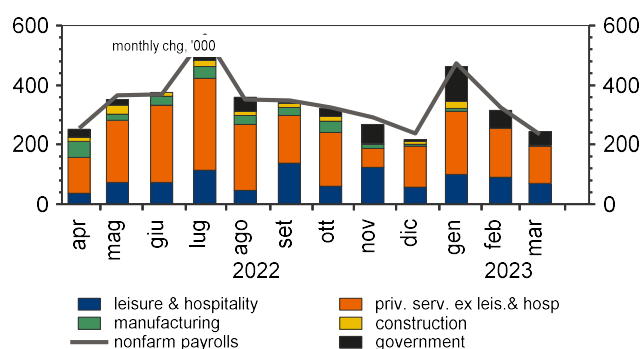
Fonte: Federal Reserve Board

Focus sull'evoluzione del credito bancario



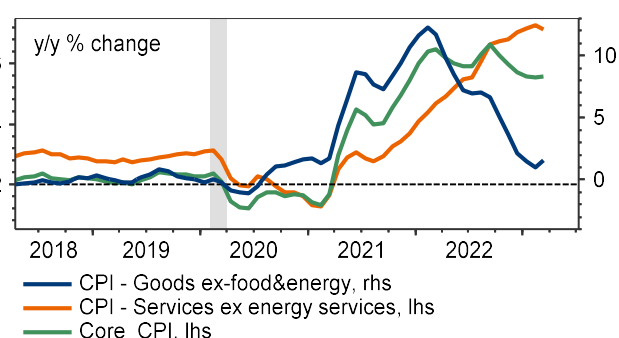
Fonte: Federal Reserve Board, previsioni FMI

La dinamica occupazionale è di nuovo in rallentamento



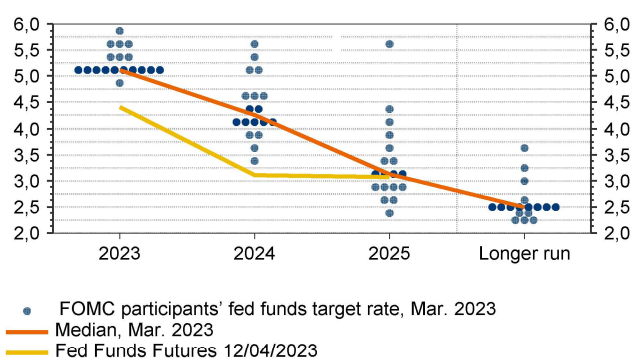
Fonte: BLS

L'inflazione core rimane ostinatamente elevata



Fonte: BLS

Scenari dei tassi divergenti fra Fed e mercato



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
Real GDP	0.4	1.2	1.9	1.8
Dec. projection	0.5	1.6	1.8	1.8
Unemployment rate	4.5	4.6	4.6	4.0
Dec. projection	4.6	4.6	4.5	4.0
PCE inflation	3.3	2.5	2.1	2.0
Dec. projection	3.1	2.5	2.1	2.0
Core PCE inflation	3.6	2.6	2.1	
Dec. projection	3.5	2.5	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	5.1	4.3	3.1	2.5
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 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.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

Simone Zava

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

simone.zava@intesasnpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com