



Stati Uniti – Fed fra due fuochi: inflazione persistente e rischi di instabilità finanziaria

Giovanna Mossetti

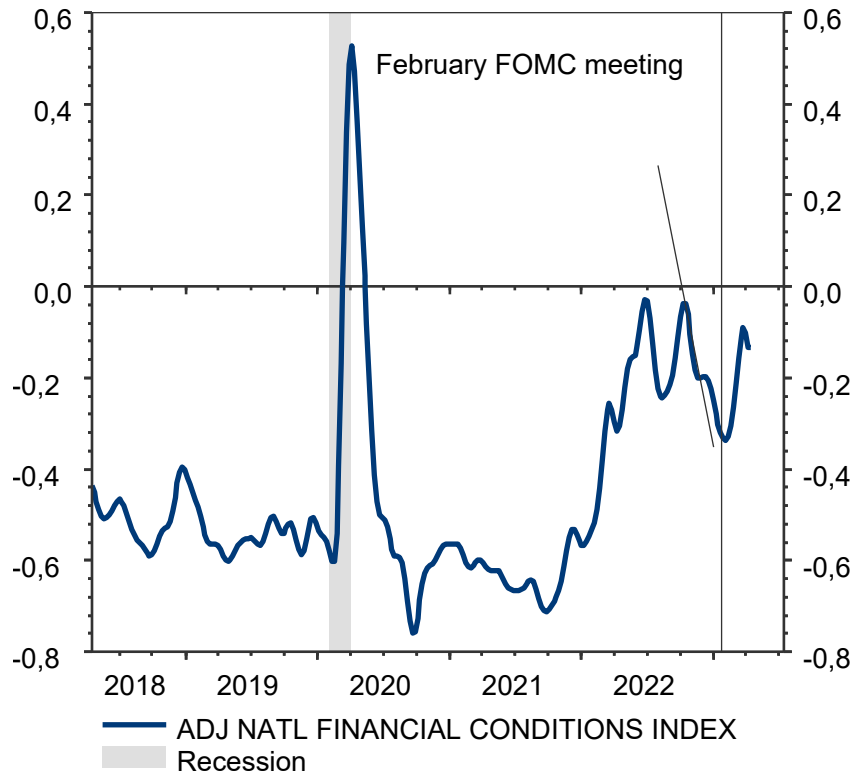
Macroeconomic Research

Direzione Studi e Ricerche

19 aprile 2023

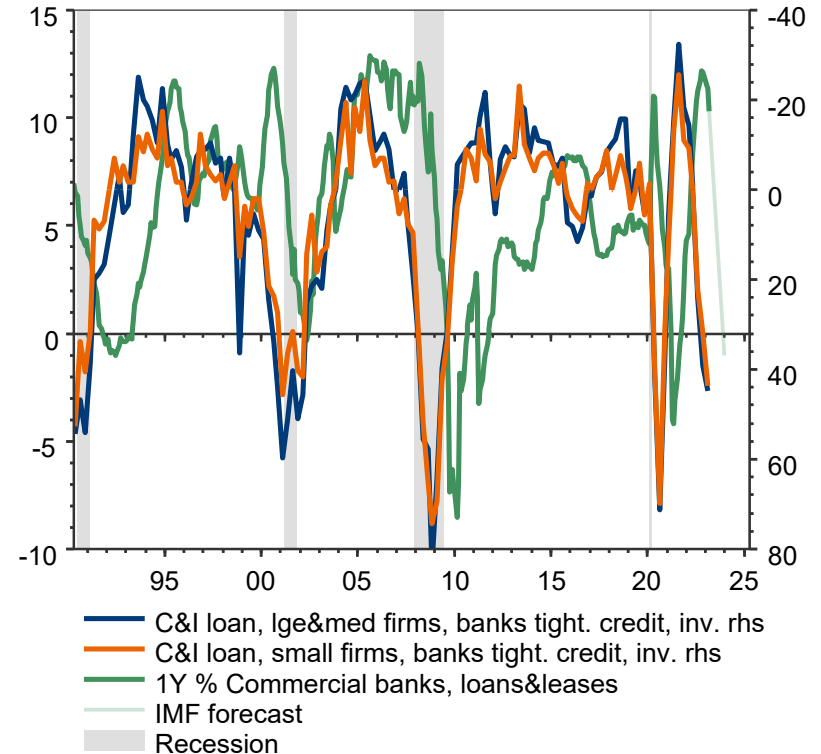
Dopo la crisi bancaria, più incertezza

Le condizioni finanziarie sono cambiate dopo i fallimenti bancari



Fonte: Chicago Fed

La restrizione del credito bancario già in atto verrà amplificata dalla crisi

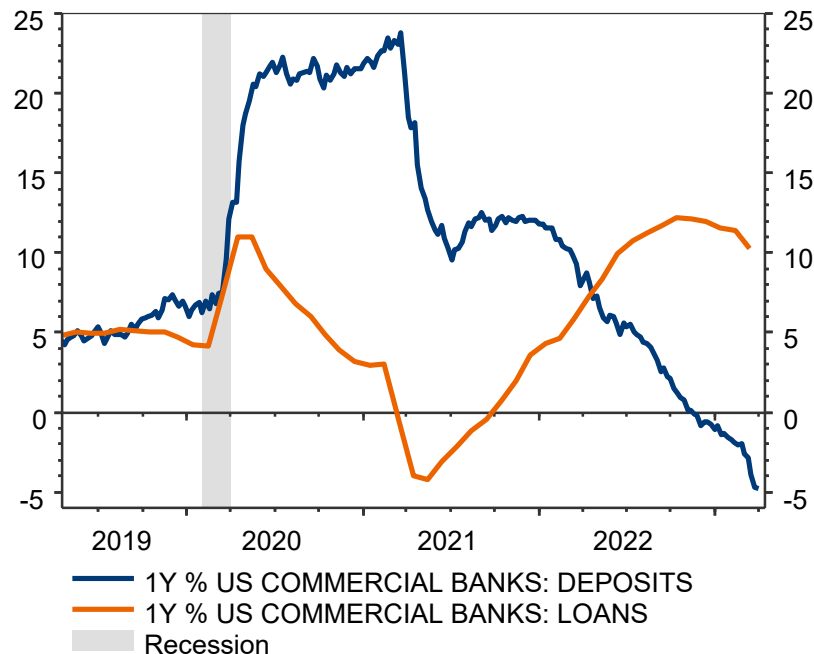


Fonte: Federal Reserve Board, FMI

Il calo dei depositi era già in atto, i flussi sono ora in via di assestamento

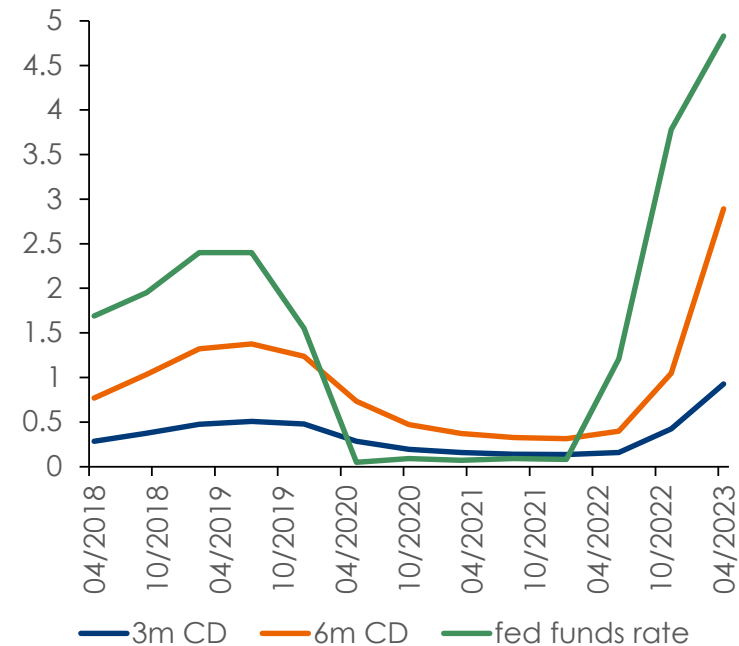
2

Il calo dei depositi era iniziato ben prima della crisi bancaria...



Fonte: Federal Reserve Board

...in risposta al differenziale fra i tassi di mercato monetario e quelli pagati sui depositi bancari

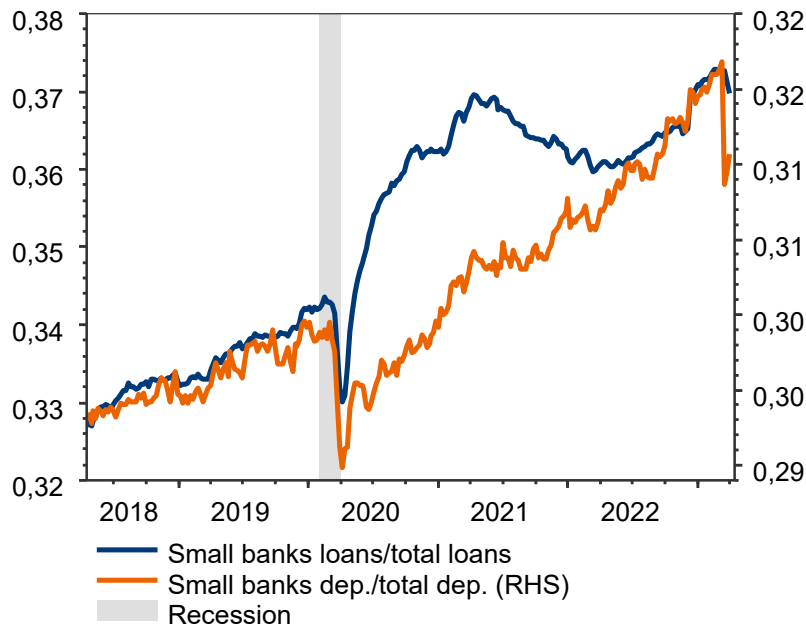


Nota: tassi medi sui CD. Fonte: Federal Reserve Board, depositaccount.com

La Fed ha contrastato efficacemente la crisi, ma i rischi e la fragilità sono aumentati

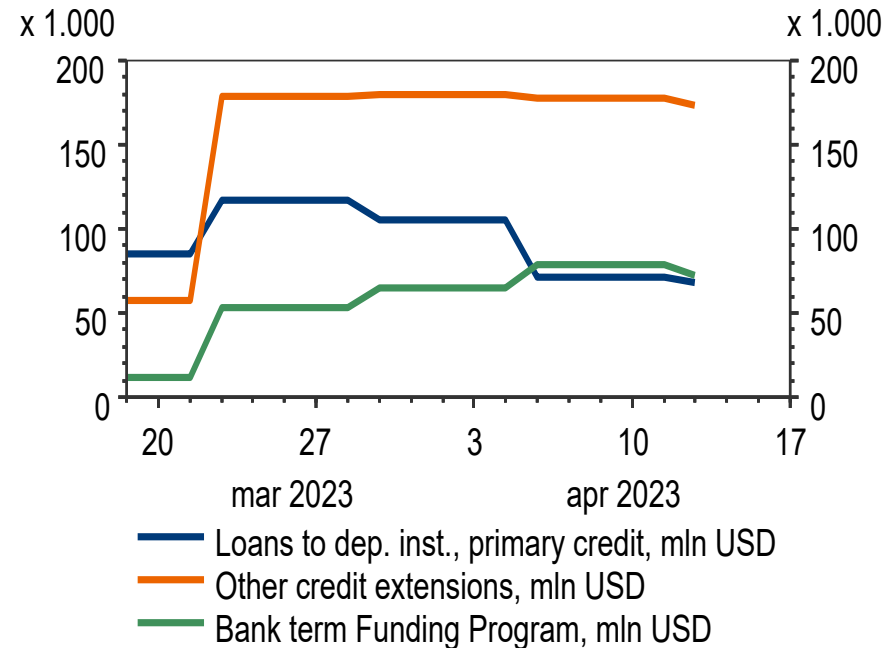
“Our banking system is sound and resilient, with strong capital and liquidity.”
(J. Powell, 22.3.2023)

Le banche «piccole» hanno un ruolo sistemico



Nota: il calo dei depositi a fine marzo è dovuto al trasferimento dei depositi delle banche fallite a banche di maggiore dimensione. Fonte: Federal Reserve Board

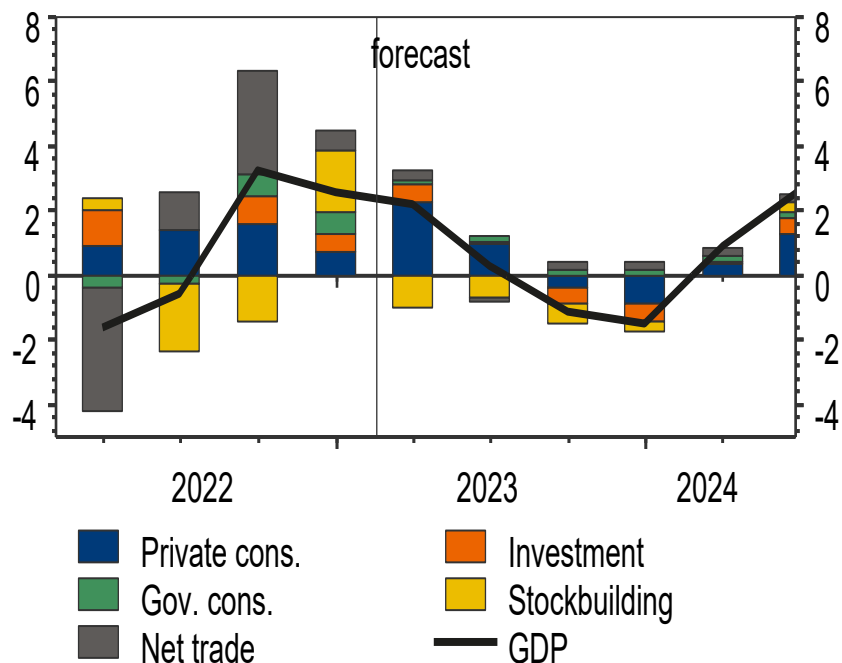
Finestra di sconto e finanziamenti di emergenza: le banche si sono preparate al peggio



Nota: Other credit extensions: prestiti per la gestione di SVB e Signature Bank. Fonte: Federal Reserve Board

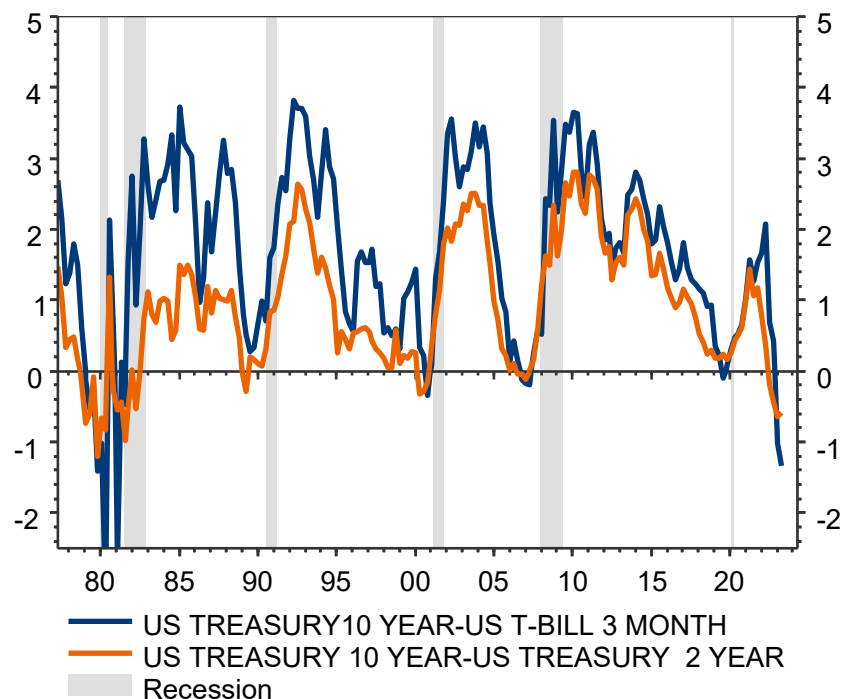
La ripresa prosegue, ma ...

La riaccelerazione della domanda domestica finale prevista nel 1° trimestre è probabilmente transitoria



Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

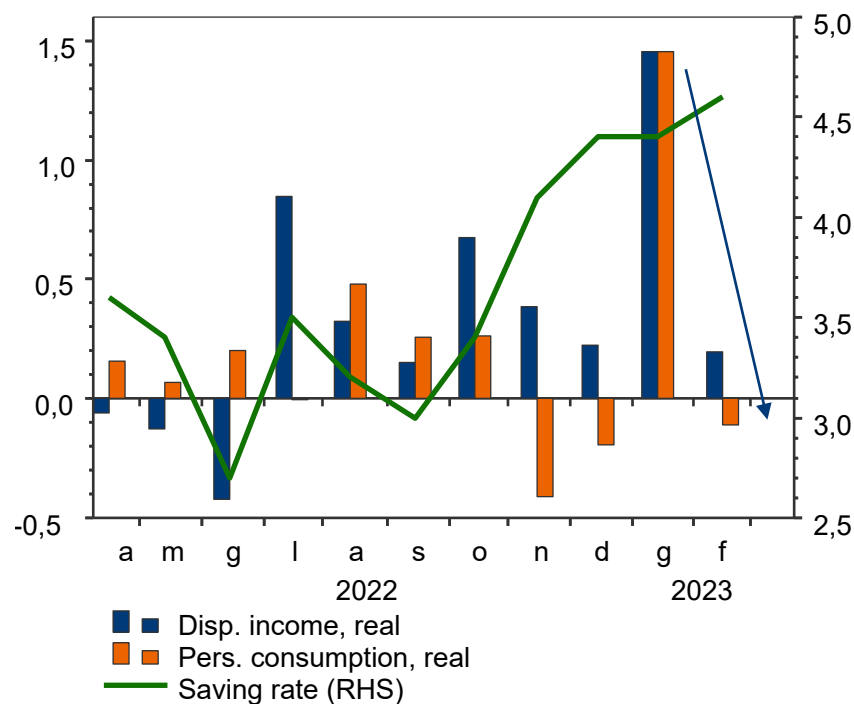
La restrizione monetaria genera venti di recessione



Fonte: Refinitiv-Datastream

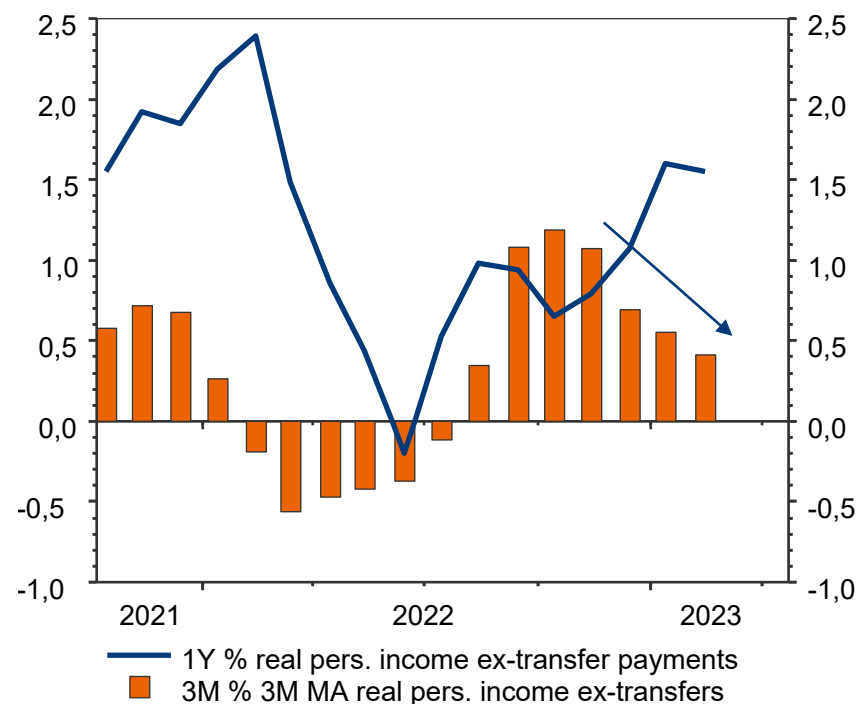
... la spinta dei consumi si ridurrà

Il boom dei consumi a inizio anno appare transitorio...



Nota: variazioni % m/m. Fonte: BEA

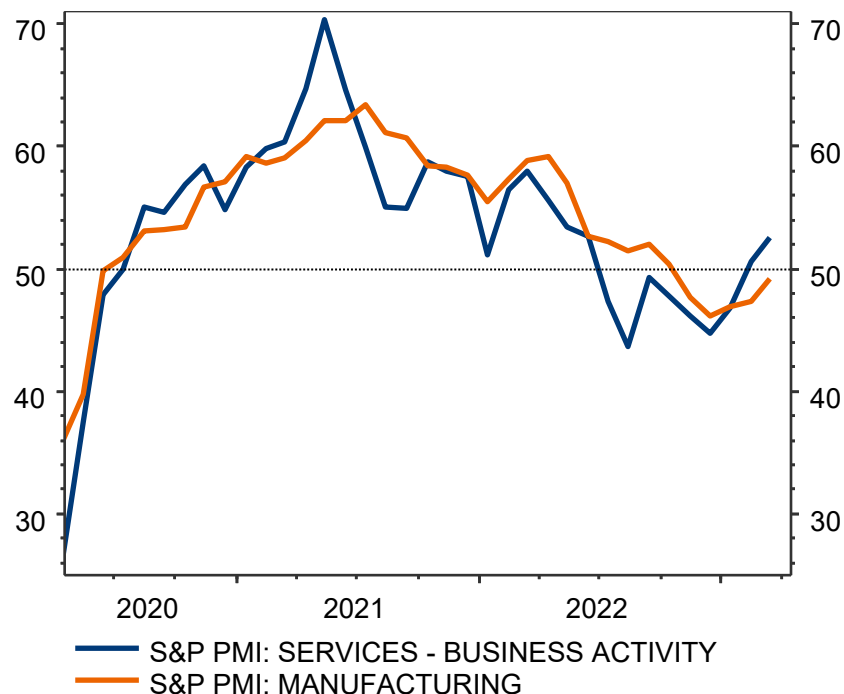
...e la dinamica del reddito reale sta rallentando



Fonte: BEA

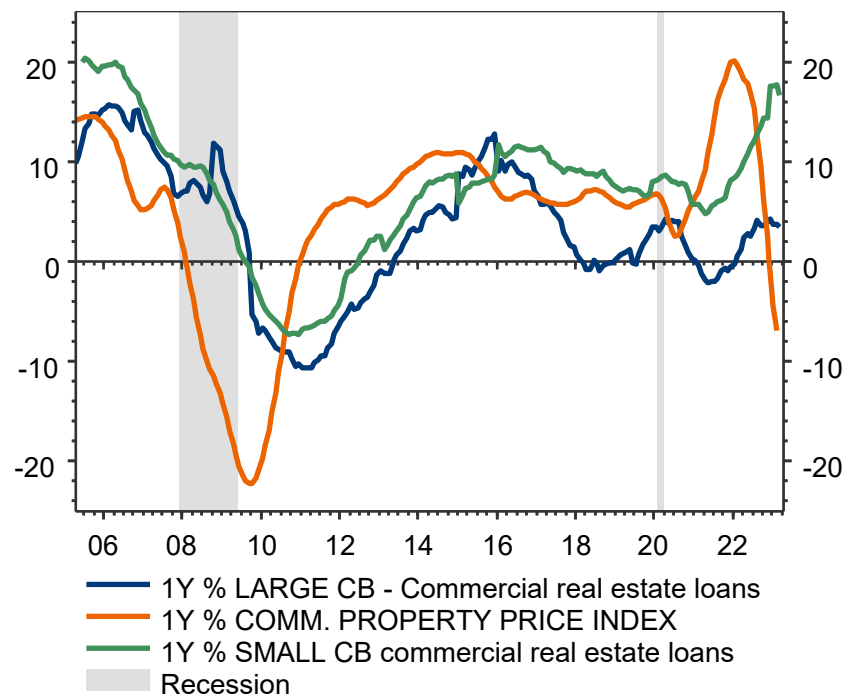
Attività delle imprese: espansione nei servizi, recessione nel manifatturiero, rischi nell'edilizia

I servizi restano in espansione, il manifatturiero in recessione



Fonte: S&P Global

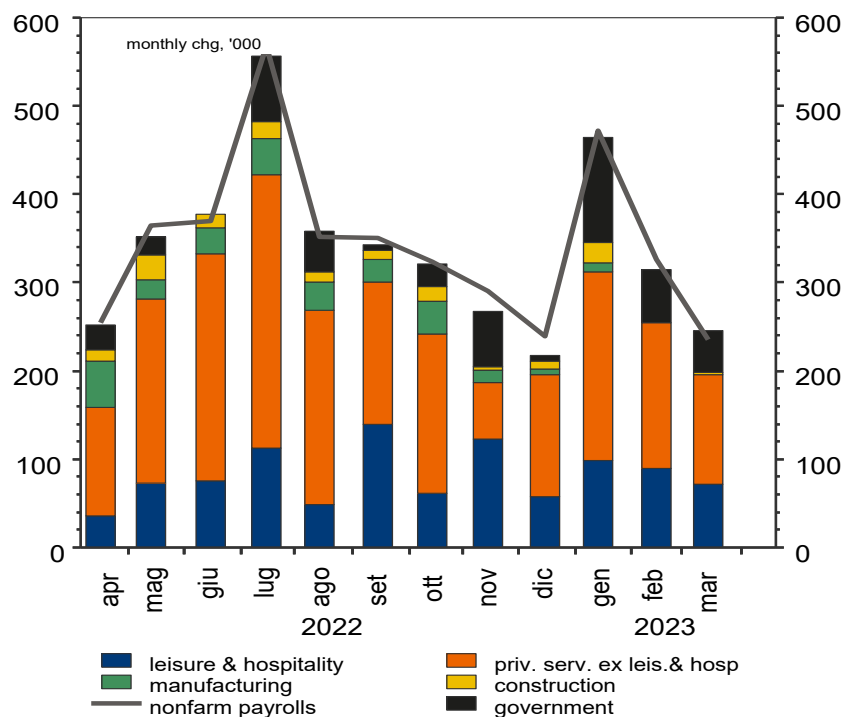
Investimenti in costruzioni non residenziali: un fattore di rischio da monitorare



Fonte: Federal Reserve Board, Real Capital Analytics

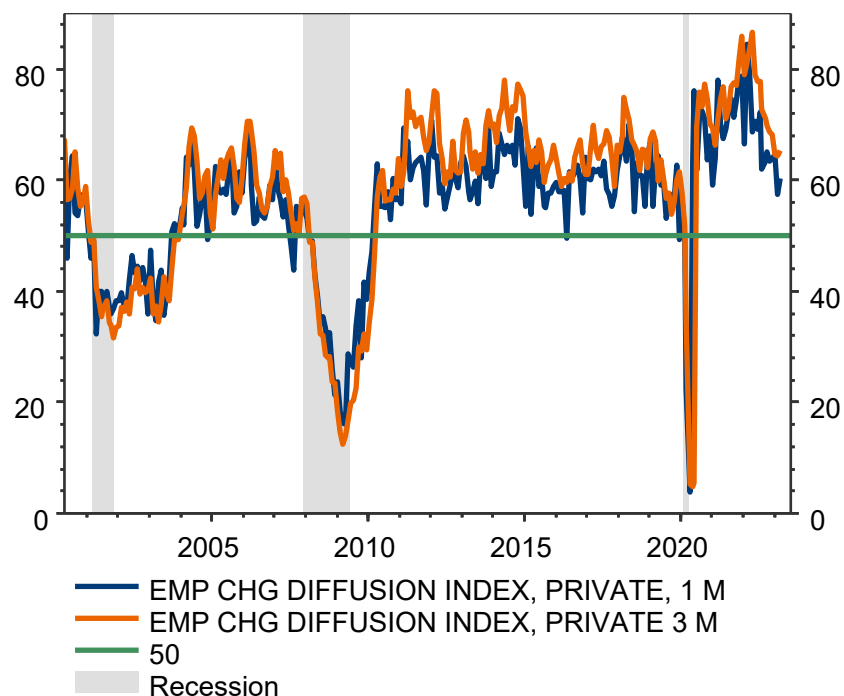
Mercato del lavoro vicino a un punto di svolta?

La dinamica occupazionale è in calo
sia in termini di dimensione...



Fonte: BLS

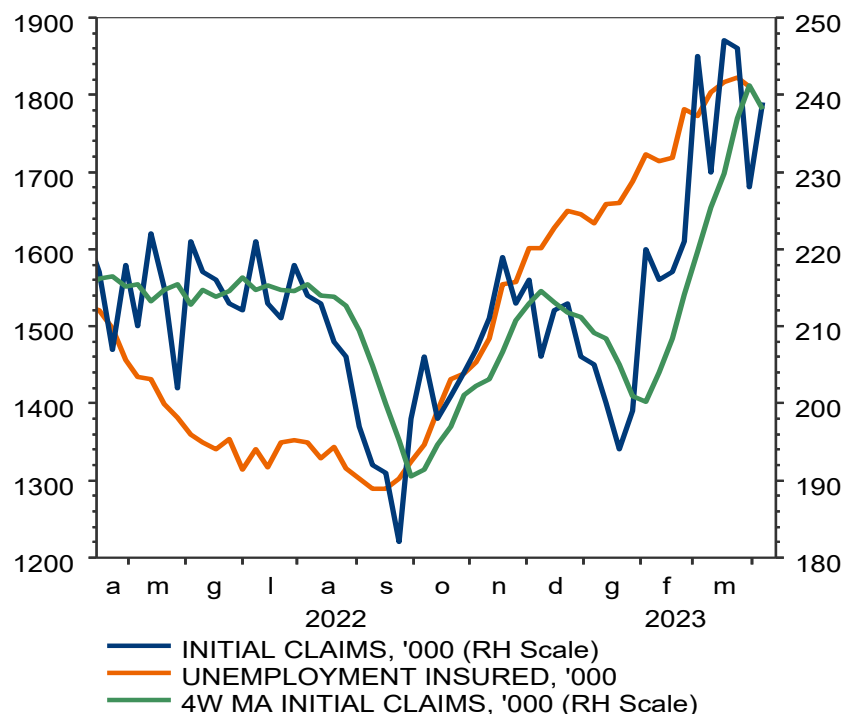
...sia in termini di diffusione



Fonte: BLS

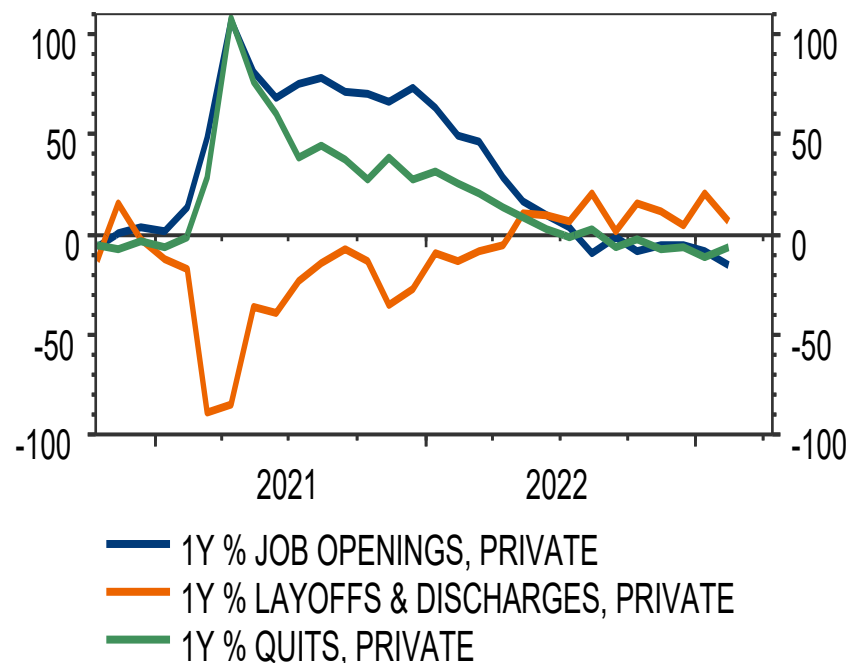
Segnali di rallentamento della domanda di lavoro...

I sussidi di disoccupazione danno un segnale importante di possibile svolta del mercato del lavoro...



Fonte: BLS

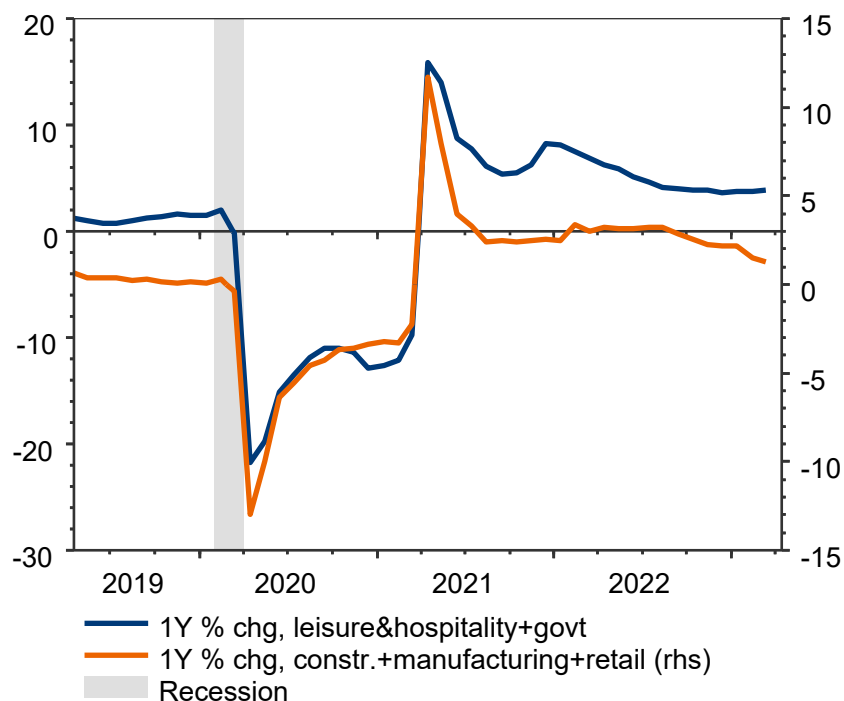
...rafforzato dal calo delle posizioni aperte (-15% a/a) e delle dimissioni volontarie, e dall'aumento dei licenziamenti



Fonte: BLS

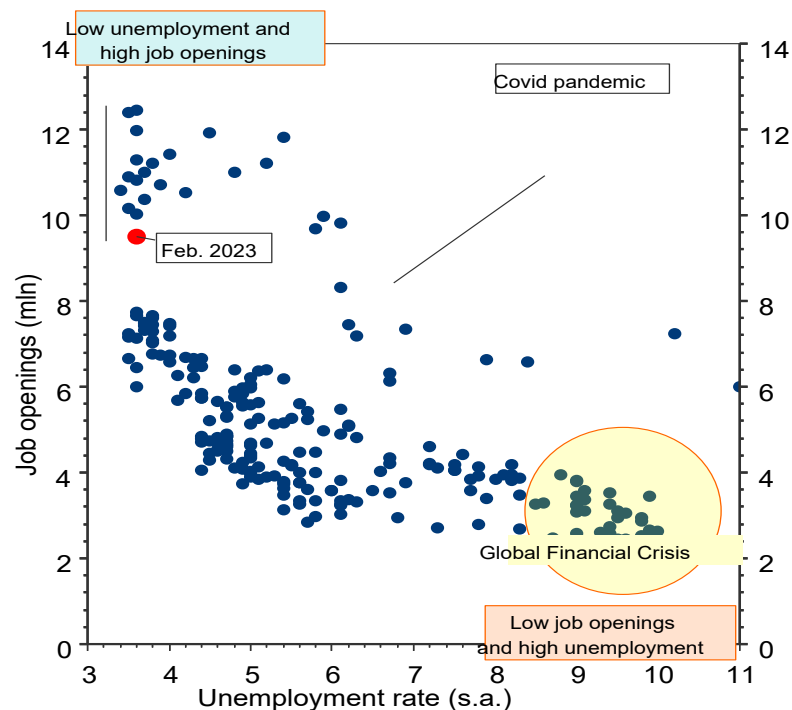
... ma non ancora sufficienti...

Due mercati del lavoro paralleli: crescita nei settori che non hanno recuperato i livelli pre-pandemici, contrazione negli altri settori



Fonte: BLS

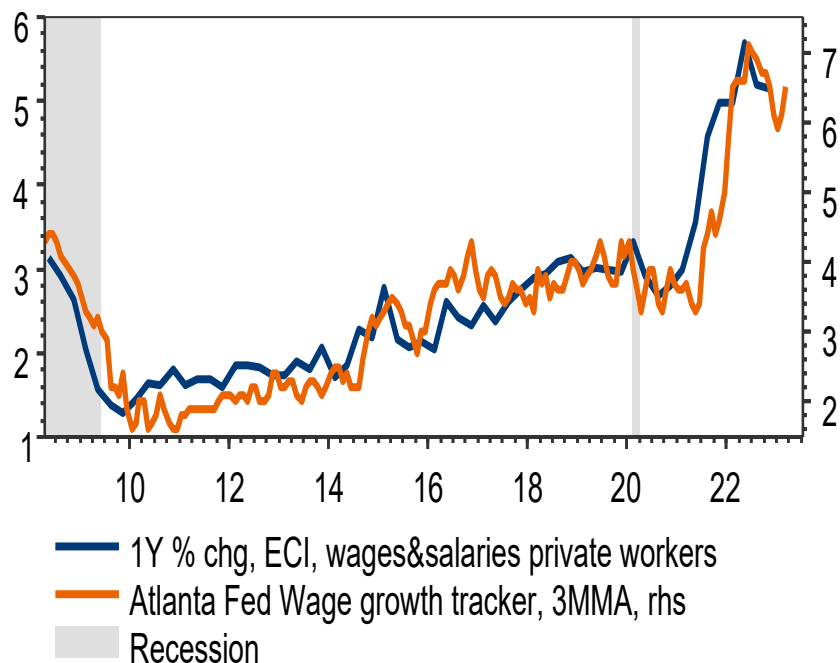
La curva di Beveridge si sta normalizzando: posizioni aperte in calo, ma sempre elevate, tasso di disoccupazione ancora basso per via dell'offerta di lavoro scarsa



Fonte: BLS

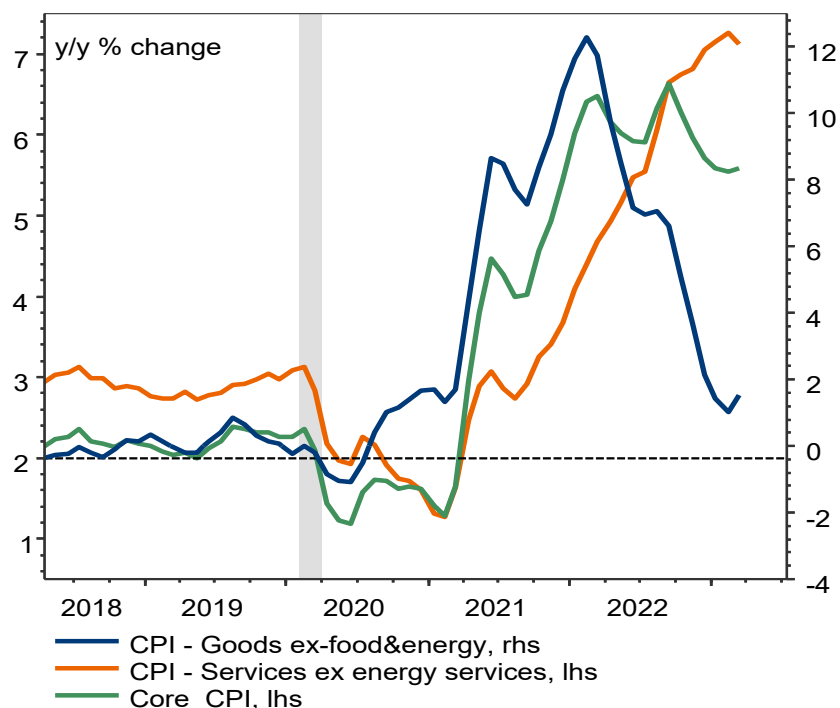
...a far rallentare la crescita di salari e prezzi

Inerzia nel trend della dinamica salariale...



Fonte: BLS, Atlanta Fed

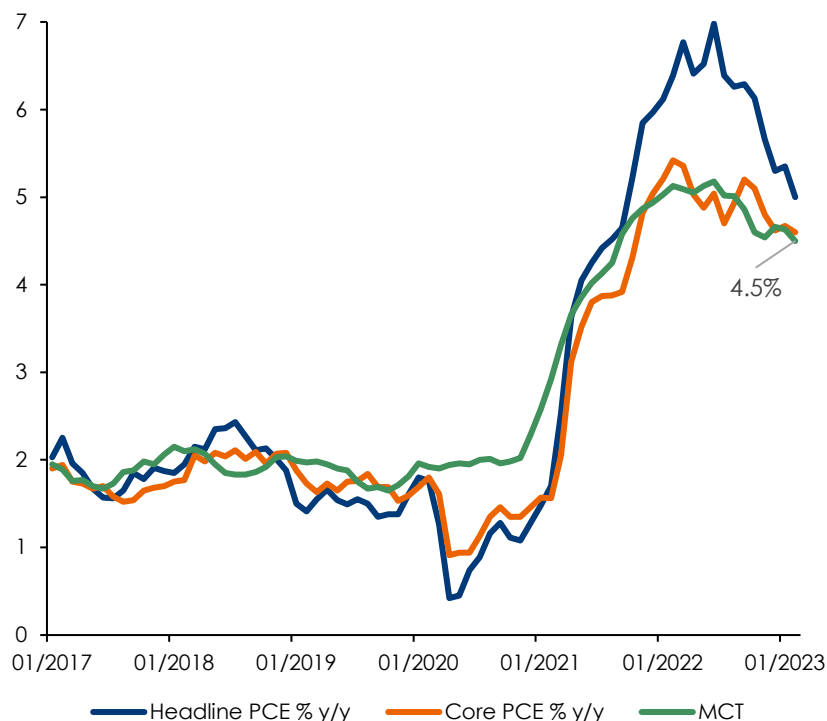
...e in quello dell'inflazione core, sempre spinta dai servizi



Fonte: BLS

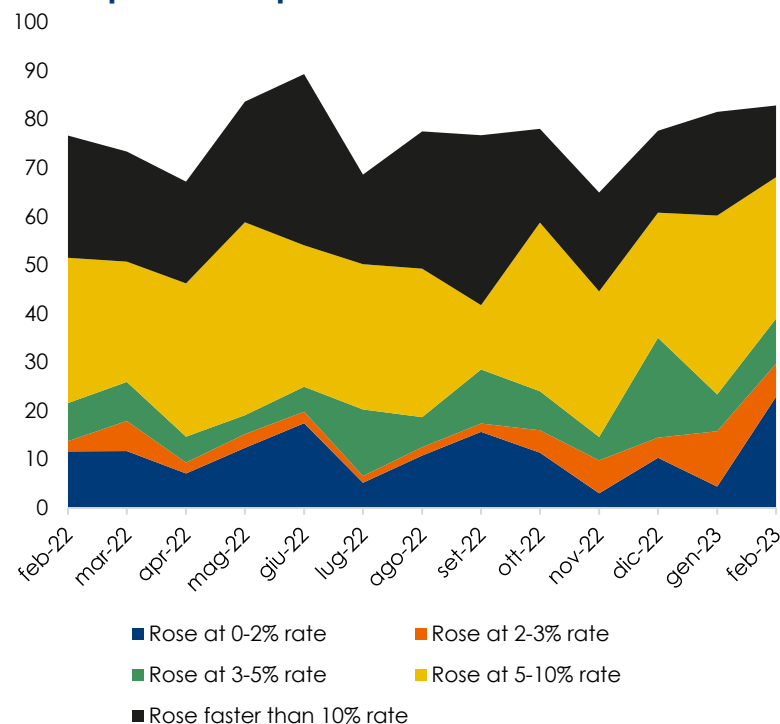
Inflazione core persistente

L'inflazione è elevata e persistente



Nota: MCT=multivariate core trend stima il trend dell'inflazione core come somma di trend comuni e settoriali ponderati per le quote di spesa. Fonte: BEA, NY Fed

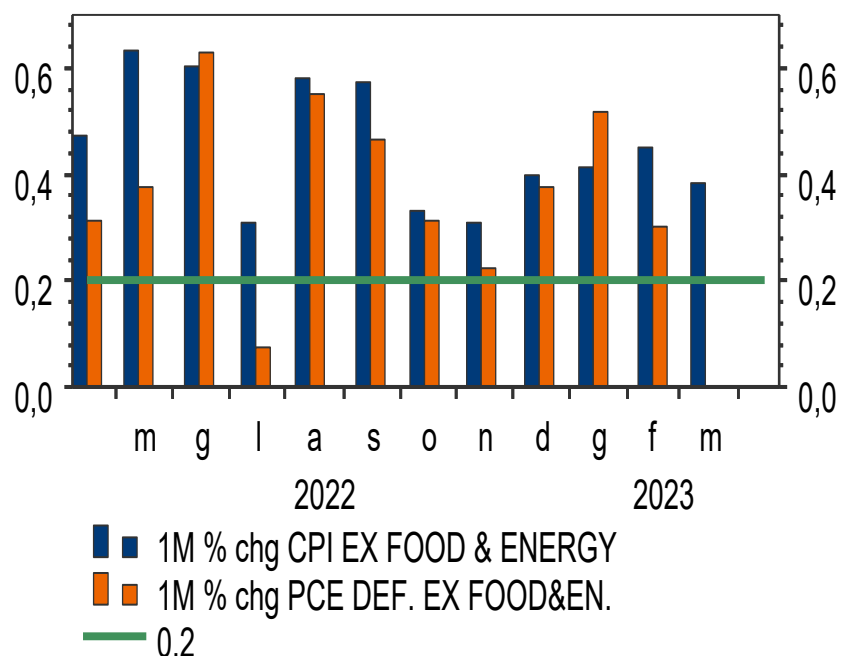
Dispersione dell'inflazione: ancora elevata (44%) la percentuale di spesa con prezzi in rialzo >5% ann.



Nota: percentuale di componenti mensili, ponderati in base alla loro quota sulla spesa totale, per i quali i prezzi sono cresciuti tra 0-2% (a un tasso annuo); tra 2-3%; tra 3-5%; tra 5-10%; oltre il 10%.. Fonte: Dallas Fed

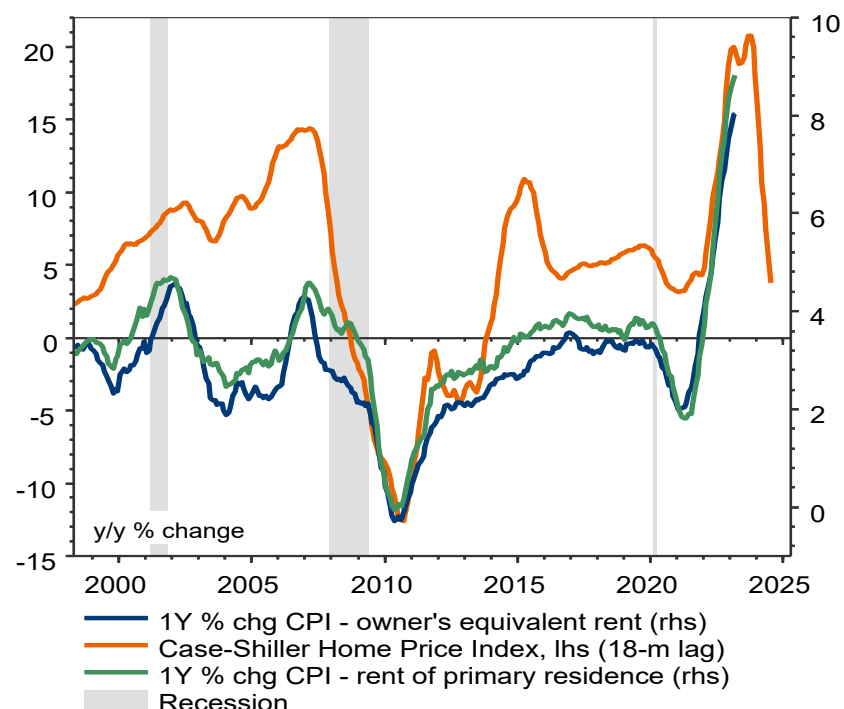
Per confermare la discesa dell'inflazione, devono svoltare i servizi

Il trend dell'inflazione core non convince



Fonte: BLS, BEA

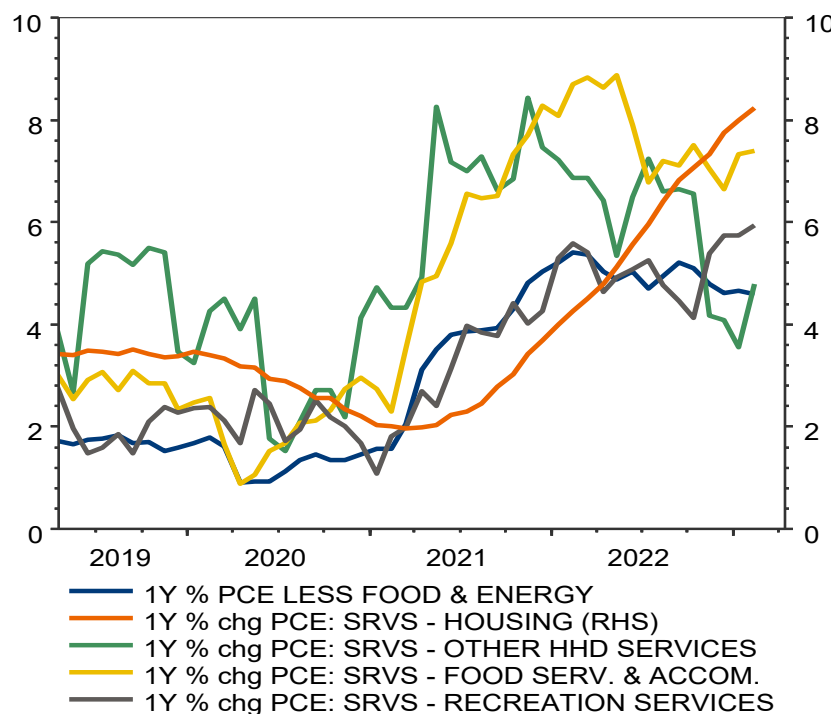
La componente abitazione è vicina alla svolta, ma non basterà



Fonte: BLS, Refinitiv-Datastream

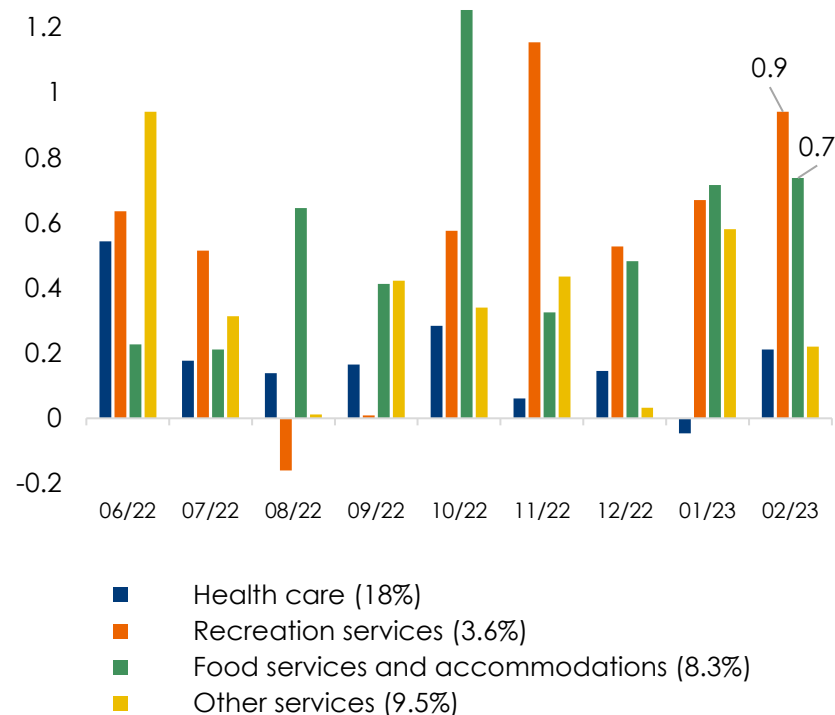
Servizi core ex-abitazione: rischi per il trend dell'inflazione

I prezzi dei servizi ex-abitazione, con un peso >50% nel deflatore core, sono influenzati dal costo del lavoro



Fonte: BEA

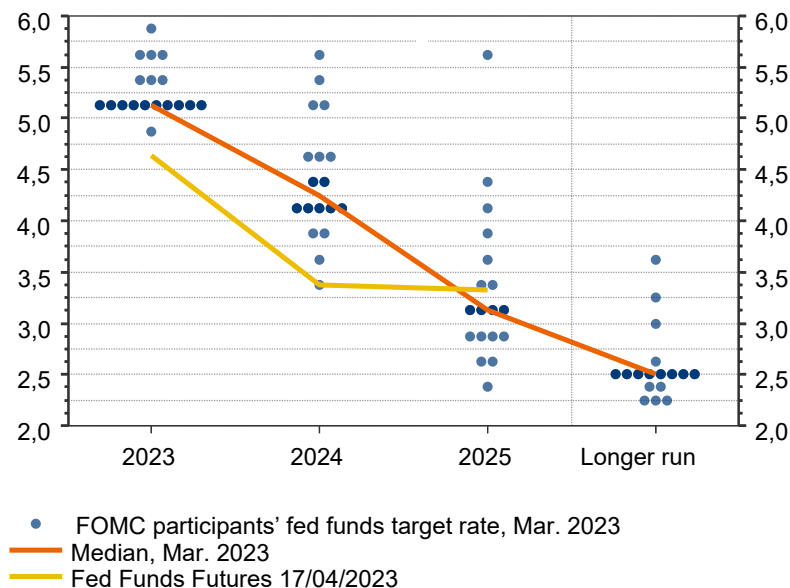
Per ora non si vede un trend in calo



Fonte: BEA

Fed: porta aperta per un ultimo rialzo

Aspettative di mercato volatili, la Fed mantiene la rotta



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

■ Il **FOMC** ha lasciato aperta la porta per un ultimo rialzo di **25pb, a 5,25%**. La guidance segnala che “un po' di ulteriore restrizione potrebbe essere appropriata”, ma sottolinea l'incertezza causata dall'evoluzione della crisi bancaria. Lo scenario centrale della Fed ora include una recessione.

■ Una parte del FOMC ritiene che l'inflazione elevata e persistente e il mercato del lavoro sotto pressione richiedano tassi più alti. Altri sono più inclini alla cautela, per valutare l'entità e la durata della restrizione del credito generata dalla crisi bancaria.

■ **Prevediamo un ultimo rialzo di 25pb a maggio e tassi fermi sino a fine 2023, con rischi verso il basso.**

Importanti comunicazioni

Certificazione degli analisti

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.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 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.

A cura di:

Giovanna Mossetti (Economista USA e Giappone)

Macroeconomic Research - Direzione Studi e Ricerche - Intesa Sanpaolo