

## Macro Rapid Response

### La Fed apre la porta a una pausa prolungata

La riunione del FOMC si è conclusa con l'atteso rialzo di 25 pb e l'abolizione della forward guidance. Il Comitato ha discusso una pausa, ma non per questa riunione. Il punto centrale è che il FOMC non si aspetta più altri rialzi, anche se è disposta a fare di più, se necessario. Le decisioni verranno prese riunione per riunione, valutando non solo l'evoluzione dei dati, ma anche la restrizione cumulata e gli effetti della restrizione del credito. Lo scenario centrale è di tassi fermi al 5,25% per diversi trimestri.

*"In determining the extent to which additional policy firming may be appropriate to return inflation to 2 percent over time, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments."* (Comunicato stampa, 3 maggio 2023)

- La riunione del FOMC si è conclusa con un voto unanime a favore di un rialzo di 25 pb, che ha portato il tasso sui fed funds a 5,25%, e con l'abolizione della forward guidance. Da ora in poi, il FOMC seguirà un "approccio dipendente dai dati", e le decisioni verranno prese "riunione per riunione". L'informazione veramente rilevante emersa ieri è la **modifica del comunicato: la Fed non si aspetta più altri rialzi**, come affermava fino a marzo, ma segnala che monitorerà gli sviluppi economici e finanziari e gli effetti della restrizione monetaria e creditizia per valutare la necessità di eventuali ulteriori interventi. Come ha detto Powell, questo è un "cambiamento significativo".
- Powell ha affermato che c'era **un consenso diffuso a favore del rialzo** attuato ieri, e non ha voluto dire esplicitamente che si è aperta una fase di pausa. Il Comitato ha discusso una pausa, ma non per questa riunione. Tuttavia, Powell ha anche detto che ci si sta avvicinando alla fine dei rialzi, e "forse ci siamo già". Alla domanda se la politica monetaria sia sufficientemente restrittiva per riportare l'inflazione al 2%, Powell ha risposto che questa è una valutazione che deve essere fatta man mano, ma ha anche rimandato alla previsione mediana per i tassi pubblicata a marzo che vedeva il punto di arrivo a 5,25%. Powell ha notato che **la politica monetaria è restrittiva ora, con il tasso reale intorno al 2%, anche se ha aggiunto che la Fed è disposta a fare di più, se necessario**.
- Il comunicato elenca gli elementi che verranno presi in considerazione per decidere, riunione per riunione, il livello dei tassi appropriato: effetti cumulati dei rialzi, restrizione del credito, sviluppi economici e finanziari. Powell ha cercato di segnalare che le decisioni verranno prese in modo più "forward-looking", senza però chiarire in modo esplicito quali sono le informazioni che porterebbero il FOMC ad attuare una pausa a giugno e quali invece spingerebbero un nuovo rialzo. Come è stato notato durante la conferenza stampa, osservare i dati in uscita dà luogo a una valutazione basata sul passato e Powell, pur non volendo definire quali informazioni spingerebbero in una direzione o nell'altra, ha sottolineato che in questa fase è cruciale la **restrizione monetaria cumulata, unita a quella del credito**. I dati non saranno più gli elementi principali per la determinazione della politica monetaria.
- Questo punto assume ora un ruolo rilevante. Secondo Powell, la crisi bancaria è in via di risoluzione grazie agli interventi delle autorità e alla presa in carico delle tre banche in difficoltà. Tuttavia, Powell ha rilevato che, mentre la Fed ha una conoscenza approfondita del funzionamento della restrizione monetaria, **gli effetti della restrizione del credito sono molto più incerti e difficili da quantificare**. L'indagine sul credito bancario che verrà pubblicata l'8 maggio, secondo Powell, confermerà i trend di peggioramento delle condizioni e della disponibilità del credito a famiglie e imprese già emersi nei trimestri passati.
- Powell non ha voluto dire se lo staff ha modificato la stima di "recessione mite" prevista a marzo, rinviando ai verbali, ma ha ammesso che lo scenario atteso non è cambiato significativamente. La sua opinione è che lo scenario centrale sia di crescita sotto il potenziale, ma non di recessione, alla luce delle condizioni sempre tese sul mercato del

4 maggio 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

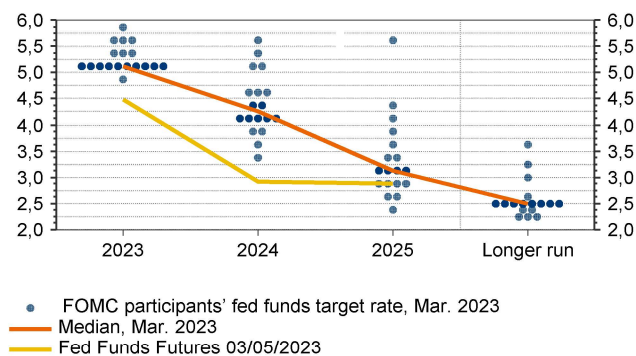
Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

lavoro. Secondo Powell, "forse questa volta è davvero diversa", dato che la domanda di lavoro continua a eccedere in misura così significativa e persistente l'offerta e potrebbe permettere un aggiustamento dell'inflazione senza un rialzo drammatico della disoccupazione, come è avvenuto in quest'ultimo anno. In quest'ottica, in ogni caso, il Comitato non condivide le previsioni del mercato per tassi in calo, non coerenti con l'evoluzione attesa di inflazione e salari.

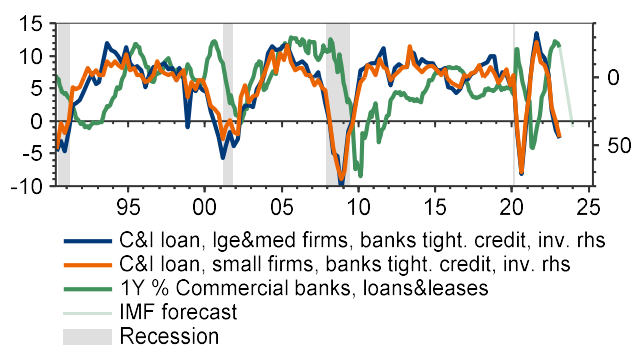
- Le previsioni per la politica monetaria da ora in poi verranno influenzate in misura importante anche dalla **politica fiscale**, su due fronti. Nel brevissimo termine, ovviamente pesa il conflitto ancora irrisolto sul **limite del debito**. Powell ha più volte ripetuto che su questo fronte non bisogna illudersi che la Fed possa mitigare le conseguenze di un mancato accordo e sottolineato che non bisognerebbe neppure dover discutere questa eventualità. Tuttavia, l'avvicinarsi della "data X", che secondo il Tesoro e il Congressional Budget Office potrebbe cadere già a inizio giugno, genererà crescente volatilità e tensione. Per il medio termine, saranno rilevanti i termini di un **eventuale compromesso** fra democratici e repubblicani per la risoluzione del conflitto. Se ci sarà un accordo di compromesso, la politica fiscale diventerà probabilmente più restrittiva nel 2024. D'altra parte, se invece i democratici otterranno il rialzo incondizionato del limite, prevarrà una **politica fiscale relativamente espansiva**, guidata dai programmi di spesa per infrastrutture, microchip e transizione energetica votati dal 2021 in poi.
- In conclusione, lo scenario centrale emerso dalla riunione è che **il livello dei tassi attuale sia considerato dal consenso del Comitato "sufficientemente restrittivo" e coerente con la prospettiva di una pausa prolungata**. La nostra previsione è in linea con l'aspettativa di tassi fermi nei prossimi trimestri e di svolta a inizio 2024, con rischi di un anticipo dei tagli a fine anno in caso di recessione meno mite delle attese.

#### La Fed prepara una pausa prolungata



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

#### Focus sull'evoluzione del credito bancario



Fonte: Federal Reserve Board, previsioni FMI

## 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

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