

Macro Rapid Response

Verbali FOMC: verso una “pausa armata”

I **verbali della riunione del FOMC** di maggio confermano la presenza di opinioni diverse riguardo a una pausa per i tassi a giugno. Tuttavia, l'ago della bilancia, sia a maggio sia ora, appare a favore di tassi fermi a giugno, con una probabile “pausa hawkish” prolungata nel 2023.

- I **verbali della riunione di maggio**, come atteso, hanno confermato la **dispersione di opinioni riguardo a una possibile pausa nel sentiero dei tassi**. Il Comitato era unanime nel ritenere appropriato un rialzo a maggio, ma era diviso nella valutazione dei rischi e della necessità di ulteriori interventi. Le opinioni riportate dai verbali sono rafforzate dai discorsi recenti, che segnalano che la discussione a giugno sarà accesa per via della presenza di due gruppi con visioni diverse riguardo alla valutazione dei rischi. **La nostra previsione è di tassi fermi a giugno a 5,25%**, anche se va rilevato che **i rischi sui tassi non sono bilanciati e sono orientati verso l'alto**, non solo a giugno ma anche nel resto dell'anno.
- Le **previsioni dello staff** includono, come a marzo, un rallentamento della crescita nei prossimi trimestri, con una **recessione “mite” più avanti nel 2023**, con inizio in autunno e fine nel 1° trimestre 2024. La crescita dovrebbe rimanere sotto il potenziale nel 2024 e nel 2025. Il tasso di disoccupazione è atteso in rialzo oltre il livello di più lungo termine a inizio 2024 e in calo dal 2025 in poi. L'inflazione core è prevista a 3,8% a/a a fine 2023 e poco sopra il 2% a/a a fine 2024. I rischi per le previsioni sono verso l'alto, sia per la crescita sia per l'inflazione. I partecipanti riportavano che gli interventi attuati per fare fronte allo stress sul sistema bancario sono stati efficaci. Molti partecipanti ritenevano che gli sviluppi recenti avessero generato un aumento della restrizione delle condizioni finanziarie, soprattutto per le banche medio-piccole. Anche se non erano evidenti segni di significativa riduzione dell'accesso al credito, in generale il Comitato ritenevano **probabile una restrizione del credito addizionale** nei prossimi trimestri, pur essendo ancora troppo presto per valutarne l'entità e la durata.
- Il **Comitato rimaneva preoccupato per l'inflazione**, giudicata “inaccettabilmente alta”, con pochi segnali di rallentamento della crescita dei prezzi dei servizi core ex-abitazione. I partecipanti ritenevano che il mercato del lavoro fosse ancora “molto sotto pressione”, ma notavano alcuni segnali di riduzione dell'eccesso di domanda, che dovrebbe proseguire in presenza di una politica monetaria restrittiva. In generale, il FOMC notava un significativo aumento dell'incertezza per lo scenario.
- Nella **discussione sui tassi**, tutti i partecipanti concordavano sulla necessità di proseguire sul sentiero dei rialzi e ritengono appropriato un intervento di 25 pb alla riunione di maggio. Per quanto riguarda lo scenario successivo, secondo i partecipanti, gli effetti ritardati della restrizione monetaria e gli effetti dell'ulteriore restrizione del credito generata dalle tensioni bancarie rendevano “meno certa la misura in cui potrebbero essere appropriati ulteriori aumenti dell'intervallo obiettivo”. Fra i fattori rilevanti per decidere ulteriori rialzi dei tassi sono citati la misura e la tempistica degli effetti della restrizione monetaria su crescita e inflazione, da un lato, e un possibile credit crunch dall'altro. Alcuni partecipanti rilevavano indicazioni di inizio di trasmissione della politica monetaria sulla crescita, mentre sul fronte del sistema bancario il quadro era ancora incerto. Inoltre, si sono discusse considerazioni di **gestione del rischio**. Il consenso quasi unanime su questo punto era che, con l'inflazione sempre elevata e il mercato del lavoro sotto pressione, “i rischi verso l'alto allo scenario di inflazione rimanevano un fattore chiave per determinare lo scenario di policy”.
- Il **quadro delle opinioni sul sentiero futuro dei tassi** è descritto in modo chiaro dai verbali. In generale, a maggio c'era ampia incertezza riguardo al grado di ulteriore restrizione necessaria, “molti” ritenevano importante lasciare aperte le opzioni dopo la riunione di maggio e tutti segnalavano l'importanza di monitorare da vicino l'evoluzione dello scenario. Tuttavia, nella quantificazione dei gruppi, si riporta che “alcuni” ritenevano probabile la necessità di altri rialzi, alla luce della lentezza con cui l'inflazione sta scendendo. Invece,

25 maggio 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

L'inflazione rimane il fattore principale nella determinazione della politica monetaria

Tassi: pausa o non pausa?

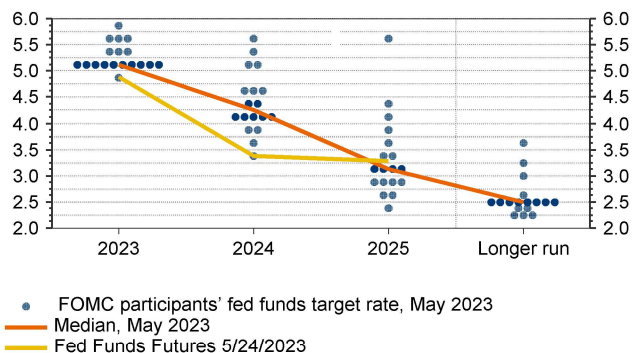
A maggio, non c'era un consenso sulla necessità di ulteriori rialzi, ma c'era una maggioranza secondo cui probabilmente non sarebbe necessario intervenire ancora

"diversi" notavano che in base alle loro previsioni, ulteriore restrizione dopo maggio "potrebbe non essere necessaria".

- Le informazioni dei verbali possono essere integrate ora con le opinioni espresse successivamente nei discorsi, che confermano l'assenza di un consenso, e la divisione in gruppi con bias opposti. Per adesso, il gruppo favorevole a una pausa è più ampio di quello orientato ad alzare a giugno. A nostro avviso, **l'ago della bilancia continua a pendere, come alla riunione di maggio, a favore di tassi fermi**, anche se i dati delle prossime settimane, oltre che l'evoluzione sul fronte del limite del debito, saranno cruciali.
- Il peso di **Powell** appare centrale nella determinazione del consenso, sia a maggio, sia probabilmente a giugno. La settimana scorsa, Powell ha chiarito la propria "inclinazione", affermando che la stance della politica monetaria ora è restrittiva e potrebbe non essere necessaria ulteriore restrizione. Tuttavia, **ieri Waller** (Board Fed) ha espresso un bias contrario, segnalando di essere favorevole a un altro rialzo a giugno o a luglio, alla luce dello scarso progresso sul fronte dell'inflazione. A suo avviso, tenendo conto di considerazioni di gestione del rischio, uno scenario ragionevole potrebbe essere **una pausa a giugno e un orientamento a favore di un intervento a luglio**, sulla base dei dati in arrivo.
- Sul fronte dei **dati**, ci saranno nuove informazioni su mercato del lavoro e inflazione prima di metà giugno: il deflatore di aprile (26 maggio), i nonfarm payrolls di maggio (2 giugno) e il CPI di maggio (13 giugno). Ovviamente, lo scenario dei tassi dipenderà anche dal superamento di inizio giugno senza un incidente sul limite dl debito. A nostro avviso, le informazioni macroeconomiche dovrebbero essere in linea con uno scenario di stabilizzazione dell'inflazione core e di indebolimento del mercato del lavoro e della crescita, quindi coerenti con un consenso, forse non unanime, per una pausa alla riunione di metà giugno. Il bias continuerà a non essere neutrale, con segnali di possibili ulteriori rialzi, se necessari, contrariamente alle aspettative del mercato di una svolta verso il basso relativamente rapida. A meno di Armageddon sul limite del debito, la "pausa hawkish" dovrebbe proseguire nel resto dell'anno.

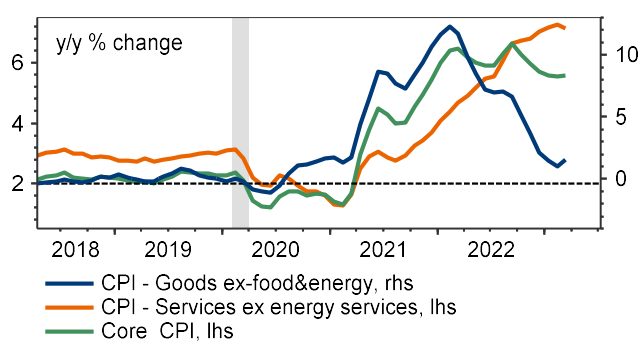
Probabile pausa a giugno, con rischi di ulteriori rialzi in base all'evoluzione dei dati

La divergenza fra mercato e Fed rimane ampia per il 2023-24: a nostro avviso la Fed prevarrà



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

L'inflazione core rimane ostinatamente elevata



Fonte: BLS

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