



**Stati Uniti – 2022: inizia
la lunga e rischiosa
marcia dei tassi**

Giovanna Mossetti

Direzione Studi e Ricerche - Intesa Sanpaolo

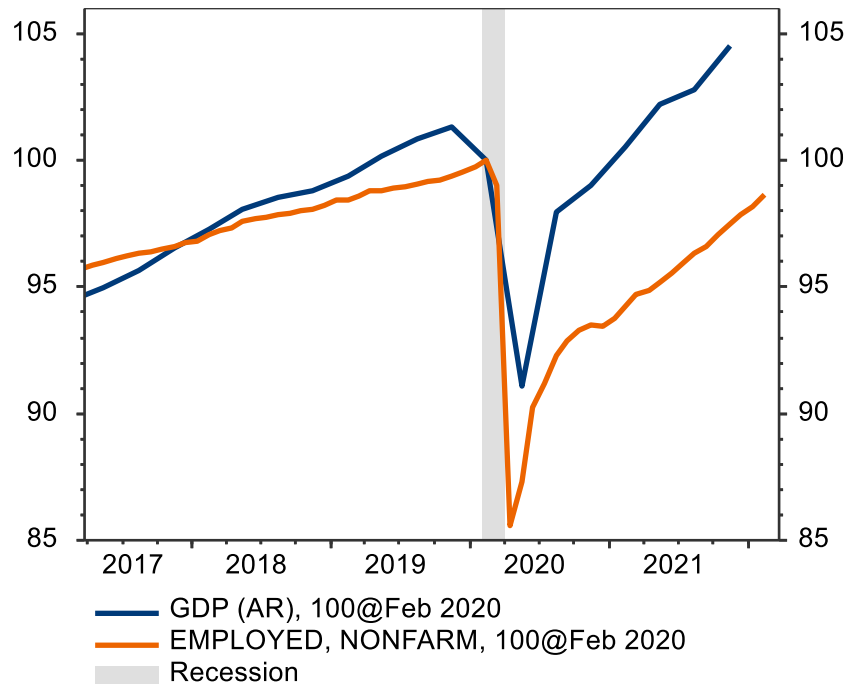
28.03.2022

Stati Uniti – Vademecum per il 2022

- **PIL – Previsione: 3,4% nel 2022 e 2,3% nel 2023.** Consumi locomotiva della ripresa, investimenti in crescita, con freni da canale estero e tassi. **Rischi verso il basso.**
- **Guerra in Ucraina** - Effetti modesti sulla crescita, grazie a posizione netta neutrale nel comparto energia e ampiamente positiva in quello agricolo. Impatto significativo sull'inflazione.
- **Mercato del lavoro** - Eccesso di domanda => accelerazione della dinamica salariale e ulteriore calo del tasso di disoccupazione.
- **Inflazione** - Previsione media 2022 a 6,8% nel 2022 e 2023 a 5,4%. Inflazione core media 2022 a 4,3% e 2023 a 2,8%. Picco dipendente da effetti della guerra, ma inflazione core spinta da servizi e spirale salari/prezzi. **Rischi verso l'alto.**
- **Politica monetaria** - Svolta con rialzo dei tassi previsto dal FOMC a 2% a fine 2022 e 3% nel 2023. Inizio imminente della riduzione del bilancio. Probabilità elevata di maggiori rialzi nel 2022. Tassi previsti in territorio restrittivo. **Rischi verso l'alto.**
- **Politica fiscale** - Impatto negativo, spesa pubblica in calo dai livelli del 2020-21.
- **Rischio principale: eccessivo rallentamento della crescita nel 2023** per via di 1) **rallentamento globale** e/o 2) inflazione core sempre elevata => **«errore» di policy in direzione restrittiva.**

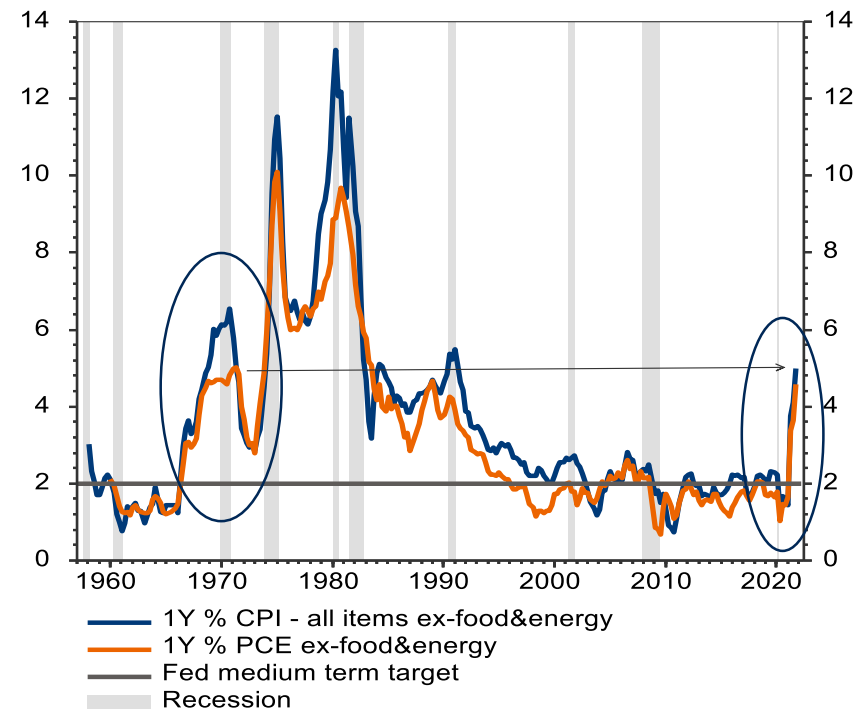
Il quadro macro in due grafici: dove siamo?

Il PIL è tornato sul sentiero di crescita pre-Covid, l'occupazione è ancora indietro



Fonte: BEA, BLS

L'eccesso di domanda di beni, servizi e lavoro ha spinto l'inflazione sui massimi da 40 anni



Fonte: BLS

Agenda

1 Domanda ancora forte, ma si accumulano le nubi

2 Mercato del lavoro sotto pressione

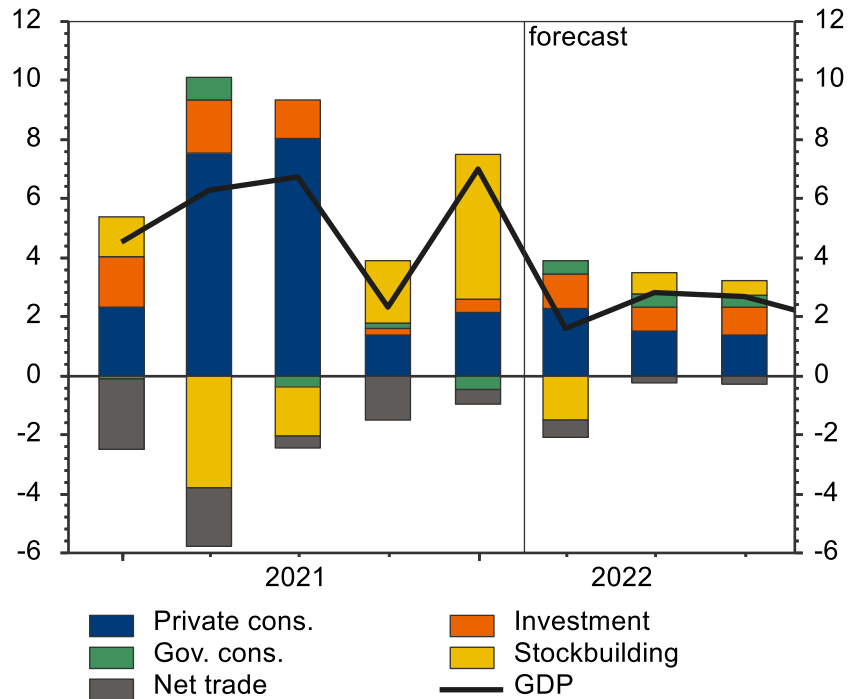
3 Inflazione fuori controllo

4 Politica monetaria all'attacco

5 Conclusioni: rischi di restrizione eccessiva

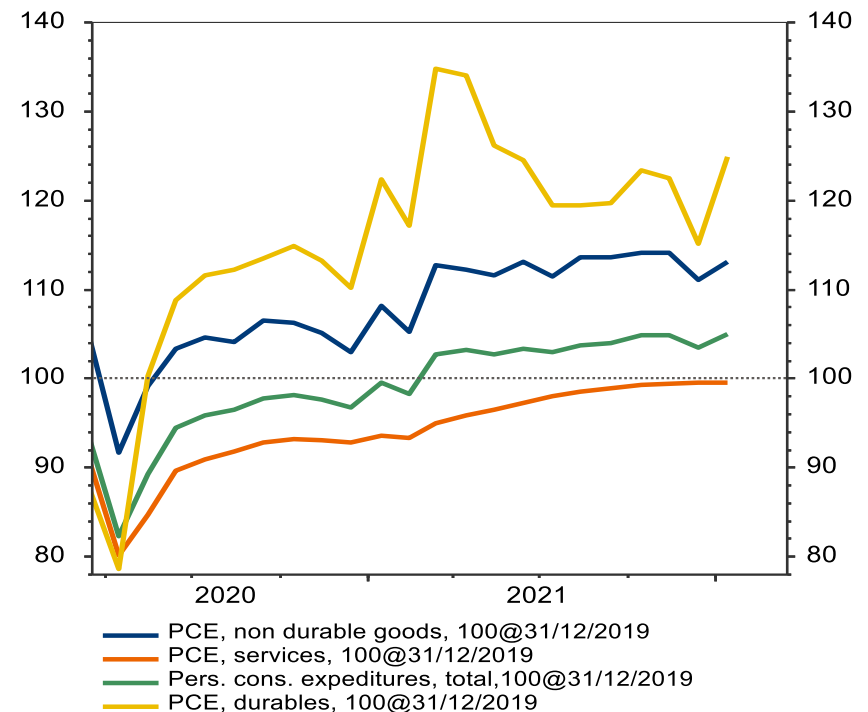
Gli USA vanno dove li portano i consumi

I consumi sono stati sostenuti prima dalla politica fiscale e poi dal mercato del lavoro



Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

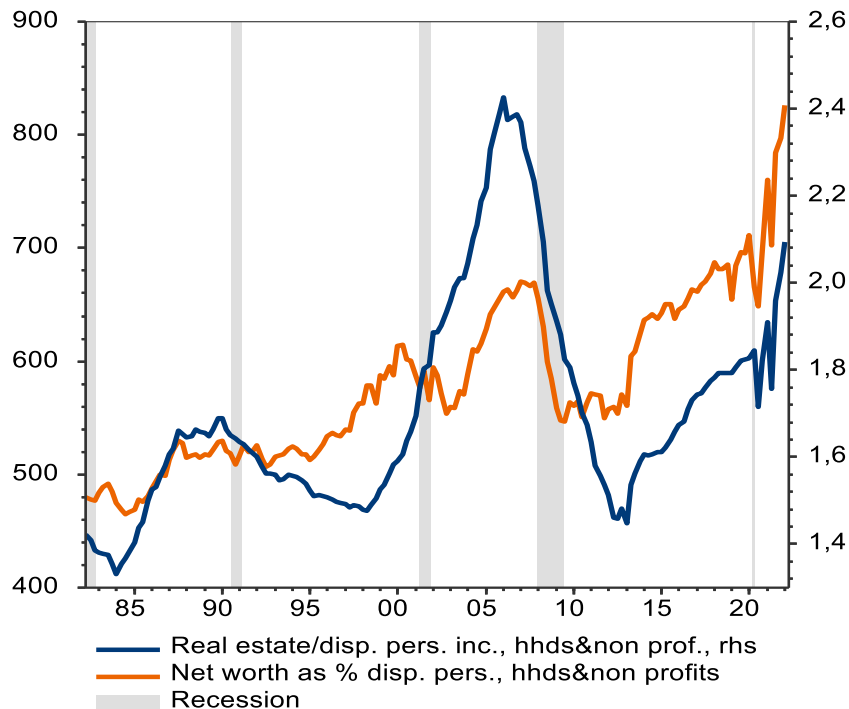
Il miglioramento del quadro pandemico dovrebbe rafforzare la domanda di servizi



Fonte: BEA

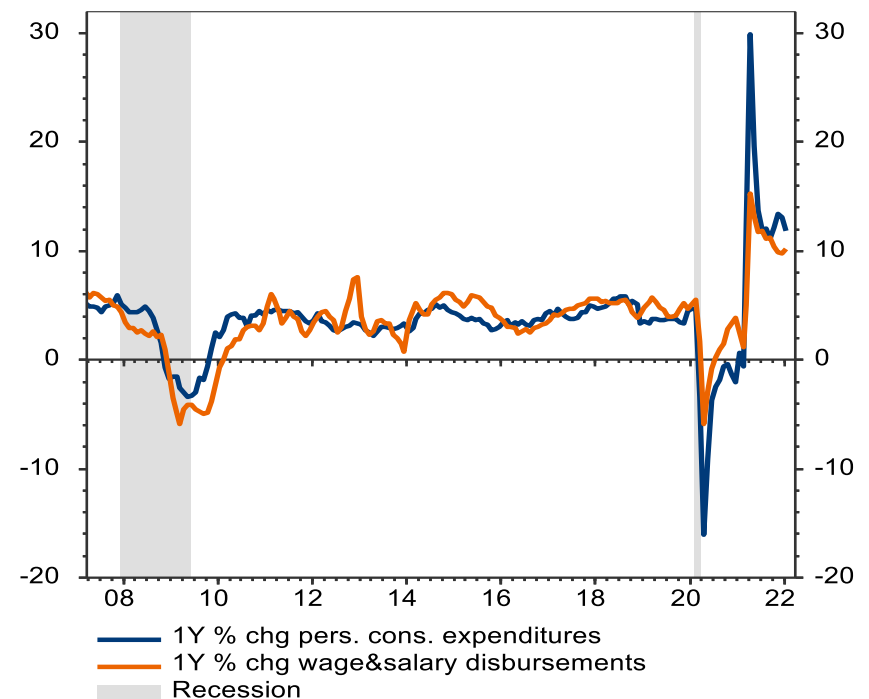
Reddito da lavoro e ricchezza immobiliare contrastano gli effetti dell'inflazione sui consumi

Ampio rialzo della ricchezza immobiliare



Fonte: Federal Reserve

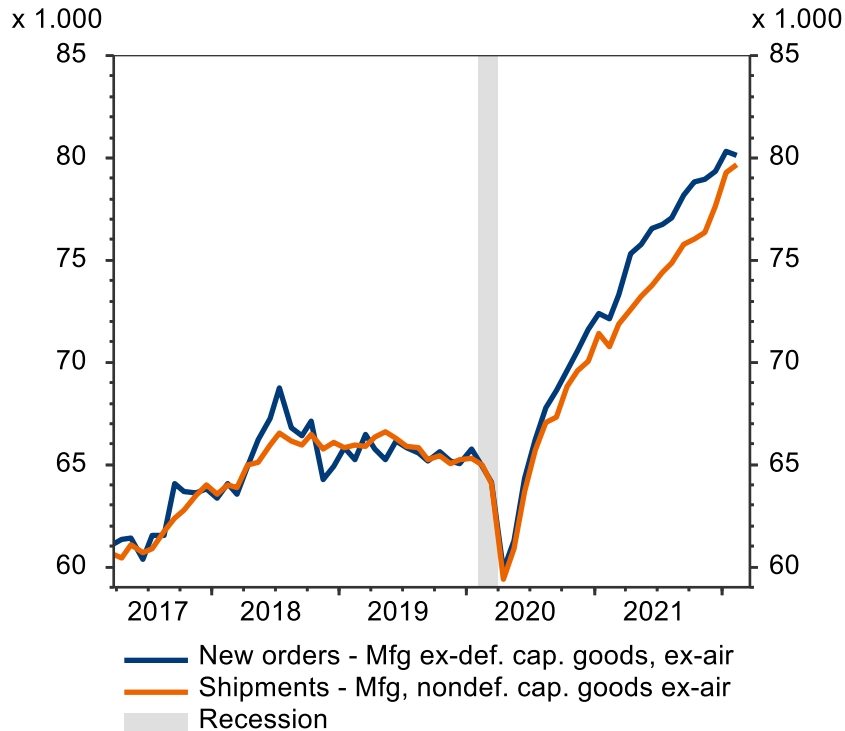
Aumenti di salari e occupazione compensano in gran parte il calo di potere d'acquisto delle famiglie



Fonte: BEA

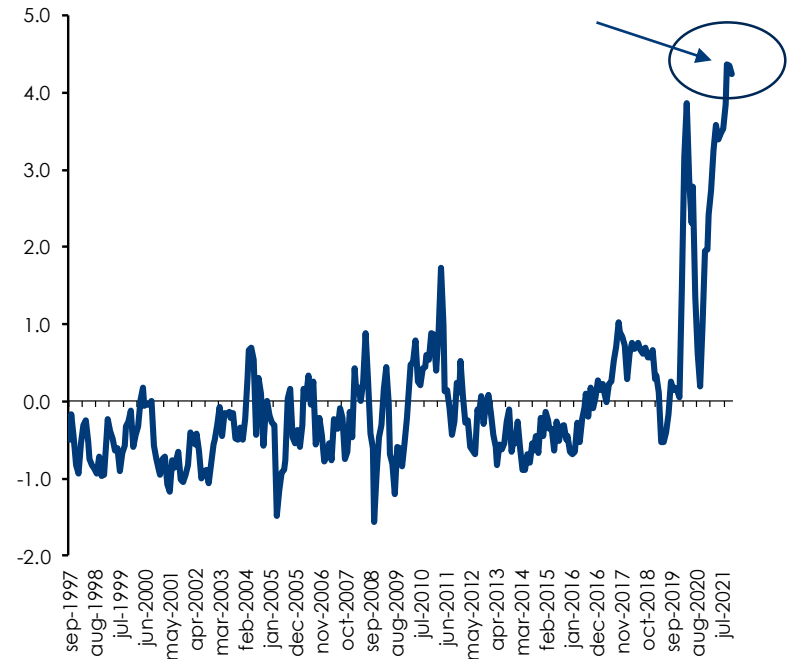
Il manifatturiero è frenato dai problemi dell'offerta, ma l'espansione prosegue

Ordini di beni durevoli in rialzo, consegne in accelerazione (prima della guerra)



Fonte: Census Bureau

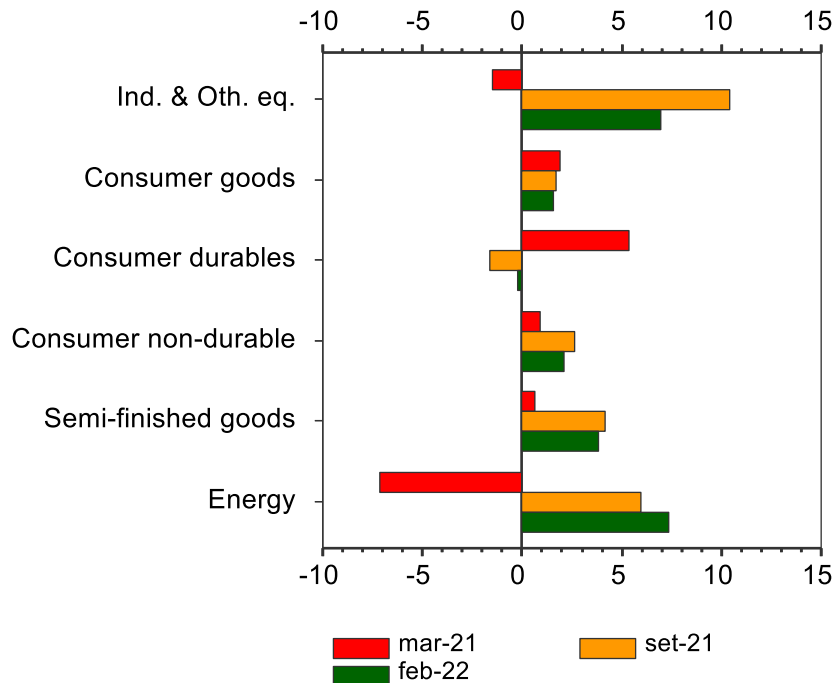
Barometro delle pressioni sull'offerta: i primi segnali di stabilizzazione di fine 2021 sono messi a rischio dalla guerra



Fonte: NY Fed

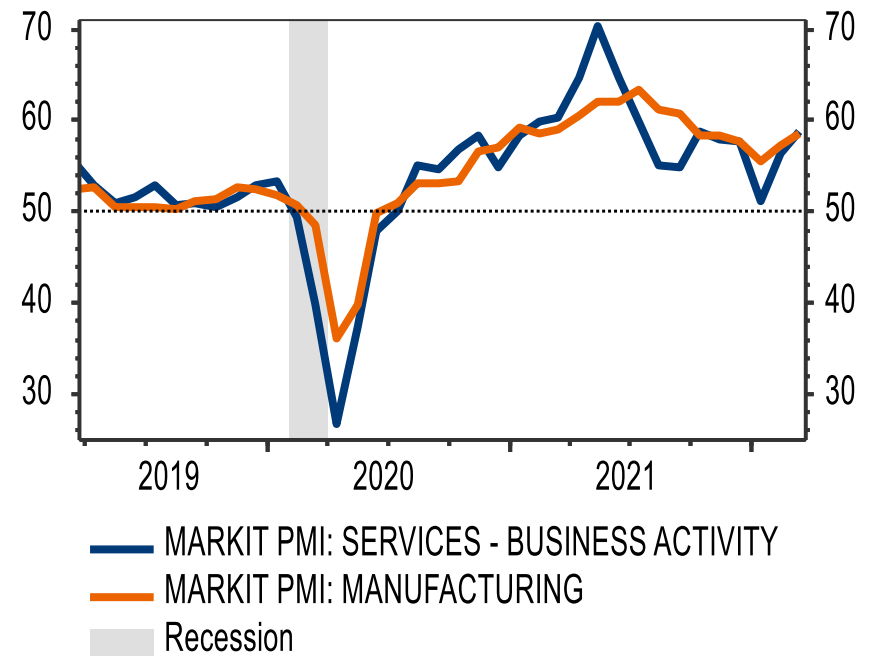
Le imprese restano ottimiste

La crescita della produzione è solida in tutti i settori, ma il comparto auto soffre per i vincoli all'offerta



Fonte: Federal Reserve Board. Media 3m/3m

L'espansione continua, attesa un'ulteriore accelerazione nei servizi



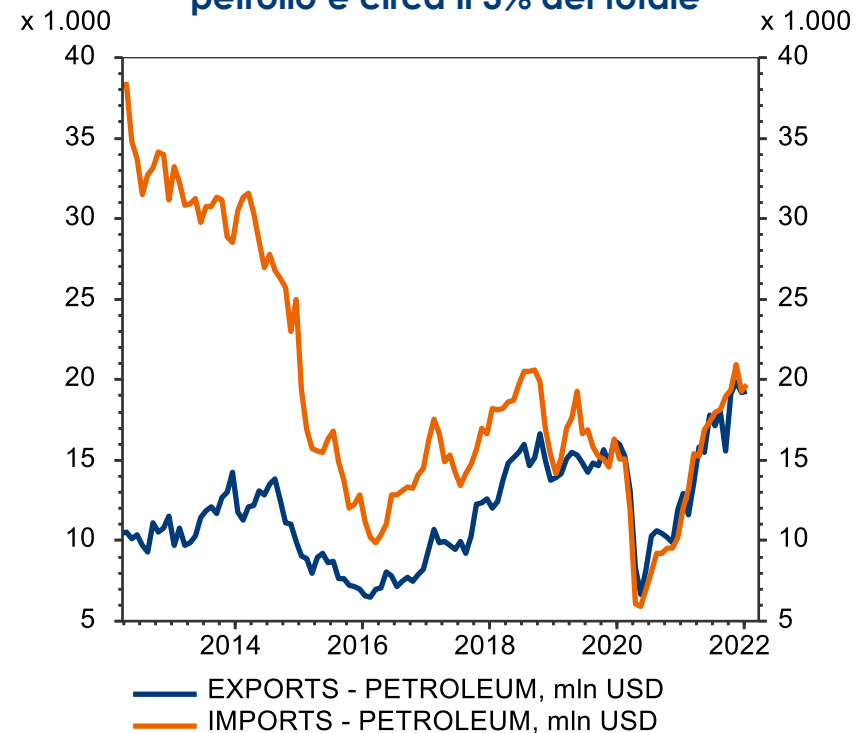
Fonte: Markit

Guerra in Ucraina: crescita protetta dalla produzione domestica di materie prime, freni dai prezzi

L'esposizione degli Stati Uniti agli scambi commerciali e finanziari con la Russia e l'Ucraina è limitata

	Russia	Ukraine
Exports	6.4	2.5
% total	0.30%	0.10%
Imports	29.7	1.9
% total	0.10%	0.10%
bank exposure	14.7	1.7
% bank exposure	0.30%	0%

Il saldo delle esportazioni nette di petrolio è nullo, l'import dalla Russia di gas e petrolio è circa il 3% del totale

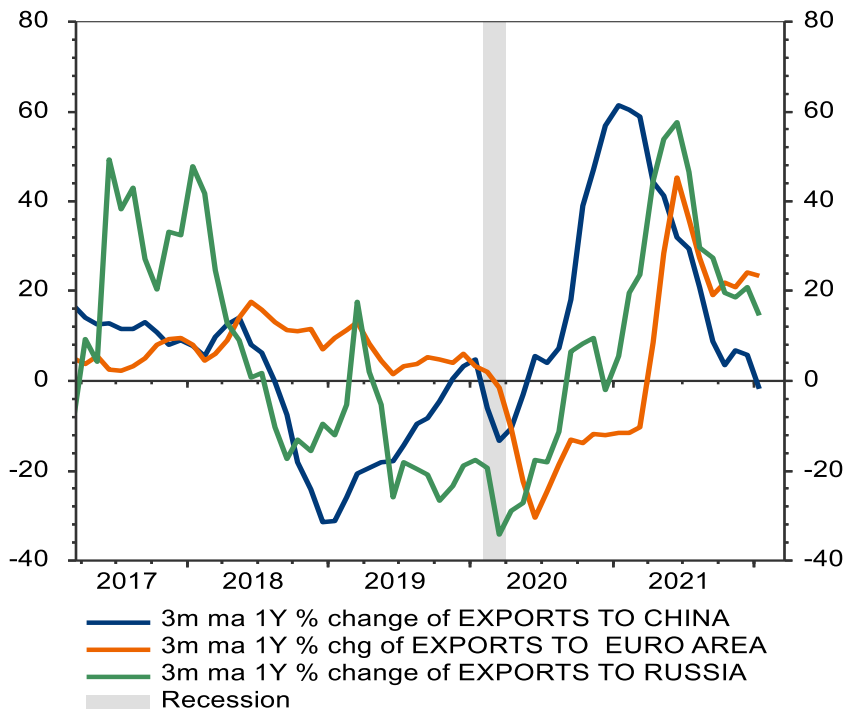


Fonte: Census Bureau, BRI. Dati in mld di dollari.

Fonte: Census Bureau

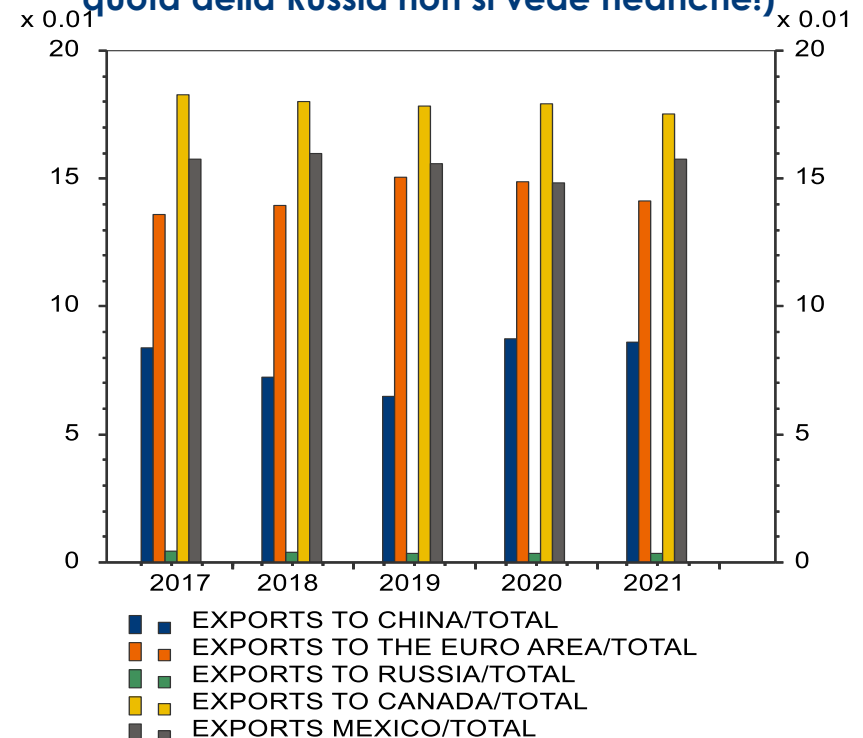
Rischi per la crescita dall'export verso Cina e area euro

Crescita delle esportazioni già in rallentamento prima della guerra...



Fonte: Census Bureau

...ma Canada e Messico, meno colpiti dallo shock petrolifero, attutiranno il colpo (la quota della Russia non si vede neanche!)



Fonte: Census Bureau

Agenda

1 Domanda ancora forte, ma si accumulano le nubi

2 Mercato del lavoro sotto pressione

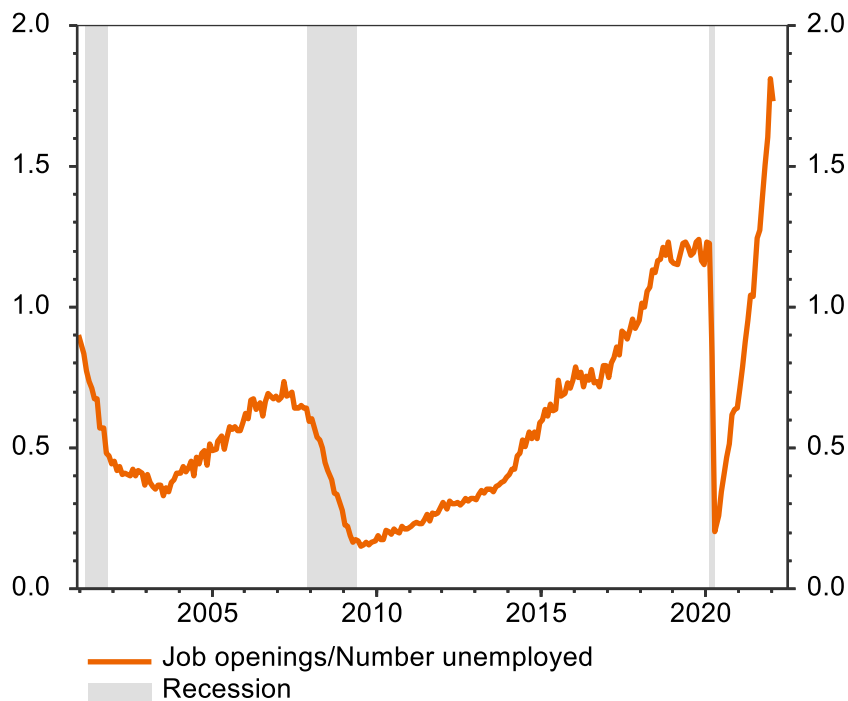
3 Inflazione fuori controllo

4 Politica monetaria all'attacco

5 Conclusioni: rischi di restrizione eccessiva

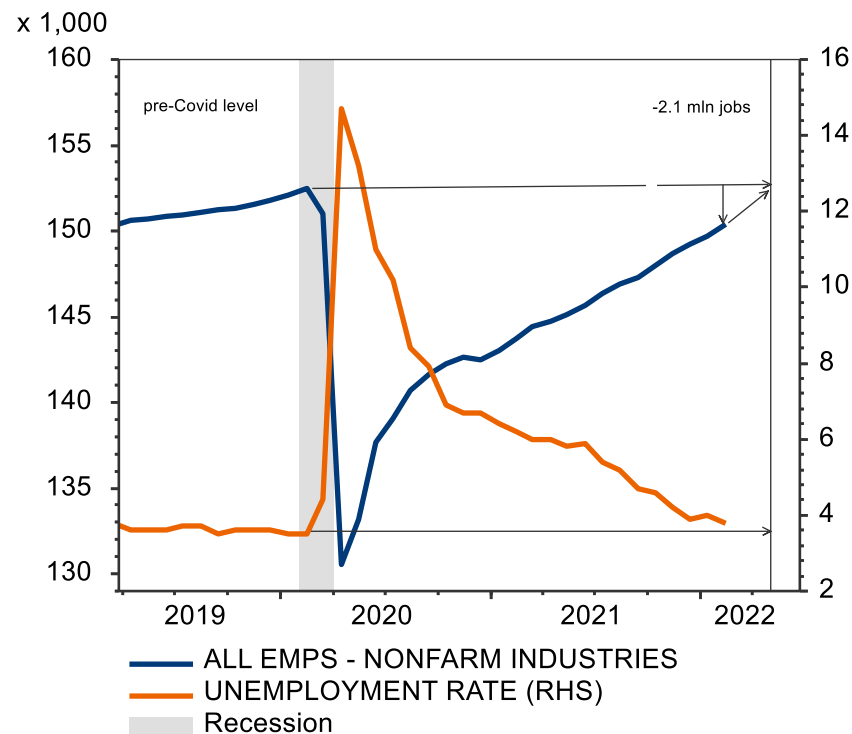
Mercato del lavoro: boom di domanda, offerta insufficiente

Pressione sul mercato del lavoro a livelli record: 1,7 posti disponibili per disoccupato



Fonte: BLS

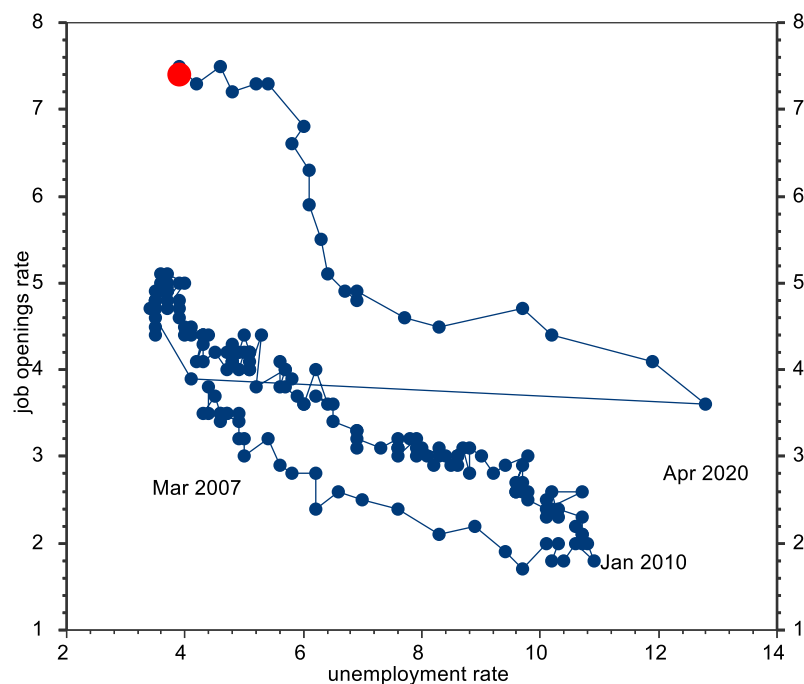
Ai ritmi degli ultimi 6 mesi, a maggio l'occupazione tornerebbe al livello pre-Covid e il tasso di disoccupazione scenderebbe a 2,8%



Fonte: BLS

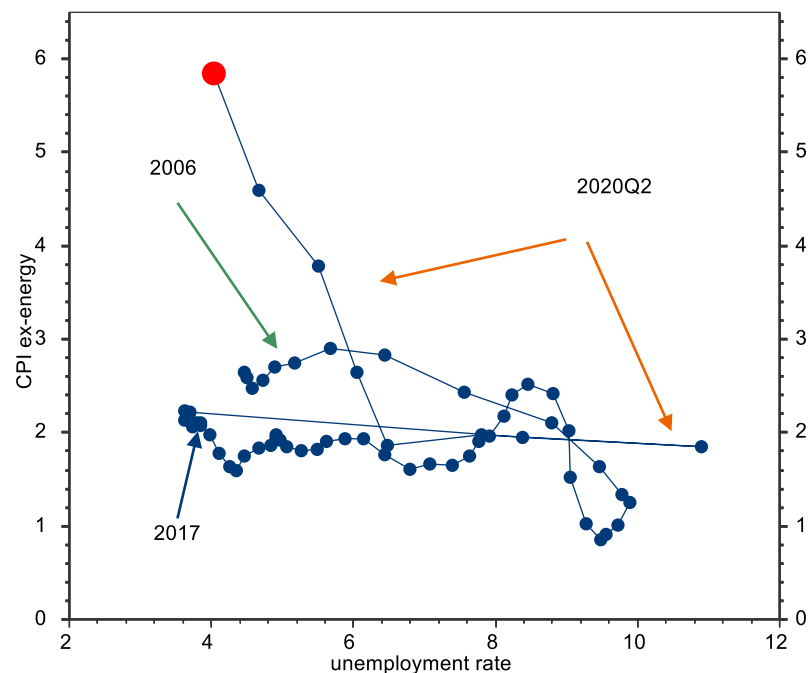
C'è qualcosa di nuovo nella relazione fra disoccupazione e inflazione

Curva di Beveridge: dopo la pandemia, il tasso di disoccupazione di equilibrio di breve termine sembra essere salito



Fonte: ISP su dati BLS

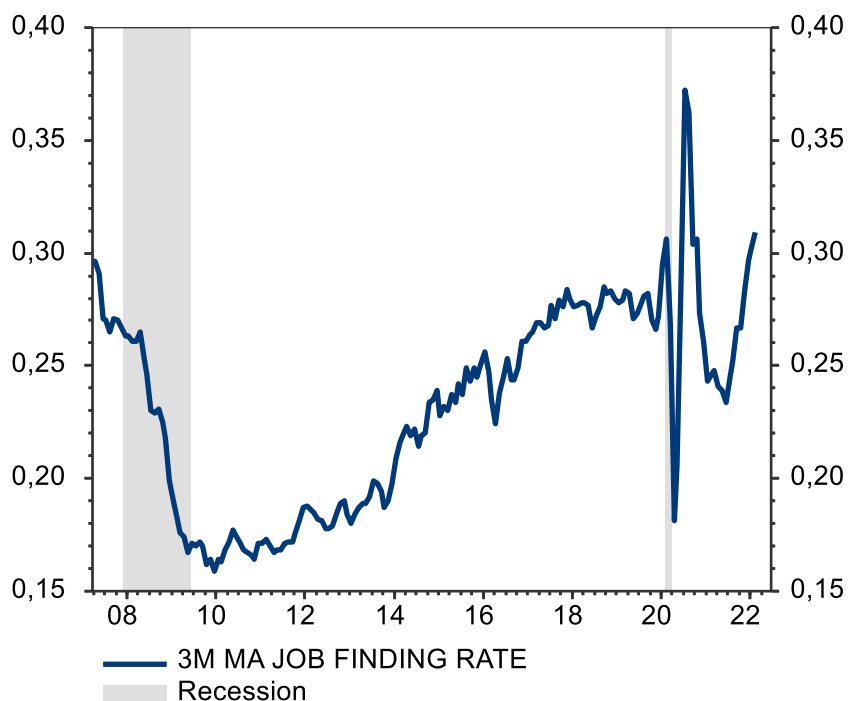
Sorpresa! La curva di Phillips non è più piatta



Fonte: ISP su dati BLS

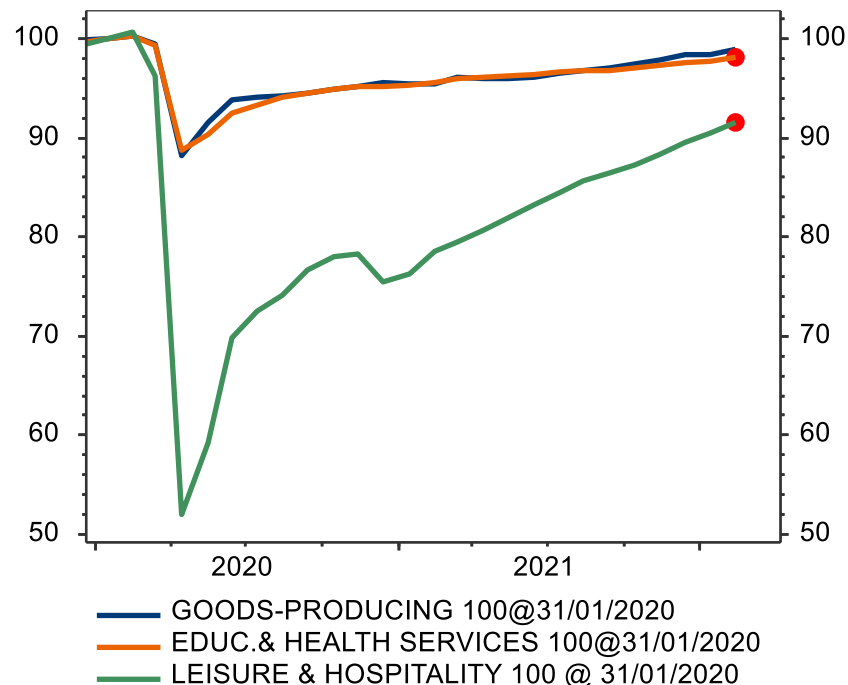
Il problema non è nell'efficienza dell'aggiustamento

Il mercato del lavoro è anche più efficiente di prima di Covid, nella recessione precedente il recupero aveva richiesto 10 anni



Fonte: ISP su dati BLS

Mancano ancora 2,1 mln di posti, di cui 1,5 mln nei servizi privati, non per carenza di domanda

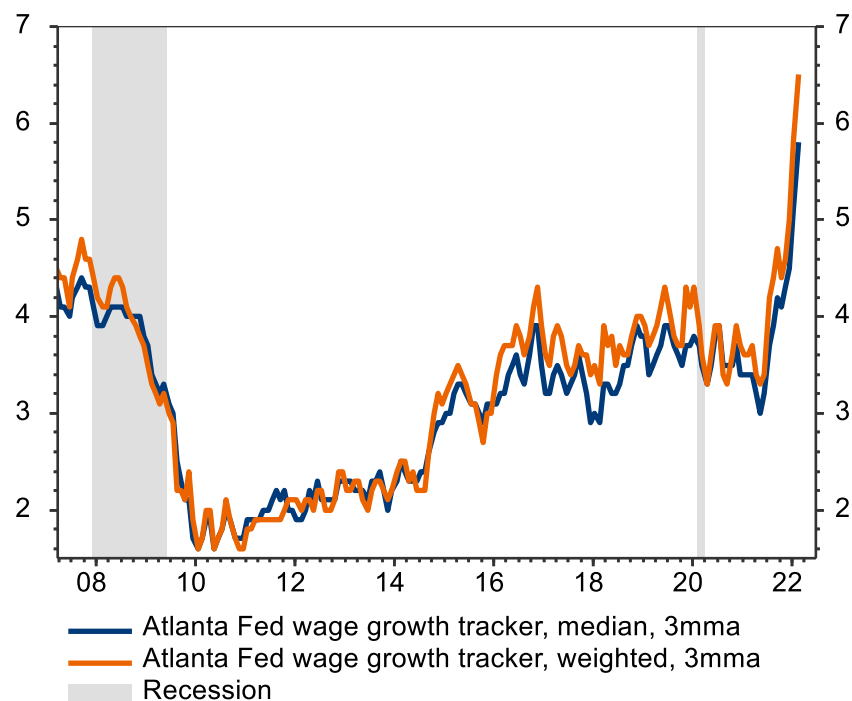
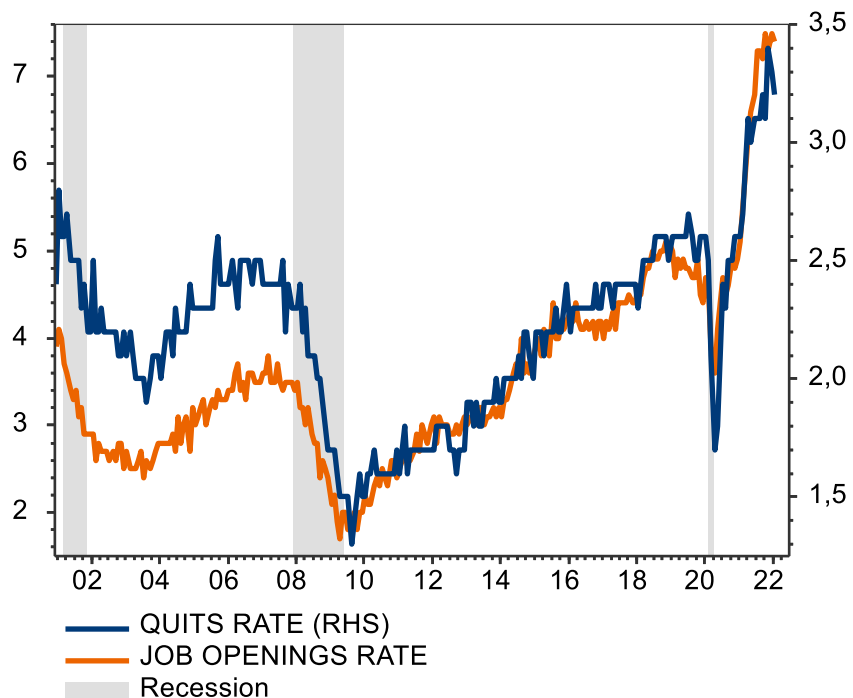


Fonte: BLS

Inflazione e nuove dinamiche spingono i salari su un sentiero pericoloso

Posizioni aperte e dimissioni sono i migliori indicatori delle pressioni salariali

Dinamica salariale inarrestabile, ora diffusa a tutti i settori e a tutte le categorie di lavoratori



Fonte: BLS. Il «job openings rate» è calcolato dividendo il numero di posizioni aperte per la somma di occupazione e posizioni aperte e moltiplicando questo quoziente per 100. Il «quits rate» è calcolato dividendo il numero di dimissioni volontarie per il numero di occupati e moltiplicando il quoziente per 100.

Fonte: Atlanta Fed

Agenda

1 Domanda ancora forte, ma si accumulano le nubi

2 Mercato del lavoro sotto pressione

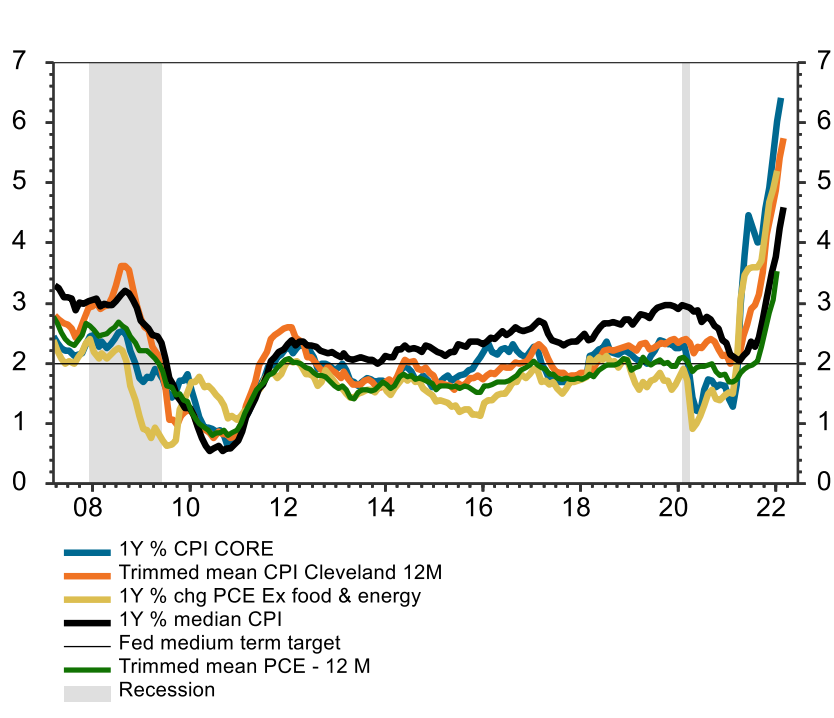
3 Inflazione fuori controllo

4 Politica monetaria all'attacco

5 Conclusioni: rischi di restrizione eccessiva

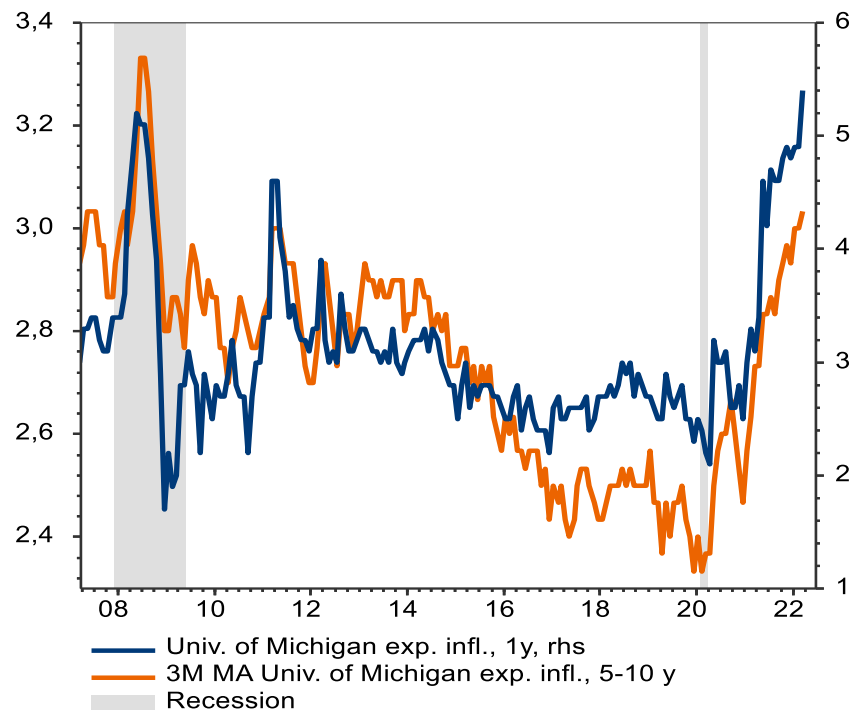
L'inflazione ha cambiato regime

Tutte le misure di inflazione sottostante sono unanimesi



Fonte: BLS, Cleveland Fed, Atlanta Fed, BEA

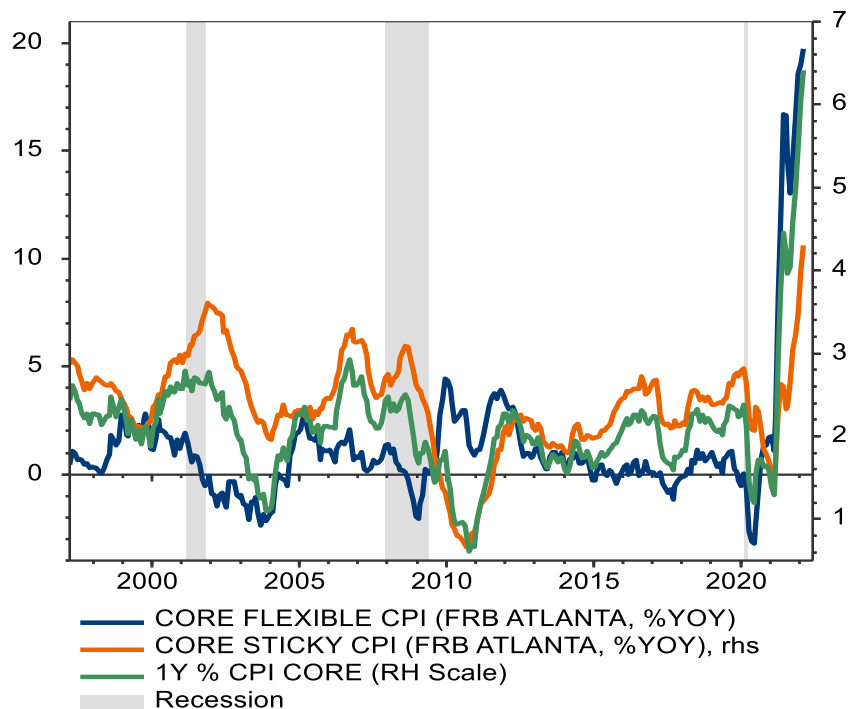
Aspettative a rischio



Fonte: Univ. of Michigan

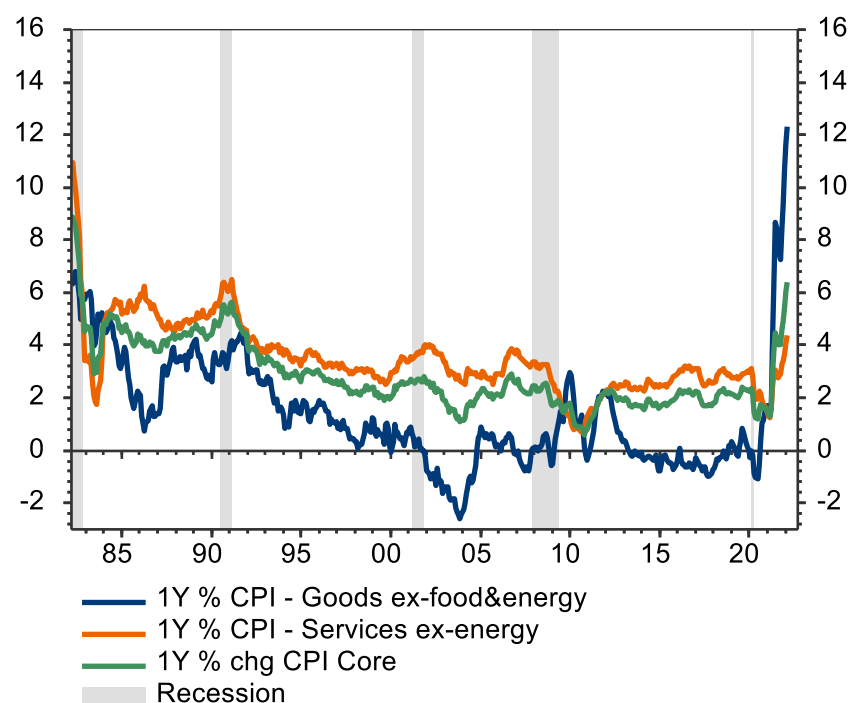
Verso nuovi massimi in tutti i settori

La rincorsa dei prezzi prosegue e si diffonde anche alle categorie «rigide»



Fonte: BLS, Atlanta Fed

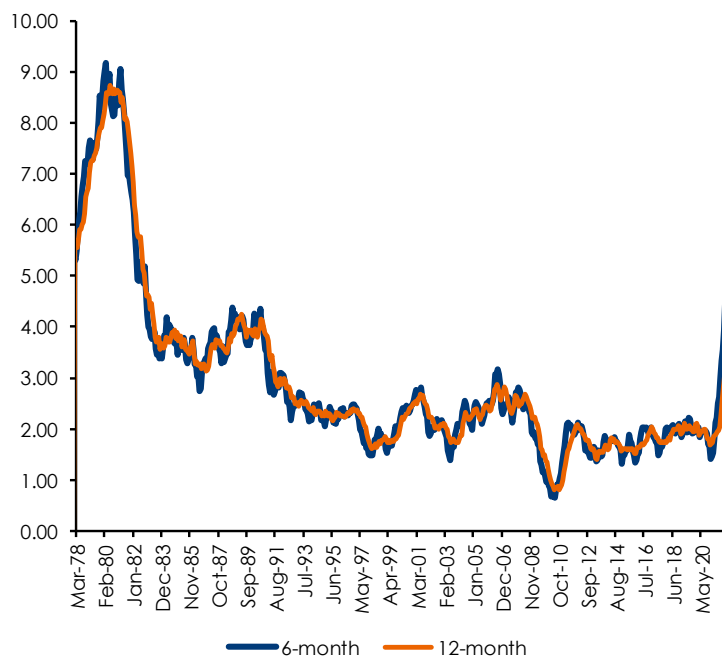
I beni core non rallentano, i servizi accelerano



Fonte: BLS

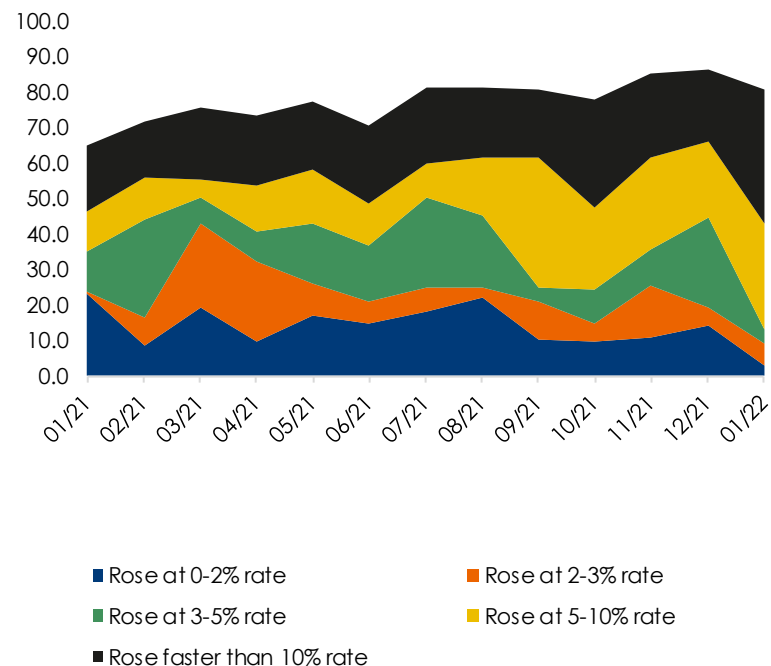
Diffusione e velocità di rialzo senza precedenti

Velocità di aumento della media troncata dell'inflazione senza precedenti, livelli sui massimi da 40 anni



Fonte: Dallas Fed

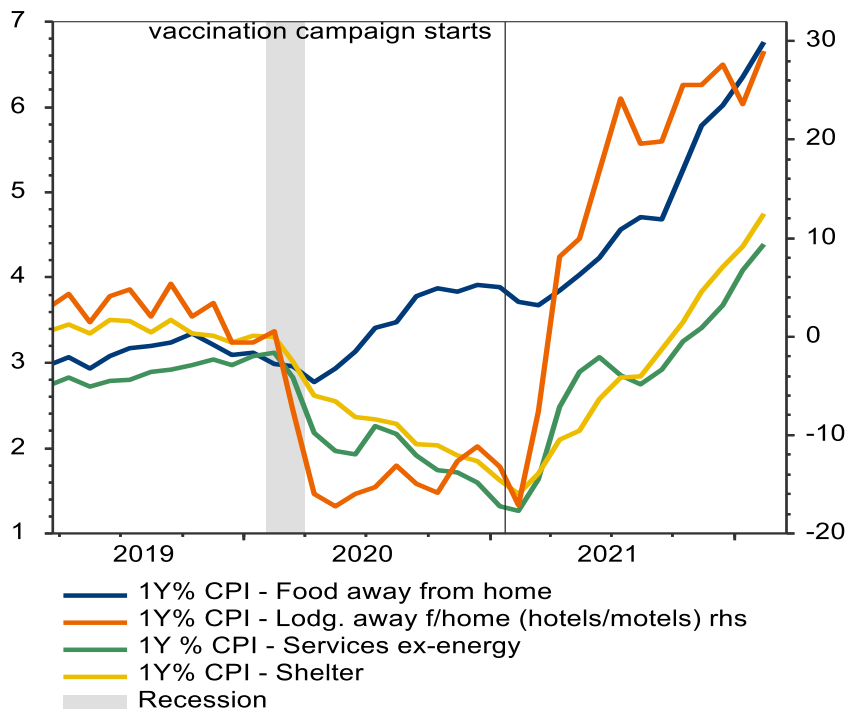
I prezzi di più del 68% dei consumi hanno rialzi superiori al 5% annuo



Fonte: Dallas Fed

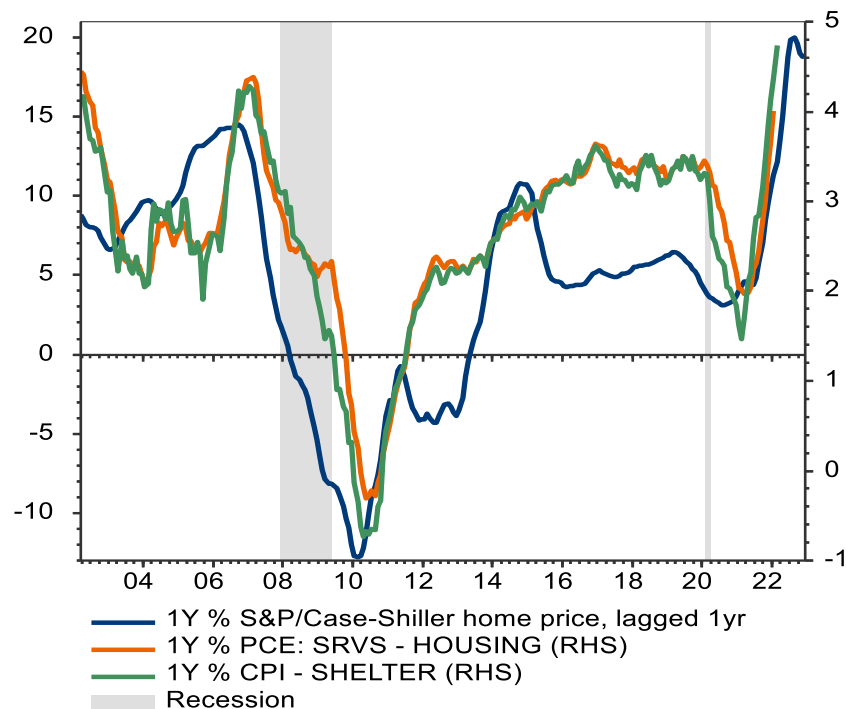
Anche senza shock petrolifero, i prezzi dei servizi core non sono coerenti con il mandato della Fed

Prezzi dei servizi in ripresa con il miglioramento del quadro sanitario



Fonte: BLS

Componente abitazione: cronaca di un rialzo annunciato da un anno di prezzi immobiliari record



Fonte: BEA, BLS, Refinitiv-Datastream, S&P

Agenda

1 Domanda ancora forte, ma si accumulano le nubi

2 Mercato del lavoro sotto pressione

3 Inflazione fuori controllo

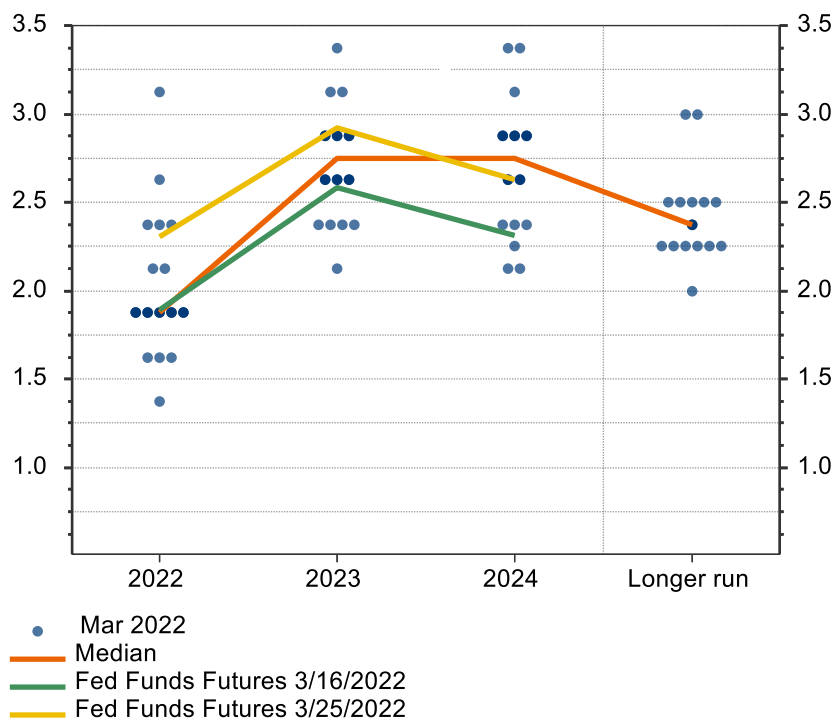
4 **Politica monetaria all'attacco**

5 Conclusioni: rischi di restrizione eccessiva

La Fed è in ritardo e deve correre: rischi di recessione?

Il FOMC prevede altri 7 rialzi nel 2022 e 4 rialzi nel 2023, con rischi verso l'alto. L'obiettivo di frenare la domanda per controllare l'inflazione genera rischi di eccessiva restrizione. **Previsione ISP: fed funds a 2,25-2,5% a fine 2022 e 3-3,25% nel 2023, con rischi verso l'alto soprattutto per il 2022.** Cruciali i dati di marzo per confermare un intervento di 50 pb alla riunione di maggio e alla riunione di giugno o luglio.

Il grafico a punti mostra l'impegno della Fed a evitare una riedizione degli anni '70



Proiezioni macroeconomiche dei membri del Federal Reserve Board e dei presidenti delle Fed regionali – marzo 2022

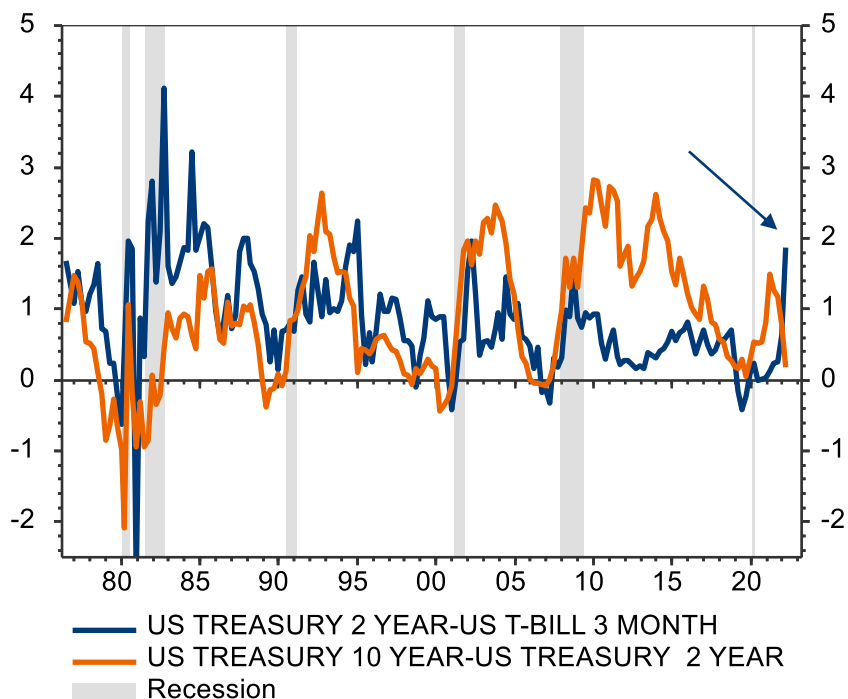
Variable	Median			
	2022	2023	2024	Longer run
Real GDP	2.8	2.2	2.0	1.8
Dec. projection	4.0	2.2	2.0	1.8
Unemployment rate	3.5	3.5	3.6	4.0
Dec. projection	3.5	3.5	3.5	4.0
PCE inflation	4.3	2.7	2.3	2.0
Dec. projection	2.6	2.3	2.1	2.0
Core PCE inflation	4.1	2.6	2.3	
Dec. projection	2.7	2.3	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	1.9	2.8	2.8	2.4
Dec. projection	0.9	1.6	2.1	2.5

Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

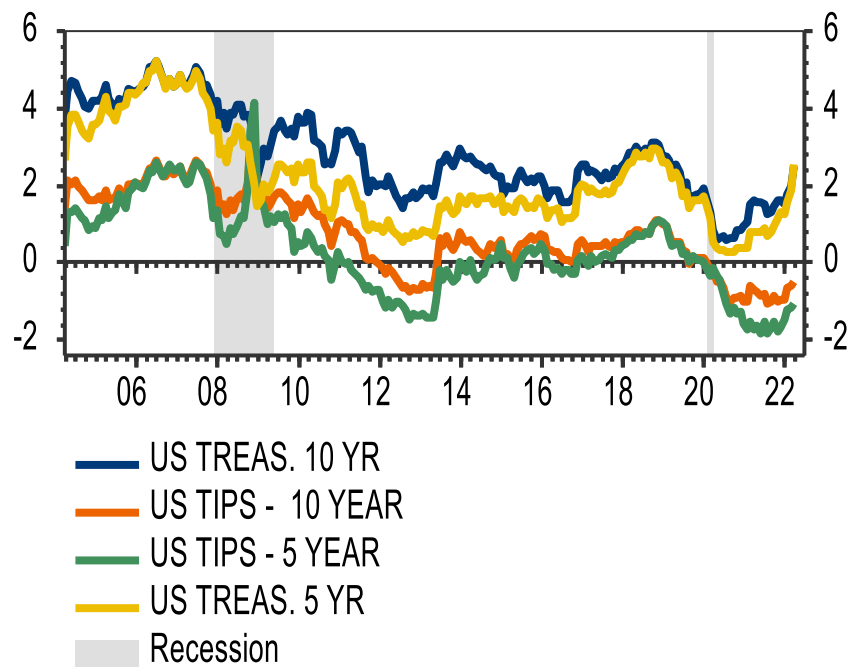
Fonte: Federal Reserve Board

Per evitare gli anni '70, la Fed è disposta a tornare agli anni '80: i rialzi saranno aggressivi e anticipati

Secondo Powell, l'inclinazione da guardare è quella sulle scadenze brevi: per ora non ci sono indicazioni di recessione in arrivo



Ma come si fa a frenare la domanda con tassi reali negativi?



Fonte: Refinitiv Datastream

Così parlò J. Powell

“If you take a look at today's labor market, what you have is (...) a very, very tight labor market. Tight to an unhealthy level .”

“We need to focus on price stability, and particularly because the labor market is so strong and the economy is so strong. We feel like the economy can handle tighter monetary policy.”

“If we think it's appropriate to raise [by a half point] at a meeting or meetings, we will do so” (...)

“If we determine that we need to tighten beyond common measures of neutral and into a more restrictive stance, we will do that as well,”

“No one expects that bringing about a soft landing will be straightforward in the current context.”

Reining in inflation and avoiding a recession will be a “challenging task”.

“The shock in Ukraine is “more like a classic supply shock [that] you would tend to want to look through (...) I wouldn't say we're comfortable at all with the typical we'll-just-look-through-that approach ”

(J. Powell, 16 e 21 marzo 2022)

Agenda

1 Domanda ancora forte, ma si accumulano le nubi

2 Mercato del lavoro sotto pressione

3 Inflazione fuori controllo

4 Politica monetaria all'attacco

5 Conclusioni: rischi di restrizione eccessiva

Conclusioni – La lunga marcia dei tassi è iniziata: il controllo dell'inflazione mette a rischio la crescita

- Il ciclo USA da metà 2021 è in uno stadio avanzato, dominato da **eccesso di domanda** di beni, servizi e lavoro.
- L'**inflazione**, sui massimi dai primi anni '80, non ha ancora toccato il picco. Le pressioni sul mercato del lavoro si sono trasferite sulla dinamica salariale e hanno aperto la strada a una spirale salari/prezzi.
- La **guerra in Ucraina** ha amplificato i rischi verso l'alto per l'inflazione, anche se in termini di crescita gli USA sono protetti dal loro ruolo di produttori di materie prime.
- La **Fed** si è impegnata a riportare l'inflazione verso il 2% attraverso una riduzione della domanda. I rialzi dei tassi annunciati potrebbero non essere sufficienti a controllare i prezzi. Una **restrizione eccessiva con forte rallentamento o recessione** nel 2023 sono i principali rischi per lo scenario USA.

Grandi rischi per il 2023: più rialzi, meno crescita?

Previsioni ISP 2022-23

	PIL var. media annua	CPI var. media annua	CPI core var. media annua	CPI core (a/a, fine anno)	Tasso di disoccup. (fine anno)	Intervallo obiettivo tasso fed funds (fine anno)	Deficit federale (anno fiscale, CBO)	Deficit federale/PIL (anno fiscale, CBO)
2020	-3.4	1.2	1.7	1.6	6.7	0-0.25	-3.1	-15.0
2021	5.7	4.7	3.6	5.5	3.9	0-0.25	-2.7	-12.0
2022	3.4	6.8	5.4	4.3	3.4	2.25-2.50	-1.0	-4.4
2023	2.3	2.9	3.0	2.3	3.5	3.0-3.25	-0.7	-2.8

Nota: dati in %; deficit federale in mld di dollari. Fonte: BEA, BLS, CBO, FRED, previsioni ISP per PIL, CPI, fed funds, CBO per deficit e deficit/PIL.

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 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.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 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, senior economist, US & Japan, Direzione Studi e Ricerche, Intesa Sanpaolo