

Focus Stati Uniti

FOMC: anno nuovo, politica monetaria nuova

La massima occupazione è qui, e l'inflazione elevata mette a rischio l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Il FOMC si prepara alla rimozione dello stimolo monetario, con la svolta dei tassi attesa per marzo, un sentiero di graduali rialzi e l'inizio della riduzione del bilancio entro l'estate. Possibile un'ulteriore accelerazione del tapering a febbraio.

La riunione del FOMC del 25-26 gennaio dovrebbe preparare l'avvio dei rialzi a marzo, ormai segnalato esplicitamente dal Comitato nei discorsi delle ultime settimane. Comunicato e conferenza stampa dovrebbero dare indicazioni coerenti con un rialzo imminente, segnalando che le **condizioni per la svolta dei tassi sono ormai praticamente raggiunte per la massima occupazione e superate per la stabilità dei prezzi**. In questo contesto, il quadro economico sarebbe, a nostro avviso, in contrasto con un ulteriore aumento dello stimolo monetario. Pertanto, il FOMC potrebbe decidere di **accelerare ulteriormente il ritmo del tapering** che, in base delle indicazioni vigenti, a gennaio prevede una riduzione degli acquisti mensili di 20 mld per i Treasury e 10 mld per i Mortgage Backed Securities (MBS). Nel comunicato di dicembre si affermava che il ritmo degli acquisti potrebbe essere aggiustato "se giustificato da variazioni dello scenario". Il Comitato potrebbe aumentare il ritmo di riduzione, terminando gli acquisti netti a febbraio o quanto meno ridimensionandoli ulteriormente.

In assenza dell'aggiornamento delle proiezioni economiche, non ci dovrebbero essere informazioni precise sul sentiero dei tassi. Tuttavia, ci aspettiamo che Powell sottolinei la necessità di una **graduale rimozione dello stimolo monetario** per controllare l'inflazione e ridurre gli squilibri di domanda e offerta, evidenziando l'impegno della Fed ad agire per **riportare i tassi verso un "livello più normale"**, come affermato da Williams.

La conferenza stampa e, successivamente, i verbali, dovrebbero dare molto spazio al bilancio, discutendo modi e tempi di una sua riduzione entro breve. Powell dovrebbe confermare che la fase di riacquisti solo parziali dei titoli in scadenza è prevista dopo uno o due rialzi. L'**aggiornamento dello "Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy"** dovrebbe ribadire che "i principali mezzi per aggiustare la stance della politica monetaria sono i cambiamenti nell'intervallo obiettivo dei fed funds". A nostro avviso, il FOMC si muoverà con cautela sul terreno della riduzione del bilancio, cercando di mantenere l'accento sui tassi per la rimozione dello stimolo. **La nostra previsione è di 4 rialzi nel 2022 e 4 rialzi nel 2023, con un punto di arrivo almeno intorno a 2,25%. I rischi sono verso l'alto, con un sentiero potenzialmente più ripido nel 2022.** Ora la Fed parla di "normalizzazione" della politica monetaria, ma l'evoluzione dei dati potrebbe richiedere effettiva, se pure temporanea, restrizione.

20 gennaio 2022

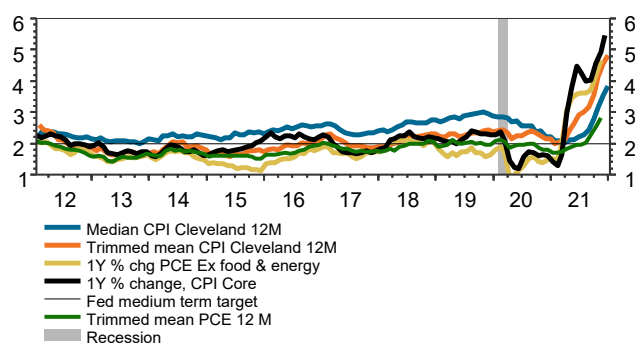
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

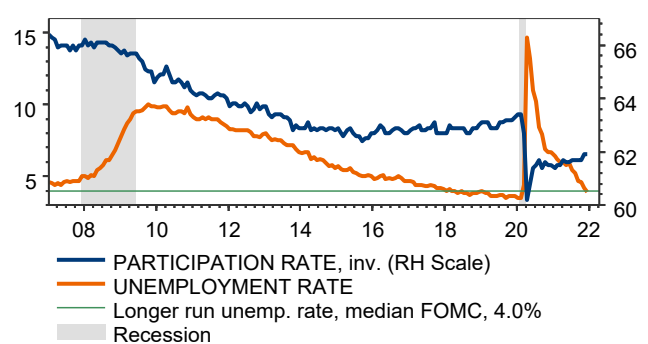
Economista - USA e Giappone

Fig. 1 – Fed: obiettivo superato per la stabilità dei prezzi...



Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 2 - ... e raggiunto per la massima occupazione



Fonte: Refinitiv Datastream

## Rialzi dei tassi e riduzione del bilancio insieme per la prima volta: acque inesplorate per la politica monetaria nel 2022

La riunione del FOMC dovrebbe segnalare che **le condizioni per la svolta dei tassi sono praticamente soddisfatte**, con l'obiettivo sui prezzi più che superato e quello sulla massima occupazione circa raggiunto. Powell potrebbe notare che il mercato del lavoro è sotto pressione e il deficit di occupazione rispetto al livello pre-pandemia (-3,6 mln di posti) è dovuto a scarsità di offerta, probabilmente persistente e legato a cambiamenti comportamentali indotti dalla pandemia.

**Condizioni per la svolta soddisfatte: possibile un'ulteriore accelerazione del tapering**

Il comunicato stampa dovrebbe essere poco variato, con una **valutazione dello scenario** caratterizzato da costante espansione dell'attività e dell'occupazione, nonostante gli effetti di Covid-19, e da un livello elevato dell'inflazione dovuto agli "squilibri di domanda e offerta collegati alla pandemia e alla riapertura dell'economia". Le condizioni finanziarie dovrebbero essere ancora giudicate accomodanti, grazie alle politiche economiche e al flusso di credito a famiglie e imprese.

Questo quadro è difficile da riconciliare con il proseguimento dell'espansione dello stimolo monetario ancora in atto attraverso i riacquisti netti di titoli, se pure su ritmi in calo. Il FOMC ha affermato di non volere, a meno di emergenze, alzare i tassi mentre il bilancio è ancora in aumento. Pertanto, il Comitato a gennaio potrebbe **accelerare ulteriormente il tapering** per dare coerenza alla *stance* di politica monetaria, concludendo o quasi gli acquisti netti a febbraio anziché a marzo, attraverso un calo di 30 o 40 mld per i Treasury e di 15 o 20 mld per i titoli delle agenzie. Eventuali aggiustamenti al margine per il tapering sono però secondari rispetto ai cambiamenti cruciali attesi per **tassi e bilancio nei prossimi trimestri**. La riunione di gennaio sarà chiara in termini di direzione, ma interlocutoria sui dettagli, in assenza degli aggiornamenti delle proiezioni economiche e di informazioni sul sentiero del bilancio, ancora in fase di evoluzione.

Powell dovrebbe ribadire che l'inflazione deve essere arginata credibilmente per salvaguardare l'espansione e per questo in tempi molto rapidi inizierà la svolta dei tassi, puntando implicitamente a un **rialzo a marzo**. La questione cruciale sul tema dei tassi non è limitata al ritmo degli aumenti, ma si estende anche al **punto di arrivo**. Nella conferenza stampa, il Presidente dovrebbe confermare che il processo di rimozione dello stimolo sarà graduale, in modo da potersi adeguare a eventuali cambiamenti dello scenario, ma non dovrebbe prendere posizione su specifici livelli dei tassi. Il Comunicato dovrebbe ripetere che "il progresso delle vaccinazioni e un allentamento dei vincoli all'offerta dovrebbero sostenere continui miglioramenti di attività e occupazione insieme a una riduzione dell'inflazione", dando supporto all'aspettativa di un **parziale aggiustamento endogeno degli eccessi di domanda**. Questo sarebbe l'argomento principale per sostenere un sentiero dei tassi sempre inferiore alla neutralità.

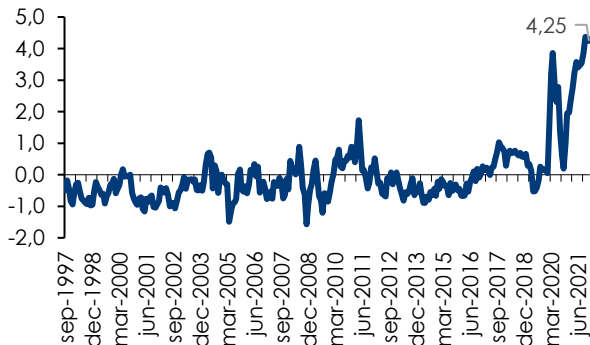
**Tassi: quando e quanto alzare?**

A nostro avviso, **l'allentamento dei vincoli all'offerta è ancora lontano** e per questo **i tassi dovrebbero riportarsi su livelli almeno neutrali**, con possibili rischi verso l'alto su livelli restrittivi. Per i **beni**, il possibile **adeguamento dell'offerta** collegato a una riduzione dei vincoli della logistica e della catena globale del valore è ancora lontano. Ai problemi ancora irrisolti del traffico marittimo e di quello su strada, sempre soggetti a mancanza di coordinamento fra mezzi di trasporto e domanda e a carenza diffusa di manodopera (soprattutto negli Stati Uniti), si aggiungono nuove restrizioni imposte dalla Cina a fronte della ripresa, se pure contenuta, dei contagi locali, oltre all'attesa riduzione di attività stagionale per il capodanno cinese e ai probabili vincoli per ridurre l'inquinamento durante le Olimpiadi. Inoltre, in termini di domanda, la spesa reale per i beni è superiore del 15% rispetto ai livelli pre-pandemici.

Per il **lavoro**, gli oltre 3 mln di pensionamenti in più rispetto al 2020, per circa due terzi dovuti a cambiamenti comportamentali più che a fattori demografici, insieme alla lentissima ripresa della

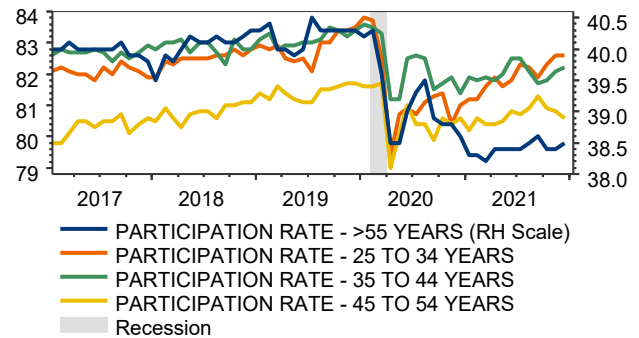
partecipazione nelle coorti centrali della popolazione, eserciteranno un freno duraturo sulla dinamica della forza lavoro. Per entrambi i motivi, riteniamo che **l'espansione dell'offerta di beni e lavoro nei prossimi mesi possa migliorare solo per la parte attualmente legata all'ondata di contagi dovuta a Omicron**, ma non abbastanza da colmare gli eccessi di domanda nel 2022. Per questo, **prevediamo 4 rialzi nel 2022 e 4 nel 2023, con rischi verso l'alto**.

**Fig. 3 – Il barometro delle pressioni sulla catena globale del valore non segnala miglioramenti in arrivo, nella migliore delle ipotesi solo una stabilizzazione**



Fonte: NY Fed

**Fig. 4 – L'offerta di lavoro è frenata da cambiamenti comportamentali e alimenta rischi di spirale salari/prezzi**



Fonte: Refinitiv Datastream

Il **capitolo del bilancio è ora al centro delle discussioni** del FOMC, come evidente già dai verbali della riunione di dicembre e dal considerevole aumento di domande incluse nelle indagini condotte dalla NY Fed fra i partecipanti al mercato e i primary dealer. Nei verbali della riunione di dicembre si riporta un sommario del precedente episodio di normalizzazione della politica monetaria, evidenziando elementi ancora applicabili e differenze rilevanti.

Come nel ciclo precedente, il Comitato ritiene essenziale comunicare con anticipo i programmi per la normalizzazione e mantenere un ampio grado di flessibilità. Il punto centrale condiviso dal consenso è la convinzione che "i cambiamenti dell'intervallo del tasso dei fed funds dovrebbero essere il principale mezzo del Comitato per aggiustare la *stance* della politica monetaria", alla luce della minore incertezza sulla trasmissione dei loro effetti e sulla maggiore facilità di comunicazione al pubblico, rispetto a cambiamenti del bilancio. È probabile che la riduzione del bilancio oggi, come in passato, avvenga in modo passivo, senza prevedere vendite di titoli.

Fra le principali differenze con l'esperienza passata, i partecipanti citano condizioni economiche molto più solide, con il mercato del lavoro più sotto pressione e l'inflazione più elevata, oltre che un bilancio molto più ampio (8,8 tln a metà gennaio 2022, 4,4 tln a fine 2014). La vita media del portafoglio della Fed è più breve oggi rispetto al passato, rendendo possibile una riduzione più rapida. Queste differenze inducono il Comitato a ritenere appropriato modificare il processo di normalizzazione, prevedendo un **intervallo minimo fra la fine del tapering e la svolta dei tassi** e, successivamente, una **coesistenza dei rialzi dei tassi e della riduzione del bilancio**. A dicembre vi era un generale consenso su due punti: 1) la riduzione del bilancio potrebbe avvenire a ritmi più rapidi rispetto al passato; 2) alla luce dell'incertezza riguardo al livello ottimale delle riserve, sarà opportuno mantenere un "significativo cuscinetto di sicurezza per le riserve". In generale, il Comitato ritiene che la presenza oggi della Standing Repo Facility permetterà di ridurre la domanda di riserve e controllare meglio i tassi anche nella fase di riduzione del bilancio.

Il dibattito di dicembre ha anche toccato il punto controverso relativo agli **effetti della riduzione del bilancio sul livello dei rendimenti**. Alcuni partecipanti hanno commentato che "rimuovere lo stimolo di policy affidandosi più alla riduzione del bilancio e meno agli aumenti dei tassi potrebbe

**Bilancio: normalizzazione o restrizione?**

**Il principale strumento della politica monetaria resta il sentiero dei tassi**

**La riduzione del bilancio è mirata a liberare spazio di manovra di fronte a una possibile nuova recessione in futuro**

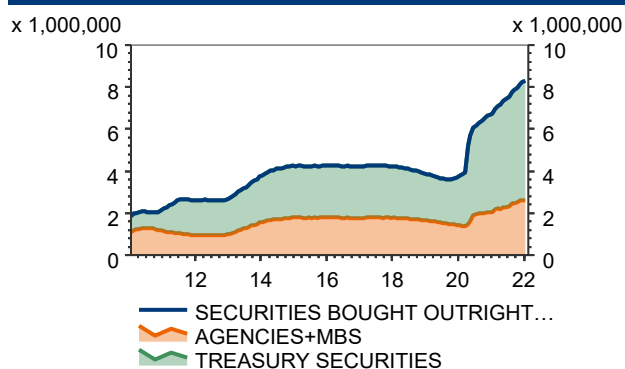
limitare l'appiattimento della curva durante la normalizzazione". Tuttavia, questa opinione non è condivisa in modo diffuso e sembra in contrasto con l'evidenza empirica del passato.

Alla riunione di gennaio il Comitato dovrebbe entrare nei **dettagli del processo di normalizzazione** del bilancio. In particolare, la discussione riguarderà i tempi dell'inizio della riduzione, la stima del punto di arrivo per il bilancio e il livello del tetto ai riacquisti. Quest'ultimo dovrebbe essere più elevato rispetto al passato, con un possibile ritmo di riduzione di circa 100 mld al mese a regime, ma con un probabile inizio su livelli più contenuti. Un elemento rilevante sarà anche la composizione desiderata fra Treasury e MBS, nel breve termine incerta. Nella definizione del sentiero atteso per il bilancio, la Fed dovrebbe dare un'indicazione del livello ottimale delle riserve (o di un intervallo) e segnalare che una volta raggiunto un intorno di tale livello, la dimensione del bilancio sarà guidata dall'evoluzione del passivo, e in particolare dalla crescita del circolante.

Uno scenario centrale per il sentiero del bilancio potrebbe includere: 1) inizio della riduzione entro l'estate; 2) ritmi di riduzione intorno a 100 mld al mese, con possibili aumenti se consentito dal mercato; 3) punto di arrivo intorno a 4-5 tln. L'esperienza del passato insegna che la flessibilità dovrà regnare sovrana, anche se i nuovi strumenti ora disponibili (standing repo facility, overnight reverse repo facility) potranno contribuire a un andamento più regolare della normalizzazione.

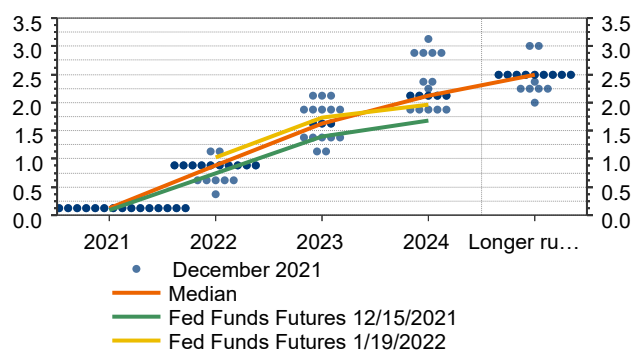
In conclusione, la nostra previsione è che la Fed mantenga **l'intervallo obiettivo dei fed funds come strumento principale per la rimozione dello stimolo monetario**, modulandolo in base all'evoluzione dello scenario, mentre **la normalizzazione del bilancio dovrebbe procedere in modo lineare e, per quanto possibile, prevedibile**. A nostro avviso, l'eccesso di domanda di beni e lavoro e le pressioni sui prezzi in generale mantengono **rischi verso l'alto sul sentiero dei tassi**.

**Fig. 5 – La svolta del bilancio dovrebbe essere più rapida che in passato**



Fonte: Refinitiv Datastream

**Fig. 6 – Il grafico a punti si sposterà probabilmente verso l'alto a marzo**



Fonte: Refinitiv Datastream

## 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-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.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasnpaolo.com

#### International Economics

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com
---------------	-------	---------------------------------