

Macro Rapid Response

FOMC: “il re è nudo”

La **riunione del FOMC del 14-15 giugno** si è conclusa con il **rialzo di 75 pb** che il mercato ha “imposto” alla Fed dopo la riaccelerazione del CPI di maggio e delle aspettative di inflazione di giugno. Il voto non è stato unanime, con George (Kansas City Fed, sempre all'estremo dei falchi) che avrebbe voluto un rialzo da 50 pb, probabilmente per mantenere coerenza con la guidance data fino a una settimana fa. Le **prospettive per i tassi** che emergono dall'aggiornamento delle proiezioni e dalla conferenza stampa di Powell sono di **rialzi fra 50 e 75 pb a luglio e proseguimento di aumenti di entità ampia** fino a quando non si vedrà “un'evidenza inoppugnabile” di rallentamento delle variazioni mensili di inflazione. Powell ha anche affermato che aumenti di 75 pb probabilmente saranno “inusuali” e non “comuni”, e che le decisioni verranno prese “riunione per riunione”. Lo scenario previsto dal FOMC è di **tassi a 3,4% a fine 2022, a 3,8% a fine 2023, e in successivo calo a 3,4% a fine 2024**. I **rischi per l'inflazione sono verso l'alto** e, di conseguenza, a nostro avviso, sono verso l'alto anche i rischi sui tassi.

Il quadro macro e il sentiero dei tassi che emergono dalle nuove proiezioni economiche sono radicalmente cambiati rispetto anche solo a poche settimane fa e finalmente otterrebbero la sufficienza a un esame di Economia 1. Dopo tre trimestri di negazionismo, la Fed scrive nero su bianco (v. tabella e grafico) che 1) **l'inflazione resterà elevata nel 2022**; 2) **la domanda deve rallentare significativamente** per generare il rientro dei prezzi; 3) **il tasso di disoccupazione deve salire**; e che, per ottenere questi risultati, 3) **i tassi devono entrare in territorio restrittivo** già quest'anno.

■ Il **comunicato**, scarno e praticamente invariato, rileva “attività economica in ripresa dopo il calo del 1° trimestre” e non modifica la valutazione di crescita occupazionale “robusta” e tasso di disoccupazione “basso”. L'inflazione continua a essere definita “elevata” a causa di “squilibri di domanda e offerta collegati alla pandemia, prezzi energetici in rialzo e pressioni dei prezzi più diffuse”. Il Comitato segnala anche le pressioni verso l'alto sull'inflazione e verso il basso sulla crescita derivanti dalla guerra in Ucraina e dai lockdown in Cina. Nei paragrafi dedicati alla politica monetaria, dopo l'annuncio di aumento dei tassi di 75 pb, si ribadisce che la Fed prevede che “continui rialzi” saranno appropriati, mentre si procederà con la riduzione del portafoglio titoli lungo le linee descritte a maggio. Come notato in una domanda durante la conferenza stampa, **è stata rimossa la frase** secondo cui “con la restrizione appropriata (...) il Comitato prevede che l'inflazione torni al suo obiettivo del 2% e che il mercato del lavoro resti forte”. Powell ha cercato di argomentare che le nuove previsioni, pur con un significativo rialzo del tasso di disoccupazione, sono coerenti comunque con un mercato del lavoro “forte”, ma è evidente **lo spostamento dell'obiettivo della politica monetaria su una singola variabile, l'inflazione**, anche a discapito del mercato del lavoro.

■ Nella **conferenza stampa**, Powell ha giustificato il rinnegamento della forward guidance, che segnalava un aumento di 50 pb fino a una settimana fa, con le due sorprese macro di venerdì 10 (CPI a 8,6% a/a e aspettative di inflazione a 5 anni a 3,3%), richiamando la necessità di essere “flessibili” (“nimble”). Il risultato è l'immagine di una Fed ancora una volta senza un piano coerente, in balia degli eventi, con una credibilità decisamente indebolita. Nel descrivere il nuovo scenario economico e di politica monetaria, Powell ha più volte sottolineato che la Fed è impegnata a **fare scendere l'inflazione a ogni costo**, attraverso una necessaria riduzione della domanda aggregata e della domanda di lavoro, ma ha aggiunto che ci sono **fattori al di fuori del suo controllo** che agiscono sia sull'offerta (sia sul mercato dei beni sia su quello del lavoro) sia sui prezzi (materie prime), rendendo particolarmente difficile la riduzione della dinamica dei prezzi. **Due i punti centrali** della discussione.

- **Condizioni per continuare sul sentiero “spedito” dei tassi** (cioè di rialzi > 25 pb). Powell ha ripetuto più volte che la Fed richiederà “evidenza inoppugnabile” di un rallentamento

16 giugno 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

della dinamica mensile dell'inflazione, affermando anche che sarà necessario seguire l'indice headline, e non solo il core. Un'altra versione delle condizioni per rallentare il ritmo dei rialzi è "una serie di dati mensili di inflazione in calo". Powell ha giustificato la necessità di viaggiare speditamente sul sentiero dei rialzi non solo con **l'inflazione elevata**, ma anche con il **livello obiettivamente basso dei tassi** e ripetendo più volte che i fed funds sono ancora adesso "solo" a 1,6% (l'unica variabile in loro diretto controllo!) e che i tassi reali nel tratto breve della curva sono ancora ampiamente negativi.

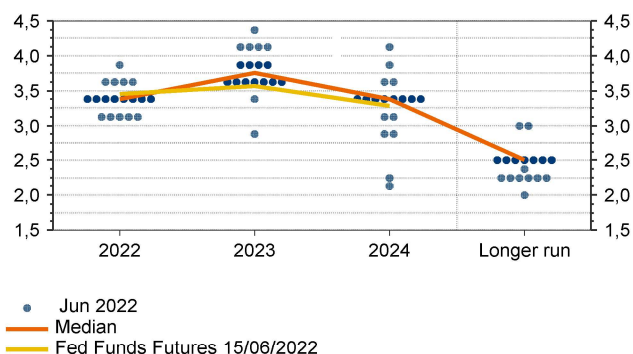
- **Punto di arrivo dei tassi.** Le proiezioni aggiornate mostrano **un arrivo a 3,8%** (3,75%-4%) nel 2023, in linea probabilmente con due rialzi da 25 pb l'anno prossimo. Secondo Powell, questo livello è appropriato per controllare l'inflazione. Tuttavia, in caso di ritardo nella risposta dei prezzi alla riduzione della domanda indotta dal rialzo dei tassi, la Fed "non può fallire" nella guerra sui prezzi e deve "finire il lavoro", ammettendo implicitamente la possibilità di andare in overshooting sui tassi nel 2023.

- **Conclusioni e previsioni.** La riunione di ieri ha impietosamente rivelato i ritardi e le incertezze della Fed di fronte agli sviluppi economici dell'ultimo anno. Il mea culpa di Powell non garantisce che in futuro non vengano ripetuti gli errori visti finora, ma certamente implica una determinazione diversa a perseguire l'obiettivo di rientro dell'inflazione e di aggiustamento della politica monetaria, con ovvi rischi di ricadute negative su crescita e disoccupazione.

Alla luce dell'impegno a proseguire "speditamente" fino a quando non si vedrà una sequenza di dati mensili di inflazione in rallentamento, riteniamo che il **sentiero di rialzi dei tassi che emerge dal grafico a punti sia incoerente con lo scenario dell'inflazione dei prossimi mesi**. La previsione per il CPI di giugno oggi è di 1% m/m per l'indice headline e 0,5% m/m per il core (fonte: inflation nowcasting Cleveland Fed) e rende **probabile un altro rialzo di 75 pb a luglio**. In caso di debolezza di altre variabili, il Comitato potrebbe optare per 50 pb, ma sarà difficile, anche perché Powell ha citato diverse volte la necessità di vedere una domanda di lavoro più contenuta (cioè un ampio calo, per esempio, delle posizioni vacanti). Successivamente una "sequenza" di variazioni dei prezzi stabili e/o in rallentamento ci fa prevedere, anche ottimisticamente, che siano probabili almeno altri due (o tre?) rialzi da 50 pb seguiti, nell'ipotesi più benigna, da rialzi da 25 pb da dicembre in poi.

Questo sentiero lascerebbe i **fed funds fra 3,5% e 3,75% a fine 2022 (con rischi per 3,75%-4%)**, e potrebbe portare a un **punto di arrivo fra 4% e 4,5% a metà 2023**. Concordiamo con la Fed su due punti: 1) il sentiero dell'inflazione dipende da fattori al di fuori del controllo della banca centrale (offerta di lavoro, eccesso di domanda di abitazioni, prezzi delle materie prime), con rischi verso l'alto sui tassi; e 2) il ciclo dei tassi probabilmente svolterà nel 2024, con una sequenza di tagli.

Grafico a punti: eppur si muove!



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

Proiezioni economiche dei membri del Bard e dei presidenti delle Fed regionali: crescita più bassa, disoccupazione e inflazione più alte, tassi in territorio restrittivo

Variable	2022	Median			Longer run
		2023	2024		
Real GDP	1.7	1.7	1.9		1.8
Dec. projection	2.8	2.2	2.0		1.8
Unemployment rate	3.7	3.9	4.1		4.0
Dec. projection	3.5	3.5	3.6		4.0
PCE inflation	5.2	2.6	2.2		2.0
Dec. projection	4.3	2.7	2.3		2.0
Core PCE inflation	4.3	2.7	2.3		
Dec. projection	4.1	2.6	2.3		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	3.4	3.8	3.4		2.5
Dec. projection	1.9	2.8	2.8		2.4

Fonte: federal Reserve Board, giugno 2022

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 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.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

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 Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

62109

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com