

## Macro Rapid Response

### FOMC: sorpresa hawkish

La riunione del FOMC si è conclusa, come atteso, con tassi fermi a 5,25%, ma anche con una sorpresa hawkish per il picco dei tassi. La mediana dei fed funds previsti a fine 2023, a 5,6%, sconta altri due rialzi entro fine anno, con previsioni piuttosto concentrate, segni di un consenso diffuso per più di un rialzo. La svolta è prevista nel 2024, con 100 pb di tagli. Il rialzo di luglio appare ormai come un dato di fatto, ma quello successivo è molto più incerto, a nostro avviso. Tuttavia, con una guidance così esplicita e convinta per ancora due rialzi, su un orizzonte di meno di sei mesi, alziamo la nostra previsione per il picco dei fed funds a 5,75%. Prevediamo una svolta a gennaio 2024, e un sentiero verso il basso più rapido di quello atteso dal FOMC, con riduzioni di 125 pb l'anno prossimo.

- La **riunione del FOMC di giugno ha confermato la pausa hawkish** preparata nelle scorse settimane, mantenendo i tassi fermi e allo stesso tempo segnalando che i rialzi non sono finiti e che c'è ancora lavoro da fare per riportare stabilmente l'inflazione al 2%. La comunicazione alla riunione di giugno è stata trasmessa principalmente attraverso l'aggiornamento del Summary of Economic Projections (SEP), che parla da solo: crescita e inflazione più alte, disoccupazione più bassa, quindi tassi più alti. La sorpresa è la mediana dei tassi con altri due interventi da 25 pb e **fed funds attesi a 5,75% entro fine anno**.
- Il comunicato, poco variato rispetto a maggio, conferma attività in espansione "modesta", occupazione in crescita "robusta" e inflazione "elevata". L'unico cambiamento è una **sfumatura nella guidance**, con cui si afferma che "mantenendo i tassi fermi a questa riunione permette al Comitato di valutare l'informazione aggiuntiva e le sue implicazioni (...) per determinare l'entità della restrizione addizionale che potrebbe essere appropriata per riportare l'inflazione al 2% nel tempo". A giugno è fuori discussione che sia necessario alzare ulteriormente i tassi, e i dati indicheranno quanto sarà richiesto.
- La **revisione del SEP**, come atteso, **è il canale di trasmissione del messaggio hawkish** della Fed e lascia pochi dubbi sulle intenzioni del Comitato. Le previsioni per fine 2023 vedono **ampie revisioni allo scenario macro**: crescita a 1% a/a da 0,4% a/a, inflazione core a 3,9% a/a da 3,6% a/a, tasso di disoccupazione a 4,1% da 4,5%. Per gli anni successivi, invece le revisioni sono marginali. **La conseguenza è un netto spostamento del grafico a punti** per il 2023, con i fed funds a 5,6% da 5,1%, e un cambiamento contenuto per il 2024, a 4,6% da 4,3%. Altrettanto importante è la scarsa dispersione dei "punti" nel grafico: 12 partecipanti su 18 prevedono tassi a 5,75% o oltre (9 prevedono 5,75%, 3 si aspettano tassi più elevati), 3 partecipanti vedono 1 solo rialzo e 2 si aspettano tassi fermi. I punti per gli anni successivi sono significativamente più dispersi, rivelando significativa incertezza sul sentiero dei tassi nel 2024-25, con tassi a 4,6% a fine 2024 e a 3,4% a fine 2025.
- La **conferenza stampa di Powell** nel complesso è stata meno hawkish rispetto al grafico a punti, a nostro avviso. La descrizione del quadro macro ha rilevato attività modesta, investimenti sia residenziali sia non residenziali deboli. L'elemento di preoccupazione per la Fed rimane il mercato del lavoro ancora "molto sotto pressione", nonostante alcuni segnali di ritorno verso un "migliore equilibrio fra domanda e offerta", e le sue implicazioni per l'inflazione, sempre troppo elevata. Anche per l'inflazione, la narrativa nella conferenza stampa conferma l'aspettativa di un ridimensionamento. Sia per il mercato del lavoro, sia per l'inflazione, il Comitato ritiene che sia necessario un aggiustamento più significativo verso un sentiero di riduzione dell'eccesso di domanda.
- Nella discussione sul **sentiero dei tassi**, Powell ha evidenziato le tre variabili rilevanti per la Fed: la **velocità dei rialzi**, il **livello del punto di arrivo** e la **durata della pausa dopo il picco**. Powell ha inquadrato in questo contesto le mosse già attuate e quelle in arrivo. Da metà 2022, il focus del Comitato è stato sulla velocità dei rialzi, con un trend in aumento fino a fine anno e un rallentamento successivo. La pausa di giugno va letta in quest'ottica, in sostanza come un **ulteriore rallentamento della velocità dei rialzi, non come il raggiungimento di un picco**.

15 giugno 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

**Summary of Economic Projections: più crescita, più inflazione, meno disoccupazione => tassi più alti**

**Velocità dei rialzi: segnali impliciti per una mossa per trimestre**

Fra l'altro, per quanto riguarda luglio, Powell non ha voluto dare indicazioni in termini di probabilità di un rialzo ma ha affermato che la prossima riunione sarà "viva". Inoltre, Powell ha anche segnalato che alla riunione di ieri non si è discusso un ritmo di rialzi preciso, quindi non bisogna prevedere già rialzi con una cadenza prevedibile. Tuttavia, nella sua lettura dei dati e delle loro implicazioni per i rialzi, appare che ora il Comitato vede come unità di tempo non le sei settimane che dividono le riunioni, bensì il trimestre. Quindi, a nostro avviso, il default è un rialzo per trimestre, cioè luglio e probabilmente settembre o, al più tardi, novembre.

■ A questo punto, relativamente vicino al picco, **il focus ovviamente si sposta sul punto di arrivo dei tassi**. Il grafico a punti mostra una notevole compattezza a favore di almeno due rialzi, in tempi tutto sommato ravvicinati, meno di 6 mesi, con indicazioni di probabilità elevata che tali interventi vengano attuati. A nostro avviso, **il rialzo di luglio è scontato**, e giustificato dal complesso dei dati già usciti e da quelli in arrivo che il Comitato leggerà, come indicato da Powell, nell'unità del 2° trimestre. **Per il rialzo successivo, invece, le probabilità sono meno chiare**, dato che l'inflazione da giugno in poi dovrebbe rallentare ancora, con una riduzione relativamente rapida nella parte finale dell'estate, sia su base mensile sia, soprattutto, su base tendenziale. Sul mercato del lavoro, l'indagine delle piccole imprese, che sono il motore dell'occupazione, indica un inequivocabile rallentamento delle assunzioni e della dinamica salariale. Pertanto, riteniamo che, dopo il rialzo di luglio, i rischi siano di tassi fermi a 5,5% per il resto dell'anno.

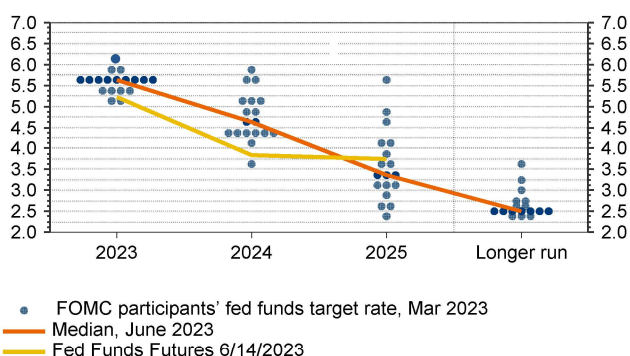
**Punto di arrivo a 5,75%, con rischi**

Tuttavia, con una guidance così esplicita e su un orizzonte così breve, meno di sei mesi, è difficile formulare una previsione in contrasto con quella del FOMC. Quindi, al momento prevediamo **un rialzo a luglio**, con probabilità praticamente pari a 100%, e un **successivo intervento a 5,75%**, con una probabilità poco sopra il 50%, ipotizzando che il Comitato intenda suggerire in modo indiscutibile l'impegno a riportare l'inflazione al 2%.

■ La terza variabile del sentiero dei tassi, cioè **la durata della pausa**, rimane a nostro avviso, e anche nel SEP, in linea con le previsioni precedenti: **tassi fermi dopo il picco fino a fine 2023 e svolta a inizio 2024**. Se effettivamente la Fed attuerà due rialzi, i tassi dovrebbero svoltare con probabilità elevata, a fine gennaio, e seguire un sentiero di tagli che porti i tassi a 4,1% a fine 2024, con un taglio in più rispetto alle proiezioni del SEP. Lo scenario dei tassi e dell'inflazione dei prossimi anni, a nostro avviso, dovrebbe riportarsi in linea con un mondo di tassi nominali e reali positivi nel medio termine.

**Durata della pausa: svolta probabile a inizio 2024**

**Il FOMC vede ancora due rialzi dei tassi**



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

**Proiezioni del FOMC: spostamento hawkish delle proiezioni per i fed funds**

Variable	Median			
	2023	2024	2025	Longer run
<b>Real GDP</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>
Mar. projection	0.4	1.2	1.9	1.8
<b>Unemployment rate</b>	<b>4.1</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	<b>4.0</b>
Mar. projection	4.5	4.6	4.6	4.0
<b>PCE inflation</b>	<b>3.2</b>	<b>2.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>
Mar. projection	3.3	2.5	2.1	2.0
<b>Core PCE inflation</b>	<b>3.9</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	
Mar. projection	3.6	2.6	2.1	
<b>Memo: Projected appropriate policy path</b>				
<b>Federal funds rate</b>	<b>5.6</b>	<b>4.6</b>	<b>3.4</b>	<b>2.5</b>
Mar. projection	5.1	4.3	3.1	2.5

Nota: proiezioni dei membri del Board della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, giugno 2023. Fonte: Federal Reserve Board



## 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