



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

obiettivo mercati

U N A P P R O F O N D I M E N T O M I R A T O

21 marzo 2024

La Fed conferma l'intenzione di tagliare i tassi nonostante le recenti sorprese nell'andamento dell'inflazione

A cura di: *Flavio Rovida, responsabile team ricerca macroeconomica di Fideuram Asset Management SGR*

Nella riunione del FOMC che si è conclusa ieri sera la Fed ha **largamente confermato il messaggio che era stato comunicato nelle precedenti riunioni di metà dicembre e fine gennaio e nelle audizioni al Congresso di due settimane orsono**, ovvero, per usare le parole del Presidente Powell, che un taglio dei tassi appare probabile "ad un certo punto nel corso di quest'anno". Questa impostazione strategica è stata messa in dubbio dalle significative sorprese al rialzo nei dati sull'inflazione di gennaio e febbraio, ma al riguardo Powell ha voluto sottolineare che per il momento per la Fed "la storia è rimasta la stessa" per quanto riguarda il processo di rientro dell'inflazione verso l'obiettivo del 2%, anche se ci sono stati dei sussulti ("bumps") sulla strada della disinflazione. Powell nel corso della conferenza stampa ha fatto spesso riferimento a questi *bumps* (le sorprese d'inflazione di inizio anno) e alla "*bumpy road*" del rientro dell'inflazione, sottolineando che **la Fed non intende reagire eccessivamente a queste sorprese**, così come non aveva ecceduto nell'ottimismo nella parte finale del 2023 di fronte alle sorprese favorevoli nell'andamento dell'inflazione *core*. Powell ha notato, al riguardo, che non è chiaro quale sia il valore segnaletico dei dati d'inflazione d'inizio anno, in particolare quelli relativi al mese di gennaio, che potrebbero essere stati distorti al rialzo da fattori di "stagionalità residua".

L'attenzione principale del mercato per la riunione di ieri era largamente concentrata su eventuali modifiche nelle proiezioni dei tassi presentate dalla Fed (i cosiddetti *dots*). Nella riunione di dicembre la Fed aveva presentato uno scenario centrale con tre tagli di 25 pb nel corso del 2024 e il rischio segnalato da numerosi osservatori era che la Fed potesse correggere al ribasso l'entità dei tagli attesi nel 2024 alla luce delle sorprese nell'inflazione, passando da un totale di 75 a 50 pb attesi nell'anno. Alcuni analisti nei giorni scorsi si erano mossi in effetti in questa direzione anche sulla base del fatto che sarebbe bastato un cambiamento di opinione di due soli esponenti del FOMC per un passare da tre a due tagli nel 2024. Una simile riconsiderazione dei *dots* avrebbe reso decisamente meno probabile un primo taglio nella riunione di giugno. **In linea con le nostre attese, il FOMC ha deciso di mantenere invariata l'entità dei tagli attesi nel 2024**, riducendo invece di 25 pb i tagli attesi nel 2025 (e nel 2026).

La distribuzione delle proiezioni sui tassi appare ora più concentrata rispetto a dicembre: ben 9 membri del FOMC (su 19) si attendono tre tagli nel 2024 (contro 6 in dicembre), mentre si è decisamente ridotto il numero di esponenti del FOMC che si attendono 4 o più tagli (solo uno contro 5 in dicembre). Il numero di membri del FOMC che prospettano tassi invariati (e quindi nessun taglio entro fine anno) è rimasto invariato a due. Si noti inoltre che **il tasso di lungo periodo, che può essere considerato una**

proxy del tasso neutrale, è stato rivisto al rialzo, anche se in misura molto contenuta (dallo 2.50% al 2.625%). A nostro avviso, ulteriori graduali correzioni al rialzo del tasso neutrale appaiono probabili nel corso dei prossimi trimestri. La Fed ha mantenuto invariate le proprie attese sui tassi nel 2024 nonostante una revisione al rialzo delle previsioni relative all'inflazione *core* (dal 2.4% al 2.6%, si noti che le stime si riferiscono alla variazione a/a nel trimestre finale dell'anno), mentre la proiezione per l'inflazione totale è stata mantenuta invariata.

La sorpresa più significativa nelle proiezioni della Fed è probabilmente venuta dalle previsioni per la crescita che sono state riviste in misura più corposa rispetto alle attese: la crescita a/a del PIL nel trimestre finale del 2024 è ora attesa al 2.1%, contro l'1.4% delle previsioni di dicembre (che ancora non incorporavano la notevole sorpresa al rialzo nella crescita del PIL del trimestre finale del 2023). Si tratta di un ritmo di crescita decisamente più elevato delle nostre attese e di quelle del consenso (che, secondo Bloomberg, prospettano una crescita all'1.3% nel trimestre finale dell'anno). Il FOMC ha inoltre rivisto al rialzo anche le proiezioni di crescita per il 2025 (+0.2%) e per il 2026 (+0.1%), abbassando contemporaneamente la proiezione del tasso disoccupazione di un decimale sia nel 2024 sia nel 2026, in uno scenario in cui l'aggiustamento delle condizioni del mercato del lavoro rispetto alle condizioni attuali appare quasi trascurabile. Nel complesso **il FOMC sembra prospettare uno scenario che appare anche più positivo rispetto a quello di “soft landing”** con un contributo importante del miglioramento delle condizioni di offerta.

Il FOMC ha inoltre discusso dell'aggiustamento del ritmo del *Quantitative Tightening*, come indicato da Powell nel corso della conferenza stampa. Non si è assolutamente trattato di una sorpresa, in quanto questa discussione era stata anticipata nel corso della precedente riunione. Powell ha indicato che una decisione al riguardo sarà comunicata “molto presto” (“*fairly soon*”), lasciando così intendere che **una modifica nella velocità di riduzione dell'attivo Fed sarà annunciata nella prossima riunione di inizio maggio**, senza fornire però ulteriori dettagli (che probabilmente verranno presentati nei verbali della riunione fra tre settimane). Powell ha sostenuto che un ritmo più moderato di riduzione dell'attivo dovrebbe consentire al programma di durare più a lungo, evitando problemi di instabilità nei mercati finanziari. Il nostro scenario prospetta da tempo per la riunione di maggio una riduzione nel “tetto” dei reinvestimenti da 60 a 30 miliardi di dollari per i *Treasuries*, mentre il “tetto” per i mutui cartolarizzati dovrebbe rimanere invariato a 35 miliardi.

Per concludere, **il messaggio emerso dalla riunione del FOMC che si è conclusa ieri è stato al margine un poco più “morbido” delle nostre attese**, in ragione principalmente dello sforzo del Presidente Powell di ridimensionare il valore segnaletico delle sorprese d'inflazione che si sono registrate a inizio anno. **Il “piano d'azione” della Fed non sembra essere cambiato e probabilmente contempla un primo taglio dei tassi in giugno**, ma richiede che i dati (in particolare quelli sull'inflazione) non presentino altre sorprese. Si noti, al riguardo, che mentre nella conferenza stampa di fine gennaio Powell aveva esplicitamente chiarito che un taglio nella successiva riunione appariva decisamente improbabile, a fronte di un'analoga domanda non ha voluto dare indicazioni riguardo all'esito delle riunioni di maggio e giugno.

Il nostro scenario prospetta una graduale riduzione della crescita dei prezzi core a partire dal dato di marzo, che dovrebbe essere compatibile con un primo taglio nella riunione di giugno. Se il rallentamento della dinamica dei prezzi non fosse confermato già con il prossimo dato di marzo (pubblicato il 10 aprile), le prospettive per un taglio in giugno (cui il mercato attribuisce dopo la riunione della Fed una probabilità vicina al 70%, che appare ora un poco ottimistica) verrebbero ovviamente decisamente ridimensionate.

DISCLAIMER

Il presente documento è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A., società iscritta all'albo delle società di gestione del risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (**TUF**), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo ("**Fideuram Asset Management SGR**").

Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento non costituiscono in alcun modo ricerca, raccomandazione, consiglio di investimento, consulenza all'investimento o altra forma di consulenza e sono soggetti a modifiche. **I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.** Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita o una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Fideuram Asset Management SGR declina ogni responsabilità per eventuali investimenti effettuati esclusivamente sulla base del presente messaggio.

*Tale documentazione non è stata depositata in Consob ai sensi dell'art. 101 del d.lgs. 58/98 e successive modifiche ("**Testo Unico della Finanza**").*

Per ulteriori informazioni, è possibile contattare la Società al seguente indirizzo di posta elettronica info@fideuramsgr.it

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina di copertina.

QUESTA PUBBLICAZIONE SI COMPONE DI N. 3 PAGINE. DATA DI PUBBLICAZIONE: 21 MARZO 2024.