



Flash FED - Inattesa svolta della Fed con Powell in versione natalizia

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

Da alcune settimane **non vi erano dubbi sul fatto che la Fed avrebbe mantenuto invariati i tassi d'interesse nella riunione del FOMC che si è conclusa ieri sera.**

L'interesse dei mercati, anche alla luce della pubblicazione dell'aggiornamento trimestrale delle previsioni del FOMC sui tassi d'interesse, era piuttosto focalizzato sulla risposta della banca centrale al notevole cambiamento nelle attese di mercato riguardo alla tempistica dei tagli dei tassi nel corso del 2024, che aveva subito una notevole accelerazione di recente.

Prima dei dati di sull'occupazione di novembre, pubblicati venerdì scorso, il mercato era arrivato a scontare un taglio dei tassi con una probabilità superiore al 50% già nella riunione di metà marzo del prossimo anno.

La riunione della Fed rappresentava pertanto un'importante occasione per il Presidente Powell di fornire una valutazione sulla modifica delle attese di mercato sull'andamento dei tassi di *policy* nel breve periodo e **l'attesa generalizzata degli analisti (da noi condivisa) era che il messaggio della Fed sarebbe stato improntato ad una significativa cautela** al riguardo. Così invece non è stato e **la riunione ha presentato un crescendo di sorprese in direzione "dovish"**, prima con il comunicato stampa, largamente in linea con le attese (con il *bias* in senso restrittivo divenuto ancora più blando), poi con le previsioni sui tassi, più "morbide" del previsto, con tre tagli attesi nel 2024 invece dei due previsti in settembre, e, infine, **con la conferenza stampa, che ha decisamente sorpreso con un atteggiamento sostanzialmente conciliante rispetto alle attese di mercato sui tassi e con l'evidente pivot della Fed nella direzione della tempistica dei tagli dei tassi come nuovo fulcro del dibattito interno nelle prossime riunioni.**

La conferenza stampa ha pertanto segnalato in maniera molto evidente che **l'impostazione della Fed è molto meno cauta di quanto avessimo prospettato in precedenza ed appare compatibile con un inizio dei tagli di tassi anticipato rispetto alle nostre precedenti previsioni**, che prima della riunione di ieri indicavano per settembre del prossimo anno l'inizio del ciclo dei tagli.

Il comunicato stampa emesso alla fine della riunione non è risultato significativamente distante dalle attese. La Fed ha preso atto della riduzione dell'inflazione ("l'inflazione ha rallentato ma rimane elevata") e del probabile rallentamento dell'economia dopo la forza nel terzo trimestre. Il paragrafo relativo all'andamento dei tassi di *policy* nelle prossime riunioni è stato inoltre reso più vago, segnalando appunto come la prospettiva di ulteriori rialzi sia diventata più incerta rispetto alla precedente riunione.

Nel corso della conferenza stampa il Presidente Powell ha poi chiarito che queste modifiche erano mirate a **segnalare che i tassi sono probabilmente giunti "al picco o intorno al picco"**. Come già notato, nessuna delle modifiche apportate al comunicato stampa è apparsa particolarmente sorprendente.

I cambiamenti nelle proiezioni sui tassi sono stati invece un poco più “morbidi” delle nostre previsioni. La Fed, infatti, ora si aspetta che entro la fine del 2024 i tassi vengano tagliati di 75 pb (erano invece 50 pb in settembre e la nostra attesa era che sarebbero stati confermati a 50 pb, quindi due soli tagli di 25 pb). In sostanza, **le nuove proiezioni dei tassi accelerano lievemente il processo dei tagli, ma non lo modificano sostanzialmente:** il punto di arrivo (2.875%) a fine 2026 è lo stesso che in settembre, anche se si deve notare che il punto di partenza a fine 2023 era di 25 pb più elevato, perché allora la Fed prevedeva un altro rialzo di 25 pb entro fine anno, che non si è poi realizzato.

La Fed ha quindi aumentato i tagli nel 2024 e li ha ridotti lievemente rispetto a settembre nel 2025 (sono ora 100 pb invece che 125) e nel 2026 (75 invece che 100 pb), riducendoli complessivamente su tutto il periodo di 25 pb. Lo scenario che è emerso dalle proiezioni sui tassi è stato quindi **un poco più “morbido” delle attese per quanto riguarda il breve periodo, ma non in maniera particolarmente pronunciata.**

La conferenza stampa di Powell ha invece rappresentato un’autentica sorpresa.

Nella sua introduzione Powell ha rimarcato che la Fed intende continuare a “procedere con cautela”, in linea con il messaggio mandato dalla *leadership* a partire dal discorso tenuto a Jackson Hole a fine agosto, e quindi in linea con l’approccio che ci saremmo aspettati. Ma di fronte alle domande dei giornalisti, che appunto lo interrogavano sulla tempistica dei tagli attesi dal mercato, Powell ha largamente abbandonato questa cautela, rimarcando in primo luogo che se anche ulteriori rialzi dei tassi rimangono una possibilità (ma si noti che nemmeno un esponente del FOMC ha indicato come probabile un rialzo dei tassi nei *dots* relativi al 2024 rispetto al livello corrente), **il dibattito all’interno della Fed si è ora mosso nella direzione di discutere la tempistica dei tagli** (o meglio il “*dialing back*” dei rialzi, come lo ha definito Powell).

Ad una domanda specifica riguardo al giudizio della Fed sulla tempistica dei tagli prezzati dal mercato, **Powell poi si è ben guardato dal rimarcare che il profilo dei tassi atteso dai mercati non sia linea con la strategia corrente della Fed**, segnalando solo che la Fed deciderà sulla base della “totalità” dei dati quando sarà il momento.

In risposta ad un’altra domanda relativa alla valutazione recentemente espressa da uno dei membri del Board (Chris Waller), secondo cui nei prossimi mesi saranno possibili tagli dei tassi di natura “assicurativa”, Powell ha risposto che ovviamente preferisce non commentare l’opinione di un altro esponente della Fed, ma non ha in nessuna maniera preso le distanze dall’ipotesi di “*insurance cuts*”.

Powell è rimasto anche vago sulle motivazioni dei possibili tagli, rilevando, a fronte di una specifica domanda, che la Fed non ha come obiettivo di mantenere costante il tasso di *policy* in termini reali, così da ridurre gradualmente il tasso sui *fed funds* nel momento in cui l’inflazione scenderà ulteriormente nei prossimi trimestri, al fine di evitare che la politica monetaria diventi in realtà più restrittiva mentre l’economia rallenta e il tasso d’inflazione è avviato verso l’obiettivo del 2%. Al riguardo, si può in effetti notare che se si considerano congiuntamente le proiezioni dei tassi e quelle dell’inflazione, sembrerebbe invece che i membri del FOMC abbiano in mente un obiettivo in termini di tassi reali di *policy*.

Nel complesso, quindi **la conferenza stampa ha mostrato una Fed molto più conciliante con le attese di mercato sui tagli dei tassi rispetto alle previsioni**, con il *pivot* della politica monetaria ormai sostanzialmente realizzato. Questa scelta appare decisamente sorprendente anche alla luce dei recenti dati sul mercato del lavoro e sui prezzi al consumo di novembre, pubblicati nei giorni scorsi, che, a nostro avviso, apparivano coerenti con un approccio ben più cauto.

Oltre alle proiezioni sui tassi la Fed ha presentato ieri anche le proprie stime per le altre principali variabili economiche (crescita del PIL, tasso di disoccupazione e inflazione). **Le modifiche rispetto alle proiezioni di settembre sono state piuttosto ampie per quanto riguarda l’anno in corso, come era prevedibile, e limitate dal 2024 in avanti, senza grandi sorprese.** La crescita per il 2023 è stata rivista al rialzo di mezzo punto percentuale (dal 2.1% al 2.6%, si noti che il dato si riferisce alla crescita a/a nel trimestre finale

dell'anno), in quanto la precedente riunione si era tenuta prima della sorpresa nell'andamento del PIL del terzo trimestre (sopra il 5% annualizzato).

La crescita per il 2024 è stata invece rivista al ribasso di un decimale (dall'1.5% all'1.4%, e rimane più ottimistica rispetto alle attese di consenso, 0.7%, e alle nostre stime, 0.8%). Le proiezioni per il tasso di disoccupazione sono rimaste largamente invariate, mentre le stime per l'inflazione sono state abbassate di mezzo punto percentuale a fine 2023 sia per l'inflazione totale sia per quella core e, in misura minore, anche per il 2024 e il 2025 (rispettivamente -0.1% per la totale e -0.2% per il 2024 e -0.1% per il 2025 per quella core).

La previsione d'inflazione della Fed a fine 2024 (2.4% per il deflatore core) è sostanzialmente in linea con la nostra previsione.

Per concludere, la riunione della Fed di ieri ha chiaramente mostrato un cambiamento inatteso nell'atteggiamento della banca centrale, che ha largamente ridimensionato l'approccio di "*higher for longer*". Questa modifica rende poco plausibile prospettare che i tassi di *policy* rimangano invariati per buona parte del 2024, come attendevamo fino a ieri, anche se lo scenario di crescita e inflazione non è cambiato.

Appare pertanto ragionevole anticipare il primo taglio dei tassi, in prima approssimazione alla riunione di inizio maggio del prossimo anno, e inserire altri 50 pb di tagli nel complesso per il prossimo anno (per un totale di 125 pb cumulati invece di 75 pb). I toni notevolmente *dovish* inaspettatamente emersi nella conferenza stampa di ieri segnalano inoltre che i rischi sono nella direzione di un taglio addirittura anticipato a marzo, come il mercato è tornato a scontare, e per un numero maggiore di tagli nel corso dell'anno.

DISCLAIMER

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), 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, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.

Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né 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.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.

La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.