



Fed: tagli dei tassi d'interesse in vista, ma probabilmente non nella riunione di marzo

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

L'attenzione dei mercati per la riunione del FOMC che si è conclusa ieri verteva non sulla decisione relativa ai tassi d'interesse, in quanto era del tutto scontato che la Fed avrebbe mantenuto i tassi invariati per la quarta riunione consecutiva, ma piuttosto su tre aspetti importanti della comunicazione e della strategia della Fed. Il primo aspetto riguardava le modifiche al comunicato stampa emesso alla fine della riunione, in quanto ancora a metà dicembre il comunicato includeva un evidente, anche se ormai piuttosto blando, "bias restrittivo", ovviamente non compatibile con la prospettiva di tagli dei tassi, più o meno imminenti. Il secondo aspetto rilevante riguardava il messaggio che il Presidente Powell avrebbe deciso di mandare nel corso della conferenza stampa riguardo alla possibilità di un taglio dei tassi nella riunione di marzo. Da notare, al riguardo, che nelle ore precedenti la fine della riunione della Fed, il mercato era ritornato a considerare un taglio in marzo come lo scenario centrale, con la probabilità di questo evento che da meno del 50%, dover si era attestata nelle ultime settimane, aveva toccato il 65% circa. L'ultimo tema di rilievo era infine rappresentato dalla modifica del QT nella direzione di un *tapering* nei prossimi mesi, come prospettato nelle scorse settimane da alcuni esponenti del FOMC (come Lorrie Logan e Chris Waller).

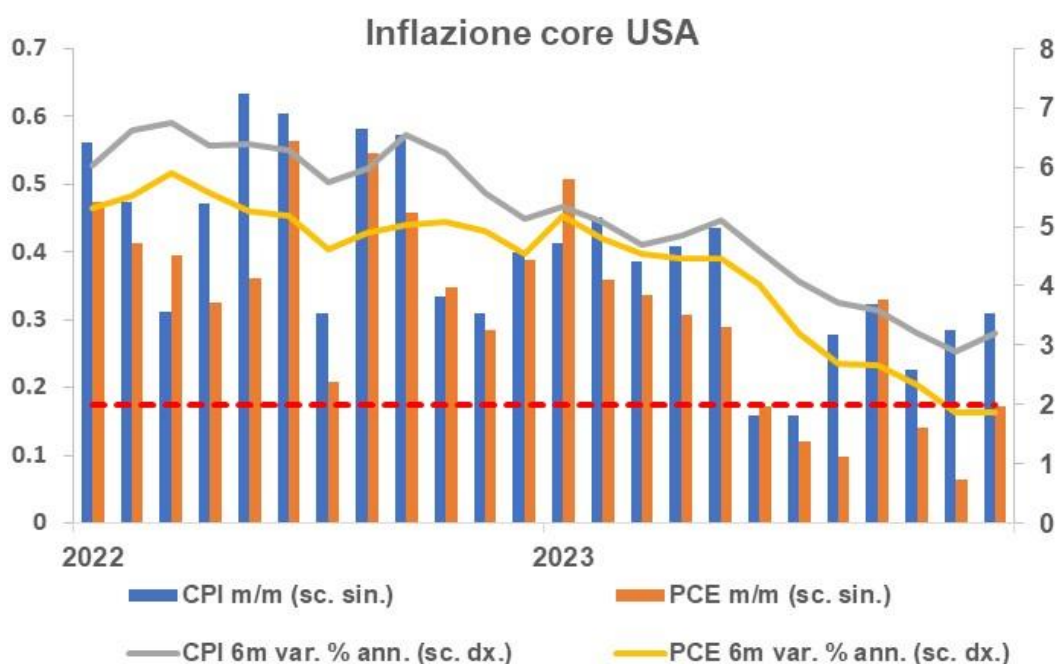
Nel complesso il messaggio della Fed che è emerso dalla riunione di ieri riguardo a queste tematiche è stato piuttosto equilibrato: la revisione del comunicato stampa evidenzia che **tagli dei tassi sono ragionevolmente in vista, ma la Fed vuole raggiungere un livello maggiore di confidenza sul fatto che l'inflazione si sia stabilizzata intorno all'obiettivo del 2% prima di procedere ad un primo taglio dei tassi e, pertanto, un taglio nella prossima riunione di marzo non rappresenta per il momento il "caso base" per la Fed.**

E' probabile che il mercato si aspettasse un giudizio più sfumato da parte di Powell riguardo all'esito della prossima riunione, ma si deve notare che un taglio in marzo non può comunque essere escluso (e il mercato lo prezza ancora con una probabilità non trascurabile, poco sopra il 35%), ma richiede in particolare un andamento decisamente favorevole dei dati d'inflazione (per gennaio e febbraio) che saranno diffusi prima della prossima riunione, uno scenario che per parte nostra non riteniamo molto probabile.

Come era largamente atteso, il comunicato stampa emesso alla fine della riunione è stato rivisto in maniera significativa per tenere conto sia delle sorprese nei dati macro sia dell'esigenza di

modificare la *forward guidance* utilizzata nelle precedenti riunioni. Il comunicato emesso ieri evidenzia che l'attività economica è cresciuta "con un ritmo solido" (e non risulta più in rallentamento, come nel comunicato di dicembre), un cambiamento determinato soprattutto dalla notevole sorpresa nella crescita del PIL del quarto trimestre. Nel comunicato è stato inoltre eliminato il riferimento all'impatto negativo sull'economia della restrizione delle condizioni finanziarie e creditizie (e questa modifica non ci ha sorpreso), ma è stato mantenuto il riferimento al fatto che l'inflazione, sebbene in calo, "rimane elevata" (una considerazione che ovviamente non appare compatibile con un taglio dei tassi). Per quanto riguarda la *forward guidance*, il precedente "*bias restrittivo*" è stato sostituito in primo luogo con una formulazione più generale, che riconosce che nella "considerazione di eventuali aggiustamenti dei tassi" (quindi sia al rialzo sia al ribasso) il FOMC valuterà attentamente il flusso di dati, l'evoluzione dell'*outlook* e i rischi sullo scenario e poi con la precisazione che **il FOMC non si aspetta che sia appropriato ridurre i tassi "finché non avrà più fiducia che l'inflazione si sta muovendo in modo sostenibile verso il 2%"**. Questa formulazione a nostro avviso rende piuttosto improbabile (anche se certamente non impossibile) che la Fed abbia sufficiente fiducia sul rientro sostenibile dell'inflazione all'obiettivo del 2% già entro sei settimane, quando si terrà la prossima riunione del FOMC.

Il tema della fiducia nel rientro dell'inflazione al 2% è stato poi centrale nella conferenza stampa di Powell, che ha precisato che la Fed è già ora fiduciosa sul fatto che l'inflazione tornerà al 2% stabilmente, ma **vuole avere maggiore evidenza al riguardo prima di iniziare a tagliare i tassi** ("una decisione molto importante") e ridurre quindi il grado di restrizione della politica monetaria. Powell ha sottolineato più volte che, sebbene l'inflazione *core* (misurata dal deflatore dei consumi, l'indicatore dei prezzi preferito dalla Fed) sia ancora distante dal 2% (2.9% in dicembre, ultimo dato disponibile), **misure d'inflazione costruite su una finestra temporale più breve, come la variazione su 6 mesi annualizzata, sono già intorno al 2%** (anzi anche un poco sotto sia in novembre sia in dicembre, come evidenziato dalla linea gialla nel grafico riportato sotto).



Fonte: Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis

La Fed vuole però avere ulteriore conferma di questa dinamica favorevole e, di fronte ad un'esplicita domanda di un giornalista se tagli dei tassi fossero "dietro l'angolo", ha risposto in maniera piuttosto chiara che **"non è probabile che il FOMC raggiunga un livello abbastanza elevato di fiducia che consenta di tagliare nella riunione di marzo"**, specificando appunto che un taglio in marzo non rappresenta al momento "il caso base" per la Fed. Come già notato, questo commento di Powell non azzera, a nostro avviso, la probabilità di un taglio nella prossima riunione, ma lo condiziona ad un ulteriore miglioramento della dinamica dell'inflazione a inizio anno, che al momento riteniamo improbabile. Da notare, al riguardo, che il mercato dopo aver corretto al ribasso la probabilità di un taglio in marzo con la pubblicazione del comunicato stampa (intorno al 45%), ha poi curiosamente interpretato in maniera piuttosto "morbida" la prima parte della conferenza stampa, riportando la probabilità di un taglio nella prossima riunione fino al 60% circa. Solo quando Powell ha fatto esplicitamente riferimento all'esito della riunione di marzo il mercato ha corretto significativamente portando la probabilità di taglio sotto il 40%.

Dalla conferenza stampa non sono emerse novità di rilievo riguardo alla gestione del QT. Al riguardo, come ci aspettavamo, Powell ha affermato che questo tema verrà approfonditamente discusso nella prossima riunione del FOMC e confermiamo la nostra attesa che il *tapering* del QT (per quanto riguarda i *Treasuries*, ma non i mutui cartolarizzati) venga avviato tra maggio e giugno e sia concluso nella prima parte del prossimo anno.

Per concludere, **non abbiamo modificato le nostre attese riguardo al profilo della politica monetaria della Fed alla luce dell'esito della riunione del FOMC di ieri. Il nostro scenario centrale continua a contemplare un primo taglio dei tassi nella riunione di inizio maggio, seguito da altri 100 pb di tagli nel resto dell'anno.** Dopo che nella riunione di ieri Powell ha ridimensionato la probabilità di un taglio a marzo, i rischi sulla tempistica del nostro scenario centrale sono ora probabilmente più nella direzione di una pausa che potrebbe protrarsi fino alla riunione di giugno piuttosto che di una mossa anticipata già alla prossima riunione.

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.