



## Flash FED

# La Fed “salta” un rialzo ma prospetta un livello del tasso terminale più elevato delle attese

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

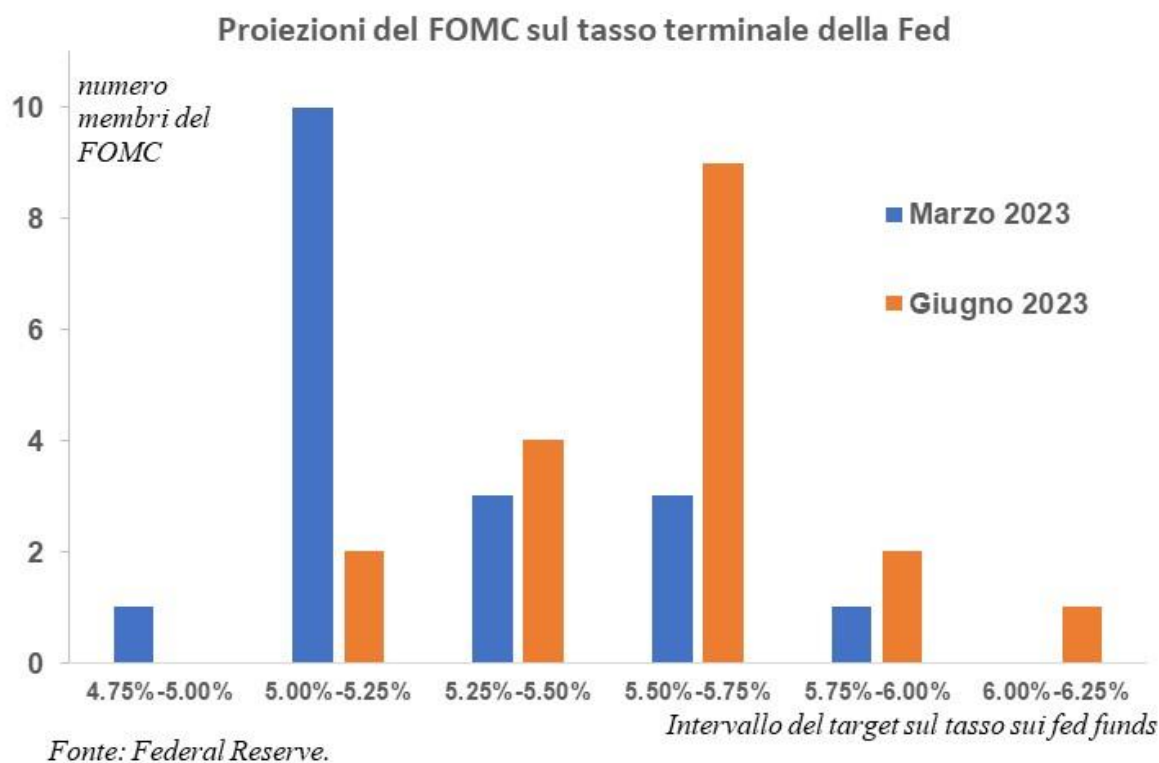
Le dichiarazioni degli esponenti della Fed a fine maggio prima del periodo di “blackout” (e, in particolare quella di Jefferson, che probabilmente diventerà Vice-Presidente) avevano **segnalato in maniera abbastanza chiara che il FOMC intendeva mantenere i tassi invariati nella riunione di metà giugno**, dopo rialzi continui in ogni riunione a partire dal marzo dello scorso anno.

L'incertezza riguardo all'esito della riunione che si è conclusa ieri, pertanto, verteva non sulla decisione relativa ai tassi, quanto piuttosto sulle indicazioni di politica monetaria per il breve periodo derivanti, da un lato, dall'aggiornamento delle proiezioni del FOMC sulle principali variabili economiche e sui tassi di **policy** e, dall'altro, dalla conferenza stampa del Presidente Powell.

Per quanto riguarda le proiezioni sui tassi, l'ampio consenso degli analisti contemplava (soprattutto dopo la diffusione dei dati particolarmente robusti sulla dinamica dell'occupazione a inizio giugno) una probabile revisione al rialzo del tasso terminale sui *fed funds* previsto dalla Fed di 25 pb (dall'intervallo 5.00%-5.25%, raggiunto nella precedente riunione di inizio maggio, al 5.25%-5.50%), una previsione condivisa anche da parte nostra, in linea peraltro con la nostra attesa di un ulteriore rialzo dei tassi di 25 pb nella riunione del FOMC di fine luglio.

Ritenevamo invece che un'indicazione più aggressiva da parte della Fed, ovvero un aumento del tasso terminale di 50 pb, coerente con altri due rialzi dei tassi di 25 pb nel corso dei prossimi mesi, avesse una probabilità non trascurabile, ma piuttosto contenuta (intorno al 15-20% nella nostra valutazione soggettiva), in quanto avrebbe mandato un segnale molto più aggressivo di quanto ritenevamo la Fed volesse veicolare. **Il FOMC ha invece deciso di sorprendere con un rialzo del tasso terminale di 50 pb, collocando così il livello dei tassi alla fine del ciclo restrittivo tra il 5.50% e il 5.75%.**

Il Presidente Powell nel corso della conferenza stampa ha esplicitamente evidenziato che il tasso terminale si è riposizionato sul livello che sarebbe stato raggiunto nella riunione di marzo se l'impatto delle tensioni sul sistema bancario seguite al fallimento di Silicon Valley Bank non avesse suggerito una maggiore cautela da parte della Fed (vista la notevole incertezza sull'effetto della crisi bancaria e della conseguente restrizione del credito sull'economia).



Il grafico riportato sopra **evidenzia il notevole spostamento delle preferenze dei membri del FOMC riguardo al livello terminale dei tassi**. Nella riunione di marzo ben 10 esponenti del FOMC su 18 ritenevamo appropriato un livello dei tassi tra il 5.0 e il 5.25%, raggiunto poi nella successiva riunione di inizio maggio. Questo numero si è ridotto ad appena 2 nell'ultima riunione, con ben 16 membri che ora prevedono almeno un rialzo nel corso dei prossimi mesi (e con **12 tra questi che ritengono appropriati almeno due rialzi dei tassi**).

**La revisione al rialzo più ampia del previsto del tasso terminale è motivata, ma solo parzialmente a nostro avviso, dalla modifica dello scenario di previsione del FOMC** rispetto alle proiezioni pubblicate a marzo. Come largamente atteso, alla luce delle sorprese positive sull'andamento dell'attività economica e sulle condizioni del mercato del lavoro degli ultimi mesi, la previsione di crescita del PIL della Fed per il 2023 è stata infatti rivista al rialzo in misura significativa (dallo 0.4% all'1.0%), mentre la previsione sul tasso di disoccupazione è stata rivista al ribasso dal 4.5% al 4.1% (entrambe le stime si riferiscono alla media del trimestre finale dell'anno).

Se le correzioni per crescita e tasso di disoccupazione non hanno riservato sorprese, la revisione al rialzo della previsione per l'inflazione *core* a fine 2023, dal 3.6% al 3.9%, è stata un poco più ampia delle attese (mentre la previsione per l'inflazione totale è stata rivista al ribasso di un decimale, dal 3.3% al 3.2%). Nel corso della conferenza stampa Powell ha inoltre rimarcato più volte che **per quanto riguarda l'inflazione core non vi sono ancora segnali convincenti di una svolta** e che il ritmo di crescita dei prezzi *core* negli ultimi mesi (incluso il dato di maggio pubblicato martedì 13 giugno) rimane ben distante dall'obiettivo della Fed e che quindi "rimane del lavoro da fare" per la politica monetaria, soprattutto con la finalità di riportare ad un maggiore allineamento domanda e offerta nel mercato del lavoro. Una considerazione simile è stata fatta anche con riguardo alla crescita salariale, che nonostante segnali di decelerazione, rimane ancora non compatibile con l'obiettivo della Fed.

Se i “*dots*” hanno certamente segnalato una sorpresa in senso decisamente più aggressivo delle attese da parte del FOMC, **la conferenza stampa di Powell è stata più equilibrata** e, in generale, non particolarmente informativa, con la sola rilevante eccezione della **chiara ammissione da parte di Powell che il FOMC non ha già discusso riguardo alla plausibilità di un rialzo dei tassi nella prossima riunione di luglio il cui esito rimane quindi aperto** (si tratta di un “*live meeting*”, come sottolineato da Powell più di una volta). Più in generale, **Powell non ha voluto fornire nessun tipo di “guidance”** esplicita per le prossime riunioni, sottolineando la dipendenza dai dati delle scelte della Fed.

Il messaggio mandato dal Presidente Powell nella riunione di inizio maggio era stato interpretato dai mercati (e anche da parte nostra) come coerente con una “pausa” nel ciclo restrittivo che avrebbe in realtà sancito il completamento del ciclo restrittivo stesso. Le dichiarazioni di alcuni esponenti della Fed nelle settimane successive e la notevole sorpresa nei dati sull’occupazione di maggio (pubblicati a inizio giugno) hanno però evidenziato che la Fed si stava invece probabilmente avviando solo verso un “salto” di una riunione (l’ormai famigerato “*skip*”) per poi proseguire con almeno un altro rialzo nei meeting successivi. In altri termini, la scelta operata dalla Fed è stata nella direzione di **moderare ulteriormente il ritmo dei rialzi** (come notato più volte da Powell nella conferenza stampa) **e non di mettere in pausa il ciclo restrittivo per un periodo prolungato**. Rimane però la sorpresa, a nostro avviso non trascurabile, di aver segnalato questo approccio anche con un aumento della proiezione sul tasso terminale decisamente più aggressivo del previsto.

E’ senz’altro vero, d’altro lato, che **questa modifica nei *dots* può essere vista dal mercato solo come una previsione** (che potrebbe non trovare conferma sulla base dell’andamento congiunturale dell’economia nel corso dei prossimi mesi) e non come un’intenzione esplicita di rendere la politica monetaria più aggressiva (e la cautela con cui Powell ha discusso le prospettive relative alla prossima riunione di luglio corrobora questa interpretazione). Per parte nostra, dopo la sorpresa al rialzo nei dati sull’occupazione di maggio avevamo segnalato che un ulteriore aumento dei tassi di policy appariva probabile nel corso dei prossimi mesi.

**Avevamo inserito un rialzo dei tassi di 25 pb per la riunione di luglio, evidenziando però il rischio che un altro rialzo dei tassi potesse essere deciso nei mesi successivi. Non modifichiamo questo scenario centrale dopo la riunione della Fed**, pur riconoscendo che il messaggio della banca centrale è stato più aggressivo delle nostre attese.

## 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.*