

La Fed prova a rassicurare i mercati dopo le sorprese sull'inflazione

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

Le notevoli sorprese al rialzo nei dati sull'inflazione pubblicati venerdì scorso rappresentavano chiaramente una sfida importante per l'impostazione di politica monetaria adottata dalla Fed. Il tasso d'inflazione in maggio ha infatti inaspettatamente toccato un nuovo picco (all'8.6%), mentre il consenso di mercato riteneva che il massimo ciclico fosse ormai stato raggiunto con il dato di marzo. In aggiunta, sempre lo stesso giorno, i dati preliminari relativi al mese di giugno sulle aspettative d'inflazione di medio-lungo termine dei consumatori, pubblicati dalla University of Michigan, avevano registrato un incremento, anche questo inatteso, di ben tre decimali (dal 3.0% al 3.3%), portandosi così al livello più elevato dal 1995 (a parte due soli mesi nel 2008).

Nella precedente riunione del FOMC di inizio maggio, la Fed aveva mandato un segnale molto forte riguardo alla traiettoria dei tassi nel breve periodo, indicando che rialzi dei tassi di 75 pb (mai decisi dalla Fed dopo il 1994) non erano per il momento attivamente considerati e che lo scenario centrale per le successive riunioni di metà giugno e fine luglio era rappresentato da un aumento di 50 pb (scenario cui il mercato si era immediatamente adeguato). Le sorprese sull'andamento dell'inflazione hanno però completamente rimescolato le carte e la Fed, in modo decisamente inusuale, si è vista costretta a segnalare un probabile rialzo dei tassi di 75 pb (anziché di 50) attraverso un articolo del Wall Street Journal, proprio la sera prima dell'inizio della riunione (essendo i membri del FOMC vincolati nella propria comunicazione dal cosiddetto "blackout period" che precede l'inizio delle riunioni).

I dati sull'inflazione e la probabile risposta della Fed hanno così determinato una repentina e marcata revisione delle aspettative di mercato sul profilo di breve periodo dei tassi della Fed, che mostra l'entità dei rialzi dei tassi attesi dal mercato nelle rimanenti riunioni della Fed del 2022 e confronta i dati al 9 giugno, ovvero il giorno prima della pubblicazione dei dati sull'inflazione, e i dati il giorno dell'inizio della riunione del FOMC (il 14 giugno). Il mercato ha aggiunto quasi 75 pb di rialzi al profilo del 2022 (portando poi i tassi ad un livello terminale del 4% a metà 2023), prezzando inoltre come sostanzialmente certi due rialzi di 75 pb nelle riunioni di giugno e luglio.

Pertanto, alla luce sia dell'entità delle sorprese nell'andamento nell'inflazione sia delle indiscrezioni di stampa, **un aumento di 75 pb appariva largamente scontato come esito della riunione.** Qualche osservatore aveva anche ventilato la possibilità di un rialzo di entità anche maggiore (100 pb), che

ritenevamo però decisamente poco probabile, in quanto, rappresentando un'evidente sorpresa, avrebbe potuto creare problemi rispetto all'usuale strategia di comunicazione adottata dalla Fed.

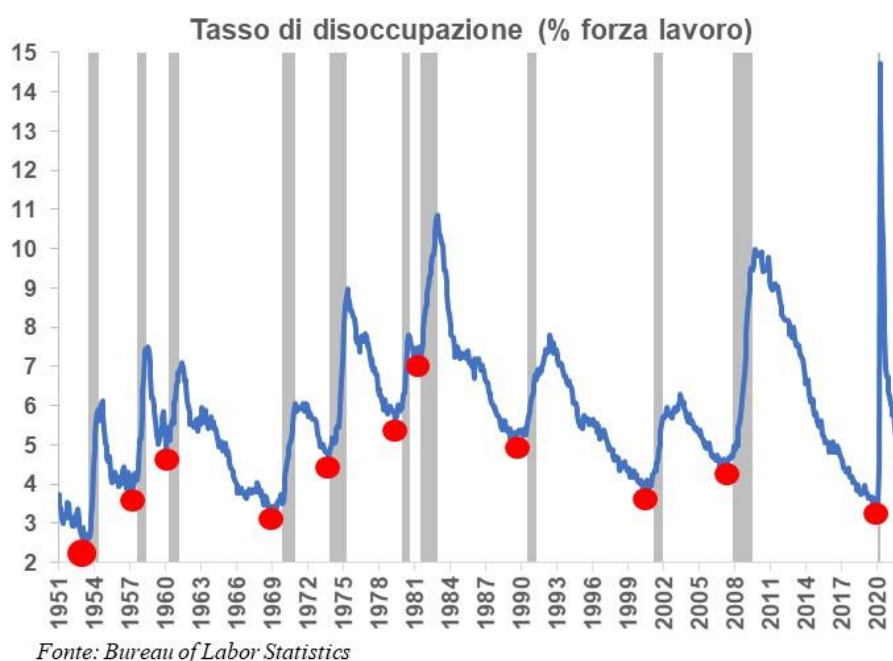
Nella conferenza stampa il Presidente Powell, che ha più volte riaffermato la determinazione della Fed di riportare la dinamica dell'inflazione verso l'obiettivo, ha **preferito fornire una *guidance* più sfumata sull'andamento dei tassi** rispetto a quanto fatto nella riunione di inizio maggio, ma ha fornito in ogni caso indicazioni importanti. Powell ha infatti chiarito che il rialzo di 75 pb è "inusualmente ampio" ed è stato determinato dalle recenti sorprese sull'inflazione, ma che **non si aspetta che rialzi di questa entità diventino frequenti** ("common"), precisando peraltro che **al momento attuale l'esito più probabile per la prossima riunione è un rialzo di 50 pb o di 75 pb** (il mercato prima della conferenza stampa prezzava chiaramente un aumento di 75 pb). Questa relativa "moderazione" appare, a nostro avviso, il motivo principale per cui i mercati hanno interpretato positivamente il messaggio giunto dalla riunione. Powell ha inoltre ammesso che il nuovo scenario prospettato dalla Fed vede ora la politica monetaria diventare moderatamente restrittiva già entro la fine di quest'anno (per l'esigenza di raffreddare una domanda ancora esuberante e sulla quale la Fed finora non nota evidenti segnali di rallentamento), ma ha preferito, come già nelle conferenze stampa precedenti, non avventurarsi in discussioni sul livello terminale dei tassi e quindi su quanto restrittiva nel complesso la politica monetaria debba diventare (tema ritenuto prematuro per il momento).

Come era largamente prevedibile, **la Fed ha dovuto anche rivedere sensibilmente le proprie proiezioni su crescita, inflazione e profilo dei tassi d'interesse (pubblicate con frequenza trimestrale) rispetto a quelle che erano state presentate nella riunione di marzo. La traiettoria dei tassi è stata corretta notevolmente al rialzo**, in particolare con l'aggiunta di 150 pb di rialzi nel 2022: i tassi sui *fed funds* sono ora visti poco sotto il 3.4% a fine 2022 e poco sotto il 3.8% a fine 2024. In tal modo le proiezioni della Fed si sono decisamente avvicinate alle attese di mercato. Da notare che ora le proiezioni della Fed prospettano una riduzione dei tassi (di quasi mezzo punto percentuale) tra fine 2023 e fine 2024, anche in questo caso in linea con le attese di mercato. Il significativo rialzo dei tassi si è riflesso in una **marcata correzione al ribasso delle proiezioni sulla crescita**, in particolare nel resto del 2022: peraltro la stima di crescita per il 2022 presentata dalla Fed in marzo appariva decisamente troppo ottimistica, come da noi notato allora. La crescita a/a nel trimestre finale del 2022 è stata rivista dal 2.8% all'1.7% e quella per il trimestre finale del 2023 dal 2.2% all'1.7% (in entrambi i casi le proiezioni della Fed sono ora sostanzialmente in linea con il consenso). Si noti che **nello scenario centrale della Fed la crescita non decelererà ulteriormente nel corso del prossimo anno** (una previsione che ci appare piuttosto ottimistica, la nostra previsione per la crescita a fine 2023 è di oltre un punto percentuale inferiore a quella della Fed) e riaccelererà poi lievemente (dall'1.7% all'1.9%) nel 2024. **Anche le proiezioni sull'andamento del tasso di disoccupazione hanno subito una correzione** e mostrano ora un lieve aumento che porta il tasso di disoccupazione dal 3.6% attuale, al 3.7% a fine 2022, 3.9% a fine 2023 e 4.1% a fine 2024 (un livello peraltro ancora decisamente basso in prospettiva storica). Si noti che sia in marzo sia a dicembre 2021 il tasso di disoccupazione previsto dalla Fed rimaneva invece sostanzialmente fermo sui minimi ciclici su tutto l'orizzonte di previsione.

Infine, e non sorprendentemente, **le proiezioni d'inflazione della Fed per il 2022 sono state riviste ulteriormente al rialzo**: di quasi un punto per l'inflazione totale, ma solo di due decimali per l'inflazione *core*. Più a sorpresa (e presumibilmente come conseguenza dell'inasprimento della politica monetaria), le proiezioni per fine 2023 sono rimaste sostanzialmente stabili (addirittura in calo di un decimale per l'inflazione totale e in aumento, sempre di un solo decimale, per l'inflazione *core*). Come già in marzo, la Fed prevede che l'inflazione converga poco sopra l'obiettivo del 2% entro fine 2024.

È evidente dallo scenario previsivo fornito dal FOMC che **la Fed continua a prospettare un "atterraggio morbido" per l'economia** (come esplicitamente confermato nella conferenza stampa da Powell, che ha

fatto ancora riferimento ad un “*softish landing*”): l’inflazione tornerebbe in prossimità dell’obiettivo del 2% entro fine 2024, senza una recessione (e, anzi, il tasso di crescita dell’economia non scenderebbe nemmeno significativamente sotto il potenziale) e con il tasso di disoccupazione in aumento solo di pochi decimali rispetto ai livelli (storicamente molto bassi) raggiunti negli ultimi mesi. **Anche il nostro scenario non contempla una recessione sull’orizzonte di previsione, ma prospetta un rallentamento dell’economia più marcato rispetto alle proiezioni della Fed.** Si noti, inoltre, che l’esperienza storica per l’economia americana mostra che quando il tasso di disoccupazione aumenta anche lievemente dai minimi ciclici, l’economia tende inesorabilmente ad andare in recessione (come mostrato nel grafico sotto, dove i pallini rossi mostrano i minimi ciclici del tasso di disoccupazione e le barre grigie rappresentano le recessioni). In altri termini, come ha ammesso lo stesso Powell, **c’è un “sentiero” per ritornare alla stabilità dei prezzi senza recessione, ma “non sarà facile”,** e dipenderà anche da fattori (principalmente quelli relativi alle condizioni dell’offerta) su cui la Fed non ha controllo.



Per concludere, **la Fed ha ricalibrato la propria politica monetaria per incorporare le recenti sorprese al rialzo nell’andamento dell’inflazione (come già avevano fatto i mercati), ma moderando in parte l’aggressività del proprio messaggio.** Il nostro scenario centrale prospetta un altro rialzo di 75 pb nella riunione di luglio e un rialzo di 50 pb in settembre e successivamente ulteriori rialzi di 25 pb fino alla primavera del prossimo anno, quando prevediamo che i tassi raggiungano un livello intorno al 4%. Inutile dire che per questo scenario cruciale rimane l’andamento della dinamica dell’inflazione (e dei salari), che dovrebbero iniziare a fornire indicazioni più incoraggianti nel corso dei prossimi mesi.

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.