



La Fed taglia i tassi ma diventa molto più cauta del previsto

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

Dopo la pubblicazione dei dati sul mercato del lavoro e sull'inflazione di novembre non vi erano dubbi nel mercato che l'esito del FOMC del 17 e 18 dicembre sarebbe stato un altro taglio dei tassi di 25 pb e l'attenzione si concentrava principalmente su quanto "hawkish" sarebbe stato questo taglio, dato che era largamente atteso che la Fed avrebbe probabilmente comunicato un cambio di passo nella frequenza dei tagli nel corso dei prossimi mesi. **L'esito della riunione ha confermato l'atteso taglio dei tassi, ma ha anche registrato uno spostamento del FOMC nella direzione di una cautela molto più marcata delle attese**, sia nostre sia di consenso. In particolare, **le nuove proiezioni del FOMC mostrano che soltanto due tagli di 25 pb sono ora ritenuti appropriati nel corso del 2025, contro i quattro prospettati in settembre**, mentre il consenso degli economisti era quasi totalmente allineato per uno scenario in cui la Fed avrebbe ridotto più gradualmente (quindi da quattro a tre) i tagli previsti per il prossimo anno. Più in generale, è stato evidente dalla revisione delle previsioni (in particolare sull'inflazione) e dalla conferenza stampa del Presidente Powell che **la Fed ha sostanzialmente abbandonato l'approccio adottato nel discorso di Powell a Jackson Hole a fine agosto e poi nella riunione del FOMC di metà settembre di procedere con una certa rapidità nella direzione della neutralità dei tassi**, riducendo quindi con una certa velocità il grado di restrizione della politica monetaria al fine di ridimensionare i rischi sull'andamento dell'occupazione, che erano diventati evidenti nel corso dell'estate. Anche se Powell ieri ha riaffermato che i rischi su inflazione e occupazione sono "bilanciati", è evidente **che la Fed è tornata con la riunione di ieri a porre un'enfasi significativa all'andamento dell'inflazione** e che quindi nuovi tagli dei tassi richiedono, per citare Powell, "un ulteriore progresso nell'inflazione" nel corso dei prossimi mesi (e questo concetto è stato ripetuto numerose volte).

La motivazione addotta da Powell per il cambiamento d'impostazione della Fed è stata appunto che le previsioni d'inflazione della Fed sono state riviste sensibilmente al rialzo (e certo più delle attese del mercato) e questa modifica delle previsioni molto probabilmente **riflette l'incorporazione nello scenario previsivo della Fed (o almeno di una parte dei membri del FOMC) delle implicazioni della vittoria elettorale di Trump**, anche se nella precedente riunione di inizio novembre Powell aveva fermamente segnalato che una simile svolta era prematura, dato che ancora che queste misure di politica economica non erano state definite. Powell al riguardo non è stato particolarmente esplicito durante la conferenza stampa, ma ha precisato che alcuni membri del FOMC hanno scelto di inserire nelle loro proiezioni il probabile impatto delle politiche della nuova Amministrazione, altri hanno espressamente scelto di non farlo e per un terzo gruppo non è chiaro cosa abbiano preferito fare. Appare però abbastanza plausibile che la modifica più significativa nelle proiezioni del FOMC, ovvero **la revisione al rialzo delle previsioni d'inflazione** (+0.4% nel 2025 per l'inflazione totale, che ora non scende più rispetto al 2024 come nelle precedenti previsioni, e +0.3% per l'inflazione core) **rifletta non solo le sorprese al rialzo, peraltro modeste, dei dati di settembre e ottobre, ma anche un mix di ipotesi sulle implicazioni delle**

scelte della nuova Amministrazione e del Congresso riguardo a politiche fiscali, commerciali e dell'immigrazione, prima ancora peraltro che queste politiche siano state chiaramente definite.

Si deve anche notare che **lo stesso esito della riunione di ieri pare essere stato meno scontato delle attese** (e "*closer call*", secondo le parole di Powell nella conferenza stampa). Infatti, **si è registrato un dissenso**, largamente inatteso, quello della Presidente della Fed di Cleveland Beth Hammack, favorevole a mantenere i tassi invariati, e le proiezioni sui tassi mostrano che, oltre alla Hammack, altri tre esponenti del FOMC avrebbero preferito una decisione di tassi invariati. **Le proiezioni sui tassi mostrano inoltre che il numero di esponenti a favore di tre o più tagli nel 2025 è piuttosto ridotto** (solo cinque) con un'ampia maggioranza a favore di uno o due tagli. Nonostante il minor numero di tagli prospettati nel 2025 il livello terminale dei tassi (a fine 2027) risulta di solo 25 pb più elevato rispetto a settembre, in quanto le nuove proiezioni presentano ora un taglio di 25 pb nel 2027, che prima non era presente, dopo i 50 pb di tagli attesi sia nel 2025 che nel 2026. Da notare infine che, come largamente atteso, **il tasso neutrale stimato dal FOMC è nuovamente aumentato raggiungendo il 3.0%** (era il 2.50% un anno fa), con un intervallo di stime piuttosto ampio (da poco sopra il 2% a quasi il 4%). **Nel corso della conferenza stampa Powell si è mantenuto molto vago riguardo a dove si collochi attualmente il tasso neutrale**, ma ha sottolineato più volte che è 100 pb più vicino rispetto a qualche mese fa e questo, congiuntamente con previsioni d'inflazione più alte, consiglia alla Fed una "maggiore cautela" nelle prossime scelte di politica monetaria. Lo stesso messaggio giunge dall'unica, ma rilevante (per quanto non sorprendente), modifica apportata al comunicato stampa emesso alla fine della riunione. Mentre in precedenza il comunicato lasciava intendere che ulteriori tagli erano probabili, la nuova formulazione inserisce un riferimento a "entità e tempistica" dell'aggiustamento dei tassi, che è **coerente con una pausa nel breve termine e, come già notato, un atteggiamento generalmente più cauto**.

Per concludere, **la riunione della Fed di ieri segnala che la Fed è probabilmente entrata in una nuova fase che sarà caratterizzata da una maggiore cautela rispetto alle ultime riunioni**, in larga parte in ragione dell'incorporazione almeno parziale delle implicazioni di politica economica delle elezioni. Con una Fed chiaramente più cauta delle nostre attese, **abbiamo deciso di ridurre da tre a due i tagli di 25 pb che prevediamo nel prossimo anno** (e posizioniamo al momento i tagli nelle riunioni di marzo e giugno, ma con incertezza non trascurabile).

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.