



Fed: primo taglio col botto

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

Nella riunione del FOMC che si è conclusa il 18 settembre **la Fed ha avviato il ciclo dei tassi con una riduzione di 50 pb, largamente in linea con l'esito atteso dai mercati nel corso degli ultimi giorni**, dopo che nel corso dell'ultima settimana (e, in particolare, dopo venerdì scorso) si era registrato un notevole spostamento delle attese a favore di una scelta più aggressiva da parte della Fed (una settimana prima del FOMC la probabilità di un taglio di 50 pb secondo i *futures* sui *fed funds* era soltanto del 20%).

Questo cambiamento piuttosto drammatico nelle aspettative è stato determinato dalla pubblicazione di alcuni articoli sulla stampa specializzata (Wall Street Journal e Financial Times) che prospettavano un esito ancora decisamente incerto della riunione di settembre oppure una propensione della maggioranza del FOMC per un taglio di 50 pb. Il mercato ha interpretato l'assenza di "correzioni" (sempre via media) da parte della Fed a questi articoli, peraltro piuttosto vaghi, come una sostanziale conferma che la maggioranza del FOMC si stesse allineando nella direzione di un taglio di 50 piuttosto che di 25 pb, che sembrava invece essere l'opzione preferita fino a una decina di giorni orsono (ovvero quando è iniziato il cosiddetto periodo di *blackout* prima del FOMC in cui gli esponenti della Fed non possono fare dichiarazioni di nessun tipo sulla politica monetaria).

Ne è quindi risultato un approccio piuttosto inusuale alla **riunione della Fed che è rimasta decisamente incerta fino all'ultimo**: il mercato si è rapidamente assestato su uno scenario centrale di un taglio di 50 pb, prezzato al 65-70% dai *futures* sui *fed funds* all'inizio della riunione, mentre il consenso degli economisti, largamente formatosi prima degli sviluppi più recenti menzionati sopra, era in modo schiacciante a favore di un taglio di solo 25 pb (solo 9 analisti su 113 nel *panel* di Bloomberg propendevano per un taglio di 50 pb).

Nella conferenza stampa il Presidente Powell è stato molto chiaro sul fatto che con la riunione di settembre è stato avviato il ciclo dei tagli (ovvero che altri tagli seguiranno nelle prossime riunioni), ma ha cercato di **ridimensionare le attese riguardo al fatto che altri tagli di 50 pb potranno essere decisi nelle prossime riunioni** (e, in particolare, in quella di novembre). In primo luogo, Powell ha confermato che **si è trattato di una decisione rimasta largamente aperta fino all'ultimo** (e certamente fino all'inizio del periodo di *blackout*) e su cui c'è stata ampia discussione nel FOMC, ma con un "largo supporto" alla fine a favore di un taglio più aggressivo.

A confermare le differenze di opinioni si può notare che un Governatore (Michelle Bowman) ha dissentito dalla decisione e non capitava che un Governatore non fosse allineato alla decisione del FOMC dal 2005 (da allora solo i Presidenti delle Fed regionali avevano espresso voti contrari). In aggiunta, le proiezioni dei membri del FOMC sui tassi mostrano che due esponenti del FOMC non si aspettano altri tagli entro fine anno e ben 7 si aspettano un solo taglio di 25 pb nel complesso delle prossime due riunioni, mentre solo

un membro del FOMC è a favore di tagli per un totale di 75 pb (quindi almeno un taglio di 50 pb). Pertanto, **non c'è supporto per ulteriori tagli di 50 pb nei dots** (con uno scenario centrale di altri due tagli di 25 pb), anche se probabilmente i *dots* relativi al 2024 devono essere trattati con cautela per le modalità particolari che hanno contraddistinto questa riunione della Fed.

Nel corso della conferenza stampa Powell ha insistito sul fatto che la Fed non è “dietro la curva” e non si è fatta quindi sorprendere dai dati del mercato del lavoro, anche se ha ammesso che se i dati sull'occupazione pubblicati il 2 agosto fossero stati diffusi prima del FOMC di fine luglio probabilmente avrebbero portato ad un taglio dei tassi già allora. Powell ha anzi sostenuto che la decisione di tagliare di 50 pb dimostra l'impegno della Fed a non rimanere dietro la curva e ha **presentato il processo dei tagli ora avviato come una “ricalibrazione” verso il tasso naturale** (sul cui livello non si è comunque espresso) in presenza di una sostanziale modifica nella rilevanza relativa dei rischi sui due obiettivi della Fed.

In linea con il messaggio mandato nel discorso di Jackson Hole, Powell ha sottolineato che i rischi sull'inflazione si sono ridotti, mentre quelli sull'occupazione sono aumentati e, come evidenziato nello stesso comunicato stampa, **i due rischi sono ora sostanzialmente in equilibrio** (“*roughly in balance*”), con la Fed che ha acquisito una maggiore fiducia sul rientro stabile dell'inflazione verso l'obiettivo del 2%. Questa impostazione si è riflessa anche nelle modifiche delle proiezioni della Fed, che secondo Powell, giustificano la decisione di tagliare di 50 pb. Come atteso, il FOMC ha infatti rivisto al ribasso le proprie proiezioni d'inflazione (nel caso dell'inflazione *core* di 2 decimali nel 2024 e di uno nel 2025 e in misura lievemente superiore per l'inflazione totale), correggendo invece al rialzo la stima del tasso di disoccupazione (ben 4 decimali in più, al 4.4% nel 2024, e due decimali in più nel 2025 e nel 2026), mentre è rimasta largamente invariata la proiezione per la crescita del PIL (rivisto lievemente al ribasso solo nel 2024).

In sostanza lo scenario che il FOMC propone prospetta un allentamento complessivo della politica monetaria solo lievemente più aggressivo di quello presentato nelle precedenti proiezioni di giugno (solo 25 pb di tagli aggiuntivi entro fine 2026), che porta i tassi in linea con il livello giudicato “neutrale” dal FOMC (2.9%, rivisto ancora lievemente al rialzo) entro fine 2026 e che consente sia la prosecuzione del processo di rientro dell'inflazione all'obiettivo del 2% entro fine 2026 sia la stabilizzazione del tasso di disoccupazione nel 2025 dopo il lieve aumento atteso dalla Fed nei prossimi mesi.

In altri termini uno scenario di “soft landing” perfetto.

Alla luce del recente deterioramento delle condizioni del mercato la Fed ha deciso per considerazioni di **risk management** di avviare il ciclo dei tagli dei tassi con una mossa più aggressiva rispetto a quanto atteso fino ad alcuni giorni orsono. L'elemento rilevante di questa decisione, a nostro avviso, è rappresentato dall'evidente volontà di supportare l'attività economica (e in primis l'occupazione), una volta ridimensionati i timori sull'inflazione (ancora molto elevati a inizio anno).

Alla luce di queste considerazioni riteniamo che vi sia un rischio piuttosto elevato che la Fed si dimostri aggressiva anche nelle prossime riunioni (e in particolare in quella di inizio novembre), anche se il nostro scenario prospetta una sostanziale normalizzazione delle condizioni del mercato del lavoro e non condizioni di recessione. Il mercato al momento prezza circa 70 pb di tagli complessivi nelle prossime riunioni di novembre e dicembre e quindi una probabilità molto elevata che l'esito di una delle due riunioni sia un altro taglio di 50 pb. Consideriamo al momento l'esito della riunione di novembre una *close call* (come per noi era la riunione di settembre), preferendo al margine l'opzione per un altro taglio di 50 pb.

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.