



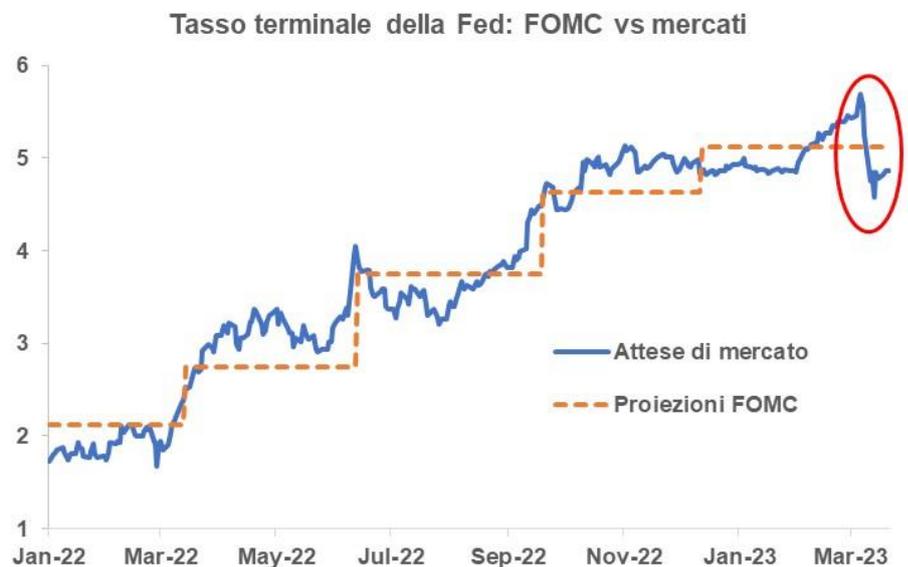
Flash FED

Fed alza ancora i tassi ma evidenzia l'impatto sull'economia della restrizione del credito

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

Le tensioni nel settore bancario che hanno caratterizzato le ultime due settimane hanno reso decisamente più incerto del solito l'esito della riunione del FOMC che si è conclusa ieri sera **con la decisione della Fed di alzare i tassi sui fed funds di 25 pb**. Prima della crisi di Silicon Valley Bank, la sorprendente forza dell'economia a inizio anno (evidente soprattutto nell'andamento dell'occupazione e in quello dei consumi) e la riaccelerazione della dinamica dei prezzi *core* in gennaio e febbraio, dopo il rallentamento nei mesi finali del 2022, suggerivano un rischio piuttosto elevato che la Fed si sarebbe trovata nelle condizioni di prolungare più di quanto precedentemente atteso la restrizione monetaria, con un tasso terminale sui *fed funds* che, secondo i mercati, avrebbe potuto anche superare il 5.50% (si veda il grafico qui a destra). Lo stesso Presidente Powell nell'audizione al Congresso dello scorso 7 marzo aveva chiaramente affermato che un rialzo di 50 pb poteva essere preso in considerazione per la riunione di marzo (e il mercato si era mosso rapidamente ad

incorporare, almeno parzialmente, questo scenario) e che il punto d'arrivo dei tassi sarebbe stato più elevato rispetto alle proiezioni presentate dalla Fed in dicembre (quando il tasso terminale era stato indicato nell'intervallo tra il 5.0% e il 5.25%). **I problemi nel settore bancario hanno però cambiato notevolmente lo scenario per la Fed**, rendendo decisamente implausibile sia un rialzo di 50 pb sia un aumento significativo del livello terminale dei tassi. Il dilemma per la Fed, quindi, non era più se alzare di 25 o 50 pb e quanti ulteriori aumenti dei tassi segnalare, ma se considerare una pausa (o magari addirittura la



Fonte: Bloomberg, Federal Reserve

sostanziale conclusione del ciclo restrittivo) oppure optare per un rialzo di 25 pb, in linea con quanto suggerito nella precedente riunione di inizio febbraio.

L'esito della riunione della Fed è stato un ulteriore aumento dei tassi di 25 pb, come atteso dalla maggioranza degli analisti (noi inclusi), ma con un **significativo spostamento della comunicazione in una direzione decisamente più "morbida" rispetto alle attese**. Nel corso della conferenza stampa il Presidente Powell ha peraltro precisato che **una pausa è stata effettivamente presa in considerazione dal FOMC**, ma che poi la decisione di procedere ad un rialzo di 25 pb è stata condivisa da un'ampia maggioranza del FOMC (e non vi sono stati dissensi formali sulla decisione finale). Il mutato atteggiamento della Fed è emerso in modo evidente nel comunicato emesso alla fine della riunione, nelle nuove proiezioni sulle variabili economiche e sui tassi presentate dal FOMC e nella conferenza stampa del Presidente Powell. **Il comunicato stampa non prospetta più "continui rialzi" ("ongoing increases")** nelle prossime riunioni, ma sostituisce questa formulazione piuttosto aggressiva con un'indicazione, molto più vaga, secondo cui "qualche restrizione potrebbe essere appropriata" ("*some policy firming may be appropriate*"). Se l'omissione del riferimento ai "continui rialzi" dei tassi nel comunicato era in linea con le nostre attese, **le proiezioni sui tassi presentate dal FOMC sono risultate invece più "morbide" rispetto alle nostre previsioni**, che prospettavano un aumento di 25 pb nel tasso terminale rispetto al livello indicato nella riunione di dicembre. Il tasso terminale è invece rimasto al 5.0-5.25%, con la maggioranza degli esponenti del FOMC (10 su 18) favorevoli a questa opzione (e uno solo propenso a interrompere il ciclo di rialzi al livello attuale). D'altro lato, **le proiezioni per il 2024 segnalano ora un numero di tagli lievemente inferiore rispetto a dicembre** (da 100 pb a 75 pb). Nel complesso, quindi, i *dots* segnalano come probabile un rialzo dei tassi di 25 pb nella prossima riunione di maggio seguito da una pausa un poco più lunga rispetto a quanto precedentemente indicato prima che sia avviato il taglio dei tagli. Il mercato obbligazionario al momento prospetta che la Fed inizi a tagliare i tassi già nell'estate di quest'anno e, al riguardo, il Presidente Powell ha nuovamente voluto dichiarare, a fronte di un'esplicita domanda di una giornalista, che **lo scenario centrale della Fed non contempla tagli dei tassi per quest'anno**.

L'elemento di novità che ha indotto la Fed a modificare in senso decisamente meno aggressivo il proprio scenario è ovviamente riconducibile ai problemi nel settore bancario emersi nel corso delle ultime due settimane. Al riguardo, il comunicato della Fed evidenzia che questi sviluppi probabilmente si rifletteranno in "una restrizione delle condizioni del credito per famiglie e imprese, con un impatto su attività economica, occupazione e inflazione". Sia il comunicato le risposte di Powell nella conferenza stampa hanno rimarcato che **l'impatto della restrizione creditizia è ancora ampiamente incerto** e che quindi le prossime mosse della Fed dipenderanno in maniera significativa dall'effetto che le condizioni delle banche e del sistema finanziario avranno sull'economia. Al riguardo è importante segnalare che **le proiezioni del FOMC già mostrano un impatto non trascurabile dei problemi del settore bancario sulla crescita nel corso dei prossimi trimestri**. La Fed ha infatti rivisto al ribasso di un decimale la propria proiezione di crescita per il 2023, portandola dallo 0.5% di dicembre allo 0.4%, mentre l'attesa era che la stima sarebbe stata rivista sensibilmente al rialzo proprio alla luce della notevole forza mostrata dall'economia ad inizio anno. Per dare un'idea, tra metà dicembre e oggi la previsione di consenso (fonte Bloomberg) per la crescita nel 2023 è aumentata di mezzo punto percentuale (e la previsione di Fideuram di oltre un punto percentuale). **E' quindi piuttosto evidente che le nuove proiezioni della Fed già segnalano, soprattutto per il breve periodo, un impatto non trascurabile delle restrizioni del credito** (e anche la previsione per il 2024 è stata rivista al ribasso del -0.4%). Anche le proiezioni relative al tasso di disoccupazione mostrano un deterioramento delle prospettive dell'attività economica nel breve periodo, in quanto, nonostante la notevole forza del mercato del lavoro a inizio anno, il tasso di disoccupazione è previsto aumentare fino al 4.5% a fine (dal 3.6% di febbraio). Nonostante l'impatto delle restrizioni creditizie (e, più in generale, del pregresso aumento dei tassi) **le proiezioni relative all'inflazione sono state invece riviste lievemente al rialzo** (+0.1% sia per il 2023 sia per il 2024), a conferma delle sorprese negative a

inizio anno, con il deflatore dei prezzi *core* atteso al 3.6% a fine 2023 e al 2.6% a fine 2024 (e il ritorno vicino al 2% entro fine 2025).

Nella conferenza stampa il Presidente Powell ha chiaramente ammesso che l'attesa restrizione del credito dovrebbe fare parte del lavoro che precedentemente sarebbe stato svolto dagli aumenti dei tassi per calmierare l'attività economica e riallineare domanda e offerta, quantificando in prima approssimazione in un rialzo dei tassi di 25 pb (ma forse di più) questo effetto e spiegando così perché il tasso terminale non è stato rivisto al rialzo, come era stato invece prospettato nell'audizione al Congresso di poco più di due settimane orsono.

In conclusione, **l'esito della riunione del FOMC di marzo segnala una maggiore incertezza sulle prospettive della politica monetaria nel breve periodo.** Il nostro scenario centrale, prima della riunione, indicava come probabili altri due rialzi di 25 pb nelle riunioni di maggio e giugno, ma, alla luce delle indicazioni dell'ultimo FOMC, è chiaramente aumentata la probabilità che il ciclo dei rialzi venga interrotto prima. Sarà cruciale al riguardo l'evoluzione delle condizioni del sistema bancario nelle prossime settimane e anche le indicazioni sull'impatto per l'economia della restrizione del credito (la cui entità è al momento decisamente incerta). Non va però dimenticato che il nostro scenario prospetta anche che l'andamento dell'inflazione *core* nei prossimi mesi rimarrà ancora piuttosto elevato, con la creazione di un potenziale significativo dilemma per la Fed

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.