



## L'aumento dell'incertezza rafforza l'attendismo della Fed

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

**Non vi erano dubbi nei mercati sul fatto che la riunione del FOMC del 18 e 19 marzo si sarebbe conclusa con la decisione da parte della Fed di mantenere i tassi invariati.** L'interesse verteva piuttosto, vista anche la pubblicazione dell'aggiornamento trimestrale delle proiezioni dei membri del FOMC, su come la Fed avrebbe aggiustato il proprio messaggio alla luce degli sviluppi delle ultime settimane: da un lato, le decisioni di politica economica della nuova Amministrazione Trump (soprattutto in materia tariffaria) e, dall'altro, i segnali di rallentamento dell'economia, evidenti soprattutto nelle *survey* di fiducia delle imprese e ancor più dei consumatori (che hanno mostrato anche un significativo aumento delle aspettative d'inflazione). L'impatto delle tariffe sull'inflazione e i segnali di rallentamento dell'economia configurano infatti uno scenario lievemente "stagflazionista", che avrebbe potuto mettere in dubbio l'impostazione della Fed, che ancora prospetta ulteriori tagli dei tassi nel corso dei prossimi trimestri. **Il messaggio fondamentale che il Presidente Powell ha voluto mandare è stato che questa impostazione rimane valida, anche se per il momento la Fed "non ha fretta" di modificare i tassi, ma è comunque "ben posizionata" per aggiustare come necessario la propria politica monetaria.** Secondo Powell infatti in questo momento "la cosa giusta da fare è aspettare". Questo atteggiamento attendista aveva già chiaramente caratterizzato la precedente riunione di fine gennaio, ma **è stato ulteriormente rafforzato dal fatto che nel frattempo il livello di incertezza è notevolmente aumentato**, principalmente in ragione delle scelte di politica economica della nuova Amministrazione, su cui manca ancora sufficiente chiarezza per valutarne l'impatto sullo scenario economico. Anche l'unica variazione apportata alla descrizione della situazione dell'economia nel comunicato stampa emesso alla fine della riunione riguarda appunto l'ammissione che "l'incertezza intorno allo scenario economico è aumentata". Si noti che nel comunicato la Fed non ha invece fatto riferimento ai segnali di indebolimento della congiuntura o alle sorprese al rialzo nell'inflazione. E' stata invece rimossa dal comunicato l'osservazione che la Fed "giudica che i rischi di raggiungere i propri obiettivi di occupazione e d'inflazione sono approssimativamente bilanciati", ma nella conferenza stampa Powell ha voluto ridimensionare la rilevanza di questa modifica.

**Le nuove proiezioni dei membri del FOMC sulle variabili economiche e sui tassi, come largamente atteso, hanno mostrato una revisione al ribasso delle previsioni di crescita per il 2025** dal 2.1% dicembre all'1.7% (come sempre le previsioni si riferiscono alla variazione a/a nel trimestre finale dell'anno), ma anche una correzione per il 2026 e 2027 (rispettivamente del -0.2% e -0.1%), mentre il tasso di disoccupazione è stato rivisto lievemente al rialzo (+0.1% ma solo nel 2025). Le previsioni di crescita della Fed per il 2025 risultano ora inferiori rispetto a quelle del consenso di Bloomberg (e alle nostre). D'altro lato, **le proiezioni d'inflazione sono state riviste al rialzo, anche in questo caso in linea con le attese e**, al riguardo, il Presidente Powell ha voluto precisare che **la revisione ha riflesso l'incorporazione delle ipotesi sulle tariffe nello scenario, che era stata invece solo parziale in dicembre.** La previsione d'inflazione totale è così aumentata di due decimali nel 2025 (dal 2.5% al 2.7%) e di uno nel 2026 (dal 2.1% al 2.2%), mentre nel caso dell'inflazione core, che esclude alimentari ed energia, l'aumento è stato di tre

decimali nel 2025 (dal 2.5% al 2.8%), ma il profilo nel 2026 e 2027 è rimasto invariato. Al riguardo, Powell ha notato che **l'impatto delle tariffe sullo scenario è quello di posticipare il graduale rientro dell'inflazione verso l'obiettivo d'inflazione**. Nonostante le modifiche apportate allo scenario di crescita e inflazione, **il profilo dei tassi attesi dai membri del FOMC è rimasto completamente invariato, con due tagli attesi nel corso del 2025 e poi altri due nel 2026** (anche la stima del tasso neutrale è rimasta invariata al 3.0%). Si deve però notare che, se anche se la mediana delle proiezioni FOMC sui tassi nel 2025 è rimasta invariata a due tagli di 25 pb, la distribuzione si è decisamente spostata in senso meno accomodante rispetto alla riunione di dicembre. In dicembre, infatti, solo un esponente del FOMC (su 19) proiettava tassi invariati nel 2025, ma questa opzione è stata scelta da 4 membri nell'ultima riunione. D'altro lato, solo due membri del FOMC prospettano ora più di due tagli nel 2025 contro 5 in dicembre. Al riguardo, diverse domande nella conferenza stampa si sono concentrate su quanto fosse coerente da parte del FOMC rivedere al rialzo le proprie aspettative d'inflazione, ma mantenere invariato lo scenario di tagli nel corso del 2025. In risposta Powell ha notato che la variazione delle previsioni non rappresenta un "grande cambiamento" e, soprattutto, che **il forte aumento dell'incertezza consiglia al momento di non modificare lo scenario di policy di base**. Questo messaggio può essere interpretato come abbastanza accomodante. Con specifico riguardo all'aumento delle aspettative d'inflazione nel corso degli ultimi mesi Powell ha voluto anche sottolineare che **per la Fed ad essere rilevanti sono le aspettative di lungo periodo, che sono rimaste nel complesso stabili e coerenti con l'obiettivo d'inflazione**, con la sola eccezione del dato della University of Michigan, che però Powell ha definito un "outlier". Anche questo commento è stato probabilmente interpretato come piuttosto "morbido" dai mercati. Powell ha anche ripetuto più volte che i segnali di debolezza dell'economia e, *in primis*, dei consumi, riguardano per il momento solo le *survey* sulla fiducia, mentre i dati reali, su tutti quelli del mercato del lavoro, rimangono ancora piuttosto robusti.

Nella riunione che si è conclusa ieri la Fed ha deciso di **rallentare significativamente il ritmo di riduzione del proprio attivo, ma anche questa decisione non può essere ritenuta una sorpresa**. Il **cap sui Treasuries in scadenza è stato infatti abbassato da 25 a 5 miliardi di dollari**, mentre quello per i mutui cartolarizzati è stato mantenuto a 35 miliardi. Prima della riunione alcuni analisti ritenevano probabile che la Fed avrebbe deciso una pausa nel Quantitative Tightening per i Treasuries, date le difficoltà collegate dal "tetto del debito" che dovrà essere affrontato nei prossimi mesi dal Congresso, per poi riprendere il processo di riduzione una volta risolto il problema del "*debt ceiling*". La Fed ha invece optato per una scelta permanente e Powell ha segnalato che questa decisione dovrebbe prolungare nel tempo il processo di *Quantitative Tightening*.

Per concludere, **come largamente atteso, dalla riunione del FOMC del 19-20 marzo non sono emerse novità di grande rilievo**. La Fed ha confermato il proprio atteggiamento attendista, rafforzandolo anzi **alla luce dell'aumentata incertezza emersa nel corso delle ultime settimane**. Powell ha ridimensionato il rilievo della revisione al rialzo delle previsioni d'inflazione del FOMC, dovuto all'incorporazione dell'effetto delle tariffe, che ha un impatto solo temporaneo nel profilo delle previsioni d'inflazione della Fed, e ha anche sottolineato che la Fed ritiene che le aspettative d'inflazione di lungo termine siano ancora ben ancorate. **Alla luce di queste considerazioni uno scenario che prospetta altri tagli dei tassi nel corso del 2025 rimane plausibile secondo la Fed e continua a rappresentare il nostro scenario centrale**.

## **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.