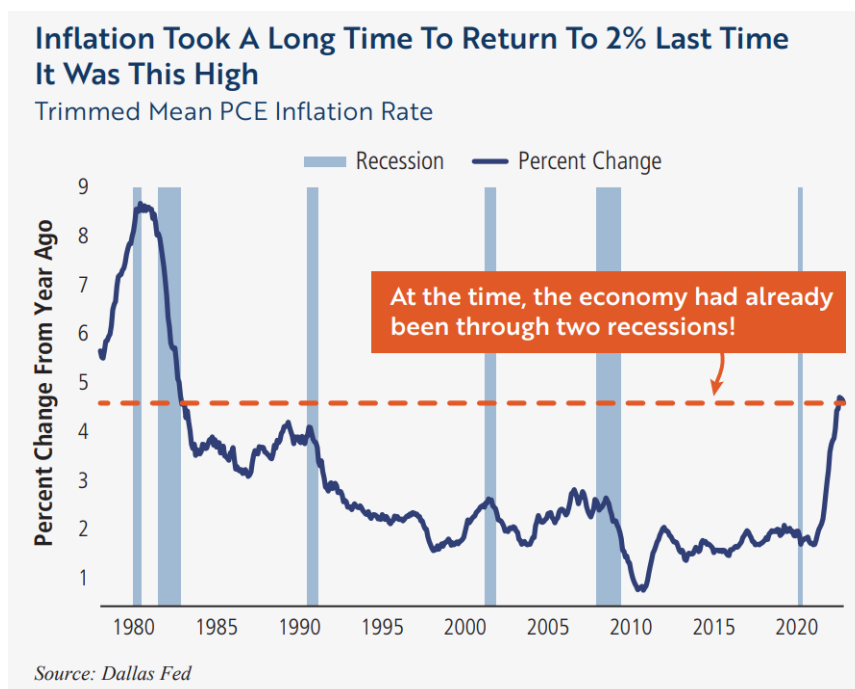


Prospettive su inflazione e politiche monetarie nel 2023: la Fed cesserà i rialzi coi tassi sui Fed funds ancora negativi?

- *In USA, ci aspettiamo una deflazione per i beni core, il raggiungimento del picco dei costi per i servizi abitativi nel secondo trimestre 2023 e una sostanziale solidità per i servizi non abitativi fino a quando il mercato del lavoro non deteriorerà verso la fine dell'anno*
- *Tra gli accademici e i trader comincia a circolare l'idea che la Fed debba cambiare il target di inflazione, attualmente al 2%: una narrazione che, però, fa fatica a imporsi tra i responsabili della politica monetaria*
- *L'opinione più diffusa tra gli operatori di mercato è che la Fed non taglierà i tassi di interesse fino a quando l'inflazione non scenderà sotto il livello dei Fed Funds*
- *Il quadro sull'inflazione appare preoccupante soprattutto in Europa, vessata dai costi di cibo e dai costi dell'energia. Le pressioni inflazionistiche si sono in realtà diffuse in modo ben più ampio e crediamo che una decelerazione non avvenga così velocemente come prezzato dai mercati*

A cura di Jeffrey Cleveland, Chief Economist di Payden & Rygel

Milano, 16 gennaio 2023 – Il dato sull'inflazione USA pubblicato la scorsa settimana ha confermato le aspettative per il 2023: un rallentamento dell'inflazione è, infatti, ampiamente atteso e sembra essere stato già prezzato dai mercati. Per esempio, lo *swap* CPI statunitense a 1 anno è pari al 2,4%, mentre l'inflazione *breakeven* a due anni derivata dal mercato dei TIPS è già tornata al 2,1%. Poiché l'inflazione *core* si colloca attualmente tra il 5% e il 6%, il fatto che il mercato si aspetti una rapida decelerazione dell'inflazione non è affatto un'aspettativa sbagliata. Tuttavia, la storia non fornisce numerose prove di bruschi rallentamenti dell'inflazione. Ad esempio, l'ultima volta che l'indice Fed di Dallas ha registrato un aumento del 5% su base annua, ci sono poi voluti circa 15 anni per ritornare verso il 2%.



Anche durante la Grande Recessione del 2008, che ha colpito in modo sproporzionato il mercato immobiliare, l'CPI dei servizi di base ha subito una decelerazione dal 3,3% su base annua all'inizio della recessione al 2,7% su base annua dopo un anno di recessione.

Le aspettative sull'inflazione in USA

In primo luogo, **ci aspettiamo una deflazione per i beni *core*** (che escludono i prezzi di cibo ed energia). In secondo luogo, **ci aspettiamo che i costi per i servizi abitativi - gli affitti, per intenderci - raggiungano il picco nel secondo trimestre del 2023, per poi decelerare gradualmente verso la normalità.** Infine, **prevediamo che i servizi non abitativi rimangano sostanzialmente solidi fino a quando il mercato del lavoro non deteriorerà concretamente – e, in questo caso, le aspettative sono per il quarto trimestre 2023.**

Di conseguenza, il PCE *core* si attesterà ancora attorno al 4% entro la fine del 2023. Una decelerazione più rapida dei beni *core*, un calo più marcato dei prezzi dei servizi abitativi e una diminuzione sostenuta dei prezzi dei servizi non abitativi, però, cambierebbero la nostra view.

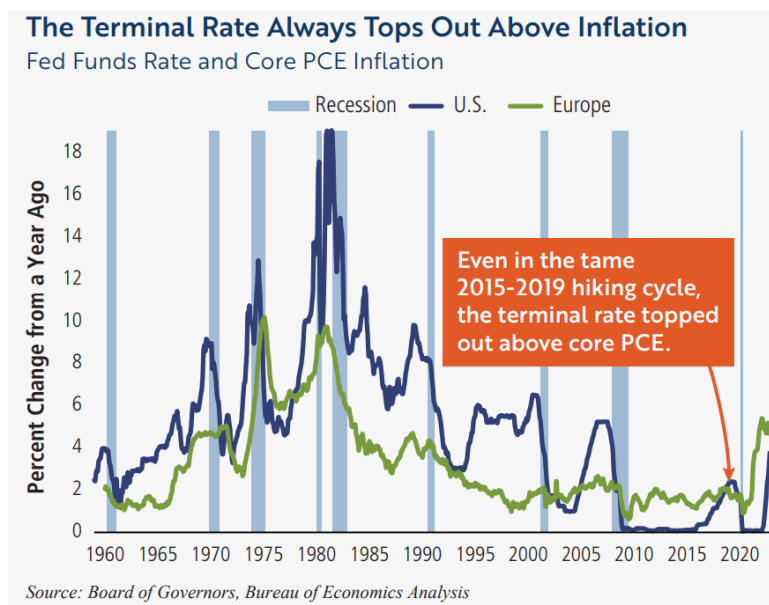
Le mosse della Federal Reserve

Olivier Blanchard, ex capo economista del Fondo Monetario Internazionale, e Jason Furman, ex presidente del Council of Economic Advisors, sostengono che il target dell'inflazione al 2% non sia un valore critico e che, di conseguenza, la Fed dovrebbe rivedere al rialzo l'obiettivo di inflazione.

Questa nuova narrazione è diventata sempre più popolare tra i trader nel corso del 2022, ma sta facendo fatica a imporsi al di fuori dei circoli accademici e tra i principali fautori della politica monetaria. Il presidente della Banca Centrale americana Jerome Powell, infatti, non è incline: dopo la riunione della Fed di dicembre ha affermato che tale proposta non fosse nemmeno presa in considerazione, lasciando poco spazio a ripensamenti nell'immediato futuro.

La più recente modifica del quadro di riferimento della Fed, il *Flexible Average Inflation Targeting* (FAIT), è il risultato di un processo pluriennale di revisione pubblica, che, solitamente, dura anni. La prossima revisione è prevista per il 2025: fino ad allora, dobbiamo convivere con il target del 2%. Ma se i policymakers della Fed, Jerome Powell incluso, iniziassero a discutere di possibili revisioni delle politiche o se le previsioni di inflazione sul lungo periodo venissero modificate, ciò porterebbe a una revisione del nostro outlook.

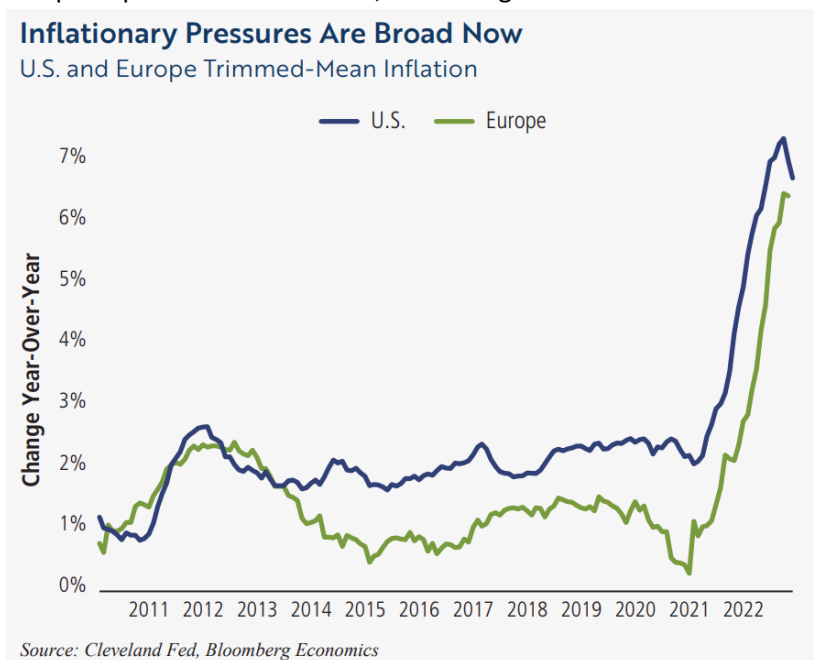
Al momento, **l'opinione più diffusa tra gli operatori di mercato è che la Fed non taglierà i tassi di interesse fino a quando l'inflazione non scenderà sotto il livello dei Fed Funds.** L'idea alla base di questa narrazione è che l'inflazione non diminuirà, a meno che la Fed non comprima ulteriormente l'economia. Questo è la storia a insegnarcelo! In nessun ciclo storico - nemmeno in quello più mite del 2015-2019! - il tasso terminale sui Federal Funds si è attestato al di sotto del tasso annuo dell'inflazione *core*.



La Fed cesserà la politica di rialzi quando il tasso dei fondi federali sarà ancora in territorio negativo? Non siamo pronti a scommetterci. **Powell, infatti, ha dichiarato all'inizio di dicembre che l'obiettivo è di portare il tasso reale dei Federal Funds "in territorio positivo" e mantenerlo "per qualche tempo"**. Payden & Rygel continuerà a monitorare con estrema attenzione il linguaggio della Fed sul tasso reale dei Federal Funds e le stime sul tasso terminale rispetto al corso effettivo dell'inflazione. Sono questi i due elementi, infatti, che potrebbero portarci a modificare le nostre aspettative sulle politiche della Banca Centrale americana.

La situazione in Europa

Per quanto riguarda il Vecchio Continente, si è soventemente ripetuto, nel corso del 2022, che l'inflazione dipenda principalmente dall'offerta, e che sia guidata dai costi alimentari ed energetici.



Questo è un fattore che ha portato a pensare che l'inflazione possa rientrare verso livelli normali più velocemente rispetto agli USA. **Noi, tuttavia, non pensiamo che tale decelerazione possa avvenire così in fretta.**

Ci piace utilizzare misure alternative all'inflazione *core*, perché escludono i valori anomali per misurare meglio la tendenza dell'inflazione sottostante. **Come mostrato nel grafico precedente, il quadro appare preoccupante anche - o soprattutto – in Europa, vessata dai costi di cibo ed energia. Le pressioni inflazionistiche si sono in realtà diffuse in modo ben più ampio.**

Gli scettici dell'inflazione, poi, citano la bassa crescita salariale come un motivo per rimanere ottimisti sul rientro dell'inflazione. Pur non essendo all'altezza degli aumenti visti negli Stati Uniti, anche la crescita dei salari in Europa è accelerata, superando i trend pre-Covid. Solo un rallentamento marcato dell'inflazione *trimmed mean* (ovvero, che esclude i beni che hanno mostrato le oscillazioni di prezzo più violente) e l'affievolirsi della crescita salariale ci renderebbero meno preoccupati per la situazione europea.

Payden & Rygel

Con oltre 135 miliardi di dollari in gestione, Payden & Rygel è leader nella gestione del risparmio gestito e annovera tra i suoi clienti banche centrali, fondi pensione, imprese di assicurazione, università, banche private e fondazioni di varia natura. Società di gestione indipendente e non quotata, Payden & Rygel ha sede a Los Angeles con uffici a Boston e hub di gestione a Londra e a Milano.

Per ulteriori informazioni contattare:

BC Communication

Giulia Franzoni | Tel: +39 334 3337 756 | giulia.franzoni@bc-communication.it

Giovanni Prati | Tel: +39 351 5293 362 | giovanni.prati@bc-communication.it