

Inflazione in rallentamento, ma sopra le attese

Il Bund 10 scende al 2,18%, i tassi Irs 5-10 anni rispettivamente al 2,56% e al 2,59%

/ Stefano PIGNATELLI

Come da attese la Federal Reserve ha lasciato i tassi di interesse **invariati** per la quarta riunione consecutiva al livello attualmente fissato tra il 5,25%-5,5%.

I Fed Funds restano così sui massimi degli ultimi 22 anni, un livello ampiamente **restrittivo**, oltre che per gli standard storici, anche in confronto ai dati sull'inflazione, scesa al +3,4% a dicembre, con l'indicatore Pce sui prezzi delle spese per consumi personali scivolato al +2,9% (segui tassi e valute su www.aritma.eu).

Nonostante questo, la Fed ha deciso di inviare solo un tiepido segnale ai mercati indicando che ha terminato di aumentare i tassi di interesse, ma ha chiarito che non è pronta a iniziare a tagliare. L'atteggiamento più restrittivo del previsto avrebbe dovuto far salire i rendimenti Usa e invece è avvenuto il contrario: il **movimento al ribasso** è combaciato con l'annuncio del Tesoro di un programma di emissioni decisamente inferiore a quanto ipotizzava il mercato.

Probabile anche che una parte degli operatori abbia iniziato a ritenere che un ritardo della Fed a tagliare la costringerebbe a tagli più importanti in futuro. I contratti Future sui Fed fund indicano ancora una probabilità del 35% di un taglio a marzo (era al 60% la scorsa settimana), mentre a questo punto passa al 65% la probabilità di un taglio di 0,25% alla riunione di maggio.

L'**economia Usa**, dopo i dati sorprendentemente positivi sul Pil IV trim. (tasso annualizzato del 3,3%, ritmo superiore a quello che la Fed considera il tasso di crescita non inflazionistico di circa l'1,8%), dimostra ancora la sua vivacità con gli indici di fiducia Ism, i Pmi e i dati occupazionali superiori al *consensus*.

Meno brillante la **crescita eurozona**: nel quarto trimestre 2023 ha registrato crescita zero rispetto al trimestre precedente, in lieve miglioramento dal -0,1% del terzo trimestre; le aspettative erano -0,1%. Su base annuale la crescita è dello 0,1%, come previsto dal *consensus*. L'economia tedesca ha subito una contrazione dello 0,3% nel quarto trimestre 2023 rispetto ai tre mesi precedenti, su base stagionalizzata. Il calo è in linea con le aspettative degli analisti. Il Pil italiano del quarto trimestre è salito dello 0,5% anno su anno, in accelerazione dal +0,1% del terzo, il *consensus* era +0,2%.

L'**inflazione nella zona euro** si è attenuata in gennaio, ma le pressioni sui prezzi "core" sono scese meno del

previsto, rafforzando probabilmente l'argomento della Bce secondo cui i tagli dei tassi non dovrebbero essere affrettati, anche se la prossima mossa sarà un allentamento della politica monetaria.

Secondo la stima flash di **Eurostat** l'inflazione dell'area euro è cresciuta del +2,8% a gennaio, in rallentamento rispetto al +2,9% di dicembre, ma leggermente sopra le attese di +2,7%. Tra le principali componenti, alimentari, alcol e tabacco sono cresciuti del +5,7% da +6,1% di dicembre; servizi stabili a +4%; beni industriali non energetici +2% da +2,5%; energia -6,3% da -6,7% di dicembre. La crescita dei prezzi, ormai lontana dal picco a due cifre raggiunto alla fine del 2022, è dunque diminuita a causa del rallentamento dell'inflazione dei prodotti alimentari non lavorati, dell'energia e dei beni industriali.

L'**inflazione "core"** – indicatore molto importante per la Bce perché esclude i costi volatili di cibo ed energia – è però scesa solo al 3,3% dal 3,4%, sopra le attese di 3,2%.

Sebbene la scorsa settimana la Bce abbia ribadito che un taglio dei tassi non è neanche stato discusso, i banchieri centrali sembrano sempre più fiduciosi sul fatto che l'inflazione stia tornando sotto controllo, suggerendo che si stia avvicinando un **ciclo di allentamento**. Il bilancio settimanale vede un generale **calo dei tassi**. Il Bund 10 scende al 2,18%; tassi Irs 5-10 anni rispettivamente al 2,56% e al 2,59%. Non si modificano in modo sostanziale le attese (Future) sull'Euribor.

Secondo il Vicepresidente della Bce nell'anno in corso potrebbero essere inferiori alle attuali attese della banca centrale, diffuse in dicembre, sia la crescita, sia l'inflazione della zona euro. Effettivamente erano parse decisamente alte le stime Bce di dicembre sulla Cpi 2024 a 2,7%; la nostra previsione di aggira su 2,2%-2,4% con un'inflazione che nell'estate potrebbe scendere a ridosso del 2%, se non appena sotto.

Ciò induce a ritenere che la Bce si muoverà **a luglio o a giugno** a seconda dei dati (per quel periodo dovrebbe avere chiaro anche quanto incideranno gli aumenti salariali sulla cpi futura) e poi potrebbe avere spazi di cali nel secondo semestre 2024 compatibili con quelli attesi dal mercato (PT al 3%-3,25% dal 4,50% attuale; Euribor 3 mesi al 2,50%-2,60% dal *fixing* al 3,88%).