

Article | 29/07/26

FOREX TASSI STATI UNITI

Tassi fermi per la Fed, ma i mercati guardano già a settembre

Decisione combattuta, ma la Fed ha mantenuto invariata la politica monetaria. I mercati si aspettano ancora che a un certo punto la inasprirà, ma viste le prospettive di inflazione e occupazione, a settembre nulla è garantito. Noi ci aspettiamo che la Fed manterrà la politica monetaria invariata almeno fino al 2027.



Fed Chair Warsh announcing that rates remain on hold despite three dissenting votes

La Fed mantiene il tasso di riferimento tra il 3,5% e il 3,75%

La Federal Reserve ha lasciato invariata la politica monetaria, mantenendo l'intervallo obiettivo per il tasso sui Fed funds tra il 3,5% e il 3,75%. Tre membri del FOMC erano in disaccordo: Beth Hammack (Fed di Cleveland), Neel Kashkari (Fed di Minneapolis) e Lorrie Logan (Fed di Dallas), favorevoli a un aumento immediato dei tassi di 25 punti base. Ricordiamo che erano gli stessi tre che, durante la riunione del FOMC di aprile, avevano auspicato che la Fed abbandonasse il suo "orientamento accomodante". Prima della riunione di luglio, i mercati prezzavano una probabilità leggermente superiore a un terzo di un aumento di 25 punti base, mentre il sondaggio di Bloomberg indicava che solo 2 economisti su 104 intervistati si aspettavano un rialzo. La reazione immediata del mercato è stata un irripidimento della curva dei rendimenti: con i rendimenti dei titoli a 2 anni in lieve calo e quelli a 10 anni in leggero aumento, mentre il

dollaro si è leggermente indebolito. I future sui tassi di interesse della Fed per settembre, che prima della decisione prevedevano un aumento cumulativo di 26 punti base, ora indicano un aumento di 18 punti base.

Come già accaduto il mese scorso, il comunicato stampa di accompagnamento è risultato molto più breve rispetto a quelli pubblicati sotto la guida di Jerome Powell, attestandosi a circa la metà delle 320 parole di media registrate nelle ultime due riunioni presiedute da Powell. Non c'era nulla di nuovo, con il riconoscimento di un'attività "solida" e di un'inflazione "elevata", unitamente all'impegno per la stabilità dei prezzi. In merito alla conferenza stampa, Kevin Warsh ha affermato di aver assistito al "sano litigio di famiglia" che desiderava, ma alla fine il comitato ha optato "ad ampia maggioranza" per la stabilità. Ha riconosciuto l'aumento dei rendimenti obbligazionari nominali e reali, il che potrebbe essere interpretato come un'indicazione che il mercato potrebbe aver contribuito in parte a tale risultato. Ciononostante, se l'inflazione non dovesse rallentare, un aumento dei tassi da parte della Fed potrebbe essere parte della soluzione: "non esiteremo ad agire".

Perché avrebbero potuto aumentare i tassi e perché non l'hanno fatto

La decisione odierna è stata la più incerta degli ultimi anni. La logica alla base di un aumento dei tassi odierno può essere riassunta nel fatto che la Fed non raggiunge l'obiettivo di inflazione per cinque anni e, sebbene siano stati compiuti alcuni progressi, i prezzi elevati del petrolio in un contesto di mercato del lavoro ristretto significano che l'inflazione potrebbe rimanere alta più a lungo. Il dot plot mediano che risulta dalle proiezioni economiche di giugno prevedeva un solo aumento per il 2026 e, con il mercato che scontava completamente un movimento di 25 punti base entro la fine dell'anno, la domanda sarebbe: perché aspettare? Un eventuale aumento potrebbe anche essere visto come una dichiarazione d'intenti da parte del nuovo presidente che confermerebbe così l'impegno della Fed per la stabilità dei prezzi, contribuendo ad ancorare la parte a lungo termine della curva dei rendimenti dei *Treasury*.

Le argomentazioni contrarie, e il motivo per cui [ci aspettavamo un esito senza variazioni](#), erano che, dopo aver votato a giugno per mantenere i tassi invariati, i dati successivi non avevano certo rafforzato la tesi a favore di un aumento. La fiducia dei consumatori è debole, i dati sull'occupazione di giugno sono risultati inferiori alla metà di quanto previsto, con sostanziali revisioni al ribasso rispetto ai due mesi precedenti, e i dati sull'inflazione sono stati certamente più favorevoli del previsto, con i prezzi generali in calo dello 0,4% su base mensile e l'inflazione di base invariata. Le condizioni finanziarie si sono inasprite, con il rendimento dei titoli del Tesoro a 10 anni in rialzo di 15 punti base; il dollaro risultato più forte dello 0,5% rispetto al paniere delle principali valute ponderato per gli scambi; e l'S&P 500 in calo dell'1%; mentre il NASDAQ ha perso il 5,5%. Nove membri del FOMC potrebbero ritenere necessario un aumento dei tassi quest'anno, ma di questi nove c'è il forte sospetto che cinque o addirittura sei non abbiano votato effettivamente quest'anno. Inoltre, altri nove ritengono che non sarà

necessario aumentare i tassi ed è proprio in questo senso che hanno votato il 29 luglio.

Fed, aumento dei tassi a settembre?

Nelle ore prima del voto, i mercati avevano già scontato un aumento dei tassi a settembre, ma ancora una volta, si riscontra una significativa divergenza tra la visione del mercato e quella degli economisti, che nel complesso prevedono il mantenimento di una politica monetaria stabile. Noi siamo tra coloro che ritengono che la Fed manterrà i tassi invariati, ma la decisione sarà al limite. Il nostro ragionamento si basa sul fatto che da qui alla riunione del FOMC del 16 settembre sono previsti due dati sull'inflazione e due rapporti sull'occupazione. I dati sulle assunzioni rimangono deboli e c'è margine per un'inversione di tendenza rispetto alle assunzioni legate ai Mondiali. Inoltre, il basso tasso di disoccupazione è stato mantenuto basso da un forte calo del tasso di partecipazione al mercato del lavoro. Ciò potrebbe indicare che le aziende stanno riducendo i costi incentivando il pensionamento anticipato. Detto questo, anche nella fascia d'età "principale" 25-54 anni, il tasso di partecipazione è diminuito di 0,7 punti percentuali da gennaio. Il mercato del lavoro non è così solido come suggerisce il solo tasso di disoccupazione.

USA, tassi di partecipazione al mercato del lavoro (%)



Source: Macrobond, ING

Per quanto riguarda l'inflazione, i prezzi del petrolio sono aumentati, ma, cosa importante, i prezzi della benzina non sono diminuiti quanto forse avrebbero dovuto quando, un paio di settimane fa, il petrolio era sotto i 70 dollari al barile. Infatti, gli attuali prezzi del petrolio a 85 dollari al barile sono sostanzialmente in linea con l'attuale prezzo al dettaglio della benzina di 4,10 dollari al gallone. Data la vicinanza alle elezioni di medio termine, continuiamo ad aspettarci che Trump spinga per un accordo con l'Iran che consenta la riapertura dello Stretto di Hormuz, garantendo così costi del carburante inferiori per un elettorato che si trova in difficoltà finanziaria.

Dobbiamo inoltre ricordare che la componente abitativa ha il peso maggiore nel paniere

dell'inflazione. Con i prezzi delle case in aumento di appena l'1% su base annua e le crescenti evidenze da parte dei fornitori di dati del settore privato che indicano un notevole rallentamento degli affitti, ciò implica che la componente abitativa può contribuire alla continua disinflazione. In terzo luogo, ci sono i 166 miliardi di dollari di rimborsi dei dazi che erano stati indebitamente imposti da Trump sulla base dell'IEEPA. Questi stanno fornendo un significativo impulso al flusso di cassa delle aziende americane che dovrebbe mitigare la minaccia di prezzi più elevati. Infine, la voce di costo più importante per le aziende americane non è rappresentata da dazi, energia o semiconduttori. È invece il costo del lavoro e la crescita salariale sta rallentando in modo significativo, con l'indice del costo del lavoro di venerdì che dovrebbe mostrare un incremento di appena lo 0,8% su base trimestrale.

Se le nostre previsioni si riveleranno corrette e se effettivamente si registreranno ulteriori segnali di disinflazione e dati sul mercato del lavoro più lenti, ci aspettiamo che le aspettative del mercato riguardo agli aumenti dei tassi si moderino. Ciò potrebbe portare la Fed a mantenere il tasso di riferimento invariato per un periodo prolungato, anziché aumentarlo una volta per poi ridurlo nuovamente nel 2027, come previsto attualmente nelle sue proiezioni economiche.

La posizione restrittiva/neutrale frena l'entusiasmo per il dollaro

Il mercato valutario, forse più di ogni altro, si stava orientando oggi verso un rialzo dei tassi, mantenendo il dollaro generalmente acquistato. La decisione stessa ha indebolito leggermente il dollaro, in linea con quanto già scontato dal mercato delle opzioni valutarie, e ha subito un ulteriore calo durante la conferenza stampa. Gli eventi che hanno seguito il meeting di luglio della Fed avranno deluso coloro che ritenevano che Kevin Warsh avrebbe potuto mostrare la sua indole più aggressiva, lasciando che il mercato valutario tornasse a concentrarsi sui dati economici statunitensi e sulle implicazioni della volatilità dei prezzi del petrolio per la politica monetaria.

Nel mercato obbligazionario, abbiamo assistito a un certo irripidimento rialzista della curva dei rendimenti, di 8 punti base per la parte a breve termine e di soli 2 punti base per la parte a lungo termine, soprattutto considerando che alcuni si aspettavano un rialzo da parte della Fed a sostegno della parte a lungo termine. I tassi di inflazione break-even derivanti dallo swap sull'inflazione 5Y5Y sono comprensibilmente aumentati di 4 punti base, e oro e argento hanno registrato rialzi del 2-3% sulla base dell'ipotesi che la Fed potrebbe, dopotutto, non dare seguito alla sua retorica di lotta all'inflazione con azioni concrete. E, forse in modo preoccupante per la Fed, il rendimento dei titoli del Tesoro a 30 anni è aumentato di 7-8 punti base.

Sul mercato valutario, la reazione nella parte a lungo termine del mercato obbligazionario sta parzialmente ribaltando la narrazione di una Fed rigida che attenua le preoccupazioni relative

alla svalutazione del dollaro. L'EUR/USD probabilmente dovrebbe ora oscillare in un intervallo compreso tra 1,14 e 1,15, ma un rimbalzo più sostenibile richiede un periodo prolungato di prezzi del petrolio più bassi e dati sull'occupazione e sui prezzi negli Stati Uniti che convincano i mercati e la Fed che un aumento dei tassi a settembre non sia più necessario. Ciò è particolarmente vero considerando la forte affermazione di Warsh in conferenza stampa, secondo cui il messaggio dei mercati è diventato più diretto e il messaggio attuale è che la Fed aumenterà i tassi a settembre.

Nel complesso, la conferenza stampa del 29 luglio potrebbe alimentare il sospetto che la Fed adotterà un atteggiamento intransigente ma non aumenterà i tassi, e la convinzione del mercato riguardo a un rialzo dei tassi a settembre potrebbe essere messa a dura prova.

Autore

James Knightley

Chief International Economist, US
james.knightley@ing.com

Chris Turner

Global Head of Markets and Regional Head of Research for UK & CEE
chris.turner@ing.com

Disclaimer

La presente pubblicazione è stata redatta da ING Bank N.V. ("ING") esclusivamente a scopo informativo, indipendentemente dagli obiettivi di investimento, dalla situazione finanziaria o dai mezzi di un particolare utente. *ING fa parte del Gruppo ING (essendo a tal fine ING Group N.V. e le sue società controllate e affiliate).* Le informazioni in essa contenute non costituiscono una raccomandazione di investimento né una consulenza in materia di investimenti, legale o fiscale, né un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari. È ING ha adottato misure ragionevoli per garantire che questa pubblicazione non contenga informazioni false o fuorvianti al momento della sua diffusione, tuttavia ING non garantisce che sia priva di errori o completa ING non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite dirette, indirette o consequenziali derivanti dall'uso di questa pubblicazione. Salvo diversa indicazione, tutte le opinioni, le previsioni o le stime sono esclusivamente quelle dell'autore o degli autori, alla data di pubblicazione e sono soggette a modifiche senza preavviso.

La distribuzione di questa pubblicazione può essere limitata da leggi o regolamenti in diverse giurisdizioni e le persone che ne vengono in possesso devono informarsi e osservare tali restrizioni.

Il copyright e la protezione dei diritti di database sono presenti in questo report ed esso non può essere riprodotto, distribuito o pubblicato da alcuna persona per qualsiasi scopo senza il previo consenso esplicito di ING. Tutti i diritti sono riservati. ING Bank N.V. è autorizzata dalla Banca Centrale Olandese ed è supervisionata dalla Banca Centrale Europea (BCE), dalla Banca Centrale Olandese (DNB) e dall'Autorità Olandese per i Mercati Finanziari (AFM). ING Bank N.V. è costituita nei Paesi Bassi (registro delle imprese n. 33031431 Amsterdam).

Ulteriori chiarimenti sono disponibili su richiesta. Per ulteriori informazioni su ING Group, visitare il sito www.ing.com.