

## Tassi fermi negli USA: i dubbi sull'inflazione congelano la Fed fino a dicembre

In un contesto di leggero raffreddamento dell'attività economica, l'inflazione ha compiuto progressi significativi verso l'obiettivo del 2%. Tuttavia, i dazi e l'impennata dei prezzi hanno generato una piccola risalita che probabilmente ritarderà la capacità della Fed di tagliare i tassi fino all'ultima riunione dell'anno



The Federal Reserve is widely expected to cut rates by 25bp but then likely pause in January

### Le previsioni aggiornate della Fed sembrano suggerire un solo taglio nel 2025

I mercati si aspettano che la Federal Reserve lascerà invariata la politica monetaria il 18 giugno. I funzionari della banca centrale degli USA hanno lasciato intendere che saranno pazienti nel valutare l'impatto della politica tariffaria del Presidente Trump su crescita e inflazione, il che implica scarse prospettive di una [modifica dei tassi prima di settembre](#). L'aspetto chiave da monitorare saranno le previsioni aggiornate della Fed e se queste continueranno a indicare tagli dei tassi di 50 punti base sia quest'anno che il prossimo. Dato che questa prospettiva rimane in linea con le aspettative dei mercati, riteniamo che la Fed sceglierà di attenervisi. C'è però il rischio

che i tagli siano di 25 punti base per quest'anno e di 75 punti base per il prossimo, data l'incertezza sulla velocità con cui l'inflazione rallenterà dopo l'entrata in vigore dei dazi.

## Cosa ci aspettiamo dalle proiezioni della Fed

	2025	2026	2027	Longer run
<b>Change in real GDP (4Q YoY%)</b>	1.5	1.8	1.8	1.8
Previous Fed projection (Mar)	1.7	1.8	1.8	1.8
<b>Unemployment rate (% year end)</b>	4.4	4.4	4.3	4.2
Previous Fed projection (Mar)	4.4	4.3	4.3	4.2
<b>Core PCE inflation (4Q YoY%)</b>	3.2	2.5	2.0	-
Previous Fed projection (Mar)	2.8	2.2	2.0	-
<b>Federal funds rate (year end)</b>	3.9	3.4	3.1	3.0
Previous Fed projection (Mar)	3.9	3.4	3.1	3.0

Source: Federal Reserve, ING

## La crescita debole potrebbe spingere la Fed a tagliare i tassi

Sebbene i dazi del "Giorno della Liberazione" del 2 aprile scorso siano stati ridotti in seguito a una significativa ansia del mercato, si teme che si siano verificati dei danni e persiste il rischio di occasionali riacutizzazioni delle tensioni.

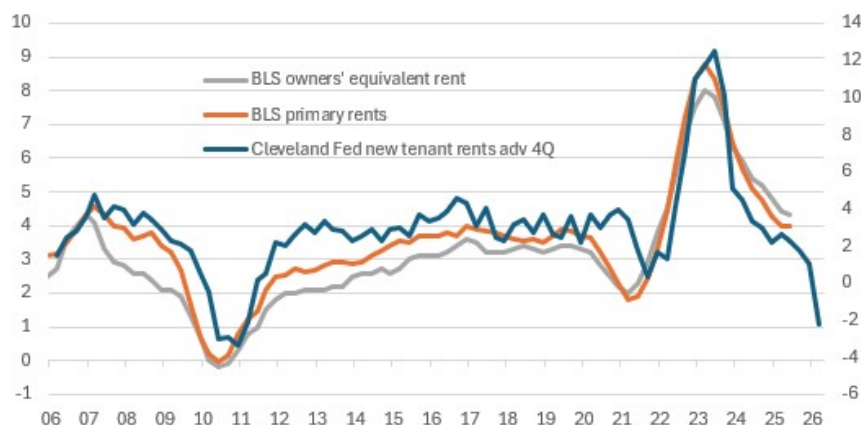
Il forte calo della fiducia degli americani suggerisce che i rischi sono orientati al ribasso. Infatti, le famiglie temono che i picchi di prezzo indotti dai dazi possano ridurre il potere d'acquisto in un momento in cui la percezione del mercato del lavoro si sta deteriorando. Nel frattempo, la mancanza di chiarezza sul contesto commerciale implica che le aziende potrebbero ritardare le decisioni in materia di assunzioni e investimenti. In effetti, l'ultimo Beige Book, che influenza fortemente la politica monetaria della Fed, ha espresso un giudizio pessimista sulla crescita. Vi si legge che la maggior parte dei distretti della Fed sta segnalando "cali dell'attività da lievi a moderati", mentre "sono stati diffusi commenti sull'incertezza che ritarda le assunzioni". Con il tasso sui fondi della Fed ancora al 4,5%, rispetto all'obiettivo del 3%, significa che si stanno creando le premesse per nuovi tagli dei tassi di interesse.

## Ma l'inflazione potrebbe costringere la Fed a rimandare i tagli

Tuttavia, i dazi rischiano di far aumentare i prezzi dei beni e questo probabilmente manterrà cauta la Fed. Il Beige Book indica che "ci sono state diffuse segnalazioni di contatti che prevedevano un aumento più rapido di costi e prezzi in futuro. Alcuni distretti industriali hanno descritto questi aumenti di costo previsti come forti, significativi o sostanziali". Pertanto, sebbene i recenti dati sull'inflazione siano positivi, riteniamo che gli investitori dovrebbero prepararsi a un aumento dell'inflazione mensile dello 0,4% o addirittura allo 0,5% da luglio in poi. Gli aumenti dei prezzi indotti dai dazi potrebbero essere ulteriormente amplificati se il [picco dei prezzi dell'energia](#) in seguito agli [attacchi israeliani all'Iran](#) dovesse protrarsi.

Riteniamo quindi che settembre sia troppo presto per un taglio dei tassi da parte della Fed. A quel punto avremo solo i dati di luglio e agosto e non crediamo che ci saranno sufficienti prove di tensioni sul mercato del lavoro per compensare i timori che i valori elevati dell'inflazione a breve termine possano persistere.

## Gli affitti potrebbero contribuire a ridurre l'impatto dei dazi



Source: Macrobond, ING

## USA, la previsione di ING: la Fed taglierà i tassi di 50pb a dicembre

Riteniamo invece che dicembre sia il punto di partenza più probabile per la Fed per iniziare a tagliare i tassi di interesse. Prevediamo che i dazi e i costi energetici provocheranno un aumento dell'inflazione mensile da luglio a ottobre, ma in seguito ci aspettiamo valori molto più moderati. La stretta sul potere d'acquisto dovuta all'aumento dei prezzi di beni ed energia potrebbe portare a tagli alla spesa discrezionale che hanno un impatto sul settore dei servizi e un raffreddamento più rapido dell'inflazione. Allo stesso tempo, il mercato del lavoro si sta raffreddando e l'inflazione salariale sta rallentando anziché aumentare. È questo processo che ha permesso allo shock dell'offerta post-pandemia di trasformarsi in una rapida inflazione che ha quasi raggiunto il 10%. Vi sono anche segnali di un'inflazione più debole legata al settore immobiliare, con i nuovi contratti d'affitto via via più abbordabili. Il settore immobiliare rappresenta circa il 40% del paniere CPI core in termini di peso e questo processo contribuirà a far tornare l'inflazione al 2% nel 2026.

Non siamo in disaccordo con la valutazione di mercato secondo cui i tassi scenderanno di 50 punti base quest'anno, ma piuttosto che tagli da 25 punti base a settembre e dicembre, prevediamo un taglio da 50 punti base a dicembre, seguito da tre tagli da 25 punti base nel 2026. Questa sarebbe una strategia simile a quella adottata dalla Federal Reserve nel 2024, quando attese di sentirsi completamente a suo agio prima di impegnarsi ad abbassare i tassi.

## Jerome Powell dovrebbe prepararsi ad alcune domande sulla gestione della liquidità

In termini di liquidità, la situazione è piuttosto rassicurante. Ciò è dovuto al tetto del debito pubblico, che limita la capacità del Tesoro statunitense di effettuare emissioni nette. Ciò, a sua volta, significa che il gettito fiscale incassato dal Tesoro statunitense viene speso piuttosto rapidamente, con conseguente aumento delle riserve bancarie. Di conseguenza, nonostante il quantitative tightening (QT) attuato, non si ha la sensazione che le riserve bancarie possano raggiungere livelli tali da generare problemi di liquidità. L'innalzamento del tetto del debito

pubblico invertirebbe la rotta, con una conseguente riduzione sostanziale delle riserve bancarie e condizioni più restrittive. Il percorso graduale per il QT, già pianificato dalla Fed, ha preparato il terreno a queste ultime. E, in questo senso, la Fed è sostanzialmente pronta. Il Presidente Powell potrebbe decidere o meno di commentare la questione durante la conferenza stampa.

Un elemento più intrigante, su cui il Presidente Powell probabilmente verrà interpellato, è la recente proposta del Senatore Ted Cruz secondo cui la Fed non dovrebbe compensare le banche per la detenzione di riserve (in eccesso). Tradizionalmente, le riserve bancarie minime erano un requisito normativo che non fruttava interessi. Tuttavia, a causa dell'ampio quantitative easing messo a punto durante la crisi finanziaria globale, le banche hanno dovuto essere compensate ai livelli di mercato per detenere più riserve del necessario. Ciò ha coinciso con un cambiamento nel modo in cui veniva gestito il tasso sui fondi, con il tasso applicato alle riserve bancarie che fungeva da una sorta di limite massimo (IOER al 4,4% attualmente). E, in termini generali, il tasso minimo effettivo è derivato dal tasso fissato sulla base del RRP (al 4,25% attualmente). Entrambi rappresentano pool di liquidità ed entrambi sono strumenti che la Fed utilizza per gestirla. Inoltre, sono due leve della Fed che contribuiscono a orientare il tasso sui fondi entro i limiti minimi e massimi di riferimento (attualmente dal 4,25% al 4,5%).

A nostro avviso, qualsiasi decisione che elimini un tasso di compensazione sulle riserve bancarie è certamente impraticabile e potenzialmente irrealizzabile. Le banche sceglierebbero quindi di non detenere riserve in eccesso, probabilmente incanalando gli eccessi di liquidità in operazioni di reverse repo. Ma così facendo, renderebbe più difficile il compito della Fed di gestire la liquidità. Il Presidente Powell non solleva volontariamente la questione in conferenza stampa, ma è probabile che qualcuno si ponga una domanda scottante.

## Autore

### James Knightley

Chief International Economist, US

[james.knightley@ing.com](mailto:james.knightley@ing.com)

### Padhraic Garvey, CFA

Regional Head of Research, Americas

[padhraic.garvey@ing.com](mailto:padhraic.garvey@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](http://www.ing.com).