

La Federal Reserve lascia i tassi invariati, in attesa di chiarezza

La Fed non ha fretta di abbassare i tassi di interesse, ma i tagli alla spesa e le politiche protezionistiche del presidente Trump stanno danneggiando le prospettive di crescita e probabilmente forzeranno la mano della banca centrale nel corso dell'anno.



Il presidente della Federal Reserve, Jerome Powell, nell'ultima conferenza stampa

Nessun cambiamento, ma due tagli da 25 pb restano l'ipotesi di base della Fed

Come ampiamente previsto, la Federal Reserve ha lasciato invariata la politica monetaria, mantenendo il target rate dei Fed funds al 4,25%-4,5%. Il comunicato di accompagnamento ribadisce che "l'inflazione rimane leggermente elevata" e che sia la crescita che le condizioni del mercato del lavoro rimangono "solide". Tuttavia, la Fed ha deciso di rallentare il ritmo di riduzione del proprio bilancio. Mentre continuerà a ridurlo di un massimo di 35 miliardi di dollari di titoli di agenzia federali al mese, ha ridotto il limite massimo di rimborso di Treasury al mese a 5 miliardi di dollari da 25 miliardi. Sebbene la decisione sui tassi sia stata unanime, il governatore Chris Waller voleva mantenere invariato il ritmo di riduzione del bilancio.

Per quanto riguarda le nuove previsioni economiche, il diagramma a punti (il dot plot) continua a

prevedere due tagli di 25 pb quest'anno, due l'anno prossimo e uno nel 2027, con un tasso di Fed funds a lungo termine ancora al 3%. La tabella sottostante mostra che le previsioni di crescita del PIL per il 2025 sono state ridotte all'1,7% dal 2,1%, per il 2026 all'1,8% dal 2% e per il 2027 all'1,8% dall'1,9%. Ciò riflette probabilmente i freni alla crescita derivanti dai tagli alla spesa pubblica e dalla prospettiva di tariffe significative che comprimono i margini di profitto e la capacità di spesa delle famiglie. Tuttavia, hanno rivisto al rialzo l'inflazione con il PCE core che dovrebbe terminare l'anno al 2,8% rispetto al 2,5% delle previsioni di dicembre, presumibilmente a causa delle tariffe che esercitano una pressione al rialzo sui prezzi, ma le previsioni per il 2026 rimangono al 2,2%.

Le previsioni economiche della FED

| | 2025 | 2026 | 2027 | Longer run |
|---------------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Change in real GDP (4Q YoY%) | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| Previous Fed projection (Dec) | 2.1 | 2.0 | 1.9 | 1.8 |
| Unemployment rate (% year end) | 4.4 | 4.3 | 4.3 | 4.2 |
| Previous Fed projection (Dec) | 4.3 | 4.3 | 4.3 | 4.2 |
| Core PCE inflation (4Q YoY%) | 2.8 | 2.2 | 2.0 | - |
| Previous Fed projection (Dec) | 2.5 | 2.2 | 2.0 | - |
| Federal funds rate (year end) | 3.9 | 3.4 | 3.1 | 3.0 |
| Previous Fed projection (Dec) | 3.9 | 3.4 | 3.1 | 3.0 |

Source: Federal Reserve, ING

La Fed riconosce i rischi, ma prima di agire deve vedere la debolezza dei dati concreti

Si ipotizzava che l'indebolimento dei dati economici e del sentiment e la debolezza della performance degli asset di rischio si sarebbero tradotti in un ammorbidimento della posizione della Fed, ma non sembra essere stato così. Ciò ci è sempre sembrato dubbio, visti i commenti del presidente Powell nel suo discorso del 7 marzo, secondo cui "non dobbiamo avere fretta e siamo ben posizionati per aspettare una maggiore chiarezza". Il presidente Powell ha spesso menzionato l'incertezza nella conferenza stampa, ma fino a quando non vedremo un'effettiva debolezza nei dati concreti, la Fed avrà un approccio "sit and wait".

Inoltre, alcune affermazioni secondo cui la Fed avrebbe segnalato la volontà di allentare la politica monetaria se gli asset di rischio avessero continuato a scendere sono apparse ben lontane dal vero. La Fed lo farebbe solo se la stabilità finanziaria fosse a rischio o se minacciasse di innescare una recessione, e non c'è alcun segno che ciò accada.

Per quanto riguarda il nostro punto di vista sulla Fed, il fatto che l'economia sia in crescita, che la disoccupazione sia bassa e che l'inflazione sia ancora in crescita significa che i tassi di interesse rimarranno fermi fino alla fine dell'estate. In ogni caso, la Fed ha già tagliato i tassi di 100 pb e quindi ha reso la politica meno restrittiva.

Tuttavia, le prospettive di crescita si stanno raffreddando con l'escalation dei dazi - il 2 aprile gli Stati Uniti dovrebbero applicare tariffe più ampie - che minacciano di comprimere sia la capacità di spesa delle famiglie che i margini di profitto delle imprese. Le tariffe di reciprocità da parte dei governi stranieri e i boicottaggi dei consumatori aggraveranno i problemi per gli esportatori statunitensi. Allo stesso tempo, l'austerità del governo rischia di provocare una debolezza del mercato del lavoro e un rallentamento della spesa economica in generale.

La Fed sarà comunque cauta nel muoversi troppo presto, vista la prospettiva di un aumento dei tassi di inflazione. Tuttavia, stiamo seguendo da vicino gli sviluppi della rilevazione della Fed di Cleveland sugli affitti dei nuovi inquilini, che dovrebbero tradursi in una minore inflazione abitativa alla fine del 2025, che attenuerà gran parte della minaccia inflazionistica derivante dalle tariffe. Ciò dovrebbe lasciare alla Fed lo spazio per tagli dei tassi d'interesse a settembre e dicembre, con una terza mossa di 25 pb a marzo del prossimo anno.

Da aprile, la Fed diventerà un maggiore acquirente netto di Treasury

La Fed, a partire da aprile, avrà un tetto massimo di rimborso mensile di 5 miliardi di dollari. Praticamente zero. Non è chiaro perché la Fed non abbia deciso di azzerare tutto, se non per non dare al mercato la notizia che il quantitative tightening (QT) sui Treasury era completamente finito. Si tratta comunque di una notizia importante. Ricordiamo che finora il tetto massimo di rimborso per i Treasury era di 25 miliardi di dollari. Prima era di 60 miliardi di dollari. Ciò significa che il Tesoro non ha praticamente alcun tetto di rimborso. Il tetto di rimborso stesso significava che la Fed avrebbe reinvestito un importo pari all'intero roll-off dei titoli, meno il tetto di rimborso.

Il roll-off completo tende ad essere compreso tra 25 e 75 miliardi di dollari al mese, ma in molti mesi può essere inferiore. Se non ci fosse alcun limite di rimborso, la Fed reinvestirebbe semplicemente questi importi lungo la curva, in linea di massima in base al profilo di scadenza delle obbligazioni in circolazione. Con il tetto di 5 miliardi di dollari, il risultato è praticamente lo stesso, ma corretto di 5 miliardi di dollari (che non sono un importo significativo). In sostanza, la Fed diventerà un (maggiore) acquirente netto di Treasury a partire da aprile.

La Fed continua ad avere un tetto massimo di rimborso di 35 miliardi di dollari per i titoli garantiti da ipoteca. Il tetto complessivo di rimborso è quindi di 40 miliardi di dollari. Ciò può significare che il programma di QT può estendersi un po' oltre la fine del nostro obiettivo a metà anno, probabilmente nel terzo trimestre. La base fondamentale è costituita da 3 mila miliardi di dollari di riserve bancarie. Queste si aggirano attualmente intorno ai 3,5 mila miliardi di dollari, ma sono artificialmente gonfiate dalla spesa del Tesoro statunitense, che non può effettuare emissioni nette a causa del tetto del debito. Entro la metà dell'anno ci aspettiamo che questo problema sia risolto e che le riserve bancarie si avvicinino a 3 mila miliardi di dollari. Ma questo avvicinamento sarà rallentato di 20 miliardi di dollari al mese a causa del taglio del tetto ai rimborsi del Tesoro (da 25 a 5 miliardi di dollari).

Tuttavia, i Treasury considerano questa prima mossa del QT come rialzista, con una reazione d'impatto per i rendimenti più bassi. Non si tratta però di una reazione drammatica, il che ha senso. L'idea che la Fed sia un acquirente di Treasury è un fattore importante, ma non è insolito che la Fed sia attiva sul mercato dei Treasury, da entrambe le parti. E ci sono altre questioni più importanti che possono influenzare i Treasury. Quindi non aspettatevi che questa reazione d'impatto sia quella strutturale. È la reazione giusta. Ma dovrebbe essere in linea di massima una reazione di un giorno, almeno sulla base di questo fattore.

Forex: Ancora alla ricerca di una ripresa del dollaro

Il dollaro ha registrato la sua giornata più brillante di marzo proprio prima dell'annuncio del FOMC, probabilmente grazie a un riprezzamento dell'ultimo minuto da parte dei falchi. La revisione del dot plot a due tagli e i segnali di maggiore incertezza sulla disoccupazione hanno fatto perdere

circa lo 0,25% al Dollar Index dopo la pubblicazione della dichiarazione, ma l'indice rimane in territorio positivo per la giornata.

Dato che la Fed non ha ancora segnalato una maggiore urgenza di tagliare i tassi e che il tasso swap sul dollaro a 2 anni si è mosso solo marginalmente al ribasso rispetto ai giorni scorsi, non intendiamo modificare la nostra scelta sul dollaro. Prevediamo un'ampia ripresa del biglietto verde ad aprile, poiché il rischio di recessione degli Stati Uniti potrebbe non essere pienamente avallato dai dati, mentre i dazi statunitensi gettano acqua fredda sul sentiment europeo. La strada da seguire è quella di una correzione della coppia EUR/USD - attualmente sopravvalutata - fino all'estate, prima di tentare nuovamente un movimento strutturale al di sopra di 1,10 alla fine del 2025.

Autore

James Knightley

Chief International Economist, US

james.knightley@ing.com

Padhraic Garvey, CFA

Regional Head of Research, Americas

padhraic.garvey@ing.com

Francesco Pesole

FX Strategist

francesco.pesole@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.