

Article | 11/07/25

FOREX

E se Powell se ne andasse? Cosa succederebbe se il capo della Fed uscisse di scena prima del previsto

Nell'improbabile caso in cui il presidente della Fed Jerome Powell venisse rimosso o si dimettesse prima della scadenza del suo mandato a maggio 2026, assisteremmo probabilmente a un brusco irripidimento della curva dei Treasury, poiché i mercati sconterebbero tagli, rischi di inflazione e una minore indipendenza della Fed.



Il presidente degli Stati Uniti Donald Trump ha aumentato la pressione sul presidente della Fed Jerome Powell, chiedendone esplicitamente le dimissioni, e ritenendo la posizione della Fed troppo restrittiva. La probabilità che Powell si dimetta prima della scadenza del suo mandato, prevista per maggio 2026, rimane molto bassa. Il governo statunitense può rimuovere i membri del consiglio di amministrazione della Fed solo "per giusta causa". L'ira di Trump per le decisioni di politica monetaria non è una causa sufficiente, e Powell non ha dato alcuna indicazione di una possibile fine anticipata del suo mandato.

Pur tenendo presente che si tratta di un evento improbabile, discutiamo le implicazioni di un abbandono anticipato di Powell per i titoli del Tesoro e il dollaro. Ipotizziamo che questo evento sarebbe seguito rapidamente dalla scelta di un sostituto, individuato probabilmente tra le

“colombe”.

Una questione aperta, quindi, è in che misura una tale nomina influenzerebbe direttamente la politica monetaria. Possiamo riconoscere che il FOMC assumerebbe un atteggiamento più accomodante di quanto non abbia fatto finora. Ma non possiamo concludere che il Comitato taglierebbe i tassi solo perché Trump lo impone. In definitiva, si tratta di una decisione a maggioranza, ed è probabile che il Comitato rimanga diviso come suggeriscono gli ultimi verbali, ma con la tendenza a mantenere i tassi invariati finché non ci saranno le condizioni per tagliarli.

Si noti che è probabile che un'altra colomba venga insediata a partire da febbraio, con la fine del mandato della governatrice Adriana Kurgler. I mercati ne terrebbero conto rapidamente nella loro previsione di fine anno sul tasso della Fed. In questo caso i mercati potrebbero scontare un tasso che scende sotto il 3%. Raggiungere il 2% potrebbe essere un'esagerazione, ma non improbabile. Probabilmente l'equilibrio sarebbe da qualche parte in quel range, come sconto minimo.

Impatto sui bond: una curva molto più ripida

Queste aspettative sul taglio dei tassi di interesse si riverserebbero direttamente sulla parte anteriore della curva. Il rendimento a 2 anni è ora al 3,9%. C'è un percorso che va verso il 3% e più giù ancora. E si basa su una teoria secondo cui, anche se il FOMC non reagisse immediatamente con tagli significativi, lo sconto di mercato potrebbe in definitiva far scendere i tassi verso il 2%. Potrebbe, ma ci sono delle sfide. La prima sarebbe la reazione dei tassi a scadenza più lunga.

Quindi, come reagirebbe il rendimento a 10 anni, ora al 4,4%, a un improvviso calo dei rendimenti a breve termine? Normalmente, verrebbe trascinato anche questo al ribasso. Ma il segmento a lungo termine del mercato obbligazionario è più riflessivo del segmento a breve termine. Si interrogherà sui rischi che si aggiungono all'inflazione. Detenere un'obbligazione a 10 anni significa ricevere cedole fisse e un rimborso. Quindi tenere conto dell'inflazione a lungo termine è fondamentale per valutare il rendimento reale.

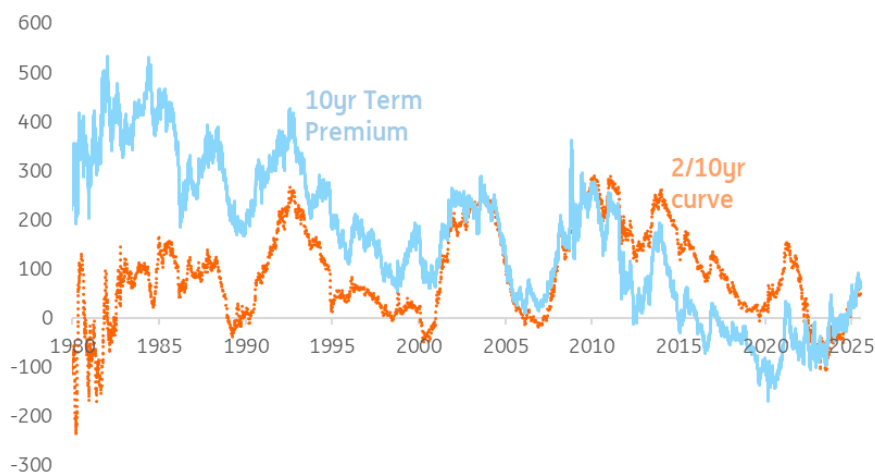
Il segmento a lungo termine presenta già un deficit fiscale elevato e un potenziale di crescita dovuto alle pressioni sui prezzi al consumo derivanti dai dazi di cui preoccuparsi. L'aggiunta di tassi a breve termine che possono essere considerati troppo bassi per il contesto economico attuale, rischia di rendere più duraturi i tassi d'inflazione più elevati. Il fatto che i tassi a breve termine si collochino nell'intervallo del 2-3% è un fattore di valore relativo non irrilevante quando si definisce il rendimento a 10 anni. In effetti, i fattori sopra menzionati sono i più importanti.

Il risultato è quindi una curva molto più ripida, con rendimenti a breve termine inferiori e rendimenti a lungo termine superiori. Si pensi a una curva che spazia dal 3% (o meno) al 5%,

nel range 2-10 anni. Una curva di oltre 200 punti base sembra estremamente ripida, ma negli anni '90 avevamo un premio a termine di 300 punti base e di 400 punti base negli anni '80 (abbiamo persino raggiunto i 500 punti base). Erano tempi diversi per molte ragioni, ma abbiamo visto livelli simili in un passato non troppo lontano.

In passato, la curva 2/10 anni si è allungata verso i 300 punti base, mentre il premio a termine decennale si è attestato sui 500 punti base

Il premio sul decennale è in pratica il rendimento di mercato a 10 anni rispetto allo sconto di mercato per un'esposizione a cambiali correnti nel decennio successivo (rolling).



Source: Macrobond, Federal Reserve, ING estimates

Una domanda aperta e pertinente è come reagirebbero i mercati azionari a tutto questo. Le azioni probabilmente subirebbero un sell-off all'impatto, in una fuga dal rischio verso posizioni di sicurezza. Dopotutto, quella di Powell sarebbe un'uscita forzata da parte del presidente degli Stati Uniti, un evento senza precedenti per il mercato. Ma in seguito, le azioni potrebbero rapidamente rivalutare e scegliere di riprendersi, considerando che i tagli profondi dei tassi possono essere una manna per le aziende, così come un'economia potenzialmente molto calda. E l'inflazione non è necessariamente una cosa negativa per le azioni. Tassi a lungo termine più elevati potrebbero però spaventare le aziende.

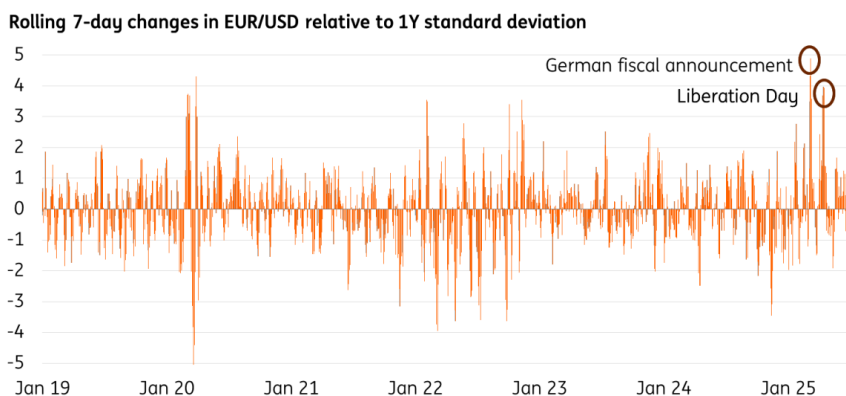
La domanda è quindi come reggerebbe il sistema. Presumibilmente, questa supposta libertà conferita ai mercati sarebbe supportata da molta liquidità. Il rischio è quindi quello di un surriscaldamento, soprattutto se i mercati azionari decidessero di mettere i paraocchi rispetto al rischio a medio termine. Alla fine, ci auguriamo che tutto funzioni, ma c'è la sensazione che potrebbe finire male.

Un mix altamente tossico per il dollaro

È probabile che la rimozione o le dimissioni di Powell innescherebbero una nuova ondata di forte volatilità al ribasso del dollaro, e il danno sarebbe destinato a perdurare. La reazione iniziale sarebbe probabilmente strettamente legata all'entità della svendita dei titoli del Tesoro a lunga scadenza, anche se il dollaro si troverebbe ad affrontare l'ulteriore impatto negativo di un brusco repricing accomodante delle aspettative sui tassi della Fed. Il valore del dollaro come valuta di riserva risiede fondamentalmente nell'indipendenza della Fed, il che significa che sarebbero giustificati ingenti deflussi dal dollaro. A noi, questa sembra una combinazione persino peggiore per il dollaro rispetto al "Giorno della Liberazione" del 2 aprile.

Come mostrato nel grafico sottostante, l'impatto del "Giorno della Liberazione" sull'EUR/USD ha avuto una deviazione standard vicina a 4 su base settimanale. Tale deviazione standard è attualmente dell'1,1%, il che significa che una deviazione standard di 4 varrebbe circa il 4,4%. Ipotizzando che l'uscita di Powell sarebbe un evento peggiore per il dollaro rispetto al "Giorno della Liberazione", questa è la stima più bassa per l'impatto iniziale sull'EUR/USD.

I recenti movimenti sproporzionati dell'EUR/USD



Source: Refinitiv, ING

In una fase successiva, l'entità del danno arrecato al dollaro dipenderebbe dalla direzione effettiva intrapresa dalla Fed sotto la nuova presidenza. Oltre alle evidenti implicazioni negative per il dollaro di tagli sproporzionati o rapidi, tassi di interesse più bassi renderebbero la valuta statunitense più conveniente da coprire e potrebbero comportare una domanda di copertura ancora maggiore, ostacolando la capacità del dollaro di beneficiare di un eventuale rimbalzo del mercato azionario statunitense.

EUR, JPY e CHF trarrebbero beneficio dalle perdite del dollaro statunitense.

Oltre all'euro, le altre valute di riserva altamente liquide, JPY e CHF, dovrebbero essere le principali beneficiarie di una svendita di dollari USA guidata dall'indipendenza della Fed. Data la profondità del danno al dollaro, prevediamo che i rischi di rialzo per EUR/USD si estendano a 1,25 anche nel breve termine, mentre l'USD/JPY potrebbe scendere a 135,0.

Considerando il più ampio contesto di mercato, un'improvvisa partenza del presidente Powell probabilmente cambierebbe le condizioni favorevoli che hanno sostenuto le strategie di carry trade sul mercato valutario negli ultimi due mesi.

Oltre alle strategie di carry trade molto diffuse sulla lira turca, ci aspettiamo che altri asset popolari come il fiorino ungherese e ampie fasce di valute latine (Brasile, Messico e Colombia) subirebbero inizialmente bruschi aggiustamenti. In questo caso, l'impennata di volatilità innescherebbe il tipo di deleveraging del valore a rischio che i mercati finanziari occasionalmente vedono.

In questo scenario, solo quando i rendimenti dei titoli del Tesoro a più lunga scadenza inizieranno a stabilizzarsi, ci aspetteremo un ritorno ai mercati emergenti. Quando la situazione si sarà calmata, le valute latine produttrici di materie prime potrebbero tornare a essere favorite. Infatti, le materie prime potrebbero registrare buoni risultati sia in termini di prospettive di crescita, sia per il fatto che la classe di attività viene considerata una copertura dall'inflazione.

Per quanto riguarda i mercati emergenti, uno dei più recenti esempi ammonitori proviene dalla Turchia. Nel marzo 2021, il rispettato governatore della banca centrale Naci Agbal è stato rimosso dall'incarico. Subito dopo, la lira turca è scesa di circa il 15%. Ma nei due anni successivi, quando il tasso di riferimento è stato ridotto dal 19,00% all'8,50% a fronte di un acquisto persistente, la lira è scesa di quasi il 60%. Nessuno afferma che gli asset statunitensi subiranno una sorte simile, ma la direzione sarebbe chiara e ci sarebbe molto dibattito sull'impatto di tassi reali negativi sul dollaro.

Autore

Padhraic Garvey, CFA

Regional Head of Research, Americas

padhraic.garvey@ing.com

Francesco Pesole

FX Strategist

francesco.pesole@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.