

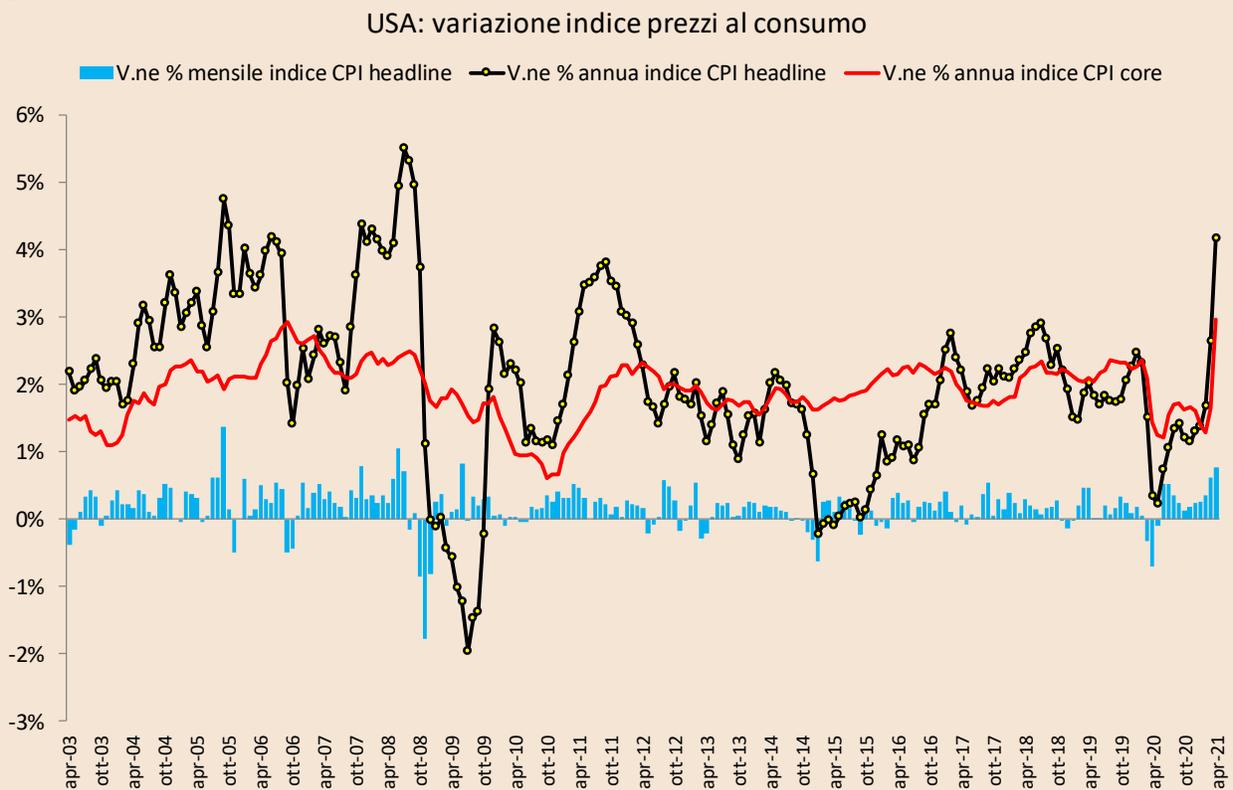
24 maggio 2021

PERCHÉ LA FED NON SI CURA DELL'INFLAZIONE

di Marcello Minenna

Nelle ultime settimane la diffusione dei dati sull'andamento dell'indice dei prezzi al consumo (CPI) nel mese di aprile ha riaperto il dibattito sulla ripresa – per alcuni eccessiva – dell'inflazione negli Stati Uniti. Senza dubbio i numeri di aprile sono alti: l'indice complessivo (*headline*) dei prezzi al consumo, il CPI, è salito del 4,2% su base annua. Per vedere valori simili bisogna tornare indietro di oltre 10 anni, a inizio 2008 quando ancora non c'erano stati il default di *Lehman Brothers* né la crisi finanziaria globale (cfr. Figura 1).

Figura 1



Fonte: U.S. Bureau of Labor Statistics

Anche l'indice CPI *core* (cioè quello depurato delle componenti più volatili quali cibo ed energia) è arrivato al 3%, quasi il doppio della rilevazione di marzo (1,6%).

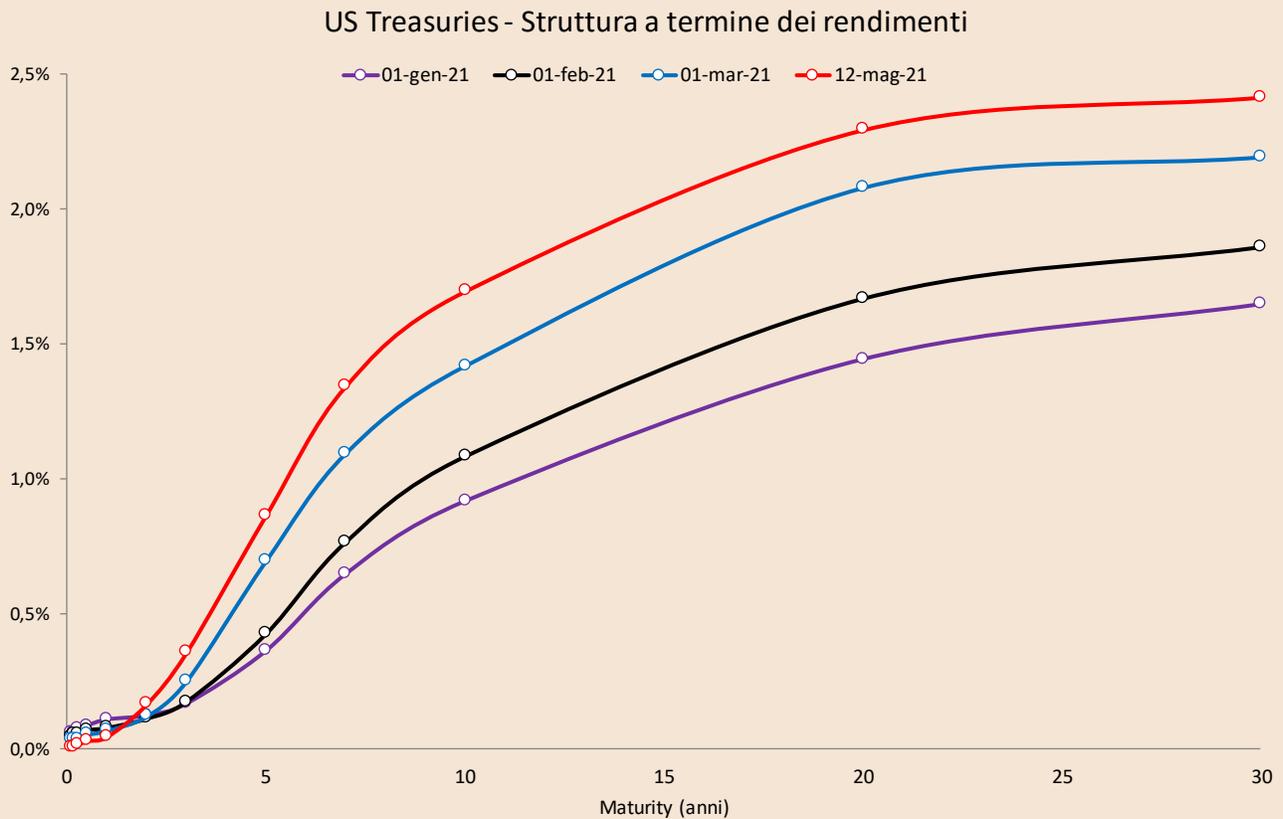
Nonostante il balzo di aprile fosse largamente [prevedibile](#), nella giornata di annuncio di questi dati (il 12 maggio) Wall Street ha reagito con massicce vendite sull'azionario: l'indice Standard & Poor's 500 è sceso del 2,1% e il NASDAQ del 2,67%. In parallelo ci sono stati realizzati anche sui titoli del Tesoro USA a medio-lungo termine (il rendimento del *Treasury* a 10 anni è salito di 7 punti base) e un apprezzamento del dollaro su tutte le principali valute.

A preoccupare molti operatori è stato il timore che la notevole risalita dell'inflazione possa riflettere un eccessivo surriscaldamento dell'economia e spianare così la strada a una stretta monetaria imminente. In realtà uno sguardo più attento al comportamento dei mercati rivela un quadro più complesso.

La reazione dei mercati

Andiamo con ordine. Le perdite sull'azionario sono state essenzialmente ripianate nelle sedute dei giorni successivi a quello dell'annuncio del dato sul CPI e anche il rafforzamento del biglietto verde si è presto rivelato un fenomeno passeggero. Più interessanti sono le dinamiche osservate sul mercato secondario dei titoli del Tesoro USA. Come detto, il balzo dell'inflazione ha causato un *sell-off* delle obbligazioni governative con scadenze medio-lunghe, perché gli investitori hanno chiesto un premio al rischio maggiore per sopportare il rischio d'inflazione incorporato in questi titoli. Tuttavia, un confronto con il movimento della struttura a termine dei rendimenti negli ultimi mesi segnala che l'aumento del premio al rischio d'inflazione è stato più consistente nel primo bimestre del 2021 (cfr. Figura 2).

Figura 2



Fonte: Bloomberg

A febbraio, in particolare, i rendimenti dei *Treasuries* sono saliti di 33 punti base sulle scadenze 7-10 anni e di oltre 40 punti base sulla scadenza ventennale. Di contro, nel più lungo periodo compreso tra inizio marzo e metà maggio, la crescita dei rendimenti sulle stesse scadenze è rimasta sotto i 28 punti base.

Gli osservatori più preoccupati di una spirale inflazionistica sottolineano come nelle ultime settimane le aspettative d'inflazione espresse dai differenziali di rendimento tra i titoli governativi standard a tasso fisso e quelli immunizzati dal rischio d'inflazione (*TIPS*, *Treasury Inflation Protected Securities*) siano aumentate specie sulle scadenze da 1 a 5 anni. In particolare, sulla scadenza quinquennale questo differenziale – c.d. *breakeven inflation* – oscilla intorno al 2,7%, un valore che non si toccava dal lontano 2005. Tuttavia, altri analisti notano che in questo momento storico la *breakeven inflation* non è un indicatore

troppo affidabile dell'inflazione attesa, perché da marzo 2020 la FED sta acquistando massicciamente sia titoli di Stato a tasso fisso che titoli TIPS, di fatto influenzando significativamente il processo di *price discovery* del mercato. È sufficiente pensare che a fine febbraio 2021 la FED deteneva oltre \$ 300 miliardi di TIPS, pari a più del 20% dell'intero ammontare in circolazione.

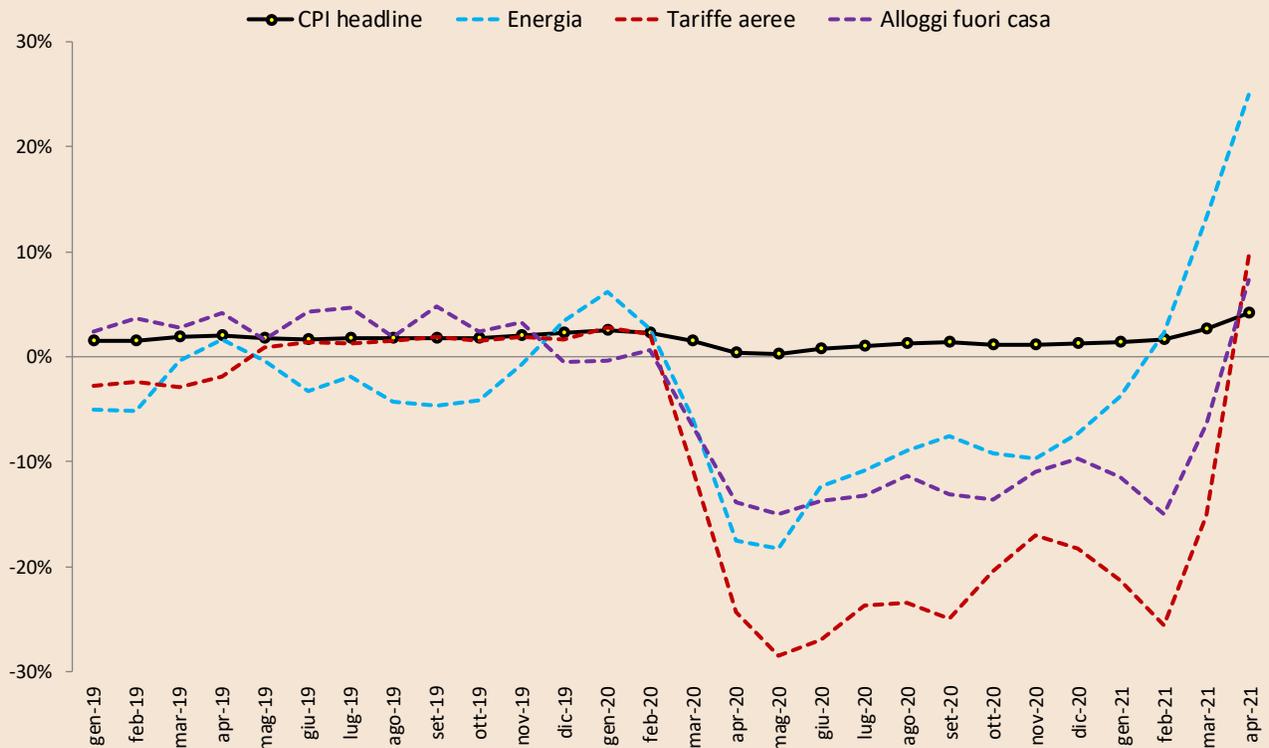
Lo scenario più convincente in base ai vari indicatori di mercato è che negli Stati Uniti sia in atto una ripresa dell'inflazione ma che i picchi degli ultimi mesi siano un fenomeno transitorio, destinato ad esaurirsi entro l'autunno.

Il peso dell'«effetto-base»

Questa lettura risulta coerente anche con l'analisi dei principali *drivers* dei recenti picchi inflattivi. Primo tra questi è il c.d. «effetto-base», ossia il fatto che la variazione annuale dell'indice CPI rilevata, ad esempio, ad aprile 2021 è ottenuta confrontando il valore assoluto dell'indice ad aprile di quest'anno contro quello – zavorrato – di aprile 2020 quando era tutto fermo a causa dei *lockdowns* stretti. In altri termini, la fiammata del mese scorso riflette non solo il recente aumento dei prezzi ma anche il loro collasso nello stesso periodo del 2020, specie quelli degli energetici (ad aprile 2020 il *futures* sul petrolio è crollato a -37 \$ a barile) e di altri beni e servizi *Covid-sensitive* come le tariffe di aerei e hotel (cfr. Figura 3).

Figura 3

USA: variazione % annua dell'indice CPI *headline* e di alcuni beni e servizi *Covid-sensitive*

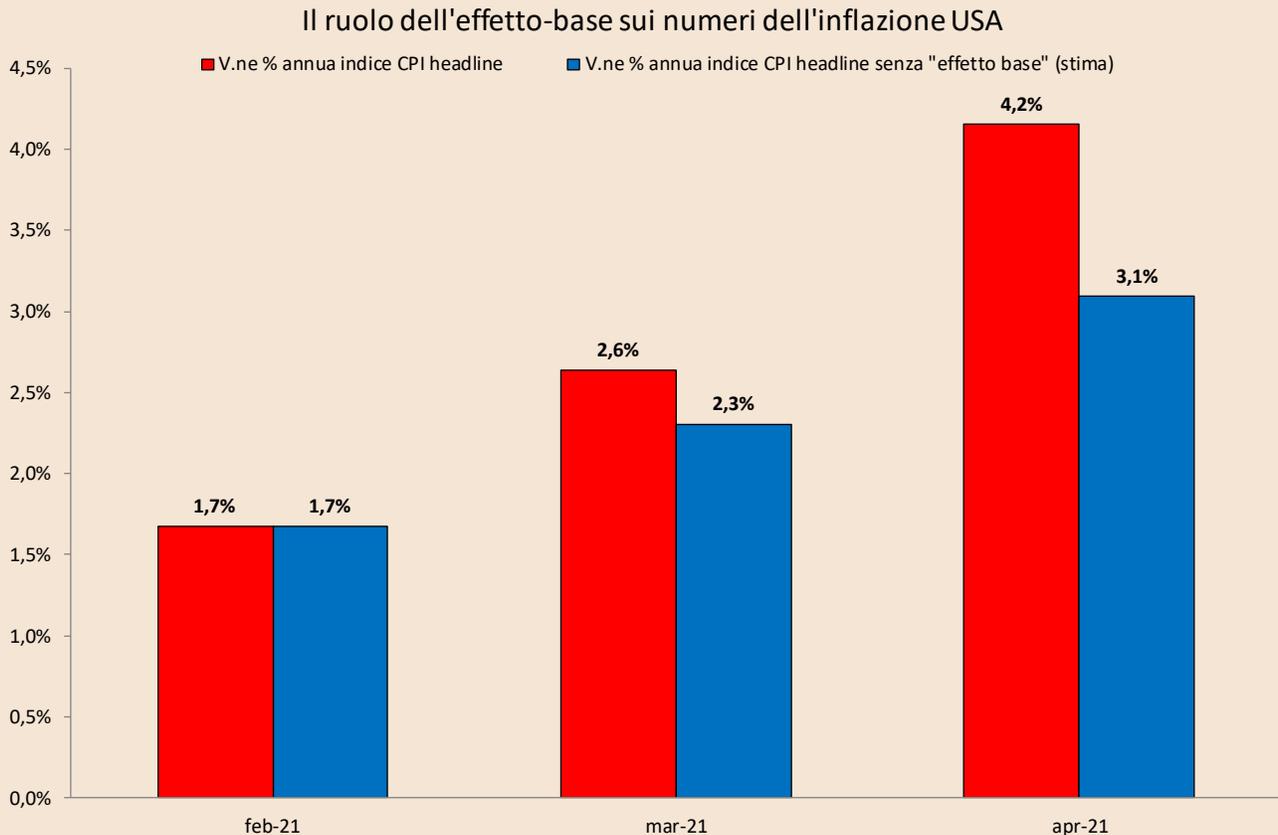


Fonte: Bloomberg

Durante la prima ondata di contagi, il livello di queste componenti dell'indice CPI è crollato del 15% su base annua, addirittura di quasi il 30% nel caso delle tariffe aeree dal momento che le persone erano chiuse in casa. Il recente *exploit*, quindi, è in larga misura imputabile proprio al rimbalzo rispetto ai minimi dell'anno scorso.

Per stimare approssimativamente il contributo dell'effetto-base all'inflazione annua rilevata negli ultimi mesi si può ricorrere a un semplice esercizio controfattuale, calcolando la variazione dell'indice CPI *headline* rispetto al livello osservato nel mese di febbraio 2020, prima dell'arrivo della pandemia in Occidente (cfr. Figura 4).

Figura 4



Elaborazioni su dati dell'U.S. Bureau of Labor Statistics

Il risultato di questo esercizio è che senza l'effetto-base la variazione annua del CPI sarebbe stata pari al 2,3% e al 3,1% rispettivamente per i mesi di marzo e aprile 2021. Quindi, ad esempio, il dato relativo al mese scorso è dovuto per oltre 1 punto percentuale all'effetto-base.

I problemi nella *supply chain*

Anche i colli di bottiglia nelle catene di approvvigionamento (*supply chains*) di molti beni stanno contribuendo a spingere in alto i prezzi. Durante il *lockdown*, il crollo della domanda aveva costretto l'offerta ad adattarsi al difficile contesto creato dalla pandemia. Così, mentre i prezzi dei beni di prima necessità (come gli alimentari) si impennavano, negli altri settori si faticava a smaltire le scorte e quindi si puntava a svuotare i magazzini minimizzando i nuovi ordini ai produttori e rallentando i ritmi produttivi. Il risultato è stato un logoramento

delle scorte che ora si sta facendo sentire con la riapertura dell'economia e il progressivo ritorno della domanda su livelli pre-pandemici.

A scarseggiare non sono solo i micro-chip ma anche numerose e variegata *commodities*: dal grano, al cibo, al legname, al carburante, ai metalli. Gli ordini da evadere nel settore manifatturiero domestico stanno crescendo a una velocità mai vista e intanto anche la logistica è in tilt. I prezzi di noleggio dei containers per il trasporto merci via mare sono alle stelle, anche perché a causa del crollo delle esportazioni dovuto alla pandemia per parecchi mesi sono mancati containers pieni di merci da spedire all'estero: così i containers vuoti sono rimasti negli USA e adesso non sono disponibili in Cina per essere riempiti e rispediti oltre-oceano. Addirittura molti operatori stanno cercando di ripiegare sul trasporto aereo.

Rincarì record si stanno registrando anche sulle auto usate (+21% su base annua ad aprile), ancora una volta per via del traumatico *stop-and-go* legato al Covid: l'anno scorso i prezzi degli autonoleggi sono collassati, facendo fallire giganti come la Hertz e spingendo altri a liquidare la propria flotta ai rivenditori di veicoli usati. Ora che la domanda si sta ricostituendo, le stesse aziende cercano di ripristinare il proprio parco-auto facendo impennare i prezzi di quelle usate (anche perché la produzione di nuove vetture deve fare i conti con la penuria di semiconduttori).

La maggior parte di queste criticità appare comunque destinata a dissiparsi nei prossimi mesi man mano che le attività produttive e i sistemi di collegamento e di trasporto merci torneranno ai ritmi di funzionamento pre-pandemici.

L'incognita maggiore

Al momento l'incognita maggiore sull'andamento dei prezzi nel prossimo futuro è rappresentata – a mio avviso – dalla misura in cui l'entusiasmo da riaperture e la grossa espansione fiscale voluta da Biden si tradurranno in maggiori consumi. Nella primavera 2020 il clima di incertezza dovuto alla pandemia e le restrizioni “fisiche” sulle scelte di consumo praticabili avevano

spinto verso vette inesplorate la propensione al risparmio degli americani (quasi il 35% del reddito disponibile ad aprile 2020). Nei mesi successivi c'è stata una lenta normalizzazione, ma quest'anno i risparmi personali hanno ripreso a salire, stavolta sospinti dai sostanziosi sussidi sociali elargiti dal governo federale.

Il dato dello scorso marzo è particolarmente significativo: a fronte di un calo di circa \$ 500 miliardi nel conto del Tesoro presso la FED rispetto al mese precedente, i risparmi personali sono aumentati praticamente dello stesso ammontare sempre su base mensile. Ciò significa che per ora gli americani stanno ancora privilegiando la tesaurizzazione delle loro disponibilità liquide, ma il progressivo ritorno agli stili e alle abitudini della vita pre-Covid potrebbe stimolare una redistribuzione del reddito disponibile più favorevole ai consumi.

La «tolleranza» della FED

In questo contesto gli occhi sono puntati sulle prossime mosse della FED che però ha fatto già capire di non essere particolarmente preoccupata per la recente risalita dell'inflazione. I motivi sono molteplici. In primo luogo, come si è visto, l'impennata del CPI degli ultimi mesi è in parte attribuibile a fattori transitori. Peraltro, il target d'inflazione della banca centrale USA non è il CPI bensì l'indice di spesa per consumi personali (PCE) che tendenzialmente cresce meno velocemente del CPI. Addirittura, negli ultimi tempi, la FED tiene sotto controllo anche un indicatore ancora più conservativo, noto come *trimmed inflation* (“*inflazione tagliata*”), calcolato escludendo le componenti dell'indice che presentano le variazioni più estreme dei prezzi. A marzo 2021 (ultima rilevazione disponibile), la *trimmed inflation* era pari all'1,7% su base annua, un valore tutt'altro che allarmante.

Occorre poi considerare che, complice la pandemia, negli ultimi tempi la FED è diventata più tollerante verso l'inflazione. Da agosto 2020, infatti, il perseguimento dell'obiettivo d'inflazione al 2% è valutato in media (*Average Inflation Targeting* o AIT), per cui periodi di temporanea *overshooting* come quello

attuale sono accettati a compensazione di quelli in cui – com'è stato sino a poco tempo fa – l'inflazione viaggia sotto il target. A sua volta la transizione all'AIT si inquadra nell'ambito di un più generale ri-orientamento della politica monetaria in cui la priorità va all'obiettivo della massima occupazione.

E qui veniamo ad un altro capitolo delicato. Nonostante l'economia americana abbia ripreso a crescere (+6,4% annuo nel primo trimestre 2021), il mercato del lavoro resta debole. Ad aprile, nei settori non agricoli, il numero di occupati è cresciuto di sole 266 mila unità rispetto a marzo a fronte di stime di crescita per 1 milione di unità, mentre la retribuzione media oraria è scesa del 3,5% su base annua. Qualche segnale più incoraggiante è arrivato in settimana, con un calo di 34 mila unità nelle nuove richieste di sussidi per la disoccupazione rispetto alla prima settimana di maggio. Però, in media, questo indicatore viaggia ancora su livelli di oltre 440 mila nuove richieste a settimana, circa 2 volte quelli registrati a inizio 2020 – prima dell'arrivo della pandemia – quando negli USA la disoccupazione era ai minimi degli ultimi 50 anni.

Gli sviluppi nel mercato del lavoro durante i prossimi mesi saranno dunque cruciali nelle valutazioni della FED in merito a un eventuale rialzo dei tassi. Per ora la necessità di consolidare la ripresa economica e la natura transitoria dei recenti picchi dell'inflazione inducono a ritenere poco probabile (nell'ordine del 10%) un aumento del costo del denaro entro fine anno.

Non è detto però che non possano esserci sorprese prima di allora. Negli ultimi mesi – complice la riduzione delle giacenze del conto del Tesoro presso la FED – la rapida crescita della liquidità in eccesso nel sistema finanziario (*in primis* sotto forma di riserve bancarie) sta creando forti pressioni al ribasso sui tassi d'interesse a breve. Sinora la FED è riuscita a tenere a bada il problema assorbendo parte dell'eccesso di riserve tramite operazioni pronti-controtermine inverse a un giorno (*overnight reverse repo*) con cui prende a prestito liquidità dalle controparti abilitate dando a garanzia i titoli di Stato che ha in portafoglio. Tuttavia, nei verbali dell'ultimo Comitato Monetario della FED si legge che, se queste pressioni al ribasso continueranno, non è escluso che

possano esserci dei ritocchi ai tassi amministrati o un rallentamento nel ritmo degli acquisti di titoli già nei prossimi mesi. Una stretta potrebbe dunque arrivare a breve, anche se probabilmente per ragioni che poco hanno a che fare coi timori di un'inflazione eccessiva.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali