

15 febbraio 2021

Il Sole **24 ORE**

SERVIZIO | POLITICA ECONOMICA

USA, BIDEN E IL RISCHIO DI UN RITORNO DELL'INFLAZIONE

di Marcello Minenna

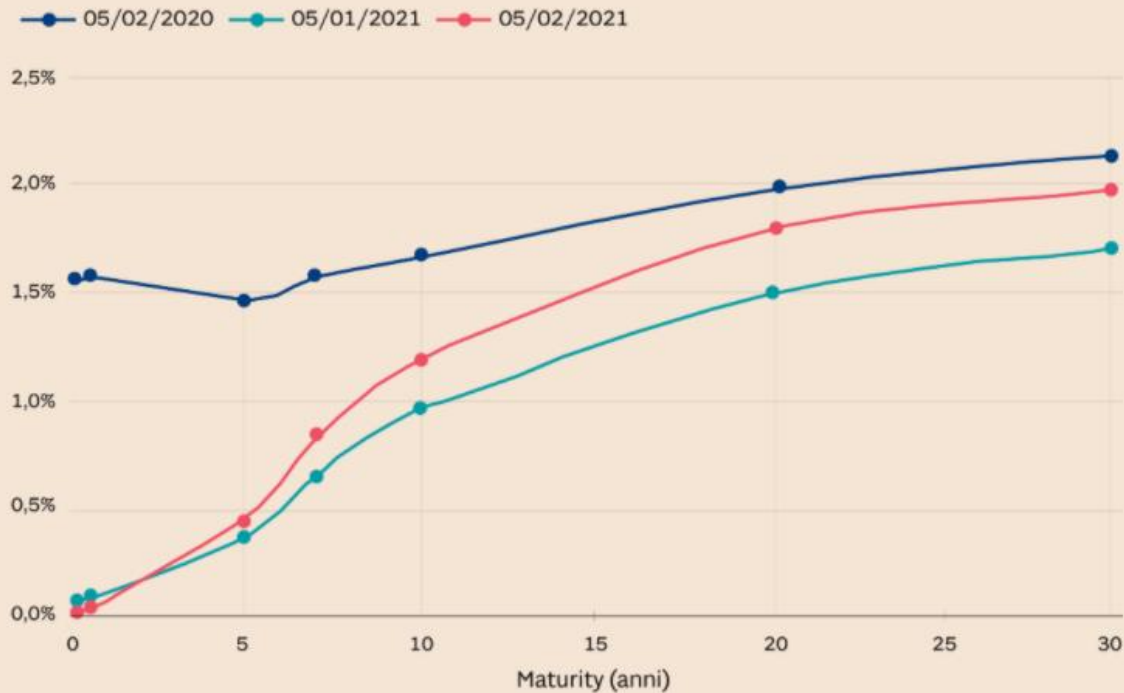
I mercati globali, da quello obbligazionario USA a quello azionario e delle materie prime credono che l'inflazione stia tornando sulla scena. Ma succederà davvero? Già altre volte gli operatori hanno scommesso su un'accelerazione dei prezzi che poi non si è materializzata.

Guardiamo ai dati. Effettivamente, il mercato obbligazionario più liquido del mondo, quello degli US Treasuries (il debito governativo americano), segnala una probabile crescita dei tassi di interesse nel medio periodo a causa dell'aumento del premio per il rischio di inflazione.

Se osserviamo la struttura a termine dei rendimenti, si nota un improvviso spostamento verso l'alto della curva (cfr. Figura 1, linea rossa) negli ultimi 30 giorni, dopo 12 mesi di stagnazione su livelli minimi (rappresentati dalla linea verde). Sul lungo periodo, gran parte del calo rispetto ai livelli pre-pandemici (v. linea blu) appare riassorbito, mentre sul breve-medio termine permane l'effetto dello shock pandemico.

Figura 1

US TREASURIES - STRUTTURA A TERMINE DEI RENDIMENTI



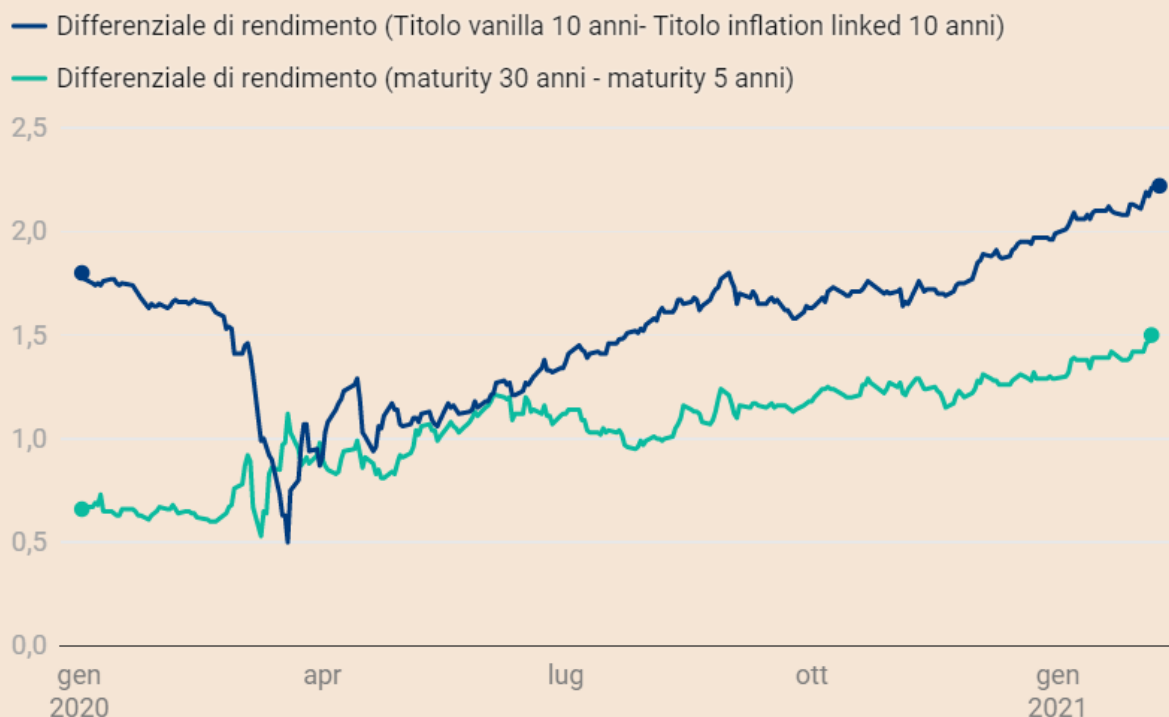
In questo primo scorcio di 2021, l'ottimismo sui progressi della campagna vaccinale e la prospettiva di un enorme stimolo fiscale varato dall'amministrazione Biden spingono i mercati a puntare su un forte rimbalzo dell'economia. Come conseguenza si assiste ad un ribilanciamento dei portafogli con alleggerimento delle posizioni in titoli governativi a lungo termine, che sarebbero quelli più penalizzati da un rialzo futuro dei tassi di interesse.

Ci sono altri indizi. Un secondo indicatore tecnico, il differenziale di rendimento tra titoli a lunghissima scadenza (30 anni) e a 5 anni misura la "pendenza" della struttura a termine (cfr. Figura 2, linea verde). A colpo d'occhio, si conferma una stima di crescita più forte dei tassi di interesse a lungo termine.

Infine il cambio di aspettative degli operatori è evidente se si considerano le differenze di rendimento tra i titoli standard a tasso fisso e quelli indicizzati al tasso di inflazione (TIPS, Treasury Inflation Protected Securities). In genere le obbligazioni TIPS valgono di più perché incorporano una protezione aggiuntiva per l'investitore; come conseguenza il loro rendimento implicito è quasi sempre inferiore. Il differenziale tra obbligazioni ordinarie e TIPS su una data scadenza riflette la stima del tasso di inflazione futuro che gli operatori si attendono (cfr. Figura 2, linea blu). I dati confermano come l'inflazione attesa su un orizzonte di 10 anni sia in crescita dai minimi raggiunti ad aprile 2020, mentre si osserva un'accelerazione del trend nell'ultimo mese.

Figura 2

ASPETTATIVE DI INFLAZIONE ESPRESSE DAI RENDIMENTI DEGLI US TREASURIES



Altre conferme arrivano dai mercati dei prestiti speculativi, i c.d. *leveraged loans*. Si tratta di prestiti erogati ad imprese già indebitate, tipicamente a tasso variabile, che vengono successivamente re-impacchettati in cartolarizzazioni

(le CLO, *Collateralized Debt Obligations*). Questi titoli altamente strutturati vengono acquistati da fondi specializzati che sono in grado – teoricamente - di gestirne meglio l'elevato rischio. Ora, se si crede che i tassi di interesse torneranno a crescere, diventa più appetibile investire su questo genere di titoli. È un fatto che dopo circa 2 anni di deflusso ininterrotto, a gennaio i capitali siano tornati a fluire verso i fondi specializzati per un totale di 3,2 miliardi di \$, di cui 509 milioni soltanto nell'ultima settimana.

L'INFLAZIONE OSSERVATA NON DECOLLA (PER ORA)

Nonostante la visione dei mercati sembri chiara, ci sono alcuni *caveat*.

Il mercato delle obbligazioni TIPS in ultima analisi è governato dalle leggi della domanda e dell'offerta; negli ultimi mesi il tesoro USA ha incrementato a dismisura l'offerta di titoli governativi standard per finanziare il *deficit* di bilancio e le manovre espansive, ma le emissioni di TIPS non sono aumentate proporzionalmente. Nel frattempo la *Federal Reserve* (FED) ha proseguito i massicci acquisti di titoli governativi sui mercati secondari, rastrellando in maggior misura proprio i TIPS. Come conseguenza, il mercato è diventato meno liquido e soggetto ad improvvise variazioni di prezzo che spiegano parte della crescita del differenziale tra le due categorie di titoli.

Nel frattempo, gli *hard data* che derivano dal monitoraggio dei prezzi reali offrono indicazioni contrastanti rispetto alle aspettative esuberanti degli operatori. A gennaio 2021 il tasso di inflazione si è fermato all'1,4%, lo stesso livello di dicembre e meno di quanto previsto (+1,5%). A trainare la crescita è stato un aumento dell'8,4% dei prezzi della benzina, in controtendenza rispetto ad un *annus horribilis* per il settore che ha visto i prezzi crollare mediamente del -15%.

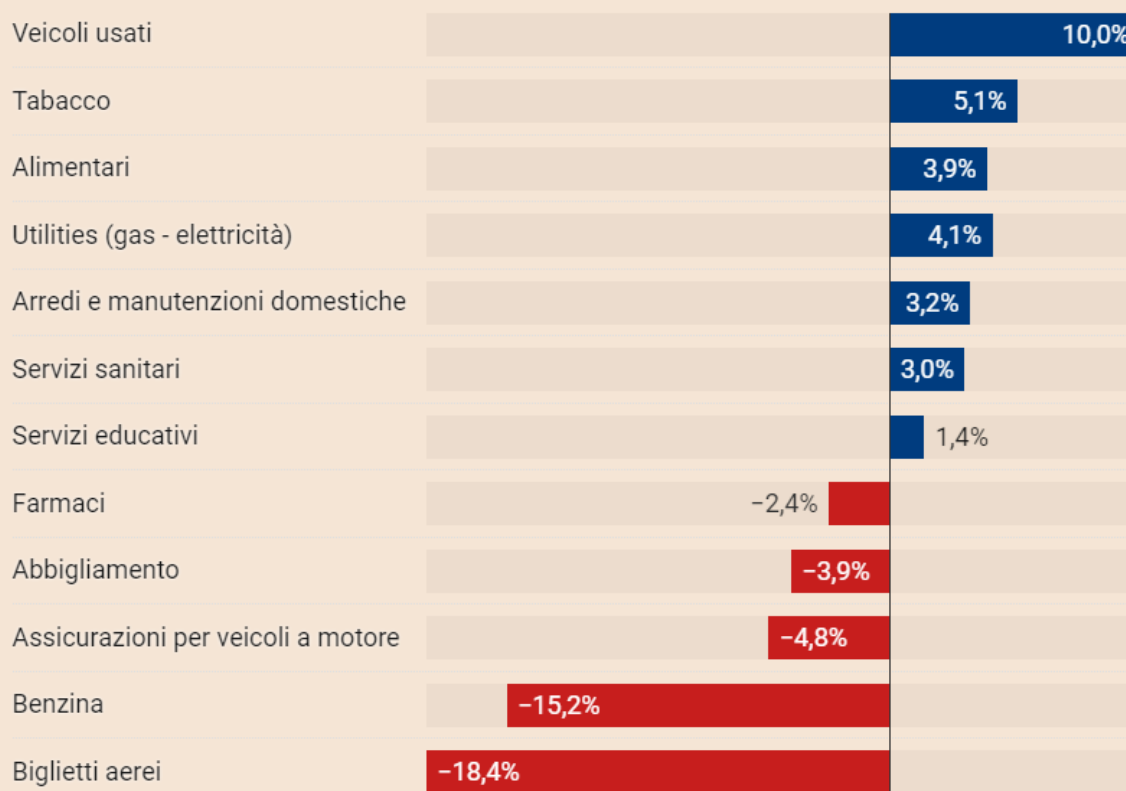
La “*lockdown economy*” ha provocato nel corso del 2020 (cfr. Figura 3) una contrazione secca dei prezzi dell'energia, dei biglietti aerei e dell'abbigliamento, espressione dei settori maggiormente colpiti dalle restrizioni all'attività economica. Si tratta di un *pattern* simile a quello osservato nel resto delle

economie industrializzate. È peculiare caratteristica degli USA invece la crescita del costo dei servizi sanitari (a pagamento), dei servizi educativi, degli arredi e - curiosamente - del mercato delle auto usate, a fronte del crollo di quello del nuovo.

Figura 3

INDICI DI INFLAZIONE SETTORIALI NEGLI USA

Variatione annuale gennaio 2021 - gennaio 2020



Se l'inflazione possa crescere oltre l'obiettivo del 2% entro pochi mesi dipende da diversi fattori. Al momento il tasso di disoccupazione è ancora alto (6,7% a dicembre 2020) pur se in riduzione; la domanda dei consumatori è anch'essa debole con il tasso di risparmio al 13,6%, in lenta contrazione. A dispetto del contesto macro-economico depresso, le spinte al rialzo dei prezzi appaiono dunque già vivaci. Dal lato dell'offerta, ci sono dei colli di bottiglia nella manifattura, più evidenti nella produzione di semiconduttori nell'industria elettronica asiatica che potrebbero influenzare il tasso di inflazione dei

prossimi mesi, specie se si considera che in Asia la ripresa economica prosegue già con ritmo deciso. Se gli impulsi inflazionistici sono innescati da una crescita dei costi di produzione, la politica monetaria potrebbe essere meno efficace nel controllarli.

Inoltre tra un mese circa le variazioni annuali del tasso di inflazione subiranno un'impennata notevole per via dell'effetto statistico di confronto con il periodo più nero dello *shock* pandemico, caratterizzato da un'improvvisa caduta della produzione e dei prezzi a causa dei *lockdowns* generalizzati. Sarà un artefatto ottico, che però potrebbe influenzare le scelte decisionali degli operatori sui mercati dei titoli governativi e dei *leveraged bonds*.

In questo quadro eterogeneo, si innesta il dibattito sullo stimolo fiscale che l'Amministrazione Biden dovrebbe varare a breve.

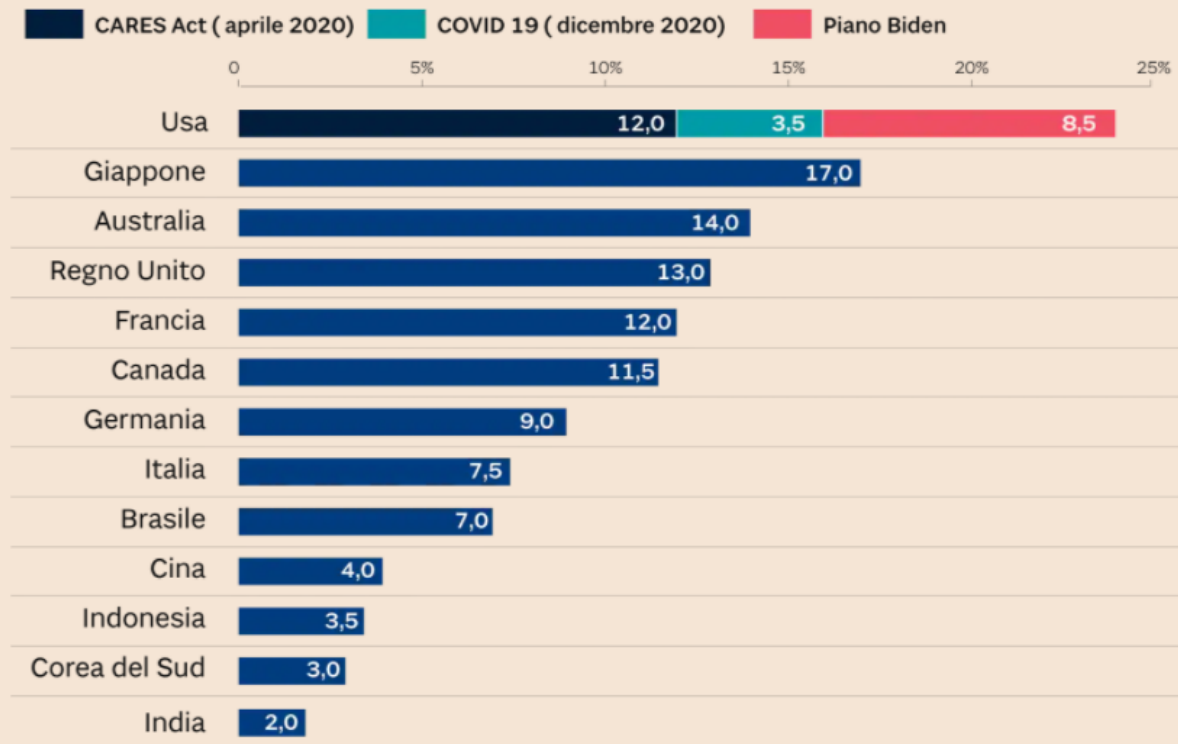
LO STIMOLO FISCALE DI BIDEN: 1.900 MILIARDI PER L'ECONOMIA REALE. È TROPPO?

Joe Biden punta all'approvazione di un piano di espansione fiscale da 1.900 miliardi di \$ che si innesterebbe sulle precedenti misure varate da Trump nel 2020. Ad aprile con il CARES (*Coronavirus Aid, Relief and Economic Security Act*) ACT, l'Amministrazione USA aveva già approvato progetti di spesa per un ammontare pari al 12% del PIL (cfr. Figura 4, barra nera) a dicembre con il nuovo COVID Act l'entità dello stimolo fiscale è salita al 16% (barra verde), appena dietro il Giappone (17%). Ora il piano Biden così come concepito porterebbe gli USA al primo posto con un piano di espansione fiscale *monstre* pari al 24% del PIL (barra rossa). Circa il 22% dell'importo complessivo (420 miliardi) sarebbe utilizzato per trasferimenti diretti al consumatore USA con accredito su conto corrente.

Figura 4

STIMOLO FISCALE COMPLESSIVO

Stima dello stimolo fiscale complessivo per le maggiori economie mondiali. (Fonte: Moody's Analytics)



Il trasferimento sarebbe di 1.400\$ ad individui che hanno avuto nel 2020 un reddito inferiore a 50.000\$ e 2.800\$ a coppie sposate che hanno guadagnato meno di 100.000\$. Analogamente ai precedenti piani di stimolo, le persone che guadagnano al di sopra di tali soglie avrebbero comunque diritto a un pagamento parziale. Secondo recenti stime degli analisti circa il 71% degli americani otterrebbe i benefici totali e un altro 17% quelli parziali. Le famiglie avrebbero diritto ad ulteriori trasferimenti: 1.400 \$ in più a bambino. Ciò significa che una famiglia di quattro persone riceverebbe \$ 5.600.

Quanto di questa “*helicopter money*” (perché di questo si tratta) potrebbe essere di effettivo stimolo per l’economia? Uno studio della FED sull’efficacia del primo *round* di stimoli ha rilevato che il 36% delle somme trasferite è stato

tesaurizzato. Un altro 35% è stato utilizzato per ripagare debiti pregressi. Solo il 18% è stato speso in beni essenziali come cibo e affitto.

LE CRITICHE AL PIANO BIDEN

Secondo l'ex Segretario al Tesoro degli USA Larry Summers, lo stimolo fiscale di Biden è eccessivo, se si utilizza come metrica di riferimento la differenza tra PIL attuale e PIL potenziale (il noto *output gap*). Uno stimolo ben calibrato dovrebbe riportare il PIL attuale sul sentiero di crescita del PIL potenziale, annullando le differenze. Nel 2009 il piano di Obama prevedeva un'espansione fiscale di 30-40 miliardi di \$ al mese, circa la metà dell'*output gap*. Nel 2021, le misure di Biden inietterebbero nell'economia reale 150 miliardi al mese, a fronte di un *output gap* di 50 miliardi ad inizio 2021 ed in riduzione a 20 per la fine dell'anno. Nella più conservativa delle ipotesi, lo stimolo sarebbe 3 volte più grande del calo di PIL da compensare. La stessa critica è stata poi ripresa dall'ex-capo economista del Fondo Monetario Internazionale Blanchard, che ha ritenuto che si possa ottenere un pieno rientro sul sentiero di crescita con un impegno di spesa inferiore.

Nella logica di Summers, con il piano Biden la crescita del PIL supererebbe quella del PIL potenziale, provocando come conseguenza un impulso inflazionistico guidato da una domanda più alta rispetto alla capacità produttiva attuale dell'economia globale. Inoltre, più che l'entità dello scostamento, a preoccupare Summers è l'approccio della FED che pare intenzionata ad assecondare la ripresa dell'inflazione ben oltre il livello obiettivo del 2%, in un momento storico durante il quale sarebbe impossibile effettuare aggiustamenti di bilancio tramite aumenti di tasse, tagli di spesa o anche re-indirizzamento di risorse verso investimenti infrastrutturali. Insomma sono stati rimossi tutti gli ostacoli che possano frenare una fiammata inflazionistica forte.

La posizione di Summers potrebbe essere condivisa, ma rimane ancorata ad una visione dell'economia globale di crescita sostenuta, in cui il ruolo delle

banche centrali era quello di tenere a bada un'inflazione vivace tramite cicli di politiche restrittive.

A mio avviso *post-Covid* ci si proietta verso un periodo di bassa crescita mondiale, condizionato da dinamiche demografiche che vedono gran parte della popolazione dei Paesi industrializzati in rapido invecchiamento, e dal peso crescente degli enormi debiti pubblici. In questo contesto, è necessario che si preservi un certo livello di inflazione – anche superiore rispetto al passato – utile per ridurre il peso del debito e l'accumulo di risorse monetarie inutilizzate. In questo nuovo scenario, il primo ruolo delle banche centrali diventerebbe quello di tenere “viva” la fiammella dell'inflazione tramite la prevalenza di politiche monetarie espansive. Un vero paradosso, ma viviamo tempi strani.

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

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali