

28 marzo 2022

Il Sole **24 ORE**

Politiche monetarie

FED IN MODALITÀ ANTINFLAZIONE E IL RISCHIO RECESSIONE

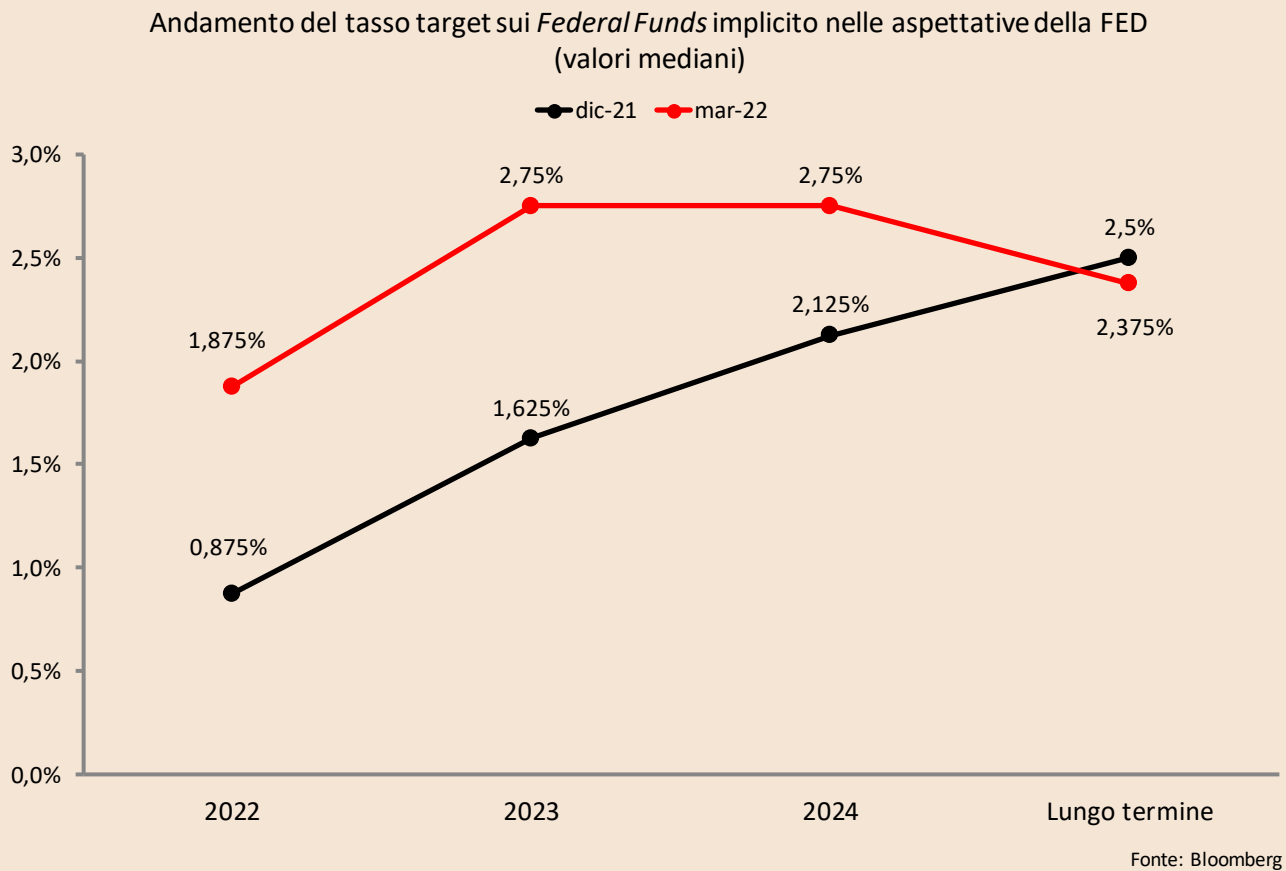
di Marcello Minenna

La continua crescita dell'inflazione e l'impennata dei prezzi delle *commodities* scatenata dal conflitto russo-ucraino hanno spinto la FED ad accelerare la stretta monetaria annunciata nel 2021.

Nella riunione del 16 marzo scorso, il Comitato Monetario della banca centrale USA ha alzato di 25 punti base il target sul principale tasso di *policy* (il *Federal Funds rate*) e ha annunciato l'intenzione di procedere speditamente con ulteriori rialzi e l'imminente partenza del processo di riduzione dell'attivo di bilancio, il c.d. *Quantitative Tightening*.

La *stance* di politica monetaria è ora molto più restrittiva di quella delineata lo scorso dicembre. Allora ci si aspettavano tre rialzi da 25 punti base ciascuno nel 2022, mentre adesso se ne stimano sette (compreso quello già varato) più altri quattro nel 2023. Per avere un'idea del cambiamento di aspettative sul sentiero futuro del tasso target sui *Federal Funds* è utile confrontare la mediana risultante dalle previsioni (i famosi *dot-plot*) dei membri del Comitato Monetario della FED nella riunione di questo mese con quella emersa a dicembre 2021 (cfr. Figura 1).

Figura 1



Tre mesi fa si prevedeva sostanzialmente un percorso graduale per il *lift-off* dei tassi che sarebbe dovuto partire nel 2022 e terminare nel lungo periodo, oltre il 2024. Il quadro attuale prevede invece rialzi più numerosi nell'immediato (2022 e 2023), una stabilizzazione nel 2024 e un nuovo taglio al costo del denaro nel lungo periodo. In termini numerici, parliamo di un aumento addizionale di 100 punti base (l'1%) per il 2022 e di 112,5 punti base (l'1,125%) per il 2023.

Inflazione record

Alla base di questo irrigidimento nella posizione della FED vi è il protratto surriscaldamento dell'inflazione negli Stati Uniti. Inizialmente la banca centrale aveva considerato l'aumento dei prezzi come un fenomeno transitorio, legato principalmente all'effetto-base (i.e. il rimbalzo dell'inflazione dopo il crollo verificatosi nel 2020) e alle strozzature nelle catene di approvvigionamento globali che hanno determinato una scarsità dell'offerta in un momento di forte

ripresa della domanda dopo lo shock pandemico. In più, complice proprio la pandemia, sin dall'agosto 2020 – con l'adozione del c.d. *average inflation targeting* – la FED aveva deciso di accettare periodi di temporaneo *overshooting* rispetto al target dal 2% a compensazione di quelli in cui la crescita dei prezzi viaggia sotto il target.

Tutto ciò spiega la tolleranza mostrata nei confronti dell'inflazione nel corso del 2021. In altri momenti storici non è stato così. L'analisi comparata tra l'andamento dell'indice complessivo dei prezzi al consumo (*CPI headline*) e il *Federal Funds rate* mostra (cfr. Figura 2) che sia nel 2004 sia nel 2015 la risposta della banca centrale USA alla risalita dell'inflazione è partita prima e a fronte di incrementi più contenuti di quello verificatosi in questa occasione.

Figura 2



Fonte: Bloomberg

I numeri preoccupanti degli ultimi mesi e il rally nei prezzi delle materie prime scatenato dall'inattesa guerra in Ucraina sono stati il vero *game changer*. A febbraio l'indice *CPI headline* è aumentato del 7,9% annuo (il dato più alto degli ultimi 40 anni) e l'indice *core* – che esclude le componenti più volatili – del 6,4%, in rialzo dello 0,4% rispetto alla rilevazione precedente.

Il ritmo di crescita dei prezzi dell'energia ha continuato a rallentare come fa già da alcuni mesi ma resta su valori molto alti: +25,7% annuo a febbraio, un dato che peraltro risente solo in parte dell'impennata dei prezzi delle *commodities* energetiche innescata dalla guerra. Da inizio anno le quotazioni del petrolio sono salite del 46%, di cui il 20% solo nel mese di marzo. Il tutto in un clima molto volatile e nel quale le sanzioni contro la Russia e le incertezze sull'approvvigionamento energetico stanno causando una biforcazione nei prezzi del greggio in base alla provenienza geografica, che si traduce in ulteriori pressioni rialziste su Wti e Brent e nella comparsa di forti sconti nel prezzo del petrolio russo.

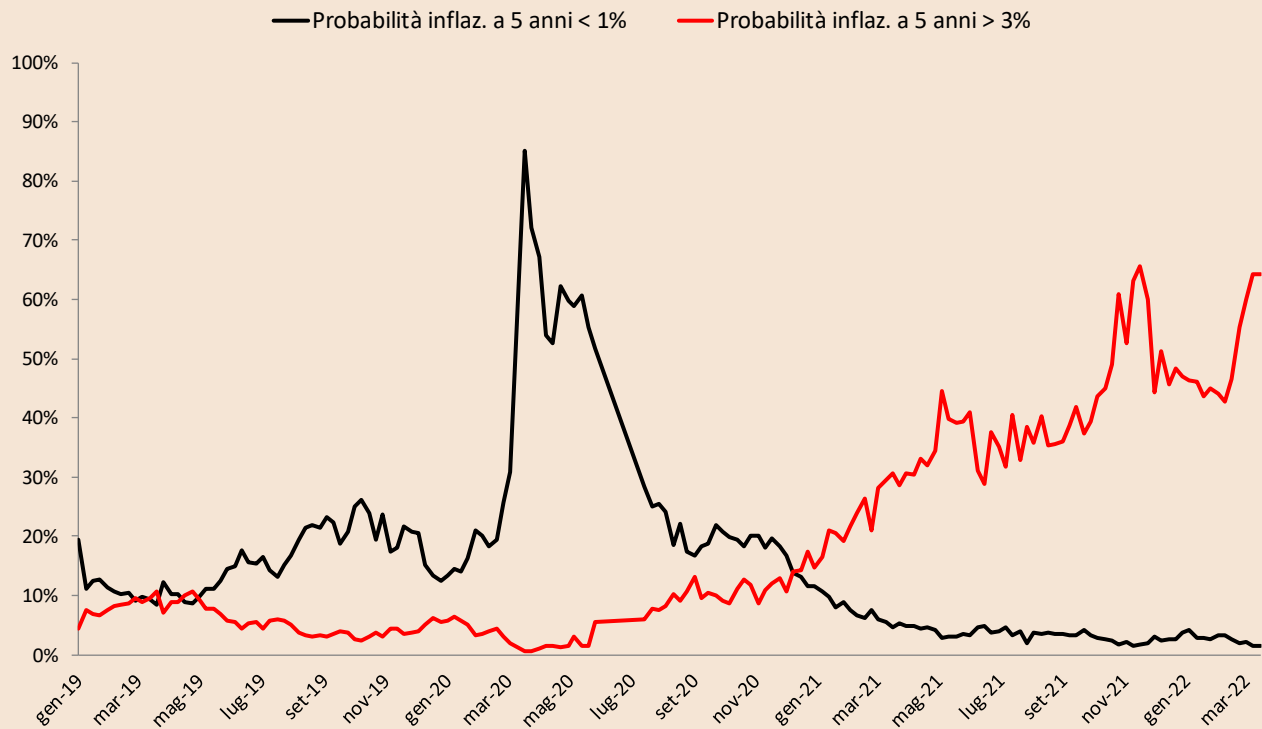
***De-anchoring* delle aspettative**

Ormai questi sviluppi hanno cominciato a pesare sulla percezione degli agenti economici e potrebbero tradursi in un *de-anchoring* delle aspettative d'inflazione, ossia in un allontanamento delle attese dei soggetti economici sull'inflazione futura dal target del 2% perseguito, in media, dalla banca centrale. Un segnale in tal senso può essere colto osservando come si è modificata nel tempo la distribuzione di probabilità dell'inflazione futura implicita nelle quotazioni di mercato delle opzioni (*cap* e *floor*) che hanno come sottostante l'inflazione USA (cfr. Figura 3).

Il dato in questione è pubblicamente accessibile sul sito della *Federal Reserve Bank* di Minneapolis e indica che da febbraio a oggi la probabilità assegnata dai mercati a un'inflazione sopra il 3% su un orizzonte previsionale di 5 anni è schizzata dal 43% al 64%.

Figura 3

USA: aspettative d'inflazione a 5 anni implicite nelle quotazioni di mercato delle opzioni sull'inflazione



Fonte: Federal Reserve Bank di Minneapolis

In parallelo la media dell'inflazione attesa su tale orizzonte è salita dal 2,9% al 3,4%. Un comportamento simile si era già osservato intorno a metà novembre, ma nei mesi successivi c'era stata una certa normalizzazione.

In questa prospettiva diventa molto importante monitorare come evolverà la *view* degli operatori nei prossimi mesi, ma intanto la FED ha già aggiornato al rialzo le sue proiezioni sull'inflazione nel breve periodo spostando in avanti di un anno – dal 2022 al 2023 – la sua stima su quando il ritmo di crescita dei prezzi comincerà a normalizzarsi. In dettaglio, per quest'anno la FED si aspetta ora che la crescita dei prezzi (misurata dall'indice della spesa per consumi personali al netto delle voci più volatili, il *core PCE*) si collocherà tra il 3,6% e il 4,5% contro il *range* 2,4%-3,2% stimato a dicembre, per poi attestarsi nell'intervallo compreso tra il 2,1% e il 3,5% il prossimo anno.

Timori di una recessione

Lo scenario aggiornato spiega la decisione della banca centrale USA di accelerare il ritiro dello stimolo monetario. Tuttavia, l'irrigidimento della FED solleva inevitabilmente preoccupazioni circa una possibile recessione. Alcuni analisti vedono con particolare apprensione il fatto che adesso i tassi di *policy* attesi per il biennio 2023-2024 (cfr. di nuovo Figura 1) si posizionino su valori più alti del tasso di lungo periodo: in termini mediani parliamo di un tasso del 2,75% per il 2023 e il 2024 contro uno del 2,375% nel lungo periodo. Questo “*overshooting*” dei tassi è preoccupante soprattutto perché sottintende due anni in cui il costo del denaro sarebbe superiore di 35 punti base rispetto al livello del 2,4% considerato neutrale dalla FED, ossia quel livello in corrispondenza del quale la politica monetaria non è né accomodante né restrittiva. Il timore è, dunque, che tassi d'interesse troppo alti per i prossimi anni – specie dopo un biennio di *zero interest-rate policy* – possano “raffreddare” eccessivamente la domanda, trasformando il rallentamento già atteso nel ritmo di crescita del PIL in una recessione.

La risposta dei mercati alla ritrovata aggressività della FED è arrivata soprattutto nella settimana che si è appena conclusa, dopo che lunedì il Presidente Jerome Powell, intervenendo ad un convegno di economia aziendale, ha dichiarato che per perseguire la stabilità dei prezzi non è escluso il ricorso a rialzi dei tassi superiori a 25 punti base (lo standard) in uno o più meeting futuri e ha altresì ribadito l'imminente avvio della contrazione dell'attivo di bilancio, ormai arrivato a quota 9000 miliardi di dollari.

Powell ha anche cercato di rasserenare gli animi, ricordando lo slancio del mercato del lavoro USA, il ritorno della disoccupazione su livelli prossimi a quelli pre-Covid e la circostanza che oggi il mercato è molto *tight*, ossia vicino alla piena occupazione come indica la crescente difficoltà della domanda – specie in alcuni settori – a trovare riscontro positivo nell'offerta.

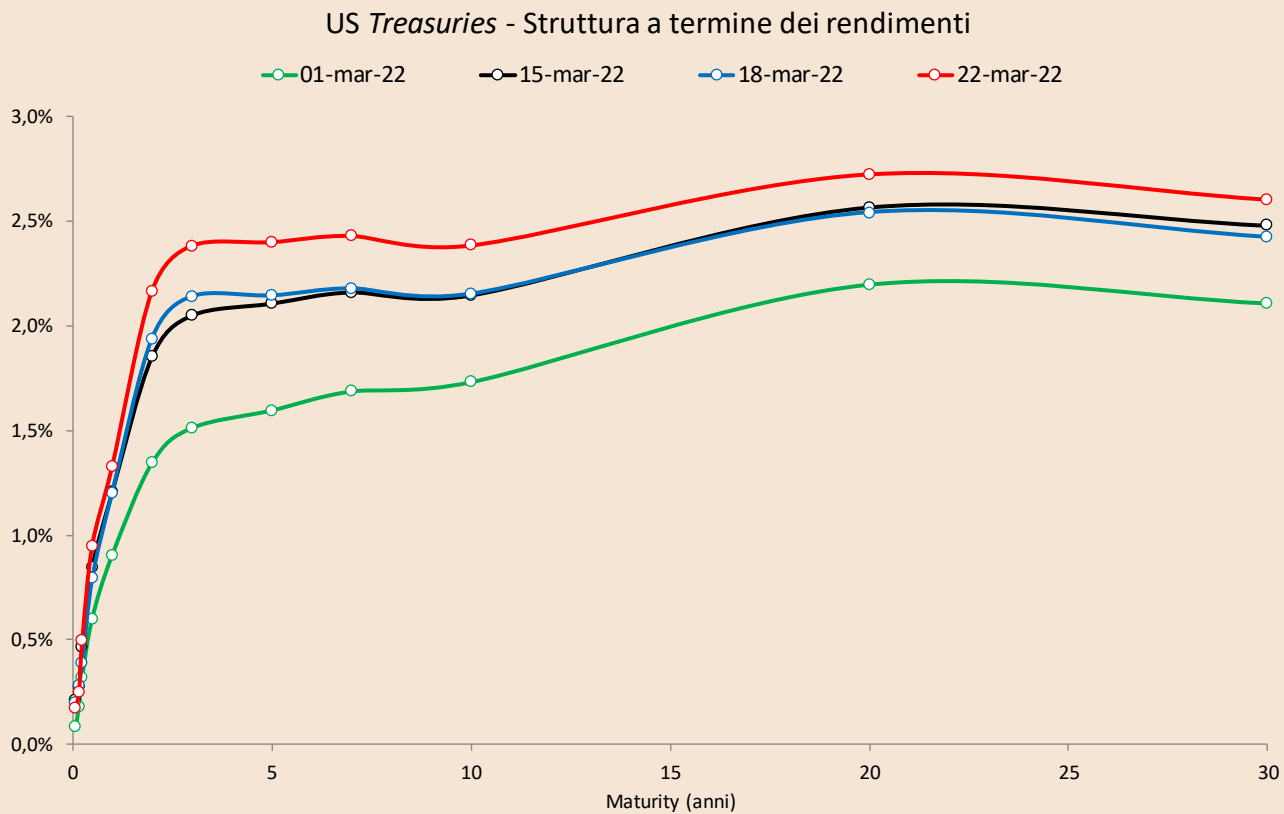
Cionondimeno, le sue parole sono state percepite come insolitamente aggressive (*hawkish*) e hanno fatto partire subito le mosse dei traders e le speculazioni degli analisti circa il timing e la severità delle prossime misure della FED. Per l'avvio del *Quantitative Tightening* i mercati ormai scommettono sul

meeting di maggio e si aspettano che la FED ridurrà i suoi attivi ad un ritmo di 1000 miliardi di \$ l'anno per tre anni, vale a dire ad una velocità doppia rispetto al 2018. Si temono anche possibili rialzi dei tassi di 50 punti base in un'unica soluzione (forse già quest'anno), che potrebbero raffreddare troppo e troppo in fretta l'economia.

L'appiattimento della *yield curve*

Nell'immediato questi timori hanno scatenato pesanti vendite sui *Treasuries* con conseguente traslazione verso l'alto della curva dei rendimenti. In sole due sedute (lunedì e martedì) il tasso a 10 anni è salito di oltre 20 punti base. Le vendite più massicce hanno però riguardato i titoli a media scadenza, come e più di quanto era accaduto a ridosso dell'annuncio di rialzo dei tassi, il 16 marzo scorso. Il risultato è stato un appiattimento – c.d. *flattening* – della curva dei rendimenti (cfr. Figura 4), coi rendimenti ammassati a ridosso del 2,4% sulle scadenze dai 3 ai 10 anni.

Figura 4



Fonte: Bloomberg

In particolare, va segnalata la compressione dello spread tra i titoli a 10 e quelli a 2 anni che dopo le parole di Powell è sceso sotto i 20 punti base: secondo diversi analisti un suo eventuale passaggio in territorio negativo – c.d. inversione della curva – sarebbe un segnale premonitore di una recessione nei successivi 12-18 mesi, sulla base dell’esperienza degli ultimi 4 decenni. Nel frattempo, sono saliti parecchio i tassi ipotecari USA: la scadenza trentennale (che a fine 2021 era poco sopra il 3%) ormai è prossima al 4,5%, un livello che non toccava da inizio 2019.

Al di là di queste dinamiche di brevissimo termine, è chiaro che il margine di manovra a disposizione della FED per riportare sotto controllo l’inflazione garantendo al contempo un “atterraggio morbido” appare risicato. Le numerose incognite connesse alle ripercussioni economiche e finanziarie del conflitto tra Russia e Ucraina, ma anche alla ripartenza dei contagi in molti paesi e le perduranti criticità nelle *supply chains* globali contribuiscono a creare un clima operativo pieno di difficoltà ed incertezze. Se non riuscirà a destreggiarsi adeguatamente in tale contesto, la FED rischia di dover far ripartire lo stimolo monetario all’economia prima del previsto.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell’Agenzia delle Accise, Dogane e Monopoli
@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali