

Stati Uniti, la politica di average inflation targeting della Fed

La Federal Reserve ha dichiarato che continuerà a esercitare un'azione di stimolo anche se l'economia tornasse alla piena occupazione, perché crede che la curva di Phillips sia piatta

di Paul Doyle, Responsabile azionario per l'Europa di Columbia Threadneedle Investments
23/02/2021 16:57



Dopo 40 anni con un deficit di bilancio e delle partite correnti intorno al 3%, nel 2021 gli Stati Uniti avranno un disavanzo pubblico del 17-19%, dopo livelli simili nel 2020.1 Il deficit potrebbe rimanere prossimo a livelli a doppia cifra per anni. La Fed ha dichiarato che continuerà a esercitare un'azione di stimolo anche se l'economia tornasse alla piena occupazione, perché crede che la curva di Phillips sia piatta. Powell ha affermato che la politica monetaria rimarrà accomodante anche se il PCE core dovesse superare il 2%, dato che la Fed si propone adesso di perseguire un obiettivo di inflazione medio su un orizzonte di medio termine. Dal momento che il PCE core è rimasto sotto il 2% negli ultimi 11 anni, possiamo desumere che la Fed tollererà un livello di inflazione doppio (ossia il 4%) nei prossimi anni al fine di riportare al 2% la media a 15 anni. Si tratta di una politica molto diversa da quella osservata negli ultimi decenni. L'orientamento persistentemente accomodante della Fed stimolerà imponenti flussi di dollari verso l'estero, che sosterranno il commercio globale e finanzieranno gli investimenti nei mercati emergenti, alimentando la crescita e innalzando i rendimenti degli attivi in queste economie. Un QE da 700 miliardi di dollari, abbinato a prelievi da 800 miliardi di dollari da parte del Tesoro USA, può assicurare

una crescita sostenuta dell'offerta di moneta nei prossimi mesi. Alla vigilia del lockdown le banche stesse possedevano il triplo del capitale e il doppio della liquidità rispetto prestiti in futuro dovrebbero aumentare, in netto contrasto con l'esperienza della crisi finanziaria, quando la contrazione dei portafogli prestiti ha annullato l'80% dell'effetto positivo della liquidità immessa con il QE. Secondo il consensus, non si registrerà un'inflazione significativa né un aumento pronunciato dei rendimenti obbligazionari. Tuttavia, la politica di "average inflation targeting" della Fed implica che saranno tollerati livelli di inflazione molto più alti prima che i tassi aumentino o che la Fed inizi a ridurre il QE. Un anno fa, i rendimenti statunitensi si attestavano all'1,9%. Benché nel frattempo siano scesi su livelli molto più bassi, al momento si collocano ad appena all'1%, nonostante lo stimolo fiscale e monetario più grande di tutti i tempi. Perché mai non dovrebbero tornare dove si trovavano all'inizio del 2020, se i mercati cessano di scontare gli effetti del Covid-19? Tuttavia, ogni irripidimento ha un limite, perché se diventa troppo pronunciato gli investitori obbligazionari iniziano ad assumere un'esposizione al carry lungo la curva. Se i tassi a breve rimangono a zero, la curva non può diventare molto ripida. Dovremmo iniziare a osservare una certa normalizzazione a partire dalla metà di quest'anno. Altri aiuti cominceranno ad arrivare alle famiglie statunitensi nelle prossime due settimane. Diversi milioni di persone stanno ancora aspettando l'assegno iniziale da 1.200 dollari. A causa di misure fiscali così generose, il debito netto statunitense è balzato dal 75% del PIL nel 2019 al 98% nel 2020, e potrebbe arrivare al 110% del PIL nel 2021. Se volesse rafforzare la sua maggioranza alle elezioni di metà mandato, l'amministrazione Biden potrebbe fare di più. Le banche centrali potrebbero non voler attuare altri interventi, ma i governi non si tireranno indietro. Il secondo semestre inizierà con gli indici PMI in rialzo e, si spera, l'assenza di altri shock legati al Covid. Le autorità monetarie non invertiranno le loro attuali politiche, anche se non introdurranno nuove misure espansive, e si troveranno sempre più dietro la curva. Questa tendenza è già visibile nelle violente oscillazioni del Bitcoin e nel volume delle IPO. È probabile che assisteremo a un nuovo rally dei titoli value quando il mercato inizierà a prendere atto di ciò che accadrà nella seconda metà del 2021. Il rialzo potrebbe essere meno marcato che nel 2016, perché il posizionamento non è così estremo come allora. I titoli ciclici e le materie prime hanno subito un crollo nel 2015, quando si temeva che la Cina stesse entrando in recessione e che il renminbi sarebbe stato svalutato. Pechino non sta attuando misure paragonabili a quelle di allora, che consentirono di ribaltare la situazione. Nel corso dell'ultimo anno non si sono registrati crolli dei titoli societari di entità analoga a quelli avvenuti alla fine del 2015. Il maggiore coinvolgimento delle banche centrali durante la pandemia implica che i rendimenti obbligazionari potrebbero non raddoppiare, ma soltanto risalire, ad esempio, all'1,5%. I criteri di concessione dei prestiti bancari stanno diventando più permissivi. La capacità delle banche di sostenere l'economia inizia a normalizzarsi. Non stupisce che il mercato del credito sia in ottima forma, dato che l'offerta di moneta è in aumento ovunque. Lo scorso anno la velocità della moneta è diminuita sensibilmente; tuttavia, una sua

stabilizzazione e successiva ripresa sfocerà probabilmente in pressioni inflazionistiche. Si tratta di una situazione diversa da quella del Giappone, dove la velocità della moneta è in diminuzione da anni a causa delle perdite immobiliari e di altra natura che non sono riconosciute dalle banche. Il deleveraging è diventato un problema che si autoavvera; in Giappone gli "spiriti animali" non sono più comparsi. Negli Stati Uniti, invece, la crescita dei salari è tornata ad accelerare e i prezzi delle abitazioni sono in aumento. Il P/E del mercato è positivamente correlato alle revisioni delle stime sugli utili. Finché queste restano positive, le valutazioni saranno sostenute.