FIDEURAM INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING Asset Management

obiettivo mercati

UN APPROFONDIMENTO MIRATO

11 giugno 2025

# Crescita dei prezzi molto dimessa negli USA in maggio nonostante le tariffe

*A cura di: Flavio Rovida, responsabile team ricerca macroeconomica di Fideuram Asset Management SGR*

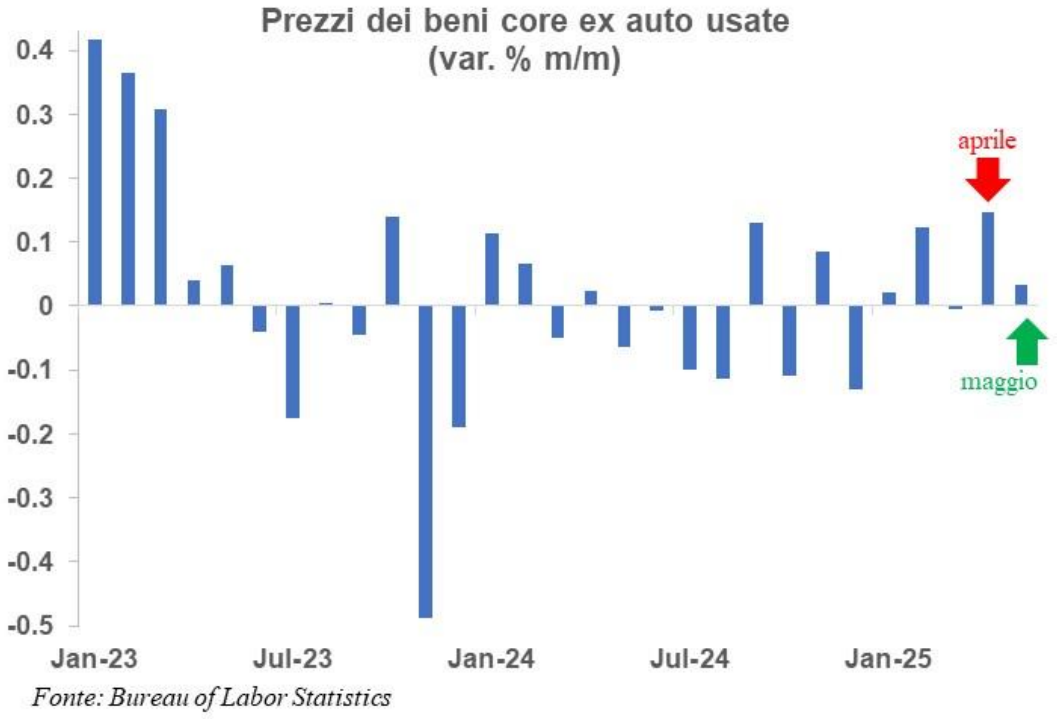
**L'aumento dei prezzi al consumo negli USA nel mese di maggio è risultato decisamente inferiore alle attese, sia nostre sia di consenso,** con in particolare un impatto delle tariffe nel complesso piuttosto modesto (e certamente più contenuto delle nostre attese). **I prezzi totali sono infatti aumentati solo dello 0.08% m/m**, contro una previsione di consenso dello 0.16% (secondo la *survey* del Wall Street Journal che ha il vantaggio di fornire le stime al secondo decimale) e una nostra stima dello 0.15**%. I prezzi *core*, ovvero al netto dei comparti dell'energia e degli alimentari (che hanno fatto registrare andamenti largamente in linea con le attese), sono aumentati in maggio dello 0.13%**, contro una stima di consenso dello 0.27% m/m e una nostra previsione dello 0.29%. La dinamica dei prezzi *core*, pertanto, anziché accelerare lievemente rispetto ad aprile, quando la crescita m/m era stata dello 0.24%, ha invece **registrato un inatteso e sensibile rallentamento, che è largamente ascrivibile nella stessa misura alle componenti degli affitti e a quella dei servizi al netto degli affitti**.

Per quanto riguarda gli affitti, si deve notare che a maggio si è registrato un rallentamento superiore alle attese, in particolare per quanto riguarda gli affitti in senso proprio (che, al +0.21% m/m, hanno registrato la crescita più bassa dall'aprile del 2021), ma anche gli affitti "imputati" hanno decelerato sensibilmente rispetto a marzo e aprile. I dati degli ultimi mesi avevano sollevato qualche dubbio sul fatto che il processo di rallentamento della crescita degli affitti sarebbe proseguito e i dati di maggio sono tornati a corroborare lo scenario di un ulteriore (ma limitato) effetto positivo di questa voce al processo di rientro dell'inflazione verso l'obiettivo d'inflazione del 2%.

**La sorpresa è stata però anche più significativa per quanto riguarda il comparto dei servizi al netto degli affitti** (la cosiddetta inflazione *super-core*), che dovrebbe essere quello più correlato con le condizioni del mercato del lavoro e con la dinamica dei salari. Questa voce ha infatti registrato un aumento di solo lo 0.06% m/m, molto inferiore alle nostre attese e a quelle di consenso (per confronto si pensi che nel 2024 la crescita media m/m dei prezzi *super-core* è stata dello 0.34% e dello 0.19% in media nei cinque anni prima della pandemia). Un contributo al riguardo è certamente venuto da alcune voci nel comparto dei viaggi (con l'ulteriore significativo calo dei prezzi dei biglietti aerei, ad esempio), ma significativo è stato anche il rallentamento nei prezzi dei servizi sanitari. Una riaccelerazione dei prezzi dei servizi al netto degli affitti appare però decisamente probabile nel breve periodo.

L'attenzione nel dato dei prezzi al consumo di maggio verteva soprattutto sulla valutazione dell'impatto delle tariffe sulla dinamica dei prezzi dei beni. Il dato di aprile aveva chiaramente evidenziato questo impatto in

alcune categorie di beni, anche se ancora piuttosto modesto e l'attesa era per un ulteriore rafforzamento di questo effetto (al netto di problemi di interpretazione legati al processo di destagionalizzazione dei dati discusso più avanti). **In realtà invece l'impatto delle tariffe sui prezzi dei beni in maggio, pur se evidente in alcune categorie di prodotti, è risultato nel complesso inferiore alle attese e di entità anche più modesta che in aprile**. Ad esempio, i prezzi dei beni *core* al netto delle auto usate, che in aprile erano aumentati dello 0.15% m/m (il massimo dal marzo 2023, con una netta accelerazione rispetto alla crescita media nell'anno precedente), sono cresciuti appena dello 0.03% in maggio, solo poco più rapidamente della media del periodo prima delle tariffe (si veda il grafico sotto).



*Fonte: Bureau of Labor Statistics*

Come già notato, si può probabilmente riscontrare l'impatto delle tariffe nell'andamento dei prezzi di alcuni prodotti in maggio (ad esempio giocattoli, alcuni prodotti per la casa), ma sorprende che sia invece assente in altri comparti (i prezzi dell'abbigliamento hanno addirittura registrato un calo per il secondo mese consecutivo e i prezzi dei mobili sono tornati a scendere dopo l'aumento di aprile). Al riguardo si deve osservare che **è noto che i dati sui prezzi di maggio sono distorti al ribasso da problemi di destagionalizzazione derivanti dal periodo pandemico**. L'analisi dei dati non destagionalizzati sembrerebbe evidenziare un impatto un poco più marcato delle tariffe rispetto a quelli destagionalizzati e anche un effetto al margine più significativo in maggio rispetto ad aprile. I problemi di destagionalizzazione riguarderanno anche il prossimo dato di giugno ed è pertanto possibile che si debba attendere il dato di luglio (pubblicato a metà agosto) per avere un quadro più preciso dell'impatto delle tariffe sulla dinamica dei prezzi dei beni. Per ora i dati di aprile e maggio non sembrano però fornire indicazioni preoccupanti riguardo all'impatto delle tariffe sull'inflazione.

In conclusione, **la dinamica dei prezzi al consumo in maggio è risultata decisamente più favorevole delle attese, con sorprese al ribasso per i prezzi dei beni (nonostante il notevole aumento delle tariffe), degli affitti e dei servizi al netto degli affitti**. **La moderazione dei prezzi di maggio non cambierà però probabilmente l'atteggiamento "attendista" adottato dalla Fed dalla fine dello scorso anno**. Manteniamo il nostro scenario di due tagli dei tassi entro fine anno con il primo taglio deciso nella riunione del FOMC di settembre, ma con un rischio elevato di un ulteriore posticipo.

**DISCLAIMER -**

*Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.*

*Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.*

*Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.*

*Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.*

*I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.*

*Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.*

*Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.*

*La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.*