

In occasione del simposio annuale di Jackson Hole il Presidente della Fed Powell ha annunciato il nuovo corso a lungo termine della politica monetaria sul dollaro. Questo avrà ripercussioni importanti nella direzione strategica delle politiche economiche in tutto il mondo.

Nella gestione del suo doppio mandato, per la Fed d'ora in avanti l'obiettivo di piena occupazione sarà prioritario su quello relativo al controllo dell'inflazione. Nel modulare la sua azione la Fed avrà inoltre più flessibilità, e potrà continuare a mantenere espansiva la politica monetaria anche in un contesto di tassi di disoccupazione storicamente bassi, ovvero anche nel caso in cui in un periodo si siano registrati tassi d'inflazione leggermente superiori al 2%, purché, in media, in linea con l'obiettivo del 2%.

Il messaggio di Powell rafforza le aspettative di una politica monetaria che nei prossimi anni continuerà ad essere molto accomodante. Questo non avverrà portando i tassi ufficiali in territorio negativo (oggi allo 0,25%), bensì ricorrendo con tutta probabilità a strumenti non convenzionali come il Quantitative Easing, che, da marzo di quest'anno, può essere realizzato dalla Federal Reserve senza limiti quantitativi.

n. 23 17 settembre 2020



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

La Fed mette l'occupazione al primo posto

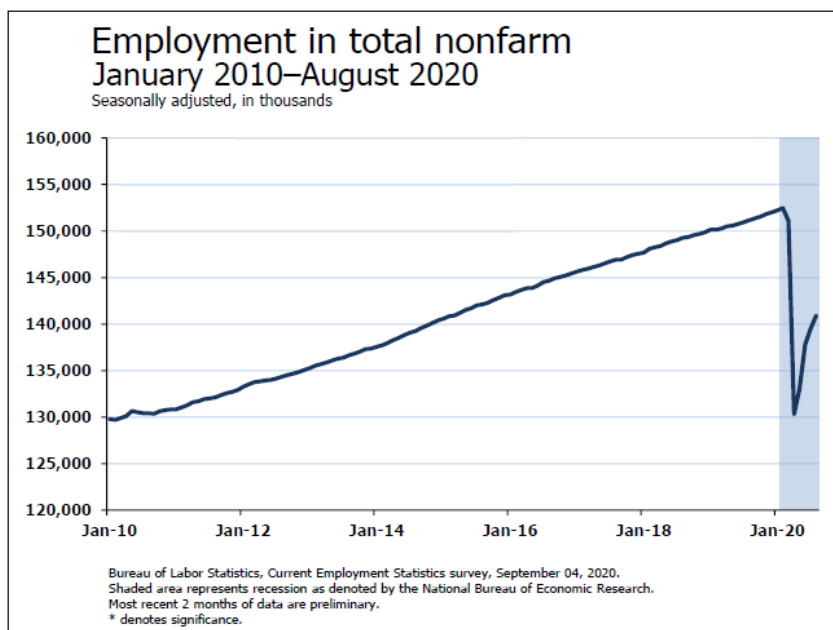
S. Piccioli [✉ sergio.piccioli@bnlmail.com](mailto:sergio.piccioli@bnlmail.com)

In occasione del simposio annuale di Jackson Hole il Presidente della Fed Powell ha annunciato il nuovo corso a lungo termine della politica monetaria sul dollaro. Questo avrà ripercussioni importanti nella direzione strategica delle politiche economiche in tutto il mondo.

Nella gestione del suo doppio mandato, per la Fed d'ora in avanti l'obiettivo di piena occupazione sarà prioritario su quello relativo al controllo dell'inflazione. Nel modulare la sua azione la Fed avrà inoltre più flessibilità, e potrà continuare a mantenere espansiva la politica monetaria anche in un contesto di tassi di disoccupazione storicamente bassi, ovvero anche nel caso in cui in un periodo si siano registrati tassi d'inflazione leggermente superiori al 2%, purché, in media, in linea con l'obiettivo del 2%.

Il messaggio di Powell rafforza le aspettative di una politica monetaria che nei prossimi anni continuerà ad essere molto accomodante. Questo non avverrà portando i tassi ufficiali in territorio negativo (oggi allo 0,25%), bensì ricorrendo con tutta probabilità a strumenti non convenzionali come il Quantitative Easing, che, da marzo di quest'anno, può essere realizzato dalla Federal Reserve senza limiti quantitativi.

A febbraio di quest'anno il tasso di disoccupazione Usa ha toccato il minimo degli ultimi 50 anni, il 3,5%. Un risultato formidabile, non soltanto per lo stato di salute dell'economia statunitense e per le decine di milioni di persone che negli anni hanno avuto accesso al mondo del lavoro, ma perché ciò è avvenuto in un contesto di bassa inflazione. Un mercato del lavoro forte e dinamico si è accompagnato ad un andamento del livello generale dei prezzi molto al di sotto del livello obiettivo del 2%. Nell'arco di pochi mesi la pandemia da Covid ha più che raddoppiato il tasso di disoccupazione che oggi negli Stati Uniti supera l'8%.



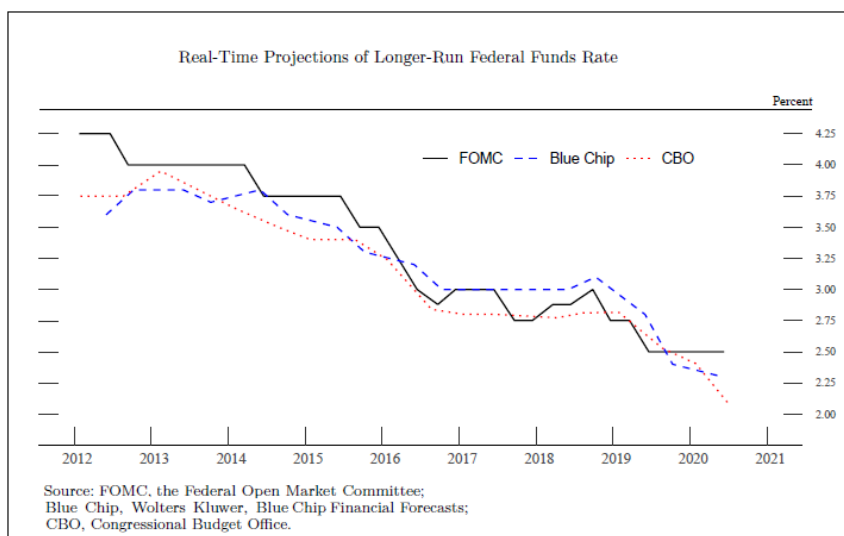
Questa è la cornice storica in cui inquadrare il recente discorso del Presidente della Fed Powell in occasione del simposio annuale di Jackson Hole, col quale è stato annunciato il nuovo corso a lungo termine della politica monetaria sul dollaro, in quanto tale destinata ad aver ripercussioni importanti nella direzione strategica delle politiche economiche in tutto il mondo.

La decisione di procedere ad una revisione della politica monetaria era stata annunciata nel novembre 2018, quindi molto prima che la pandemia provocasse la fine di un decennio di crescita significativa, quasi-piena occupazione, andamento decrescente del livello generale dei prezzi, tassi nominali e reali orientati decisamente al ribasso.

Il nuovo corso nasce proprio dalla constatazione di mutamenti significativi dell'economia che la stessa Fed così riassume:

1. dal 2012 ad oggi la crescita potenziale del PIL Usa, che misura quanto l'economia può crescere in condizioni ottimali, è diminuita dal 2,5 al 1,8%, per effetto di cause strutturali quali l'invecchiamento della popolazione e la flessione della produttività;
2. l'inflazione ha fatto registrare tassi sistematicamente e significativamente inferiori all'obiettivo stabilito del 2%, nonostante una dinamica del mercato del lavoro molto brillante. Questo fenomeno ha accentuato l'appiattimento della curva di Phillips (che tradizionalmente descrive la relazione inversa tra inflazione e disoccupazione) in corso dagli anni '90.
3. Nel 2012 il tasso di disoccupazione "di equilibrio" era stimato al 5,5%, oggi al 4,1%;
4. nello stesso periodo (2012-2020) il tasso dei Fed Funds "di equilibrio" è diminuito dal 4,25% allo 2,5%, vale a dire che le proiezioni a lungo termine del tasso nominale d'interesse coerente con un'economia a pieno regime e inflazione stabile sono diminuite in otto anni di 1,75 punti, oltre il 40%;
5. la contrazione del livello dei tassi d'interesse nominali (tassi reali maggiorati dell'inflazione) costituisce per la Fed motivo di preoccupazione per la gestione efficace della politica monetaria, poiché diminuisce la capacità di stabilizzare l'economia attraverso il taglio dei tassi d'interesse di riferimento (Fed funds).¹

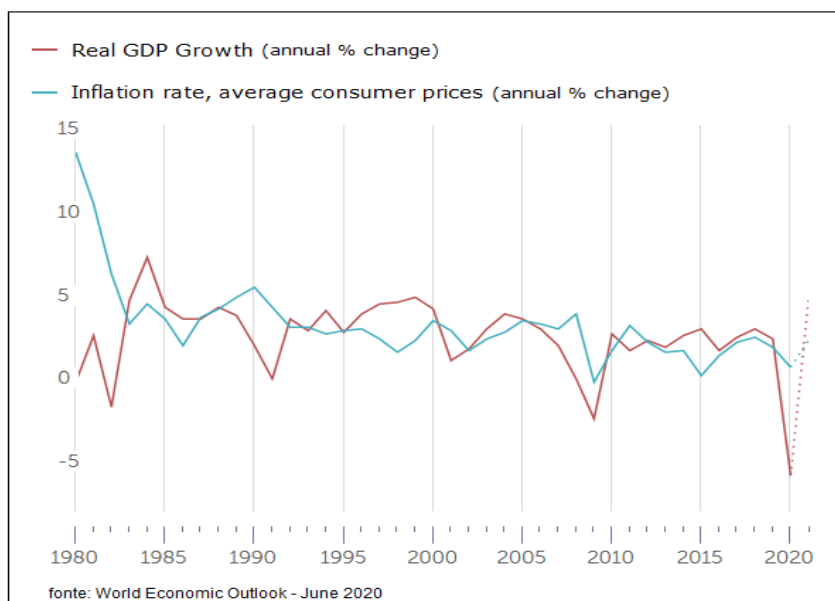
¹ "...Our new Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy conveys our continued strong commitment to achieving our goals, given the difficult challenges presented by the proximity of interest rates to the effective lower bound." *Powell, New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review* – 27 agosto 2020



Queste sono le premesse “oggettive” alla base della review strategica della politica della Fed. Rispetto allo Statement del 2012, primo anno di pubblicazione degli obiettivi di lungo termine, quello appena pubblicato introduce una prima fondamentale novità: fermo restando il doppio mandato, l’obiettivo di piena occupazione sarà prioritario su quello relativo al controllo dell’inflazione².

Non sappiamo in che misura questa novità rifletta la difficile congiuntura causata dalla pandemia sul piano occupazionale. Certamente in misura importante. Ma è altrettanto certo che, se prima della pandemia tassi bassi e decrescenti di disoccupazione non avevano esercitato pressioni sull’inflazione, mantenendola costantemente al di sotto del livello desiderato del 2%, è difficile immaginare che questa dinamica possa costituire un problema oggi, in piena pandemia, con oltre il 7,5% di posti di lavoro da recuperare rispetto ai livelli pre-covid, un calo del PIL dell’8% per il 2020, un tasso d’inflazione all’1,5% (ultime proiezioni Ocse).

² La priorità alla piena occupazione rispetto alla stabilità dei prezzi è stata rappresentata anche nelle modalità di esposizione nel nuovo Statement sugli obiettivi strategici. Nel 2012 il primo obiettivo enunciato era quello dell’inflazione; oggi, nel 2020, il primo obiettivo enunciato è la piena occupazione, invertendo così l’ordine di rappresentazione.



D'ora in avanti l'obiettivo di piena occupazione sarà perseguito sulla base di un approccio asimmetrico, per intensità e direzione. La Fed modulerà l'azione di politica monetaria guardando ai "deficit" (*shortfalls*) di occupazione invece che agli "scostamenti" (*deviations*) rispetto al livello sostenibile di piena occupazione, come è avvenuto finora. "Questa modifica – sono le parole di Powell – può sembrare sottile, ma riflette il convincimento (della Fed) che si può mantenere un mercato del lavoro in buona salute senza che questo crei inflazione".

Inoltre, la piena occupazione non sarà più un obiettivo riferito ad un tasso medio di disoccupazione, ma sarà a *broad-based and inclusive goal*, cioè si terranno in considerazione le differenze territoriali e sociali, circostanza questa che, in un paese vasto e composito come quello americano, consente alla Fed di disporre di ulteriori elementi di flessibilità nel gestire il mandato sulla piena occupazione. In sintesi la banca centrale statunitense potrà continuare a mantenere la politica ultra espansiva anche con livelli storicamente molto bassi di disoccupazione.

In merito al secondo obiettivo della politica monetaria della Fed, il controllo dell'inflazione, in futuro la banca centrale americana avrà un approccio ancora più flessibile rispetto al passato. Fermo restando l'obiettivo di lungo termine del 2%, l'azione di politica monetaria potrà rimanere espansiva anche nel caso in cui in un periodo si siano registrati tassi leggermente superiori al 2%, purché, *in media*, in linea con l'obiettivo del 2%.

Nell'ambito di una gestione comunque flessibile si passa da un obiettivo d'inflazione (*flexible inflation targeting, FIT*) ad un obiettivo medio d'inflazione (*flexible average inflation targeting, FAIT*).

Anche in questo caso si è introdotta una sorta di asimmetria implicita nella gestione del mandato sulla stabilità dei prezzi. In un sistema economico caratterizzato da una mutata relazione tra mercato del lavoro e inflazione, e di tassi d'interesse di riferimento prossimi allo zero, l'azione della politica monetaria nel raggiungimento del 2% medio nel lungo periodo può implicare una maggiore attitudine delle autorità monetarie a

“lasciar correre” l’economia rispetto che a “frenarla”, mantenendo una politica espansiva anche in una fase in cui il livello generale dei prezzi superasse marginalmente il 2% ma fosse comunque in linea con il 2% medio atteso nel lungo termine.

Nell’insieme, con il nuovo Statement sugli obiettivi strategici della Fed, si rendono intrinsecamente più ampi sia il mandato sulla piena occupazione sia quello sulla stabilità dei prezzi, perché forniscono alla Fed stessa maggiore flessibilità, e, dunque, maggiore discrezionalità, nel modulare l’azione di politica monetaria, che almeno per i prossimi 5 anni (lo Statement sarà rivisto con questa cadenza) risulterà caratterizzata da un “bias espansivo”, che viene esplicitato e codificato come presa d’atto di un sistema economico che nei decenni ha subito dei cambiamenti strutturali significativi. Se la realtà cambia, cambia pari passu la politica che deve gestirla.

La revisione degli obiettivi di lungo termine così operata rafforza le aspettative di una politica monetaria sul dollaro che continuerà ad essere molto accomodante nei prossimi anni. Ma questo non avverrà portando i tassi ufficiali in territorio negativo – i Fed Funds, lo ricordiamo, oggi sono allo 0,25%, quindi molto vicini allo zero -, su questo la Fed è stata molto chiara³.

Ma se la leva dei tassi avrà limitata capacità, se lo strumento principale ha solo 25bp di manovra, come si realizzerà questo nuovo corso di politica monetaria? Con tutta probabilità assisteremo ad un ulteriore utilizzo degli strumenti non convenzionali, segnatamente aumenteranno gli acquisti di titoli sul mercato (large-scale asset purchases), peraltro già previsti in relazione alla possibilità che la FED proceda in tal senso senza alcun limite quantitativo (marzo 2020).

Per approfondimenti

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200827a.htm>

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm>

Il presente documento è stato preparato nell’ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un’offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.
Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com

³ “With regard to other monetary policy tools, and as we have made clear previously in the minutes to our October 2019 FOMC meeting, we do not see negative policy rates as an attractive policy option in the U.S. context” R.H. Clarida, vice presidente della Fed, 31 agosto 2020 - The Federal Reserve’s New Monetary Policy Framework: A Robust Evolution.