

7 settembre 2020

Il Sole **24 ORE**

LA NUOVA ROTTA DELLE BANCHE CENTRALI

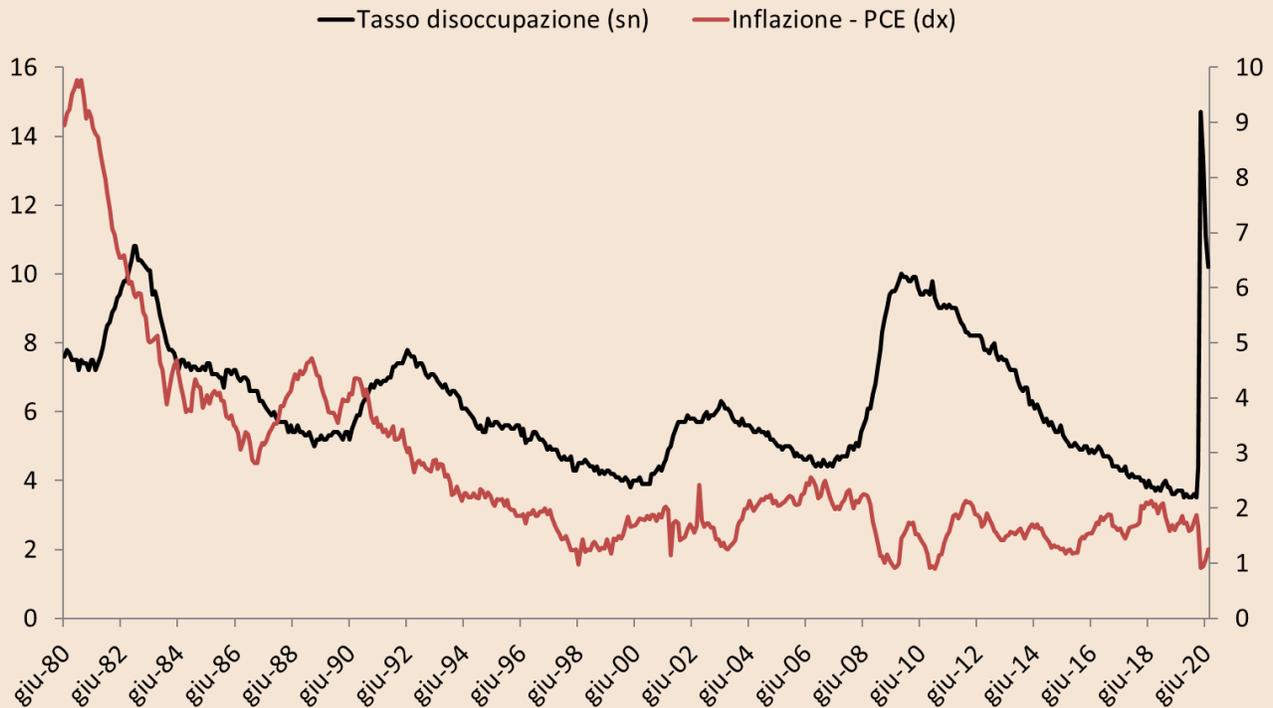
di Marcello Minenna

Dopo l'espansione di bilancio record degli ultimi mesi, a fine agosto nel simposio di Jackson Hole la FED ha annunciato la revisione della propria strategia di politica monetaria col passaggio all'*average inflation targeting* (AIT). D'ora in poi il target d'inflazione del 2% – misurato dalla variazione dell'indice della spesa per consumi personali (PCE) – sarà valutato in media, accettando periodi di inflazione sopra il target (*overshooting*) a compensazione di quelli in cui, come nella fase attuale, c'è bassa inflazione.

L'adozione dell'AIT si è resa necessaria – ha sottolineato il n. 1 della FED Jerome Powell – per perseguire la massima occupazione, che è l'altro principale obiettivo della banca centrale USA. Si tratta di un importante cambiamento nel paradigma della politica monetaria perché riconosce la necessità di allontanarsi da quella teoria economica (legata alla curva di Phillips) che sostiene l'esistenza di una relazione inversa tra inflazione e disoccupazione. Alla base di questa teoria c'è l'assunto che esista un solo tasso di disoccupazione 'naturale', che deve essere considerato fisiologico di un'economia e per questo accettato, in quanto ogni tentativo di ridurlo attraverso stimoli fiscali o monetari creerebbe solo maggiore inflazione.

Negli USA questa teoria è stata smentita diverse volte dall'evidenza empirica durante gli ultimi decenni. Negli anni '90, ad esempio, la disoccupazione è scesa significativamente ma altrettanto ha fatto anche l'inflazione e anche nel passato recente (prima della pandemia) all'aumento dell'occupazione non si sono accompagnate particolari pressioni inflattive (cfr. Figura).

DISOCCUPAZIONE E INFLAZIONE NEGLI USA: GIUGNO 1980-GIUGNO 2020
(VALORI PERC.)



Nello scenario attuale, con la disoccupazione che viaggia intorno al 10%, queste esperienze supportano il nuovo paradigma della FED che mette al primo posto i benefici di un mercato del lavoro solido; pertanto, in futuro le decisioni di politica monetaria saranno legate alla valutazione di quanto l'occupazione sia inferiore al livello massimo, e non più alle deviazioni (di qualsiasi segno) da tale livello. Questo passaggio da un approccio simmetrico ad uno asimmetrico rispetto all'obiettivo della massima occupazione mira a rassicurare gli operatori economici e finanziari del fatto che la politica monetaria resterà accomodante per un orizzonte temporale relativamente lungo. L'intenzione è cioè quella di modificare in senso positivo le aspettative degli agenti economici impegnandosi a non ripetere gli errori del passato quando, per prevenire eventuali accelerazioni dell'inflazione, la FED ha alzato prematuramente i tassi d'interesse a fronte della ripresa di crescita e occupazione.

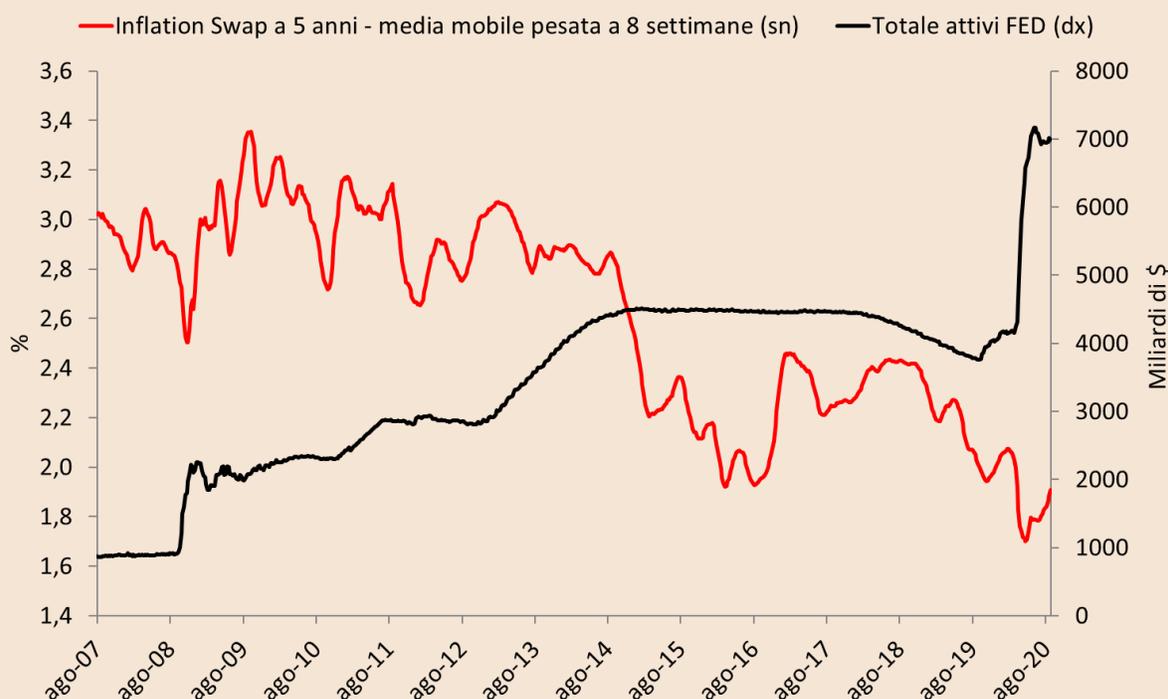
La scommessa è che il miglioramento del clima di fiducia derivante dall'impegno a una *stance* di politica monetaria a lungo accomodante si riverbererà sulle

aspettative d'inflazione e, tramite queste, anche sulla condotta di famiglie e imprese stimolando la domanda aggregata e, per questa via, influenzando concretamente il dato dell'inflazione. L'intero contesto dovrebbe inoltre favorire un ulteriore calo dei tassi d'interesse reali e quindi contribuire alla ripresa economica oltre che ad alleviare il fardello di un debito in rapido aumento.

Nonostante la natura epocale della revisione di strategia decisa dalla FED, la reazione dei mercati è stata però relativamente contenuta coi principali indici azionari di Wall Street che hanno addirittura segnato una contrazione *intraday* mentre le quotazioni dello *swap* sull'inflazione a 5 anni hanno registrato solo un fiacco rialzo. Anche la curva dei rendimenti sui *Treasuries* (i titoli emessi dal Tesoro USA) – che tende a diventare più ripida a fronte di un aumento delle aspettative d'inflazione – ha reagito con un timido incremento di 10 punti base dello spread tra le scadenze a 10 e 2 anni.

In parte ciò è accaduto perché la mossa era stata già scontata nei mesi precedenti (come indicato dalla persistente debolezza del [dollaro](#) per lo meno dallo scorso giugno), ma anche perché oggi la situazione è persino più complicata di quella della crisi finanziaria iniziata nel 2008, tenuto conto che ci sono pochi margini per ulteriori sforbiciate ai tassi d'interesse e che, da fine febbraio, l'attivo di bilancio della FED è già aumentato di quasi \$ 3000 miliardi, pari al 13,4% del PIL statunitense del 2019. I mercati lo sanno e si comportano di conseguenza, come confermato dalla diversa reazione che hanno avuto le aspettative d'inflazione agli interventi straordinari di quest'anno rispetto a quelli adottati tra il 2008 e il 2009 (cfr. Figura).

USA: ATTIVI BANCA CENTRALE VERSUS ASPETTATIVE D'INFLAZIONE



Peraltro diverse variabili esogene remano contro una ripresa convincente dell'inflazione: il calo delle quotazioni del petrolio (-30% da inizio anno) e le avverse dinamiche demografiche, senza contare l'effetto depressivo della protratta emergenza Covid sulla domanda aggregata. Ad alimentare lo scetticismo degli operatori c'è anche la mancanza di dettagli da parte della FED su come intenda concretamente perseguire la sua nuova strategia. Powell ha dichiarato che la politica monetaria non si ancorerà ad una formula rigida e che il target d'inflazione media sarà perseguito in modo flessibile, ma non ha neppure chiarito elementi basilari del nuovo approccio, come ad esempio l'orizzonte temporale di riferimento per il calcolo dell'inflazione media. Né tantomeno sono arrivati dettagli sugli strumenti che verranno impiegati.

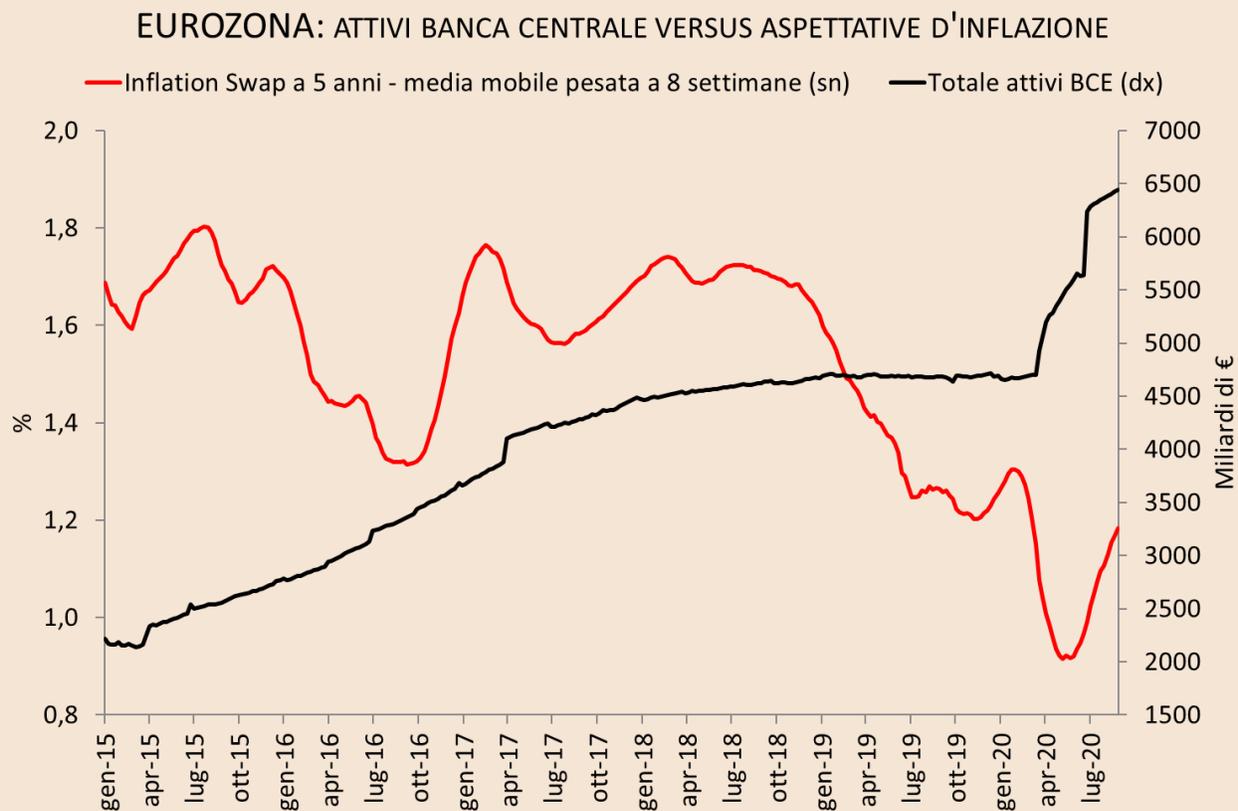
L'opzione più probabile – che potrebbe essere confermata già nel Comitato Monetario di metà settembre – è che si vada avanti con l'espansione dell'attivo di bilancio, ma anche qui saranno importanti l'ordine di grandezza dell'intervento (negli ultimi mesi il ritmo di incremento degli *assets* della FED è rallentato) e la natura dei principali beneficiari, finora rappresentati soprattutto dal governo federale tramite massicci acquisti di *Treasuries*.

Il coordinamento con la politica fiscale, del resto, sarà uno degli aspetti più delicati dei prossimi mesi in cui dovrebbe arrivare un ulteriore stimolo da parte del settore pubblico. Su questo fronte si innestano – ovviamente – fattori politici, anche per via dell'imminente appuntamento elettorale di novembre: l'entità dello stimolo sarà infatti inevitabilmente legata al nome del prossimo inquilino della Casa Bianca, con Trump che ha promesso un pacchetto da \$ 1000 miliardi di investimenti in infrastrutture mentre il suo avversario Biden ha raddoppiato la posta puntando sulla *green economy*. Il rilancio infrastrutturale è senza dubbio una priorità, tenuto conto dell'obsolescenza delle reti idriche e di trasporto degli Stati Uniti anche a causa di un grosso calo degli investimenti pubblici (-8% tra il 2003 e il 2017 secondo l'associazione nazionale degli ingegneri civili), a cui l'amministrazione Trump non ha posto rimedio.

Al di qua dell'Atlantico, la situazione non è meno problematica. Ad agosto l'indice dei prezzi al consumo ha segnato un calo inatteso (-0,2% su base annua) rispetto al dato del mese precedente (+0,4%). L'Eurozona è quindi tornata ufficialmente in deflazione per la prima volta dal 2016 e stavolta con l'ulteriore complicanza di un euro forte. Nella seduta di martedì scorso, l'abbinamento tra il dato sull'inflazione e l'aspettativa di una FED molto accomodante nei prossimi anni ha spinto temporaneamente il cambio oltre la resistenza di 1,2 rafforzando la minaccia per export e turismo, due variabili chiave del PIL dell'area euro.

Sempre più lontana dal suo obiettivo d'inflazione ("*inferiore ma vicino al 2%*"), la BCE deve ora correre ai ripari. Molto probabilmente il Comitato Esecutivo annuncerà qualche contromisura già nella riunione di giovedì prossimo. Tuttavia, il margine d'azione della BCE è assai limitato, anche perché la sua *mission* – di fatto ereditata dalla Bundesbank – riguarda esclusivamente la stabilità dei prezzi senza target sul livello di occupazione. Il salto verso l'AIT al momento appare improponibile e anche una semplice revisione dell'obiettivo d'inflazione in un'ottica simmetrica (per intenderci, il penultimo cambio di strategia della FED) sembra prematura.

Le poche opzioni rimaste sul tavolo sono nuovi interventi sui tassi d'interesse e/o sugli acquisti di attivi. Ma anche qui lo spazio di manovra è ridotto. Col tasso sui depositi in territorio negativo dal 2014, per la BCE lo strumento principale è ormai il *tiering*, che punta a differenziare il costo del denaro in relazione a soglie predefinite sulle quantità di variabili monetarie come le riserve in eccesso delle banche o i prestiti T-LTRO. In merito all'espansione di bilancio dell'Euro-sistema, molti analisti si attendono un rafforzamento dello stimolo, con una nuova accelerazione del ritmo di acquisti mensili di titoli nel QE pandemico (il PEPP) o un irrobustimento della dotazione complessiva (*envelope*) del programma rispetto all'importo attuale di 750 miliardi di euro. Purtroppo, anche su questo fronte, l'esperienza degli ultimi cinque anni – da quando, cioè, è iniziato il programma di acquisto titoli su vasta scala da parte della BCE – evidenzia una notevole vischiosità dell'inflazione rispetto al grado di accomodamento della politica monetaria (cfr. Figura).



Il problema principale dell'Eurozona è che la grave congiuntura causata dalla pandemia si innesta su istanze deflattive endogene legate all'architettura della nostra area valutaria e alle sue regole di funzionamento sia sul piano della politica monetaria che di quella fiscale. Per uscirne bisogna cambiare radicalmente approccio. In questa prospettiva, un importante passo avanti è senza dubbio la flessibilità mostrata dalla BCE con la decisione esplicita di utilizzare il PEPP al duplice fine di restringere gli spread tra i titoli governativi dei paesi membri e di risollevare l'inflazione. Come evidenziato in una recente intervista da Isabel Schnabel – membro del Comitato Esecutivo della BCE – sul primo punto sono stati raggiunti buoni risultati grazie all'effetto congiunto del PEPP e della [svolta solidale](#) dell'Europa con l'intesa sul Recovery Fund. Resta invece aperta la sfida dell'inflazione su cui, oltre all'incognita Covid, a fare la differenza saranno il coraggio delle istituzioni Europee e la coesione tra i governi degli Stati membri.

*Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli
@MarcelloMinenna
Le opinioni espresse sono strettamente personali*