

OBIETTIVO DELL'INFLAZIONE MEDIA

LA FED AMERICANA COMPRA DUE ANNI DI TREGUA

17 Settembre 2020

DAN NORTH

Senior US Economist

Dan.North@eulerhermes.com

ALEXIS GARATTI

Head of Research

Alexis.garatti@eulerhermes.com

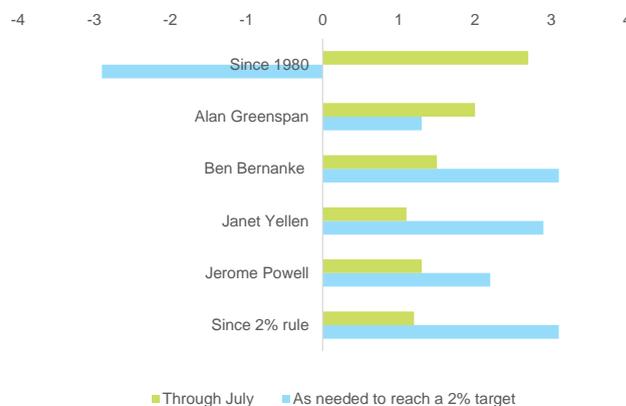
Nella riunione del 16 settembre, l'ultima prima delle elezioni, la Federal Reserve statunitense ha confermato le nostre aspettative di mantenere i tassi allo 0% fino al 2023 e di lasciare che l'inflazione superi il 2% per un periodo prolungato. È stato il primo incontro dopo il discorso di Jackson Hole del presidente Jerome Powell, in cui ha annunciato il passaggio alla politica di puntamento all'inflazione media (AIT) che si concentra effettivamente sulla spinta dell'inflazione fino al 2% per un periodo prolungato. In particolare, la dichiarazione della Fed recitava: "Il Comitato cerca di raggiungere il massimo dell'occupazione e dell'inflazione al tasso del 2% nel lungo periodo. Con un'inflazione che si mantiene costantemente al di sotto di questo obiettivo a lungo termine, il Comitato mirerà a raggiungere un'inflazione moderatamente superiore al 2% per un certo periodo di tempo, in modo che l'inflazione sia in media del 2% nel tempo e che le aspettative di inflazione a lungo termine rimangano ben ancorate al 2%. Il Comitato si aspetta di mantenere una posizione accomodante di politica monetaria fino al raggiungimento di questi risultati. Il Comitato ha deciso di mantenere la fascia obiettivo per il tasso dei fondi federali a 0-1/4 per cento e si aspetta che sia opportuno mantenere questa fascia obiettivo fino a quando le condizioni del mercato del lavoro non avranno raggiunto livelli coerenti con le valutazioni del Comitato sulla massima occupazione e l'inflazione è salita al 2 per cento ed è sulla buona strada per superare moderatamente il 2 per cento per un certo periodo di tempo".

Infatti, il " *diagramma a punti* " che accompagna l'annuncio mostra che 16 membri della Fed su 17 si aspettano che i tassi si avvicinino allo 0% fino al 2022 e che 13 membri su 17 si aspettano ancora che i tassi si avvicinino allo 0% fino al 2023. L'annuncio segnala anche che la Fed è disposta a lasciare che il mercato del lavoro si surriscaldi più di quanto non abbia fatto in precedenza. La Fed ha anche fatto un altro passo verso una politica monetaria più accomodante, affermando che il suo programma di acquisto di obbligazioni, che originariamente era destinato a promuovere il buon funzionamento dei mercati del credito, sarebbe ora utilizzato anche per aiutare a rilanciare l'economia. Nella nuova formulazione si leggeva che il *bond-buying* avrebbe "...contribuito a favorire condizioni finanziarie accomodanti, sostenendo così il flusso di credito alle famiglie e alle imprese". Nella conferenza stampa che ha fatto seguito all'annuncio Powell ha detto: "La mia sensazione è che sia probabile che sia necessario un maggiore sostegno fiscale. Naturalmente, i dettagli di questo sono per il Congresso, non per la Fed. Ma direi solo che ci sono circa 11 milioni di persone ancora senza lavoro a causa della pandemia e buona parte di queste persone lavorava in industrie che

probabilmente avranno difficoltà. Queste persone potrebbero aver bisogno di ulteriore sostegno per cercare di trovare la loro strada in quello che sarà un momento difficile per loro...". Infine, la Fed ha aggiornato le sue precedenti prospettive eccessivamente pessimistiche, aumentando le previsioni per il 2020 a -3,7% dal -6,5% al -3,7% e abbassando la proiezione della disoccupazione al 5,5% dal 6,5%. Anche le proiezioni per il 2021 sono state moderatamente riviste in una direzione più marcata.

Oltre ad indicare l'urgenza di sostenere la crescita in mezzo alla crisi di Covid-19, la mossa dell'AIT (*average inflation targeting*) è una confessione dell'impotenza della banca centrale statunitense nel colpire l'obiettivo dell'inflazione a medio termine. Negli ultimi 20 anni, tutte le presidenze del Federal Open Market Committee hanno costantemente fallito nel raggiungere l'obiettivo del 2% adottato ufficialmente nel 2012.

Figura 1: Andamento medio dell'inflazione (fino a luglio 2020) dei diversi leader della Fed (%)



Fonti: Wall Street Journal IHS, Allianz Research

La nostra versione modificata della funzione di reazione della Fed punta verso un aumento dei tassi solo nel terzo trimestre del 2023. Per stimare l'impatto del cambiamento degli obiettivi della Fed, si stima innanzitutto una funzione di reazione in cui il Fed Fund Target rate è spiegato dal livello medio di inflazione su 4 anni (il coefficiente allegato è C(1)), dallo spread dell'inflazione corrente (osservato nel trimestre t) rispetto all'obiettivo del 2% (coefficiente C(2) allegato), e dal Nairu Gap (livello del tasso di disoccupazione osservato nel trimestre t - NAIRU, coefficiente C(3) allegato). Questa stima permette di tener conto del fatto che la Fed ha adattato la sua posizione a diversi regimi di inflazione a partire dal 1970. I tre coefficienti allegati alle nostre tre variabili sono significativi con un valore di C(1) = 1,35, C(2) = +0,3 e C(3) = -0,7, rispettivamente. I segnali della nostra stima sono convenzionali nel senso che una situazione in cui la disoccupazione è al di sopra del suo livello di equilibrio innesca un taglio del tasso da parte della Fed, mentre una situazione in cui l'inflazione è al di sopra dell'obiettivo del 2% innesca un aumento del tasso ufficiale statunitense. Il coefficiente C(1) mostra che il livello medio del tasso ufficiale è proporzionale al regime di inflazione.

In una seconda fase, e a partire da quando l'obiettivo ufficiale del 2% per l'inflazione è stato ufficialmente adottato nel 2012, utilizziamo i coefficienti della nostra stima di cui sopra per proporre una versione modificata di

questa funzione di reazione, dando progressivamente più peso alla stabilizzazione del mercato del lavoro e meno peso alla stabilizzazione dell'inflazione fino a quando una media quadriennale dell'inflazione sarà inferiore al 2%. La regola diventa la seguente.

- Se nel trimestre t-1, la media quadriennale dell'inflazione osservata è inferiore al 2%, allora

o $FFR_t = C(1) * \text{informazione media a 4 anni}(t) + C(2) * (\text{Inflazione osservata nel trimestre } t - 2\%) + C(3) * \text{NAIRU GAP}(t)$

o $C(2)_t = C(2)_{t-1} - 0.01$

o $C(3)_t = C(3)_{t-1} + 0.01$

- Se nel trimestre t-1, la media quadriennale dell'inflazione osservata > 2%, allora

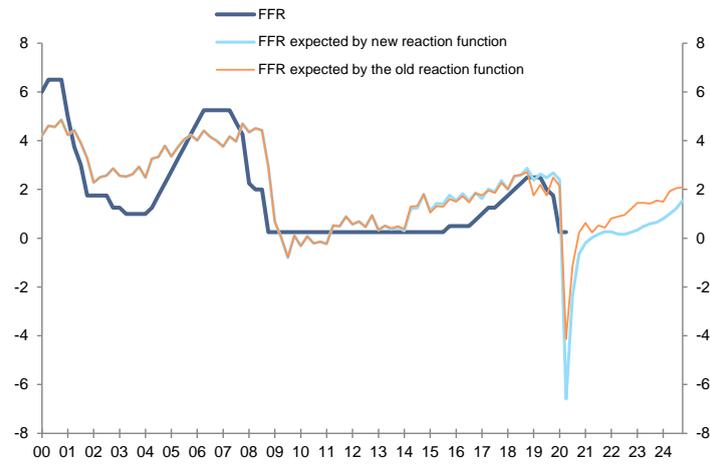
o $FFR_t = C(1) * \text{informazione media a 4 anni}(t) + C(2) * (\text{Inflazione osservata nel trimestre } t - 2\%) + C(3) * \text{NAIRU GAP}(t)$

o $C(2)_t = C(2)_{t-1} + 0.01$

o $C(3)_t = C(3)_{t-1} - 0.01$

Questa nuova regola di Taylor per la Fed dà due anni di tregua all'economia fino a quando la Fed non fa una nuova operazione per la prima volta. L'adozione del *targeting* dell'inflazione media manterrà più a lungo i tassi ufficiali ad un livello più basso, il che probabilmente intensificherà ulteriormente l'influenza della Fed come compressore della volatilità. Fattorizzando il nostro scenario centrale per l'inflazione all'orizzonte del 2024, possiamo vedere che un rialzo dei tassi di primo livello potrebbe essere concepibile già nel terzo trimestre del 2021 nella "vecchia" funzione di reazione. Nella "nuova" funzione di reazione, un primo aumento è concepibile solo a partire dal terzo trimestre del 2023. Nel frattempo, la Fed potrà utilizzare la sua politica monetaria non convenzionale qualora un eventuale indebolimento dell'economia lo richiedesse in un contesto di prossimità dei tassi d'interesse al limite inferiore effettivo. In particolare, ci aspettiamo che la Fed acceleri il ritmo dei suoi acquisti di titoli tra il 4° trimestre 2020 e il 2° trimestre 2021. Un eventuale aumento del tasso target dei fondi della Fed sarebbe preceduto da un livellamento delle dimensioni del bilancio della Fed tra il secondo trimestre del 2022 e la fine del 2033, mentre una diminuzione potrebbe iniziare a verificarsi nel primo semestre del 2023. Questa situazione preoccupante significa certamente che il rischio di vedere un ulteriore disaccoppiamento tra i fondamentali e i prezzi del mercato continuerà ad aumentare nei prossimi mesi.

Figura 2: Fed Fund Target rate stimato sulla base di una nuova (e vecchia) funzione di reazione della Fed dopo aver integrato il target medio di inflazione (%)



Fonte: Allianz Research

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.