

Dipartimento di
Economia e
Management

Cattedra di Economia Monetaria e Creditizia

La risposta della Fed alla pandemia di Coronavirus

Prof. Stefano Marzioni

RELATORE

Matr. Gianluca Di Flauro

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

Indice

Introduzione	1
Capitolo 1 – Revisione del quadro di politica monetaria	2
1.1 Annuncio	2
1.2 Fed Listens	5
1.3 Conferenza di ricerca presso la Federal Reserve Bank di Chicago	7
1.4 Riunioni dell’FCMO	10
1.5 Fed Listen Post-COVID	12
1.6 Completamento della revisione	13
1.7 Come potrebbe cambiare la politica monetaria	14
Capitolo 2 – Scenari macroeconomici negli USA durante la pandemia	15
2.1 Diffusione del virus	15
2.2 Seconda ondata epidemica	21
2.3 Vaccinazioni	26
2.4 Alta inflazione	32
Capitolo 3 – Prospettive a breve termine per l’economia USA	40
3.1 Aumento dei tassi sui fondi federali	40
3.2 Inversione della curva dei rendimenti	41
3.3 Conflitto Russia-Ucraina	43
Conclusione	44
Bibliografia	45

Introduzione

Lo scopo di questa tesi di laurea è analizzare gli effetti dell’epidemia da COVID-19 sull’economia degli Stati Uniti, capire come ha agito la Banca Centrale per contrastare la crisi economica e cercare di prevedere quali saranno le conseguenze economico-finanziarie.

La prima parte di questo documento è dedicata all’esposizione dell’attuale quadro di politica monetaria della Fed insieme alla recente revisione che l’ha determinato. Il processo di revisione è stato lungo e articolato. Ne hanno preso parte esponenti pubblici, gruppi di civili ed esperti accademici partecipando a diversi eventi pubblici. La scelta di aggiungere l’analisi del processo di revisione è dovuta al fatto che è utile per capire quali sono le sfide che la Fed si è trovata ad affrontare già prima della pandemia. Inoltre, cronologicamente la revisione è strettamente collegata all’epidemia, dato che essa si è conclusa proprio durante le prime fasi di diffusione del virus.

La seconda parte del documento è incentrata sulla crisi economica causata dal coronavirus. All’interno di questo capitolo vengono analizzati gli effetti economici sull’economia statunitense in alcune fasi della pandemia e le rispettive azioni di politica monetaria intraprese dalla Federal Reserve. In questa parte vengono mostrati diversi grafici che permettono di osservare le variazioni di indicatori economici centrali quali ad esempio il tasso di disoccupazione, il tasso di inflazione e il tasso di crescita del PIL.

La terza parte del documento si concentra sugli eventi più recenti, che si stanno ancora sviluppando nel momento in cui questa tesi di laurea viene scritta e che stanno avendo effetti importanti sull'economia statunitense e sulle prospettive per il suo futuro. Nello specifico il capitolo è dedicato ad un'analisi del piano di riduzione del bilancio adottato dalla Fed per contrastare l'elevata inflazione, ad un'analisi degli effetti sui mercati finanziari, tra cui l'inversione della curva dei rendimenti, e infine ad un'esposizione delle implicazioni generate dal conflitto tra Russia e Ucraina.

Come conclusione di questo elaborato, vengono forniti i motivi che sembrano rendere inevitabile una forte recessione economica e viene fatto un confronto tra la situazione inflazionistica attuale e quella che ha caratterizzato gli Stati Uniti negli anni 70-80 del 900.

Capitolo 1 – Revisione del quadro di politica monetaria

1.1 Annuncio

Il 15 novembre 2018 la Federal Reserve ha annunciato che avrebbe svolto, per la prima volta, un processo di revisione del suo quadro di politica monetaria mediante il quale promuove il suo duplice mandato di massima occupazione e stabilità dei prezzi. La revisione non deve essere intesa come un'ipotesi che il quadro politico della Federal Reserve sia rimasto invariato nel corso dei decenni, infatti l'insieme di elementi al suo interno si sono evoluti, ad esempio con l'introduzione di "Forward Guidance (FG)"¹ e l'adozione di "Balance Sheet Policy (BSP)"², ma nonostante i numerosi cambiamenti intervenuti nel corso degli anni, il "Federal Open Market Committee (FOMC)"³ non aveva mai adottato un processo di revisione sistematico e regolare fino a quando questo è iniziato nel 2019.

L'oggetto principale della revisione è stato la dichiarazione del 2012 in merito agli obiettivi di lungo periodo e alla strategia di politica monetaria. In primo luogo, questa dichiarazione approfondisce gli elementi del duplice mandato: chiarisce che l'inflazione nel lungo periodo è in gran parte una scelta del FOMC, mentre il livello massimo di occupazione è determinato principalmente da fattori non monetari; specifica un esplicito obiettivo numerico di inflazione e definisce la simmetria attorno a questo obiettivo affermando che le persistenti deviazioni dell'inflazione dal 2% in entrambe le direzioni sarebbero fonte di preoccupazione per il Comitato, mentre fornire una stima numerica relativa alla parte occupazionale del mandato è considerevolmente più impegnativo perché le valutazioni del livello massimo di occupazione sono necessariamente incerte e soggette a revisione. Dopo aver specificato gli obiettivi, la dichiarazione descrive l'approccio che il FOMC applica nell'affrontare le deviazioni dell'occupazione e dell'inflazione rispetto agli obiettivi stabiliti. Infine, questa riconosce che le decisioni politiche riflettono non solo gli obiettivi a lungo termine e le prospettive di medio termine, ma anche la valutazione dei rischi, compresi quelli all'interno del sistema finanziario, che potrebbero impedirne il raggiungimento.

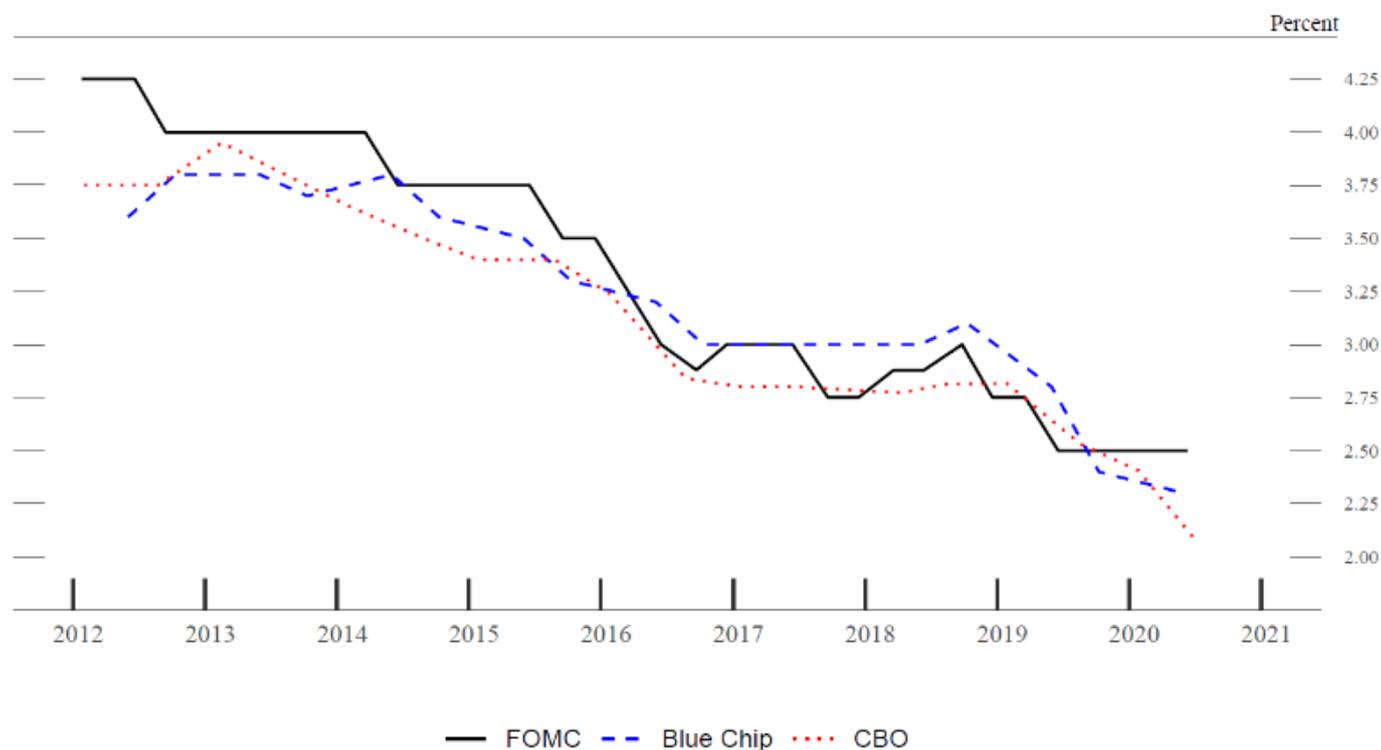
¹ Il Forward Guidance (FG) è uno degli strumenti a disposizione di una banca centrale per esercitare il proprio potere di politica monetaria al fine di condizionare, con i propri annunci, le aspettative dei mercati sui futuri livelli dei tassi di interesse.

² Le Balance sheet policy (BSP) sono strumenti, a disposizione della Fed, da utilizzare in situazioni in cui il tasso sui fondi federali, è pari o prossimo al suo limite inferiore. Queste politiche riguardano per esempio la scelta tra programmi di acquisto di attività a dimensione fissa e flussi variabili oppure la scelta di polizze che mirano ai livelli dei tassi di interesse piuttosto che alla quantità di acquisti di attività.

³ Il Federal Open Market (FOMC) è un organismo della Federal Reserve responsabile delle operazioni di mercato aperto.

Una buona pratica istituzionale suggerisce che l'autovalutazione di routine sia salutare per qualsiasi organizzazione, ma al momento di questa revisione, un nuovo sguardo era diventato particolarmente importante in seguito ai diversi cambiamenti che si sono realizzati nel corso di questi ultimi anni nel sistema economico. Tra questi, il principale cambiamento riguarda il calo del tasso di interesse “naturale”⁴ sui fondi federali (r^*) e l'incertezza sul suo livello futuro. In merito, il FOMC stimò una sua diminuzione di quasi la metà rispetto all'inizio del 2012, passando dal 4,25% al 2,5% (fig.1.1).

Figura 1.1: Proiezioni di lungo termine, in tempo reale, sui Federal Funds Rate



Note: I dati del Federal Open Market Committee (FOMC) sono trimestrali, si estendono fino a giugno 2020 e sono proiezioni mediane della normalità a lungo termine (arrotondata al ½ punto percentuale più vicino). I dati Blue-Chip sono semestrali, si estendono fino a giugno 2020 e sono stime di consenso per un periodo compreso tra 6 e 10 anni. I dati del Congressional Budget Office (CBO) sono semestrali, si estendono fino a luglio 2020 e sono proiezioni di base del tasso dei buoni del tesoro a tre mesi.

Source: FOMC, Summary of Economy Projections, Available at: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendar.htm>

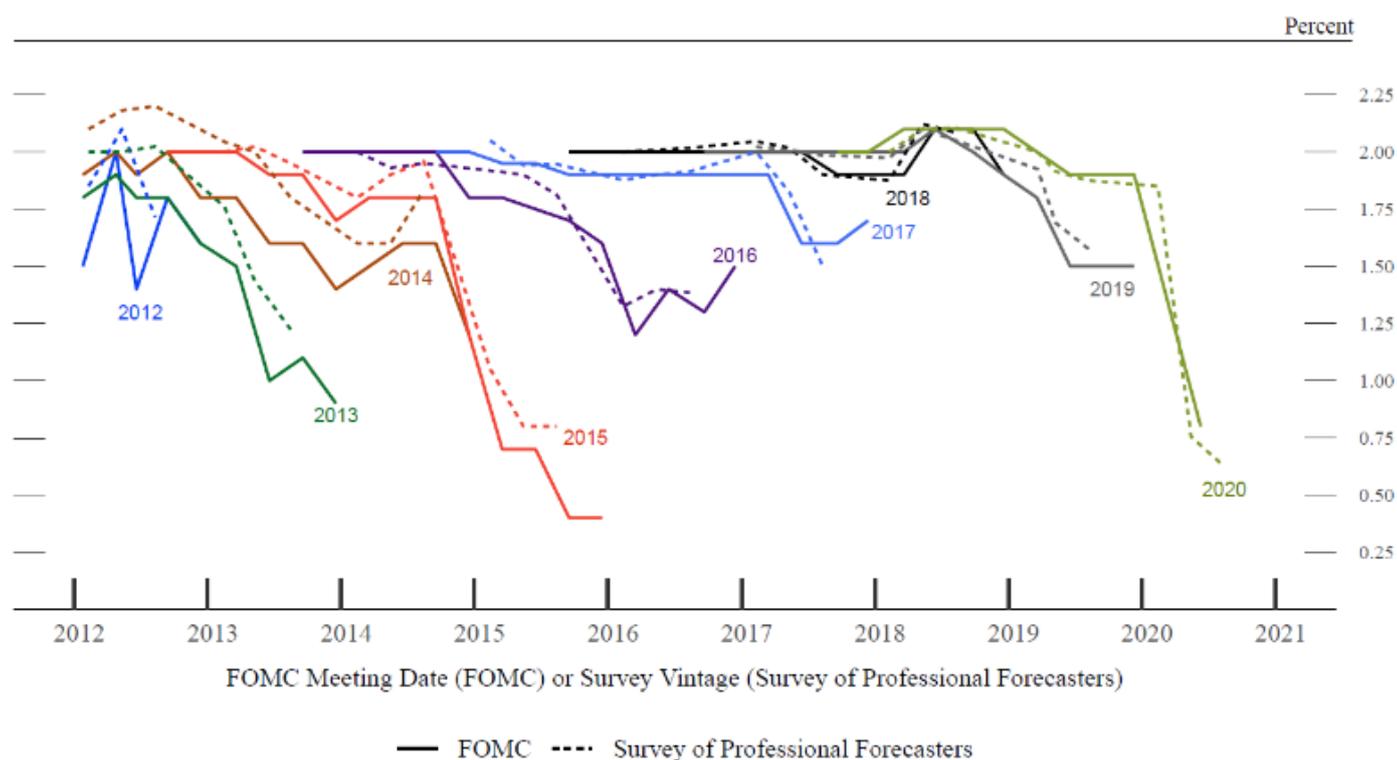
La diminuzione del tasso, unito ad un obiettivo d'inflazione del 2%, implica meno margine di manovra e quindi una maggiore probabilità di colpire “l'Effective Lower Bound (ELB)”⁵ in seguito a shock economici. Di conseguenza, uno degli obiettivi della revisione del quadro politico era infondere maggiore fiducia nel fatto che il Comitato disponesse degli strumenti per stabilizzare l'economia e per raggiungere gli obiettivi prestabiliti quando la frequenza degli episodi di ELB risultassero altamente probabili.

In merito alle aspettative d'inflazione, nel corso degli anni, le previsioni del FOMC e degli analisti del settore privato hanno mostrato regolarmente un suo ritorno al target del 2%, ma queste previsioni non si sono mai realizzate in modo duraturo (fig.1.2).

⁴ In generale, nell'ambito della politica monetaria, il termine “naturale” è usato per indicare valori di equilibrio sostenibili che riflettono la struttura dell'economia.

⁵ L'Effective Lower Bound (ELB) fa riferimento al punto in cui ulteriori tagli al tasso di interesse principale della politica monetaria non forniscono più stimoli alla domanda aggregata e al PIL.

Figura 1.2: Evoluzione delle proiezioni, in tempo reale, sull'inflazione relativa alle spese per consumi personali.



Note: I dati del Federal Open Market Committee (FOMC), rappresentati dalle linee continue, sono proiezioni mediane pubblicate trimestralmente; l'ultima annata di dati è giugno 2020. I dati Survey of Professional Forecasters (SPF), rappresentati dalle linee tratteggiate, sono proiezioni mediane pubblicate trimestralmente; l'ultima annata dei dati corrisponde al 2020.

Source: FOMC, Summary of Economy Projections, Available at: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/forncalendars.htm>

Nei fatti l'inflazione è rimasta costantemente al di sotto dell'obiettivo del 2% del Comitato causando, probabilmente, uno slittamento delle aspettative a lungo termine al di sotto dell'obiettivo di inflazione, le quali, a loro volta, potrebbero aver rallentato il progresso dell'inflazione effettiva verso il 2%. Questa dinamica è un problema perché le aspettative di inflazione ben ancorate sono fondamentali per dare alla Fed la libertà di sostenere l'occupazione quando necessario, senza destabilizzare l'inflazione. Per questo motivo, il Comitato ha voluto esplorare strumenti che potessero riportare più rapidamente l'inflazione verso il suo target in seguito ad uno shock economico, riducendo la probabilità di un'erosione delle aspettative di lungo periodo.

Al di là delle aspettative, il processo che regola l'inflazione sembra essere cambiato negli ultimi anni. Oltre alle rinnovate incertezze sulle stime del tasso naturale di disoccupazione (u^*), è diventato chiaro che l'inflazione è notevolmente meno sensibile alle deviazioni del tasso di disoccupazione rispetto al suo livello naturale, ciò può anche essere osservato graficamente in una curva di Phillips più piatta rispetto al passato. Molti modelli interpretano la ridotta sensibilità come, almeno in parte, una caratteristica strutturale dell'economia, ovvero che il coefficiente che lega l'inflazione e la disoccupazione sia diminuito, sebbene sia possibile che questa ridotta sensibilità sia invece determinata dal successo della Fed nel ridurre l'inflazione e nell'ancorare le aspettative al suo obiettivo esplicito. In entrambi i casi, una minore certezza sulla risposta dell'inflazione alle azioni di politica monetaria rende la traiettoria futura dell'inflazione più incerta. È importante sottolineare che una curva di Phillips più piatta potrebbe rendere più difficile spostare l'inflazione verso il suo obiettivo, dall'alto o dal basso. Inoltre, potrebbe anche ostacolare la capacità di operare

attraverso alcune delle “politiche monetarie non convenzionali”⁶.

Complessivamente, questi recenti cambiamenti nelle caratteristiche strutturali chiave dell'economia, che si presume siano abbastanza persistenti, hanno fornito ampie motivazioni per una rivalutazione del quadro di politica monetaria, anche prima della recessione e delle significative interruzioni economiche create dalla pandemia di COVID-19.

Quando la Fed ha annunciato la sua revisione, l'occupazione e l'inflazione erano vicini agli obiettivi prestabiliti, rendendo il momento favorevole a fare un passo indietro e a valutare se il quadro di politica monetaria statunitense potesse essere migliorato per affrontare meglio le sfide future.

Il processo di revisione è stato articolato nel seguente modo: sono stati ospitati una serie di eventi pubblici in tutto il paese per capire come la politica monetaria influenzi le varie comunità statunitensi; è stata organizzata una conferenza in cui diversi accademici hanno esposto ed analizzato punti centrali per la revisione; il FOMC ha discusso del materiale ottenuto dagli eventi precedentemente indicati; l'attuale presidente della Fed, Jerome Powell, ha tenuto un discorso per annunciare la fine del processo di revisione e presentare i risultati ottenuti.

1.2 Fed Listens

Da febbraio a ottobre 2019, sono stati ospitati una serie di eventi pubblici denominati “Fed Listens”, uno nella sede del “Board of Governors”⁷ e uno in ciascuna delle dodici Federal Reserve Banks. Lo scopo degli eventi era quello di interagire con gruppi di dipendenti e membri sindacali, proprietari di piccole imprese, residenti di comunità a reddito basso e moderato, pensionati e altri soggetti per ascoltare un'ampia gamma di punti di vista su come le decisioni di politica monetaria influenzino le loro comunità. I partecipanti hanno offerto approfondimenti sugli effetti che le condizioni del mercato del lavoro, l'inflazione e i tassi di interesse hanno su di loro, in modo da aumentare la comprensione da parte dei *policymakers* sugli effetti che le loro decisioni monetarie hanno su questi gruppi. Inoltre, ai partecipanti è stato spesso chiesto di confrontare le condizioni economiche attuali con quelle del passato e di valutare le comunicazioni della Federal Reserve con il pubblico. In linea con l'inquadratura “ascolta” degli eventi, gli organizzatori hanno offerto solo brevi osservazioni introduttive o conclusive e talvolta hanno posto domande ai partecipanti. Per evidenziare la trasparenza del processo di revisione e fornire maggiore visibilità all'iniziativa Fed Listens, tutti gli eventi sono stati trasmessi in live streaming, con registrazioni video disponibili subito dopo la loro conclusione. Sono anche stati scritti e pubblicati documenti riassuntivi per ogni incontro.

Gli eventi Fed Listens hanno coperto un'ampia gamma di argomenti, ma i partecipanti hanno ripetutamente evidenziato alcuni punti. In primo luogo, gli individui che rappresentano le comunità svantaggiate hanno notato che le statistiche nazionali non erano rappresentative della loro realtà, dove i tassi di disoccupazione erano ancora alti. Più precisamente, alcuni di loro hanno messo in dubbio che le condizioni del mercato del

⁶ Queste politiche sono attuate (in genere) quando il tasso d'interesse di riferimento a breve termine ha raggiunto oppure è prossimo a raggiungere la soglia dello zero e quindi le ordinarie “operazioni di mercato aperto” (OMOs) non sono più efficaci.

⁷ Il Board of Governors è il principale organo di governo della Fed. Ha il compito di sovrintendere alle banche della Federal Reserve e di aiutare ad attuare la politica monetaria degli Stati Uniti. I governatori sono nominati dal presidente degli Stati Uniti e confermati dal Senato per un mandato scaglionato di 14 anni.

lavoro potessero essere considerate “hot” alla luce della disoccupazione ancora elevata. Altri hanno espresso preoccupazione per ciò che sarebbe accaduto ai neoassunti delle loro comunità durante la prossima recessione, commentando che questi lavoratori sarebbero stati i primi a perdere il lavoro senza poter maturare un'adeguata esperienza lavorativa.

In secondo luogo, piccoli imprenditori e rappresentanti di organizzazioni di piccole imprese e imprese manifatturiere hanno evidenziato le difficili condizioni del mercato del lavoro, come ad esempio le difficoltà in termini di reperimento di lavoratori qualificati per ricoprire le posizioni disponibili. Questi individui, insieme anche ai rappresentati dello sviluppo della forza lavoro e alle organizzazioni educative, hanno proposto di rinnovare i programmi di studio presso le “community college”⁸, ad esempio formando partnership con aziende che garantiscano un'assunzione in seguito all'acquisizione di competenze specifiche da parte degli studenti. Sulla base di queste carenze lavorative sono emersi degli sforzi per assumere gli ex carcerati, così come per allentare i requisiti di test antidroga per alcune posizioni. Altri aspetti della flessibilità della forza lavoro includevano l'incoraggiamento dei dipendenti di lunga data a rimandare il pensionamento e le richieste ai dipendenti in pensione di tornare al lavoro.

In terzo luogo, i proprietari delle imprese hanno riferito di dover sostenere costi sempre più alti per programmi di formazione, assistenza sanitaria o altri benefici e di non considerare l'aumento di stipendio un mezzo valido per attrarre e trattenere i lavoratori in quelli che considerano mercati del lavoro “ristretti”.

In quarto luogo, in risposta alle domande sugli effetti di una variazione dei tassi d'interesse, i rappresentanti delle fasce di popolazione più povere hanno affermato che queste non erano applicabili alla maggior parte dei membri delle loro comunità, considerando che molti avevano un accesso limitato o nullo al credito convenzionale. I rappresentanti delle imprese hanno generalmente riconosciuto come il contesto dei bassi tassi di interesse sia vantaggioso per le aziende, mentre i rappresentanti dei pensionati hanno espresso una visione negativa a riguardo, data la dipendenza di alcuni loro membri al reddito da risparmio.

In quinto luogo, si è discusso in merito all'inflazione. I partecipanti hanno generalmente riconosciuto che l'inflazione era bassa e poneva poche sfide. I rappresentanti di piccole imprese o associazioni imprenditoriali hanno sottolineato l'importanza di un'inflazione stabile e prevedibile per la pianificazione e il processo decisionale. I partecipanti in rappresentanza dei pensionati o di coloro che vivono con un reddito fisso hanno menzionato le difficoltà che i costi sanitari genererebbero in un contesto di inflazione elevata. Si è poi osservato che i residenti delle comunità a basso e medio reddito erano particolarmente sensibili ad un aumento dei costi di beni di prima necessità come assistenza sanitaria, alloggio, servizi pubblici, generi alimentari e assistenza all'infanzia, che rappresentano la maggior parte delle loro spese.

Infine, nella maggior parte degli eventi, ai partecipanti è stata offerta l'opportunità di commentare la comunicazione con il pubblico della Federal Reserve. Nonostante l'apprezzamento per il progetto Fed Listens, la maggior parte dei partecipanti riteneva che la Fed dovesse fare di più e su cadenza più regolare, per raggiungere le persone in tutto il paese. Inoltre, un messaggio uniforme lanciato dai partecipanti durante

⁸ Negli Stati Uniti, i community college sono istituzioni pubbliche che forniscono un'istruzione terziaria volta ad ottenere certificati, diplomi e diplomi associati.

gli eventi è stato quello che la Federal Reserve dovesse adattare le sue comunicazioni in modo appropriato e dovesse sforzarsi di comunicare più chiaramente e semplicemente con il grande pubblico. I partecipanti hanno consigliato di evitare il gergo tecnico, come "massima occupazione e stabilità dei prezzi", e di impiegare invece un linguaggio che una persona media possa capire.

1.3 Conferenza di ricerca presso la Federal Reserve Bank di Chicago

Dal 4 al 5 giugno 2019 è stata convocata una conferenza di ricerca presso la Federal Reserve Bank di Chicago in cui diversi esperti accademici hanno affrontato argomenti economici centrali per la revisione. L'evento è stato suddiviso in sette sessioni consecutive, in ognuna delle quali è stato trattato un tema specifico.

La prima sessione è stata dedicata ad un'esaminazione e valutazione del quadro di politica monetaria precedente alla revisione, che risultava quindi attuale al momento della conferenza. La valutazione ha avuto come oggetto un confronto tra le conseguenze reali ottenute dalle politiche monetarie del passato e delle simulazioni controfattuali, misurate utilizzando un modello empirico che combina il divario di disoccupazione con gli shock di politica monetaria. Si sono potuti quindi esaminare i vantaggi e gli svantaggi di questi eventi controfattuali, comprese le possibili conseguenze indesiderate. Da questa analisi si è giunti a sei conclusioni principali:

- l'importanza delle "Slope policies"⁹, senza le quali la ripresa del mercato del lavoro sarebbe stata più lenta e il tasso di inflazione più basso di quanto già non fosse.
- la relazione tra la lenta crescita del PIL e alcune tendenze degli ultimi anni, come ad esempio il rallentamento della crescita della forza lavoro dovuto ad una diminuzione del tasso di natalità.
- la significativa limitazione che l'ELB ha avuto sul potere di applicazione della politica monetaria durante la ripresa degli US dalla crisi del 2007-2009, dato che in assenza di questo limite si è stimato che la Fed avrebbe portato il tasso a circa il -5%.
- come piccoli cambiamenti nella politica monetaria avrebbero prodotto piccoli cambiamenti nei risultati realizzati. Ad esempio, accelerare o ritardare l'aumento del tasso sui "Fed funds"¹⁰ di un anno avrebbe modificato il divario di disoccupazione, rispetto a quello effettivo, di pochi decimi di punti percentuale, e avrebbe avuto un effetto trascurabile sul tasso di inflazione.
- tra i controfattuali considerati, gli effetti maggiori si identificano in seguito a Slope policy aggressive, dato che queste politiche sembrano avere un effetto relativamente rapido sull'economia, che potrebbe accelerare notevolmente la ripresa del mercato e sostenere la "reflazione"¹¹.
- la ripresa dalla crisi del 2007-2009 sarebbe stata più rapida se la Fed avesse avuto tassi di interesse nominali e tassi di inflazione più elevati e coerenti con un obiettivo di inflazione maggiore. Ad

⁹ Con il termine "Slope policies" ci si riferisce ad un insieme di attività della Fed volte ad influenzare la pendenza della struttura a termine dei tassi di interesse. Queste attività consistono in acquisti di asset a lungo termine combinati a dichiarazioni sulle riunioni del FOMC, rapporti sulle proiezioni economiche e discorsi dei funzionari della Fed.

¹⁰ I Fed funds sono riserve, in parte obbligatorie, che le banche detengono presso la Fed per operare nel sistema finanziario.

¹¹ La reflazione è l'atto con cui, aumentando l'offerta di moneta o riducendo le tasse, si stimola l'economia per ricondurla fino al suo equilibrio di lungo termine.

esempio, è stato stimato che se il tasso di interesse, il tasso di inflazione e l'obiettivo di inflazione fossero stati di un punto percentuale superiori rispetto a quelli effettivi, il tasso di disoccupazione sarebbe sceso al di sotto del tasso naturale di disoccupazione sette quadrimestri in anticipo.

Nella seconda sessione il tema centrale è stata la discordanza tra la rigidità del mercato del lavoro, emersa dai dati disponibili, e l'apparente mancanza di pressioni al rialzo sui salari e sui prezzi. Durante l'evento sono state fornite alcune spiegazioni a giustificazione del fatto che salari e prezzi non crescono rapidamente: le aspettative di inflazione, in seguito alla globalizzazione, potrebbero essere meno persistenti rispetto al passato, con un conseguente appiattimento della curva di Philips; i lavoratori potrebbero avere meno potere contrattuale; le misure esistenti potrebbe non riuscire a identificare il vero stato del mercato del lavoro. In genere gli analisti per conoscere le condizioni del mercato del lavoro guardano il tasso di disoccupazione: la quota della forza lavoro che non è impiegata ma che desidera lavorare, è disponibile a farlo e ha cercato attivamente lavoro nelle quattro settimane precedenti alla misurazione del tasso. Questo viene poi confrontato con il suo corrispettivo naturale per poter prevedere le condizioni future del sistema economico. L'approccio standard per stimare il tasso naturale di disoccupazione è dedurlo da un'equazione in cui la crescita dei salari o la crescita dei prezzi viene regredita sulla variabile che si intende stimare. Questa equazione è la curva di Phillips. Al momento della conferenza l'approccio che prevede l'utilizzo della curva di Phillips è risultato essere instabile, creando una notevole incertezza nella valutazione del mercato del lavoro. Inoltre, sono state considerate alcune importanti complicazioni riguardo alla misurazione del tasso di disoccupazione: in primo luogo, tra i gruppi di disoccupati le probabilità di trovare lavoro sono differenti; in secondo luogo i disoccupati non sono gli unici ad essere disponibili per coprire i posti di lavoro vacanti, infatti i dati degli ultimi anni mostrano che la maggior parte delle nuove assunzioni riguarda individui che possedevano già un lavoro (ad esempio i lavoratori part-time) o che non venivano considerati parte della forza lavoro. Quindi, la conclusione a cui si è giunti durante questa presentazione è che risulta necessario trovare nuove metodologie di analisi che permettano di ottenere una valutazione complessiva delle condizioni del mercato del lavoro.

La terza sessione è stata dedicata ad un'esplorazione dei meccanismi attraverso cui i fattori globali influenzano le scelte della politica monetaria statunitense. Di per sé, questi fattori non riescono a minare la capacità di una banca centrale di controllare il livello dei prezzi a lungo termine, ma su orizzonti più brevi sono importanti perché influenzano il *tradeoff* tra controllo del livello dei prezzi e altri obiettivi come la bassa disoccupazione e la stabilità finanziaria. Durante questa sessione, inizialmente, si è parlato di come l'inflazione domestica non sia determinata solo dalle attività e dalle aspettative interne, ma anche dai prezzi internazionali e dalla concorrenza globale; poi è stato trattato il ruolo che i mercati globali hanno nella determinazione dei rendimenti degli asset e delle condizioni finanziarie; in ultimo è stata ipotizzata una possibile ripercussione sull'economia statunitense a seguito dell'impatto sproporzionato che la sua politica monetaria ha avuto sul resto del mondo negli ultimi anni.

Durante la quarta sessione si è parlato di come poter migliorare la comunicazione della Fed. I relatori hanno utilizzato come tema centrale il fatto che tra le cause di un'ambiente incerto per l'operato della politica

monetaria rientri anche l'incertezza generata dalle istituzioni stesse, ipotizzando quindi che una politica più trasparente ed efficace aiuterebbe a far sì che le persone nell'economia e nei mercati finanziari rispondano effettivamente ai dati. Nello specifico sono stati presentati tre obiettivi che la Banca Centrale avrebbe dovuto perseguire: semplificare le dichiarazioni pubbliche, chiarire le reazioni della politica monetaria al mutare delle condizioni economiche ed evidenziare incertezze e rischi.

Durante la quinta sessione diversi accademici e *central bankers* hanno suggerito varie strategie per la Federal Reserve, basate su l'utilizzo di un targeting per livello di prezzo, uno per livello di prezzo temporaneo e un ultimo per l'inflazione media. In generale durante l'incontro sono stati evidenziati i motivi per cui il targeting previsionale risulta essere la migliore strategia per raggiungere il mandato della Federal Reserve. L'idea di base è che nella misura in cui tali strategie diventino credibili, una diminuzione dell'inflazione rispetto all'obiettivo aumenterà le aspettative di inflazione, abbasserà il tasso di interesse reale, fornendo uno stimolo all'economia e contribuendo a riportare l'inflazione verso il suo target. Questa proprietà di stabilizzazione "automatica" rende queste strategie un rimedio contro un Effective Lower Bound vincolante. Tuttavia, la stabilizzazione automatica è possibile solo se le strategie godono di una certa credibilità e se il settore privato ritiene che la banca centrale agirà secondo queste strategie. Ciò probabilmente richiederebbe che la Fed si vincoli ai suoi obiettivi per qualche tempo, in modo da convincere gli agenti economici che saranno mantenuti e avere così successo in futuro.

La sesta sessione è stata dedicata ad un'analisi degli strumenti di politica monetaria. I presentatori si sono soffermati sul fatto che in seguito alla grande recessione del 2007-2009 molti stati hanno mantenuto i tassi ufficiali prossimi allo zero, concludendo che le misure non convenzionali acquisiranno un ruolo ordinario tra gli strumenti della politica monetaria. I principali strumenti della politica non convenzionale a cui si è fatto riferimento sono: acquisti su larga scala di attività (Quantitative Easing), influenza delle aspettative attraverso annunci pubblici (Forward Guidance) e "politica dei tassi di interesse negativi (NIRP)"¹². Durante la presentazione questi strumenti sono stati integrati all'interno di un unico modello quantitativo di cui sono poi state discusse le funzionalità pratiche.

La settima, e ultima, sessione è stata impiegata per delle considerazioni sulla stabilità finanziaria. Una prima considerazione da fare, in merito, è che tra le istruzioni del "Federal Reserve Act"¹³ in materia di obiettivi di politica monetaria non ci sono riferimenti alla stabilità finanziaria. Quindi potrebbe sembrare strano avere commissionato un incontro di questo tipo in una conferenza organizzata per assistere la Fed nel valutare la sua revisione. I motivi potrebbero essere due: in primo luogo l'instabilità finanziaria è stata una caratteristica centrale nella Grande recessione, durante la quale la Fed e le altre banche centrali sono state costrette a ricorrere a strumenti di politica monetaria non convenzionali e sperimentali; in secondo luogo, è ampiamente creduto che alcune di queste politiche diventeranno parte dell'attività ordinaria della banca centrale e che

¹² con i tassi di interesse negativi, i privati tendono a non detenere denaro sui conti correnti, ma a consumarlo maggiormente o investirlo in altre attività. Inoltre, le banche pagano un tasso di interesse negativo alla banca centrale per la custodia del denaro, quindi anch'esse sono spinte a prestarlo.

¹³ Il Federal Reserve Act è la legge costitutiva della Federal Reserve Bank statunitense, approvata il 23 dicembre 1913 dal Congresso degli Stati Uniti.

potrebbero avere il potenziale per contribuire alla stabilità finanziaria. Entrambi questi fattori suggeriscono che ci sono importanti interdipendenze tra politica monetaria e stabilità finanziaria. I relatori, durante l'incontro, hanno sostenuto che negli Stati Uniti non c'era un quadro efficace per la gestione del rischio di stabilità finanziaria, considerando che l'FSOC (Consiglio di sorveglianza della stabilità finanziaria) disponeva di un insieme limitato di strumenti e poteri che non sarebbero stati sufficienti per evitare una crisi come quella del 2007-2009. Queste considerazioni hanno messo il FOMC in una posizione difficile. Si è ipotizzando quindi che ci fossero tre opzioni possibili: la prima è che il Congresso avrebbe potuto riorganizzare l'FSOC per espandere i suoi strumenti e poteri; la seconda è che si sarebbe potuto modificare il Federal Reserve Act per dare alla Federal Reserve un obiettivo esplicito di stabilità finanziaria e i poteri aggiuntivi necessari al raggiungimento di tale obiettivo; la terza è che si sarebbe potuto concludere che la stabilità finanziaria era una condizione necessaria per la massima occupazione e per la stabilità dei prezzi e che quindi andasse considerata nelle deliberazioni sulla politica monetaria.

1.4 Riunioni dell'FCMO

A partire da luglio 2019 l'FCMO ha esposto la gamma di questioni emerse nel corso della revisione in cinque riunioni consecutive. Tali riunioni si sono svolte sulla base del lavoro del personale analitico messo insieme dai team della Federal Reserve. La sequenza di documenti preparati per tale proposito aveva lo scopo di fornire al Comitato una base dalla quale partire per: valutare la performance potenziale del precedente quadro di riferimento in merito all'obiettivo d'inflazione; esplorare la necessità e l'opportunità di modificare il quadro; esaminare le questioni relative alla solidità delle conclusioni rispetto alle ipotesi alternative. Il materiale fornito al Comitato ha attinto dall'esperienza storica degli Stati Uniti, dall'esperienza di altre banche centrali e dall'analisi basata su vari modelli.

In merito al lavoro del personale e alle deliberazioni del Comitato, è utile distinguere due tipologie di modifiche che sono state prese in considerazione per concludere la revisione. Il primo tipo di cambiamento è incentrato sulla questione per cui gli strumenti utilizzati dopo la crisi finanziaria - politica dei tassi di interesse, Forward Guidance e Balance Sheet Policy - potessero essere implementati, includendo l'uso del controllo della "curva dei rendimenti"¹⁴ o una politica dei tassi di interesse negativi, pur rimanendo entro i limiti del quadro esistente (cioè senza tentare di allontanare l'inflazione dal suo obiettivo). Il secondo tipo di modifica del quadro implica cambiamenti nella strategia per affrontare le deviazioni dagli obiettivi dichiarati, indipendentemente dagli strumenti utilizzati. Più specificamente, la revisione includeva esplicitamente la considerazione di strategie alternative consentendo politiche che, in alcune circostanze, avrebbero potuto allontanare intenzionalmente l'inflazione dal target del 2%. Tali deviazioni intenzionali dall'obiettivo di inflazione sono al centro delle politiche non convenzionali che ne permettono il superamento. Esempi di queste politiche sono: l'obiettivo di inflazione media, l'obiettivo del livello di prezzo e altre varianti di queste strategie.

¹⁴ La curva dei rendimenti (o struttura a termine dei rendimenti o yield curve) esprime la relazione che esiste tra il rendimento dei titoli obbligazionari e la loro scadenza. Si basa sul confronto di un set di titoli identici sotto tutti i profili tranne che nella durata residua.

Come è stato già anticipato, le riunioni del FOMC si sono svolte sulla base di una serie di documenti.

I primi due documenti presentati - "Monetary Policy and Economic Performance since the Financial Crisis" e "Monetary Policy Tradeoffs and the Federal Reserve's Dual Mandate" - sono stati redatti per consentire al Comitato di valutare quali lezioni apprendere, a seguito all'ultimo periodo di recessione, sull'uso dei suoi strumenti, oltre che su eventuali limitazioni del suo attuale quadro politico in merito all'obiettivo d'inflazione. Il secondo documento si concentra in particolare sulle sfide politiche e sui compromessi posti in essere dai cambiamenti strutturali. Uno degli obiettivi chiave del documento era quello di discutere in che modo il quadro esistente avesse consentito al Comitato di gestire i rischi derivanti dall'incertezza intorno a u^* e r^* , di dare una spiegazione all'appiattimento della curva di Phillips e alle potenziali interazioni tra questi fattori.

La seconda serie di documenti - "Strengthening the FOMC's Framework in View of the Effective Lower Bound and Some Considerations Related to Time-Inconsistent Strategies", "Alternative Strategies: How Do They Work? How Might They Help?" e "How Robust Are Make-up Strategies to Key Alternative Assumptions?" - ha introdotto due domande fondamentali: "Alla luce degli impegnativi cambiamenti strutturali già osservati, l'attuale quadro di politica monetaria sarà efficace nell'affrontare la sfida di compiere progressi verso l'obiettivo di inflazione del 2% e di rispondere ai potenziali episodi di ELB?" e "Come funzionano le alternative e come potrebbero aiutare a superare queste sfide strutturali e ambientali nel perseguimento degli obiettivi del Comitato?" Il secondo e il terzo documento di questo insieme si concentrano su alcune strategie non convenzionali. Queste sono cosiddette perché a volte richiedono al Comitato di mirare deliberatamente a tassi di inflazione che deviano dal 2%. Il "Price-Level Targeting (PLT)"¹⁵ è un utile parametro di riferimento appartenente a questa tipologia di politiche, ma rappresenta anche un allontanamento più significativo e forse indesiderabile dall'obiettivo d'inflazione rispetto ad altre alternative, quindi un suo utilizzo potrebbe essere deliberato solo in seguito ad episodi ELB per compensare un'inflazione persistentemente bassa. Una strategia alternativa consiste nell'adozione di un "Flexible Average Inflation Targeting (FAIT)"¹⁶ in base al quale, a seguito di periodi che hanno presentato un tasso di inflazione inferiore all'obiettivo del 2%, potranno essere accettati temporaneamente tassi moderatamente superiori a questo benchmark. Sia le strategie PLT che FAIT implicano promesse di inflazione al di sopra o al di sotto del target futuro, possibilmente in condizioni economiche abbastanza diverse, e probabilmente con un insieme diverso di membri del Comitato rispetto a quelli che implicitamente o esplicitamente si sono impegnati originariamente nelle politiche di composizione. Di conseguenza, in queste strategie, la credibilità, l'impegno e le questioni relative alla coerenza temporale sono al centro dell'attenzione.

La terza serie di documenti - "Issues Regarding the Use of the Policy Rate Tool" e "Issues in the Use of the Balance Sheet Tool" - torna alla prima delle domande poste in precedenza: "Qual è lo stato attuale delle conoscenze in merito all'uso e all'efficacia della politica dei tassi di interesse, delle politiche di Forward

¹⁵ Il Price-Level Targeting (Targeting per livello di prezzo) è un modo in cui le banche centrali attuano la politica monetaria mirando a un livello specifico di un indice dei prezzi, come il CPI. Il PLT apporta aggiustamenti in base a ciò che è accaduto nel recente passato.

¹⁶ Il Flexible Average Inflation Targeting (FAIT) è un obiettivo d'inflazione medio e, quindi, non costante.

Guidance e delle Balance Sheet Policy, in particolare vicino all'ELB?" Questi documenti si concentrano sulle possibili modalità per far evolvere l'uso degli strumenti del FOMC in una futura recessione e su approcci alternativi alle BSP, tra i quali rientrano il controllo della curva dei rendimenti e la politica dei tassi di interesse negativi. I documenti precedentemente elencati sono costruiti sulla base di un target d'inflazione ancorato al 2%, sulle sue alternative e sulle lezioni apprese riguardo agli strumenti (provati e non) disponibili per il perseguimento degli obiettivi del FOMC. Queste analisi, tuttavia, non hanno esaminato molti aspetti rilevanti per la revisione del quadro, come ad esempio la misurazione del tasso naturale di disoccupazione e le politiche di stabilità finanziaria. A questi argomenti, quindi, è stata dedicata una serie finale di documenti. Il primo, "Unemployment Rate Benchmarks", discute diversi concetti frequentemente utilizzati dalla Federal Reserve per valutare lo stato attuale dell'economia.

Il secondo "Distributional Issues for Monetary Policy Strategy " sottolinea i vari effetti che le politiche monetarie hanno sulle diverse popolazioni, i quali possono essere associati alla frequenza, alla durata e alla gravità delle recessioni economiche. Questo documento è stato sviluppato sulla base dei Fed Listens, dai quali è emersa una profonda preoccupazione per le opportunità e l'esposizione dei lavoratori appartenenti alle fasce di reddito più basse; preoccupazioni che si sono dimostrate fondate, considerato che i dipendenti con i salari più bassi sono stati colpiti in modo significativo dalla recessione causata dalla pandemia.

Il terzo documento di questa serie, intitolato "Monetary Policy Strategies and Tools: Financial Stability Considerations", analizza le implicazioni che le strategie e gli strumenti di politica monetaria, considerati nell'ambito della revisione del quadro, hanno per la stabilità finanziaria. Quest'ultimo discute, inoltre, gli aspetti chiave di un contesto in cui i bassi tassi di interesse influenzano l'interazione tra politica e stabilità finanziaria.

Infine, i vantaggi e i costi dei vari intervalli target di inflazione sono trattati nell'ultimo documento intitolato "Considerations Regarding Inflation Ranges".

1.5 Fed Listen Post-COVID

La serie di incontri Fed Listens si è conclusa prima dell'epidemia di coronavirus che ha causato un rapido cambiamento della sanità pubblica e degli ambienti economici. La Fed ha quindi ritenuto necessario un ulteriore incontro di aggiornamento che si è tenuto, virtualmente, il 21 maggio 2020. Dall'incontro sono emerse nuove difficoltà, soprattutto nelle fasce di popolazione a basso reddito che hanno riscontrato un elevato tasso di perdita dei posti di lavoro e un altrettanto alto tasso di infezione. In questa fascia, anche i dipendenti che sono riusciti a mantenere il lavoro hanno affrontato diverse criticità dovute alle condizioni lavorative più rischiose e alla crescita di maggiori esigenze personali. In merito alle esigenze personali vale la pena menzionare la chiusura delle scuole e degli asili nido che hanno reso più complicato l'accudimento dei figli, soprattutto considerando che difficilmente nelle fasce di reddito basse si riesce a godere del privilegio di poter lavorare a distanza. I relatori hanno quindi manifestato la loro preoccupazione sul fatto che la crisi del COVID-19 aggraverà le disuguaglianze esistenti, in particolare per le comunità afroamericane e latine.

I pensionati si sono mostrati molto preoccupati per gli aspetti sanitari della pandemia e per i rischi associati

alla troppo affrettata ripartenza dell'economia. Hanno anche segnalato una crescente preoccupazione per la loro situazione finanziaria rispetto a prima dell'emergere della crisi sanitaria.

La pandemia ha fatto emergere nuove sfide nei vari settori. Tra queste, le più rilevanti, sono quelle nel settore dei servizi alimentari. La domanda di prodotti alimentari, infatti, ha subito un forte calo e i ristoranti hanno dovuto cambiare le proprie offerte per riflettere la domanda di cibo da asporto e riprogettare gli spazi all'interno dei propri locali per consentire il distanziamento sociale in cucina e in sala. Nell'incontro si è anche analizzato il ruolo delle "Community Development Financial Institution (CDFI)"¹⁷ e le "Community Bank (CB)"¹⁸ che hanno avuto successo nell'aiutare i propri mutuatari a richiedere e ottenere prestiti nell'ambito del "Paycheck Protection Program (PPP)"¹⁹, che, a sua volta, ha permesso di salvare molte piccole imprese. Inoltre, si è anche parlato di come queste istituzioni abbiano sostenuto ulteriormente il sistema economico permettendo alle piccole imprese, che avevano già ottenuto un mutuo, di dilazionare i vecchi prestiti e ottenerne di nuovi.

1.6 Completamento della revisione

Il completamento della revisione è stato annunciato il 27 agosto 2020 dal presidente della Fed, Jerome Powell, il quale ha presentato gli aggiornamenti in merito agli obiettivi di lungo periodo e alla strategia di politica monetaria. La dichiarazione ha avuto anche lo scopo di rafforzare la trasparenza, la responsabilità e l'efficacia delle strategie adottate.

Durante l'annuncio sono state presentate esplicitamente le nuove sfide, generate da un contesto in cui i tassi di interesse erano persistentemente bassi, per la politica monetaria ed è stato affermato che negli Stati Uniti e in tutto il mondo, probabilmente, a differenza dal passato, i tassi di interesse di riferimento per la politica monetaria resteranno vincolati dal loro limite inferiore.

In seguito a queste dichiarazioni strutturali il presidente della Fed ha annunciato importanti novità, in particolare per quanto riguarda l'obiettivo di stabilità dei prezzi. La Fed, infatti, ha modificato la sua strategia per raggiungere l'obiettivo di inflazione di lungo periodo del 2%, optando per un obiettivo di inflazione legato ad una particolare formula matematica che ne definisce la media. Pertanto, questo approccio può essere visto come una strategia di "Flexible Average Inflation Targeting (FAIT)". A tal fine, durante la dichiarazione è stato affermato che dopo i periodi in cui l'inflazione fosse rimasta costantemente al di sotto del 2%, una politica monetaria appropriata avrebbe probabilmente mirato a raggiungere un'inflazione moderatamente superiore per qualche tempo.

In merito all'obiettivo di massima occupazione, è stato dichiarato che la Fed non avrebbe più reagito ad una qualsiasi deviazione dal suo livello massimo, ma che sarebbe intervenuta solo in caso di carenze occupazionali, convinti che un mercato del lavoro solido potrà essere sostenuto senza causare un aumento

¹⁷ Le Community Development Financial Institution sono istituti finanziari che forniscono servizi di credito a mercati e popolazioni svantaggiate, principalmente negli Stati Uniti ma anche nel Regno Unito.

¹⁸ Una Community Bank è un istituto di deposito che è tipicamente di proprietà e gestione locale. Queste banche tendono a concentrarsi sulle esigenze delle imprese e delle famiglie all'interno dei luoghi in cui hanno filiali e uffici.

¹⁹ Il Paycheck Protection Program è un programma di prestito aziendale da 953 miliardi di dollari istituito dal governo federale degli Stati Uniti nel 2020 per aiutare le imprese e alcune organizzazioni senza scopo di lucro a pagare i propri lavoratori.

indesiderato dell'inflazione. Questa dichiarazione trova la sua giustificazione nel fatto che se pure la massima occupazione rappresenta un obiettivo ampio e inclusivo, essa non è direttamente misurabile ed è soggetta a variazioni nel tempo, principalmente a causa di fattori non monetari che influenzano la struttura e le dinamiche del mercato del lavoro. Di conseguenza, il Comitato ha ritenuto che non sarebbe stato opportuno specificare un obiettivo fisso per l'occupazione, ma, nonostante questo, è stato dichiarato che le decisioni saranno prese in considerazione delle valutazioni delle carenze lavorative rispetto al livello massimo di occupazione, riconoscendo che queste saranno necessariamente incerte e soggette a revisione. Nel definire la politica monetaria, è stato affermato che il raggiungimento sostenibile della massima occupazione e della stabilità dei prezzi dipende da un sistema finanziario stabile. Pertanto, le decisioni politiche del Comitato rifletteranno i suoi obiettivi a lungo termine, le sue prospettive a medio termine e le sue valutazioni del bilanciamento dei rischi, inclusi quelli per il sistema finanziario che potrebbero impedire il raggiungimento degli obiettivi precedentemente indicati.

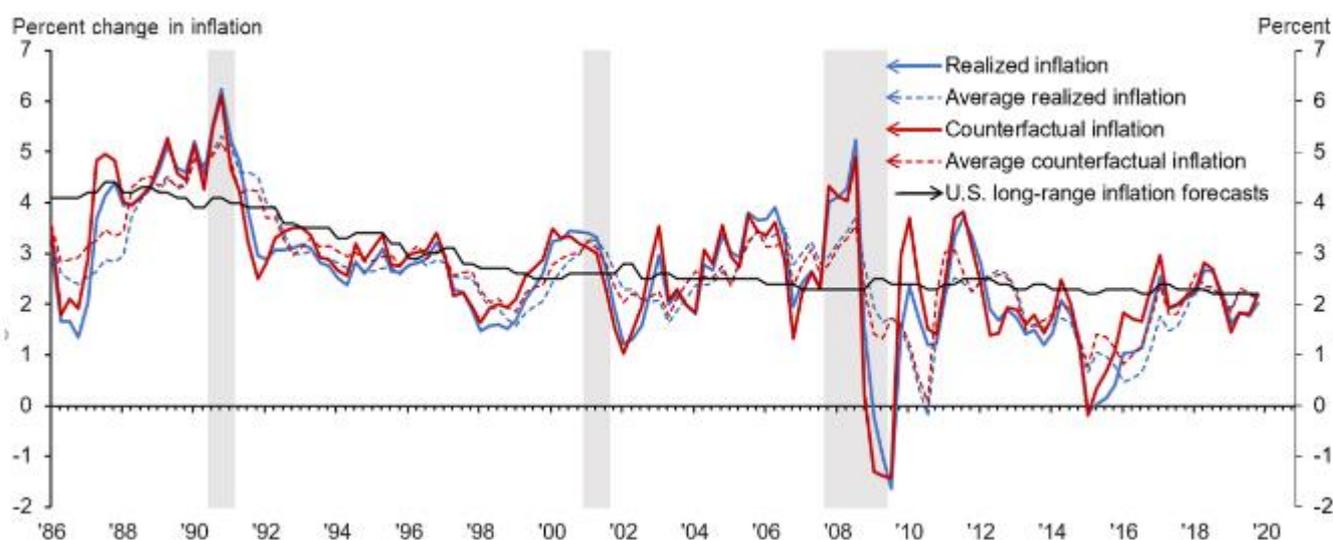
Inoltre, è stato dichiarato che se pur gli obiettivi del Comitato in materia di occupazione e inflazione sono generalmente complementari, in circostanze in cui il Comitato ritenga che non lo siano, esso terrà conto degli orizzonti temporali potenzialmente diversi su cui si prevede che occupazione e inflazione tornino a livelli considerati coerenti con il suo mandato.

Infine, è stato riferito che il FOMC continuerà la sua pratica di rivalutazione della Dichiarazione sugli obiettivi e la politica a lungo termine durante le sue riunioni organizzative annuali ogni gennaio e che intende intraprendere una revisione pubblica della sua strategia, degli strumenti e delle pratiche di comunicazione di politica monetaria all'incirca ogni cinque anni.

1.7 Come potrebbe cambiare la politica monetaria

Sulla base di uno scenario controfattuale, volto a stimare la struttura dell'economia statunitense e globale, è possibile osservare come si sarebbe comportata l'inflazione se la Federal Reserve avesse adottato un regime di Flexible Average Inflation Targeting dal 1986 (dopo un periodo di elevata inflazione statunitense) al 2019 (fig.2).

Figura 2: Effetti ipotetici che si sarebbero ottenuti con un regime di Flexible Average Inflation Targeting dal 1986 al 2019



Note: Le barre ombreggiate indicano le recessioni statunitensi designate dal "National Bureau of Economic Research (NBER)". La previsione di inflazione a lungo termine è una media quinquennale, previsione a cinque anni da Blue Chip Economic Indicators. L'inflazione effettiva (blu) è il dato osservato e l'inflazione controfattuale (rosso) è l'inflazione che ci si sarebbe aspettati dagli Stati Uniti. Otteniamo questo controfattuale simulando un modello strutturale dell'economia statunitense in base a una regola di targeting per inflazione media di due anni. Le linee continue rappresentano il cambiamento anno su anno, le linee tratteggiate rappresentano la media mobile di otto trimestri dei tassi di crescita trimestrali annualizzati.

Source: Blue Chip Economic Indicators; FRED database; National Bureau of Economic Research: authors' calculations.

In questo scenario controfattuale, in cui i responsabili politici reagiscono all'inflazione media su due anni piuttosto che alla sola inflazione contemporanea, i parametri strutturali chiave sulle preferenze e sulla tecnologia rimangono invariati ai valori stimati. Inoltre, nel modello si assume che l'economia sia colpita dalla stessa sequenza di shock interni ed esterni (compresi quelli monetari).

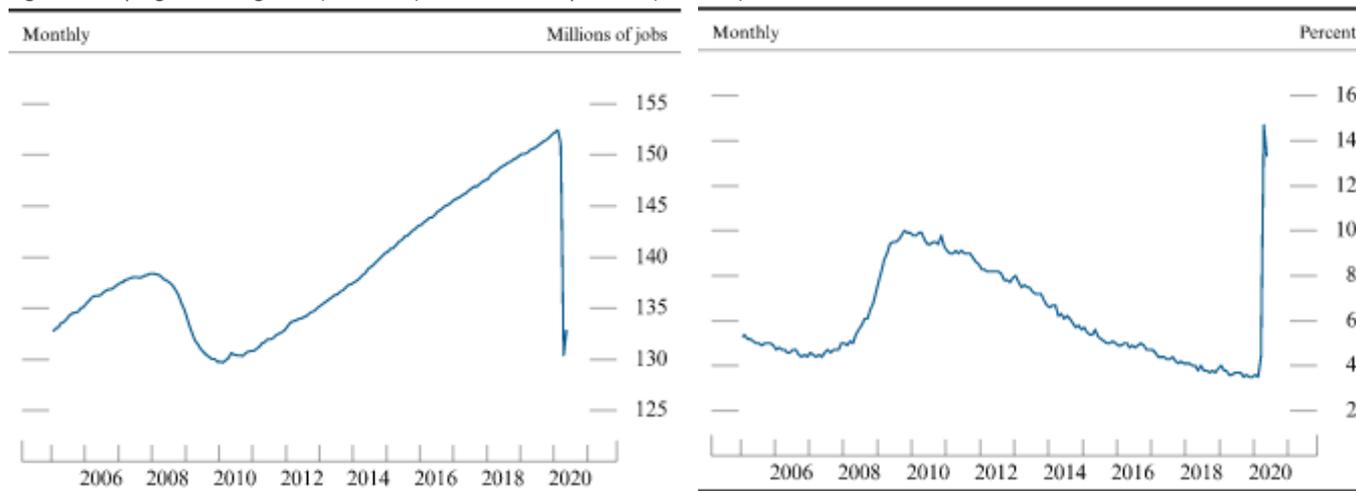
L'analisi controfattuale suggerisce che, se le aspettative di inflazione di lungo periodo fossero rimaste come osservate nei dati, la parte ciclica dell'inflazione statunitense sarebbe stata in media solo di 0,1 punti percentuali in più al di sotto dell'obiettivo di inflazione media rispetto a quanto si è verificato con il precedente regime di politica monetaria. Inoltre, bisogna considerare che se le aspettative di inflazione a lungo termine si fossero rafforzate in questo controfattuale, ciò avrebbe probabilmente portato a un'inflazione complessivamente più elevata. Quindi perché adottare un targeting d'inflazione medio? Quando gli shock della domanda aggregata spingono l'economia al limite inferiore effettivo, la teoria suggerisce che l'effetto cumulativo esercita anche una forte pressione al ribasso sull'inflazione. La preoccupazione è che i risultati dell'inflazione al di sotto dell'obiettivo possano radicarsi in aspettative di inflazione più basse e al di sotto dell'obiettivo. Ciò rappresenterebbe una sfida per la Fed nel raggiungimento dei suoi obiettivi di doppio mandato. L'obiettivo dell'inflazione media consente alla Fed di "compensare" l'inflazione persa per sostenere il precedente equilibrio. Adottando l'obiettivo di inflazione media, la Fed comunica che il 2% non è un tetto massimo per l'inflazione e che potrebbe lasciare che l'inflazione superi il 2% in modo modesto e temporaneo per compensare la bassa inflazione passata. L'obiettivo principale di questo cambiamento di politica è ancorare le aspettative di inflazione.

Capitolo 2 – Scenari macroeconomici negli USA durante la pandemia

2.1 Diffusione del virus

A marzo del 2020, in risposta all'emergenza sanitaria generata dalla diffusione del COVID-19, negli Stati Uniti, come nel resto del mondo, sono state adottate numerose misure di protezione per limitare la trasmissione del virus. Queste misure di distanziamento sociale hanno costretto alla chiusura vari settori dell'economia, provocando un calo improvviso e senza precedenti dell'attività economica con un aumento storico della disoccupazione. La gravità, la portata e la velocità della conseguente flessione dell'attività economica sono state significativamente peggiori di qualsiasi recessione dalla Seconda guerra mondiale. Le gravi ripercussioni economiche della pandemia sono state particolarmente visibili sul mercato del lavoro: a maggio 2020 si stimava una perdita di quasi 20 milioni di posti di lavoro rispetto all'inizio dell'anno e il tasso di disoccupazione aumentò di circa 10 punti percentuali, al 13,3% (fig.3).

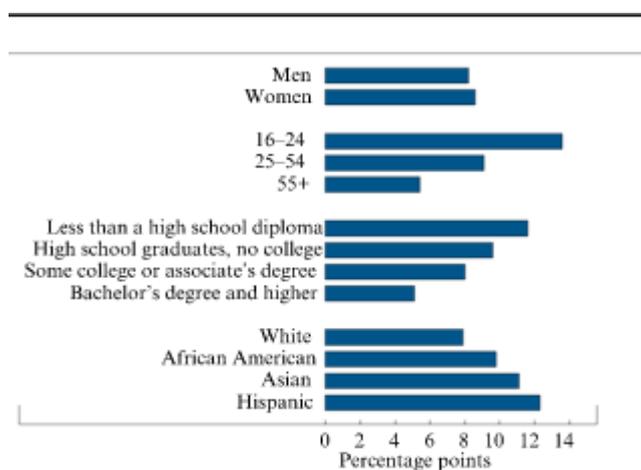
Figura 2: Impiegati non agricoli (a sinistra) e tasso di occupazione (a destra)



Note: I dati arrivano fino a maggio 2020.
 Source: Bureau of Labor Statistics via Haver Analytics.

L'onere della recessione non ha inciso allo stesso modo su tutti gli americani. Infatti, le famiglie a basso reddito hanno sperimentato, di gran lunga, il calo più netto dell'occupazione. La perdita dei posti di lavoro di afroamericani, ispanici e donne è stata maggiore di quella di altri gruppi, generando preoccupazioni di un ulteriore ampliamento dei divari economici all'interno della popolazione. Inoltre, il calo dell'occupazione è stato particolarmente ampio anche per le persone di età compresa tra i 16 e i 24 anni rispetto ai lavoratori più anziani e per le persone senza laurea rispetto a quelle con almeno una laurea (fig.4). Sebbene le disparità nel mercato del lavoro tra i gruppi spesso aumentino durante le recessioni, alcuni fattori esclusivi di questo episodio hanno contribuito a generare questa divergenza, in particolare le misure di distanziamento sociale adottate per limitare le interazioni tra le persone. Poiché i lavori differiscono per il grado in cui implicano il contatto personale e la vicinanza fisica, per la facoltà o meno di poter lavorare a distanza e per il fatto che la loro funzione possa essere ritenuta "essenziale" oppure no, le misure adottate hanno avuto conseguenze disparate in tutti i settori. In generale, i gruppi che hanno subito i maggiori cali occupazionali sono stati principalmente quelli impiegati in settori come quello degli alloggi, dei servizi di ristorazione e del commercio al dettaglio.

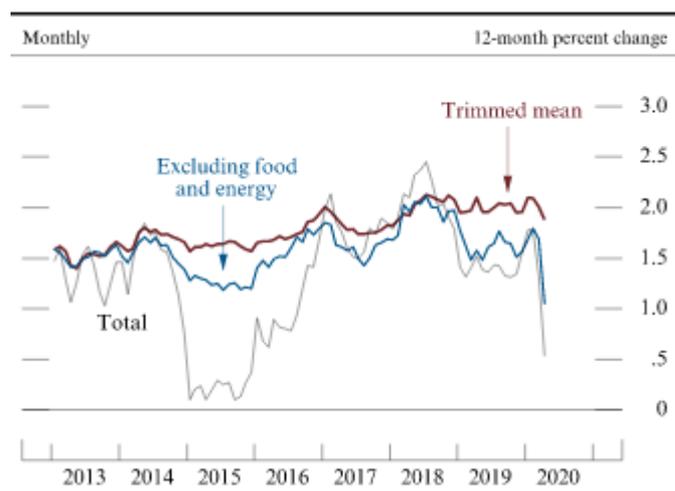
Figura 3: diminuzione del tasso di occupazione tra gruppi demografici



Note: I dati rappresentano i cambiamenti da febbraio a maggio 2020.
 Source: Bureau of Labor Statistics via Haver Analytics.

L'inflazione dei prezzi al consumo, misurata dalla variazione su 12 mesi dell'indice dei prezzi delle spese per consumi personali, ha subito un brusco rallentamento. Questo è stato indotto in parte dal forte calo dei prezzi dell'energia e in parte dalle riduzioni senza precedenti della domanda di alcuni servizi a causa del distanziamento sociale (fig. 5). Al contrario, i prezzi dei generi alimentari sono aumentati, nonostante il calo dei prezzi delle materie prime alimentari, probabilmente riflettendo la maggiore domanda nei negozi di alimentari al dettaglio e i problemi nella catena di approvvigionamento. Nonostante la situazione tumultuosa, le misure basate sui sondaggi delle aspettative di inflazione su orizzonti di medio e lungo termine, le quali probabilmente determinano l'inflazione effettiva influenzando le decisioni di determinazione dei salari e dei prezzi, sono rimaste abbastanza stabili (fig. 6).

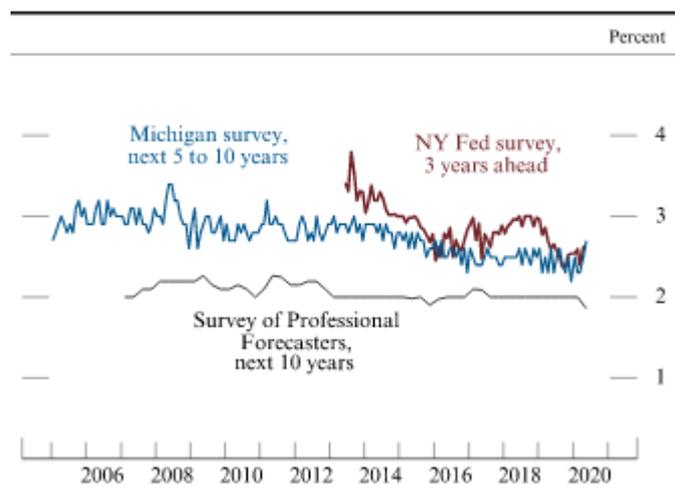
Figura 4: Cambiamento dell'indice PCE



Note: I dati arrivano fino ad aprile 2020.

Source: Per "Trimmed mean", Federal Reserve Bank of Dallas, per gli altri, Bureau of Economic Analysis.

Figura 5: Sondaggi sulle aspettative di inflazione



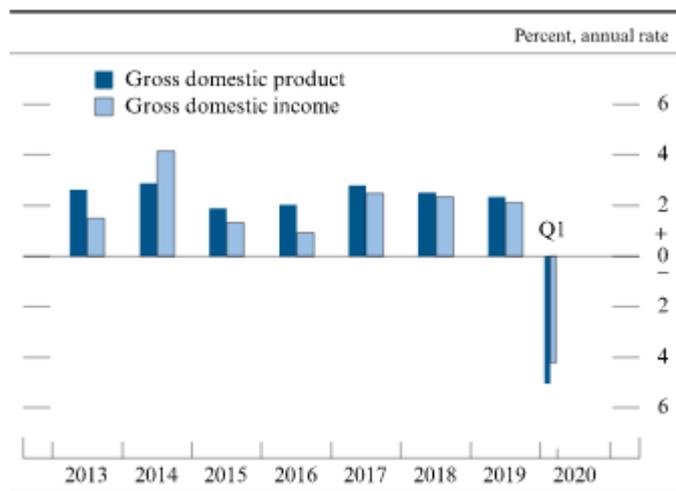
Note: Le serie sono una mediana delle risposte ai sondaggi. I sondaggi del Michigan sono mensili. I sondaggi dei Professional Forecaster sono quadrimestrali e vanno dal primo quadrimestre del 2007 al secondo quadrimestre del 2020. I sondaggi della Fed di NY sono mensili e iniziano da giugno 2013.

Source: University of Michigan, Federal Reserve Bank of New York e Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Il prodotto interno lordo (PIL) reale è diminuito ad un tasso annuo del 5% nel primo trimestre del 2020 accompagnato dai presupposti di una contrazione molto più ampia nei mesi successivi (fig. 7). Questa grave

contrazione rifletteva un forte calo della spesa dei consumatori associabile alle misure per contenere la diffusione del virus. Nel settore manifatturiero, la produzione è diminuita drasticamente a marzo e ha subito il suo calo più grande mai registrato ad aprile, poiché molte fabbriche hanno chiuso temporaneamente in questi mesi.

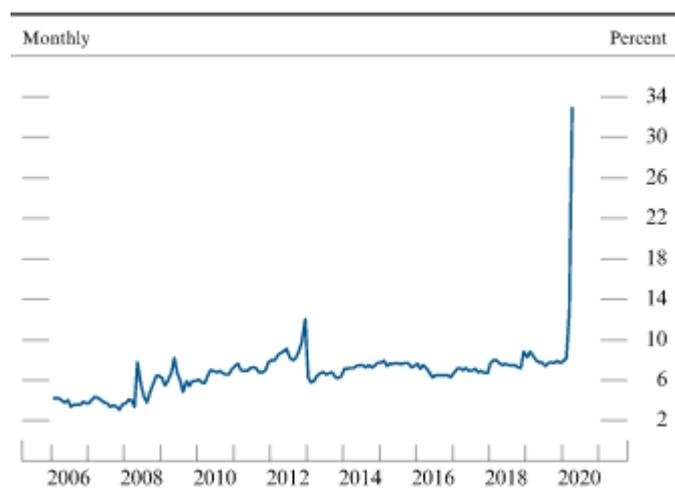
Figura 6: Prodotto interno lordo e reddito interno lordo



Source: Bureau of Economic Analysis.

Il distanziamento sociale ha portato ad un drastico calo della spesa e dei guadagni delle famiglie. Il “PCE”²⁰ reale è sceso ad un tasso annuo del 6,8% nel primo trimestre del 2020, uno dei maggiori cali trimestrali nella storia di questa serie. Inoltre, le preoccupazioni delle famiglie per la loro situazione economica hanno portato ad un forte aumento del risparmio privato per motivi precauzionali (fig. 8).

Figura 7: Tasso di risparmio privato



Note: I dati arrivano fino ad aprile 2020.

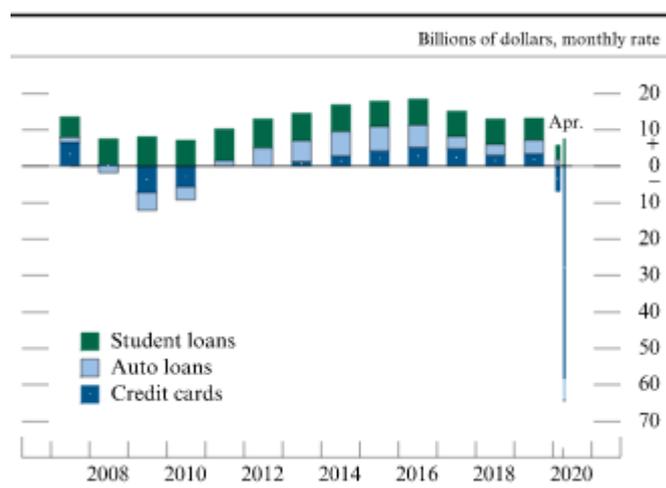
Source: Bureau of Economic Analysis.

I mercati finanziari hanno subito un crollo dei prezzi delle azioni e una notevole diminuzione dei rendimenti nominali dei *Treasury*, con i rendimenti dei titoli a lungo termine che raggiunsero i minimi storici. I differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie rispetto a quelli dei titoli del Tesoro con scadenza

²⁰ L' indice dei prezzi PCE è un indicatore dell'aumento medio dei prezzi per tutti i consumi personali domestici negli Stati Uniti.

comparabile si ampliarono notevolmente a causa del peggioramento della qualità creditizia delle imprese e del deterioramento del funzionamento del mercato. Nella fase più acuta di questo periodo, le condizioni di scambio sono diventate estremamente illiquide e alcuni mercati critici hanno smesso di funzionare correttamente. Anche l'indebitamento dei consumatori è diminuito a causa del crollo della spesa e diversi mercati che supportavano i prestiti al consumo hanno subito gravi tensioni, compreso il mercato dei titoli garantiti da ipoteche residenziali (MBS), nonché i mercati delle cartolarizzazioni di auto, carte di credito e prestiti per studenti (fig. 9). In risposta, la Federal Reserve ha adottato misure senza precedenti per ripristinare il regolare funzionamento del mercato e per sostenere il flusso di credito nell'economia, inclusa la creazione di una serie di linee di credito e di liquidità di emergenza.

Figura 8: Flussi di credito al consumo



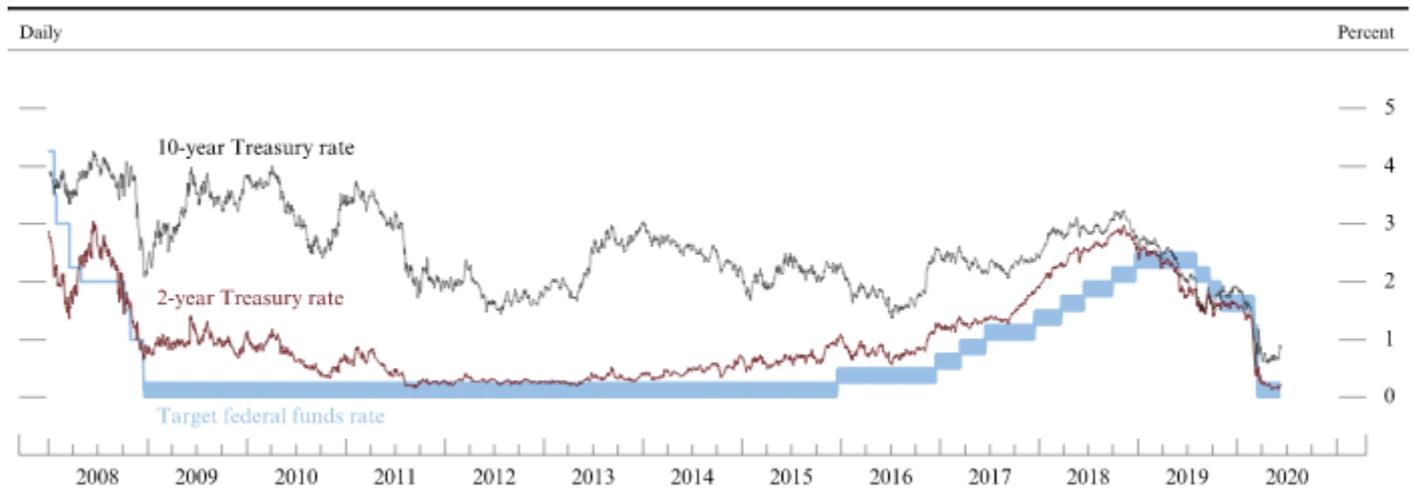
Source: Federal Reserve Board.

A seguito di due riunioni tenutesi a marzo, il Federal Open Market Committee (FOMC) ha abbassato l'intervallo obiettivo per il tasso sui fondi federali di un punto e mezzo percentuale, raggiungendo un intervallo che va dallo 0 al 25 per cento. In particolare, all'inizio di marzo, il Comitato abbassò la fascia obiettivo per il tasso sui fondi federali di mezzo punto percentuale e a metà dello stesso mese ha ridotto ulteriormente la fascia di un punto percentuale. In connessione ai cambiamenti nella fascia obiettivo, la Fed ha diminuito gli interessi pagati sui saldi di riserva e il tasso di interesse offerto sugli accordi di riacquisto overnight (fig. 10). In un contesto di crescente stress sui mercati di finanziamento, a metà marzo, la Federal Reserve ha annunciato diverse modifiche al programma di credito primario. La durata di questi prestiti, che in precedenza erano costituiti principalmente da anticipi overnight, venne estesa per consentire agli istituti di deposito di prendere in prestito fino a 90 giorni. A seguito di questi sviluppi, i prestiti nell'ambito del programma di credito primario sono aumentati in modo significativo, raggiungendo un picco di circa 50 miliardi di dollari alla fine di marzo 2020; ben al di sopra del livello tipico di circa 10 milioni di dollari che prevaleva nel 2019. Successivamente la Fed ha annunciato azioni coordinate con altre banche centrali per migliorare la fornitura di liquidità tramite accordi di linee basate su swap di liquidità permanenti in dollari USA e l'istituzione di accordi temporanei di liquidità con nove banche centrali aggiuntive. La dimensione delle linee di scambio, che era vicino allo zero a metà marzo, raggiunse circa i \$ 450 miliardi alla fine di

aprile.

Queste azioni, insieme alla risposta aggressiva della politica fiscale, sono riuscite a stabilizzare i mercati finanziari e ad apportare un notevole miglioramento delle condizioni finanziarie sia per le imprese e le famiglie che per i governi statali e locali. Ciononostante, gli standard di prestito sono diventati meno accomodanti e più rigidi, soprattutto per le famiglie e le imprese con un rating basso.

Figura 9: Andamento dei tassi d'interesse

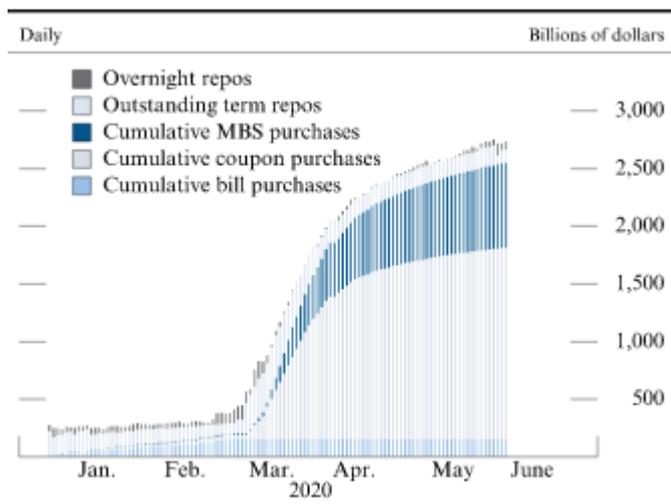


Note: I tassi d'interesse del Tesoro a 10 e 2 anni si basano sugli asset a tassi fisso più scambiati.

Source: Department of the Treasury e Federal Reserve Board.

Nella riunione di metà marzo, il Comitato ha deciso che, oltre ad abbassare la fascia obiettivo per il tasso sui fondi federali, la Fed avrebbe aumentato le disponibilità di titoli del Tesoro di almeno \$ 500 miliardi e le sue partecipazioni in MBS di almeno \$ 200 miliardi (fig. 11).

Figura 10: Operazioni di mercato della Fed



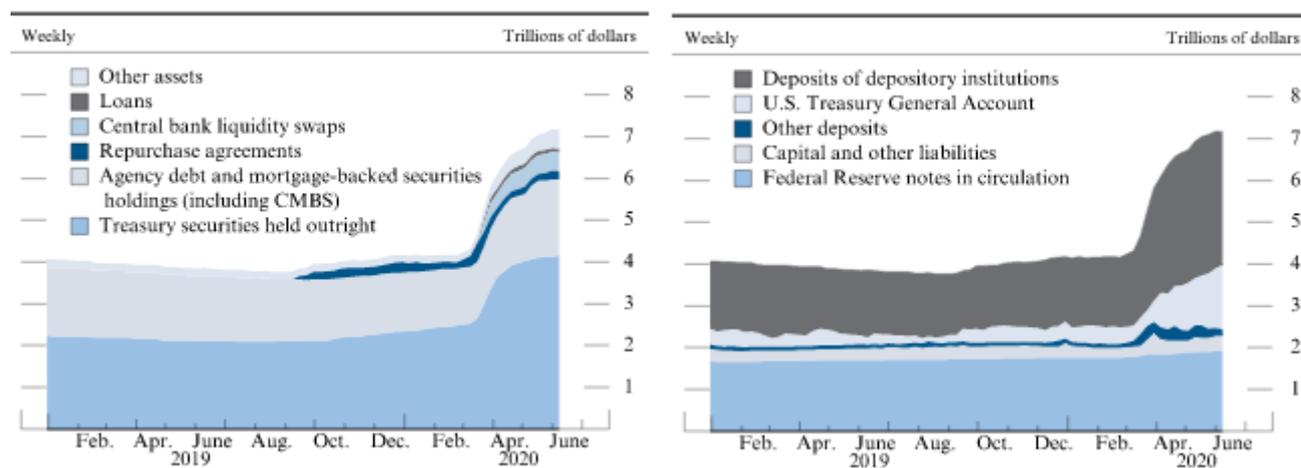
Note: I dati partono dal 2 gennaio 2020.

Source: Federal Reserve Bank of New York.

L'aumento delle attività della Federal Reserve ha portato ad un aumento proporzionato dell'entità delle passività nel suo bilancio. I saldi di riserva raggiunsero quota \$ 3,3 trilioni, con un aumento di \$ 1,7 trilioni dall'inizio del 2020. Aumentarono anche diverse passività non di riserva. A marzo e aprile, le banconote

della Federal Reserve sono cresciute più rapidamente del normale, in parte in risposta alla pandemia di COVID-19, e hanno raggiunto quota \$ 1,9 trilioni, con un aumento di \$ 144 miliardi dall'inizio dell'anno. Inoltre, il conto generale del Tesoro statunitense (TGA) presso la Federal Reserve, che il Tesoro utilizza per ricevere tasse e proventi delle aste dei suoi *bound* e per elaborare le spese del governo, è stato incrementato notevolmente. All'inizio del 2020, il saldo TGA era di circa \$ 400 miliardi, in preparazione alla spesa fiscale relativa al “CARES Act”²¹ e ad altre misure di stimolo; il 3 giugno raggiunse il massimo di 1,4 trilioni di dollari (fig. 12).

Figura 11: Attività (a sinistra) e passività (a destra) della Federal Reserve



Source: Federal Reserve Board.

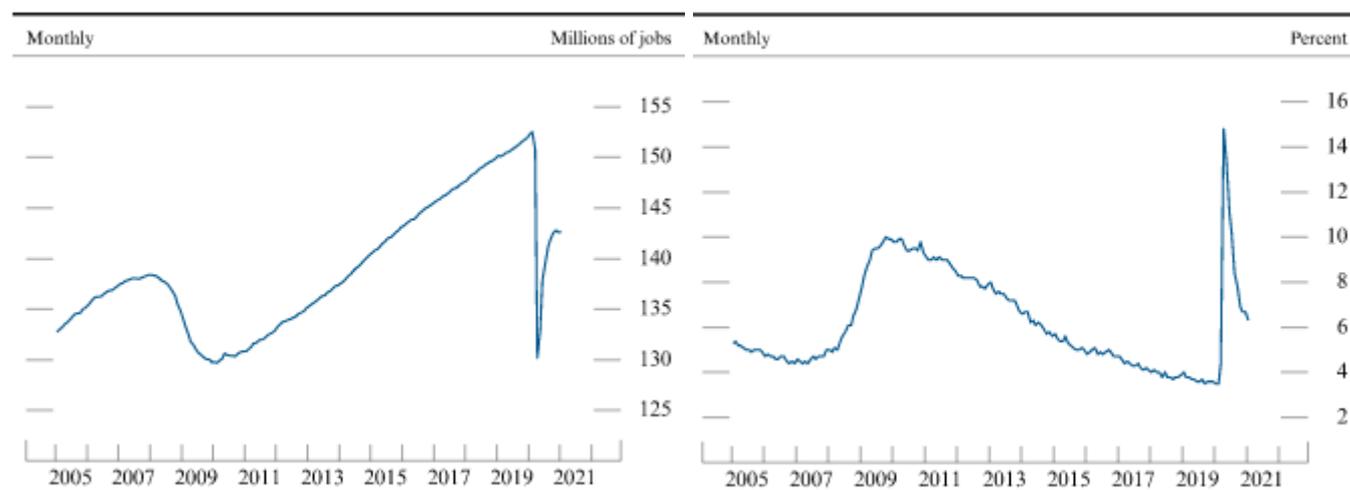
2.2 Seconda ondata epidemica

Nell'estate del 2020, con la fine del *lockdown*, alcuni indicatori hanno iniziato a mostrare una stabilizzazione e in alcune aree un modesto rimbalzo dell'attività economica. Grazie all'allentamento delle restrizioni sulla mobilità e sul commercio e all'estensione dei prestiti e delle sovvenzioni federali, alcune imprese hanno iniziato a riaprire. Nonostante questo, i livelli di produzione e occupazione sono rimasti ben al di sotto dei livelli pre-pandemia. Dopo una leggera ripresa dell'attività economica durante il periodo estivo, lo slancio ha rallentato notevolmente. Il percorso dell'economia è tornato a dipendere in modo significativo dall'andamento del virus e dalle misure intraprese per controllarne la diffusione.

L'aggravamento dei casi di COVID-19, dei ricoveri e dei decessi sono stati causa di grandi difficoltà per milioni di americani e hanno avuto un gran peso sull'attività economica e sulla creazione di posti di lavoro. Da novembre 2020 a gennaio 2021, l'occupazione è cresciuta ad una media mensile di sole 29.000 unità, attestandosi a quasi 10 milioni di posti di lavoro al di sotto dei livelli pre-pandemia. Il tasso di disoccupazione, in questo periodo, si attestava intorno al 6,3% e la partecipazione al mercato del lavoro risultava gravemente depressa (fig. 13). Nel complesso, il rapporto occupazione/popolazione - la quota della popolazione con un lavoro, indipendentemente dal numero di persone in cerca di lavoro - all'inizio del 2021 era di 3,6 punti percentuali al di sotto del livello registrato nello stesso periodo dell'anno precedente.

²¹ Il Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act, noto anche come CARES Act, è un disegno di legge di stimolo economico da 2,2 trilioni di dollari approvato dal 116° Congresso degli Stati Uniti e convertito in legge dal presidente Donald Trump il 27 marzo 2020, in risposta alle ricadute economiche del COVID-19.

Figura 12: Impiegati non agricoli (a sinistra) e tasso di occupazione (a destra)

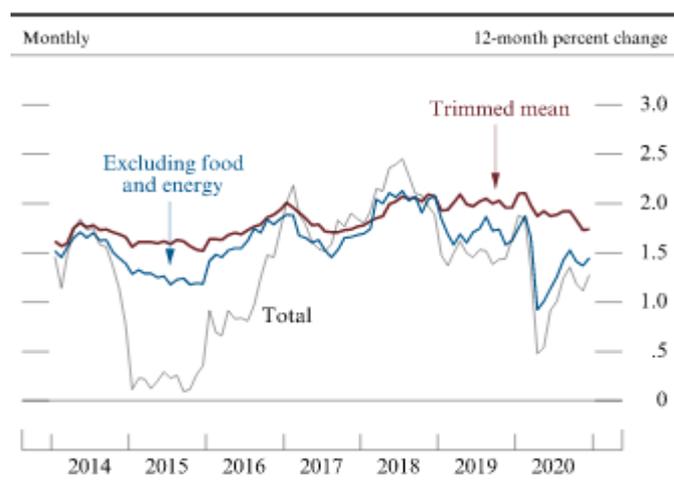


Note: I dati arrivano fino a gennaio 2021.

Source: Bureau of Labor Statistics via Haver Analytics.

Dal minimo dello 0,5% ad aprile 2020, l'inflazione si è parzialmente ripresa raggiungendo l'1,3% a dicembre, restando però ancora ben al di sotto dell'obiettivo del 2% del FOMC (fig. 14). Il basso livello di inflazione dei prezzi al consumo rifletteva in parte il deterioramento dell'attività economica. Ad esempio, l'inflazione degli affitti degli inquilini e dei canoni equivalenti dei proprietari, che tendono a essere sensibili alle condizioni economiche complessive, si sono attenuati nel 2020 rispetto ai tassi osservati negli anni precedenti. La bassa inflazione rifletteva anche l'effetto netto di una serie di cambiamenti causati dalla pandemia in settori specifici, come ad esempio il calo dei prezzi della benzina causato dal crollo dei prezzi del petrolio nella prima parte dell'anno, che si è parzialmente invertito solo nella seconda metà. Allo stesso modo, le tariffe aeree e i prezzi degli hotel sono diminuiti notevolmente, spinti da enormi riduzioni della domanda dovute alla pandemia. Al contrario, i prezzi di alcuni beni durevoli, come autoveicoli ed elettrodomestici, sono aumentati durante l'estate e sono rimasti elevati fino alla fine dell'anno, in parte anche grazie allo spostamento della domanda dai servizi verso questi beni (fig. 15).

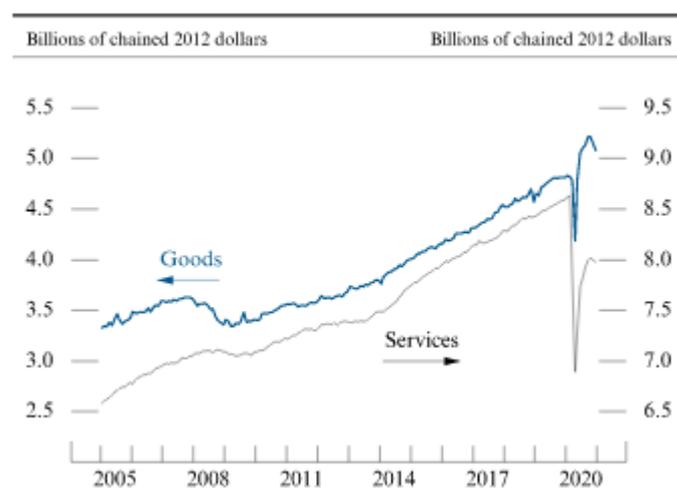
Figura 13: Cambiamento dell'indice PCE



Note: I dati arrivano fino a dicembre 2020.

Source: Per "Trimmed mean", Federal Reserve Bank of Dallas, per gli altri, Bureau of Economic Analysis.

Figura 14: Spese reali per il consumo

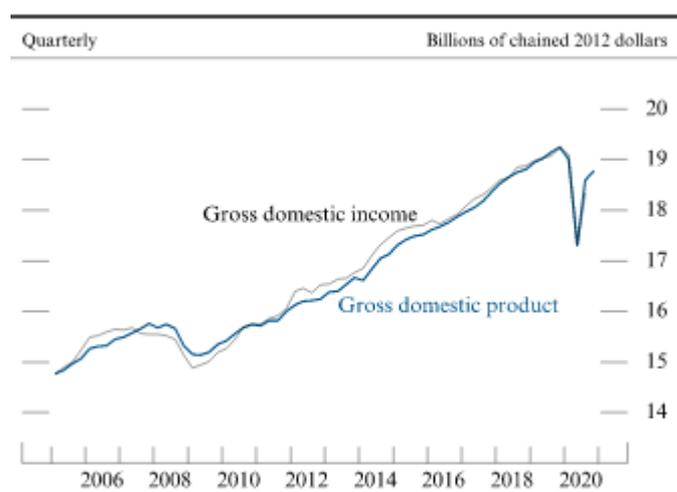


Note: I dati arrivano fino a dicembre 2020.

Source: Bureau of Economic Analysis.

Dopo essersi contratto con una velocità e una gravità senza precedenti nella prima metà del 2020, il PIL è aumentato rapidamente nel terzo trimestre ed ha continuato a crescere, anche se a un ritmo molto più lento, nel quarto trimestre (fig. 16). Il rimbalzo dell'attività riflette un allentamento del distanziamento sociale volontario e obbligatorio, nonché l'ampio sostegno fiscale e monetario. Tuttavia, la ripresa è rimasta incompleta: alla fine del 2020, il PIL era del 2,5% al di sotto del livello di quattro trimestri prima. Questa ripresa incompleta si è caratterizzata dalla debolezza del consumo di servizi e delle esportazioni complessive, che sono stati in gran parte il risultato delle misure di distanziamento sociale adottate per contenere il virus, sia negli Stati Uniti che all'estero.

Figura 15: Prodotto interno lordo e reddito interno lordo



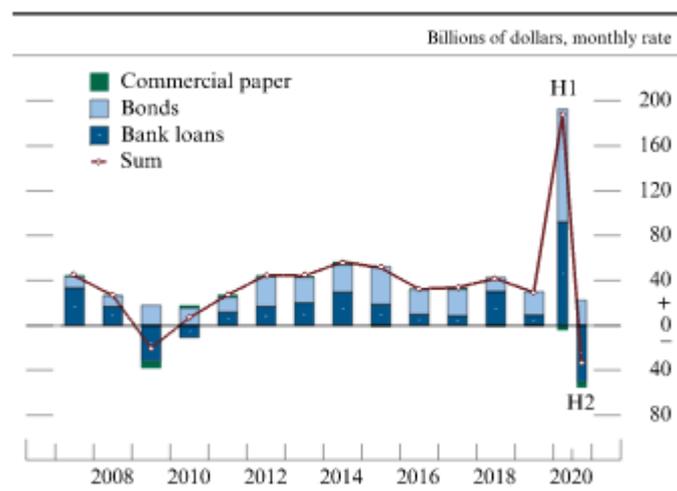
Note: I dati arrivano fino a dicembre 2020.

Source: Bureau of Economic Analysis.

Gli investimenti fissi delle imprese, ovvero le spese private per attrezzature, strutture, ricerca e sviluppo e altre proprietà intellettuali, hanno subito una forte contrazione nella prima metà del 2020, ma hanno ripercorso ampiamente il calo nella seconda metà dell'anno. La ripresa degli investimenti delle imprese si è concentrata nelle attrezzature e nella proprietà intellettuale, aumentate del 2,4% e supportate da un clima

aziendale più forte, migliori condizioni di finanziamento e dall'eliminazione delle interruzioni dirette dovute al distanziamento sociale. Inoltre, la crisi sanitaria e il passaggio al telelavoro diffuso hanno portato ad un aumento degli investimenti sia in apparecchiature mediche che in computer. Gli investimenti nella perforazione, invece, sono stati particolarmente colpiti e sono diminuiti del 30% nel 2020 a causa del calo della domanda di energia e dei prezzi del petrolio. La ripresa degli investimenti aziendali è stata agevolata dalle condizioni finanziarie generalmente accomodanti. In particolare, i tassi di interesse sono rimasti molto bassi e gli spread delle obbligazioni societarie si sono ridotti. L'emissione lorda di obbligazioni societarie non finanziarie è rimasta solida nella seconda metà del 2020, nonostante il rallentamento rispetto al ritmo avuto nel secondo trimestre. Al contrario, il prestito bancario alle imprese si è contratto nel secondo semestre, riflettendo la minore domanda di nuovi prestiti, il rimborso dei prelievi sulle linee di credito, il condono di alcuni prestiti nell'ambito del Paycheck Protection Program e standard di credito bancario più severi (fig. 17). Grazie alle azioni politiche volte a promuovere il regolare funzionamento del mercato, le società hanno potuto trarre vantaggio dalle condizioni di finanziamento favorevoli sui mercati dei capitali per rifinanziare il debito e rafforzare i propri bilanci; di conseguenza, le disponibilità liquide delle società hanno raggiunto livelli record. Nel settore delle piccole imprese, anche i prestiti finanziati da privati sono aumentati durante l'estate e la loro performance è migliorata, sostenuta dal Paycheck Protection Program. Tuttavia, la disponibilità di credito per le piccole imprese rimase piuttosto limitata.

Figura 16: Componenti del debito netto di aziende non finanziarie

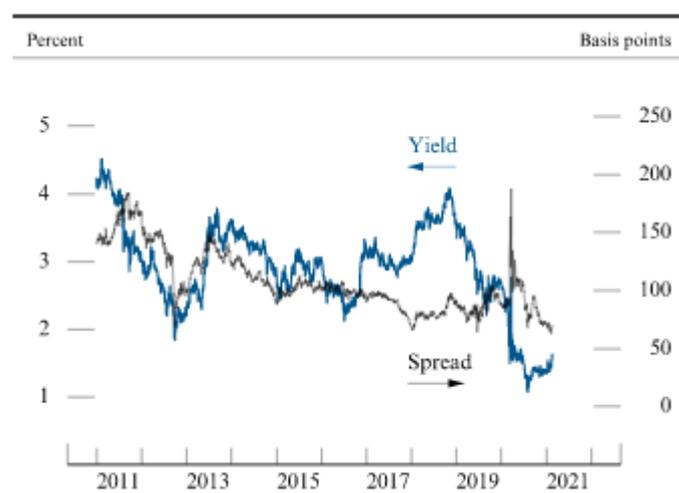


Source: Mergent Inc., S&P Global e DTCC Solutions LTC.

I rendimenti dei titoli del Tesoro nominali a lungo termine sono aumentati notevolmente dalla metà del 2020 dopo essere scesi bruscamente a inizio marzo, poiché le preoccupazioni degli investitori in merito alle implicazioni dell'epidemia di COVID-19 per le prospettive economiche avevano portato sia al calo delle aspettative sui tassi ufficiali che alla fuga verso flussi più sicuri. L'aumento dei rendimenti dei titoli del Tesoro a lungo termine ha fatto seguito alla notizia dell'arrivo imminente di molteplici vaccini altamente efficaci contro il COVID-19 e alle aspettative di un ulteriore sostegno fiscale. Nonostante l'aumento dei rendimenti dei *Treasury*, i rendimenti degli MBS a 30 anni, un importante determinante dei tassi di interesse sui mutui, hanno subito una leggera diminuzione, nel complesso, a causa degli acquisti di questi strumenti da

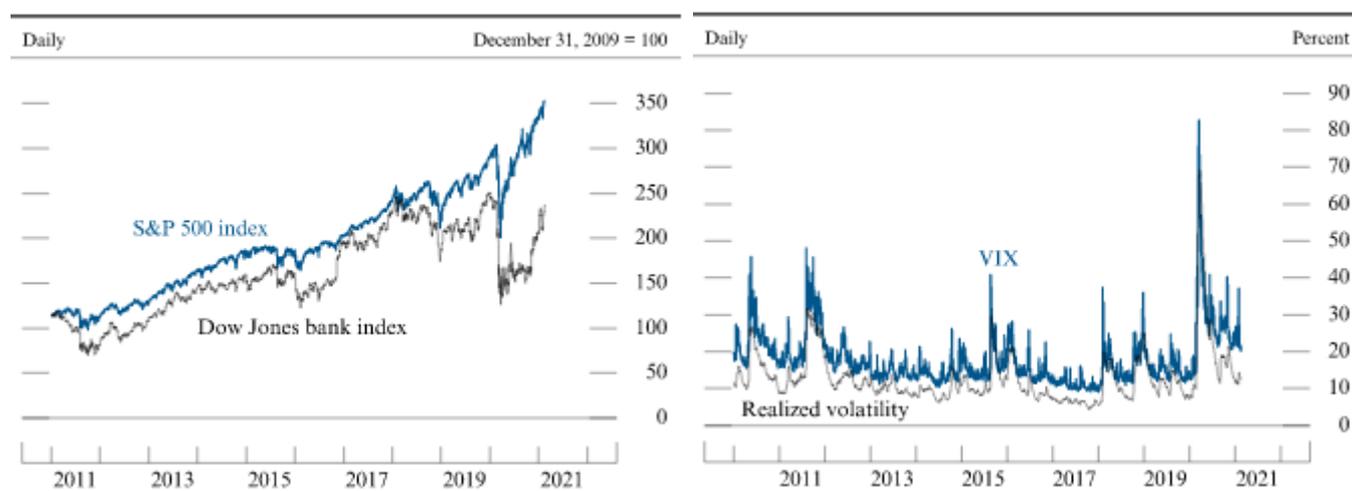
parte della Fed e sono rimasti vicini ai minimi storici. Pertanto, lo spread tra i rendimenti degli MBS a 30 anni e i rendimenti dei *Treasury* a scadenza comparabile si è ridotto (fig.18). In seguito alle notizie sui vaccini, precedentemente indicate, sono migliorate le prospettive per gli utili societari rafforzando l'ottimismo degli investitori sul miglioramento della qualità creditizia delle imprese con il conseguente calo dei rendimenti delle obbligazioni societarie investment grade e speculative. Al contrario, il miglioramento delle prospettive sugli utili delle aziende ha provocato aumenti di prezzo smisurati delle azioni in alcuni settori ciclici, come i settori dei beni voluttuari, dei materiali e delle tecnologie dell'informazione. Allo stesso modo, i prezzi delle azioni delle società più piccole hanno sovraperformato notevolmente gli indici dei prezzi delle azioni a grande capitalizzazione (fig. 19).

Figura 17: Tasso d'interesse dei Treasury e spread con gli MBS



Source: Mergent Inc., S&P Global e DTCC Solutions LTC.

Figura 18: S&P 500 e DJBI (a sinistra) e VIX (a destra)

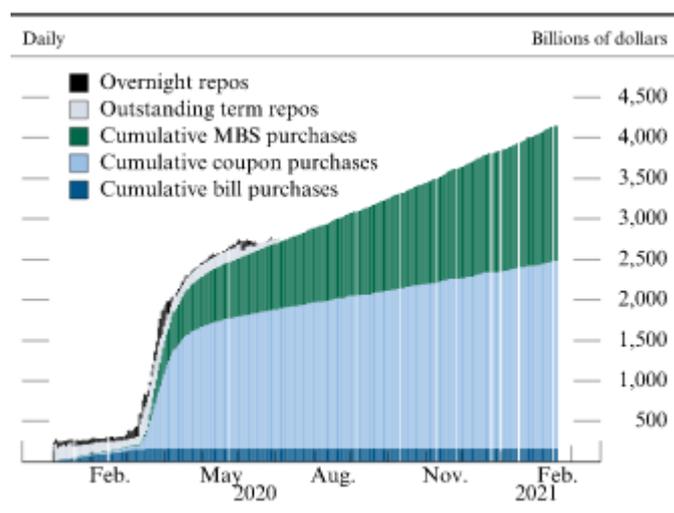


Source: Bloomberg.

Alla luce degli effetti dell'inoltrata crisi e dei rischi associati alle prospettive, il FOMC ha continuato a mantenere l'intervallo obiettivo per il tasso sui fondi federali dallo 0 al 25%. Con il tasso sui fondi federali vicino allo zero, la Fed ha acquistato attività per aumentare le sue partecipazioni in titoli del Tesoro di \$ 80 miliardi al mese e le sue partecipazioni in titoli garantiti da ipoteca di \$ 40 miliardi al mese. La Fed, inoltre,

ha ribaltato all'asta tutti i pagamenti delle sue partecipazioni in titoli del Tesoro, mentre i pagamenti ricevuti dagli MBS venivano reinvestiti in ulteriori MBS. Proseguivano anche gli acquisti di titoli garantiti da ipoteca commerciale, ma per importi molto ridotti. I continui acquisti di attività hanno fatto crescere il bilancio della Federal Reserve fino a 7,4 trilioni a febbraio 2021. L'aumento delle attività nel bilancio della Fed dovuto agli acquisti di titoli del Tesoro e MBS è stato parzialmente compensato da cali in diverse altre categorie di attività. I saldi esistenti in molte delle linee di liquidità e di credito di emergenza della Fed sono diminuiti da giugno. In particolare, i saldi per il Primary Dealer Credit Facility, il Commercial Paper Funding Facility e il Money Market Mutual Fund Liquidity Facility sono scesi quasi a zero²². I prelievi sulle linee di swap di liquidità della banca centrale sono diminuiti notevolmente e, nonostante le continue offerte su larga scala, il ricorso alle operazioni di riacquisto è stato sostanzialmente nullo da quando il tasso di offerta minimo è aumentato a metà giugno (fig. 20).

Figura 19: Operazioni di mercato aperto della Fed



Note: I dati partono da gennaio 2020 e arrivano fino a febbraio 2020.

Source: Federal Reserve Bank of New York

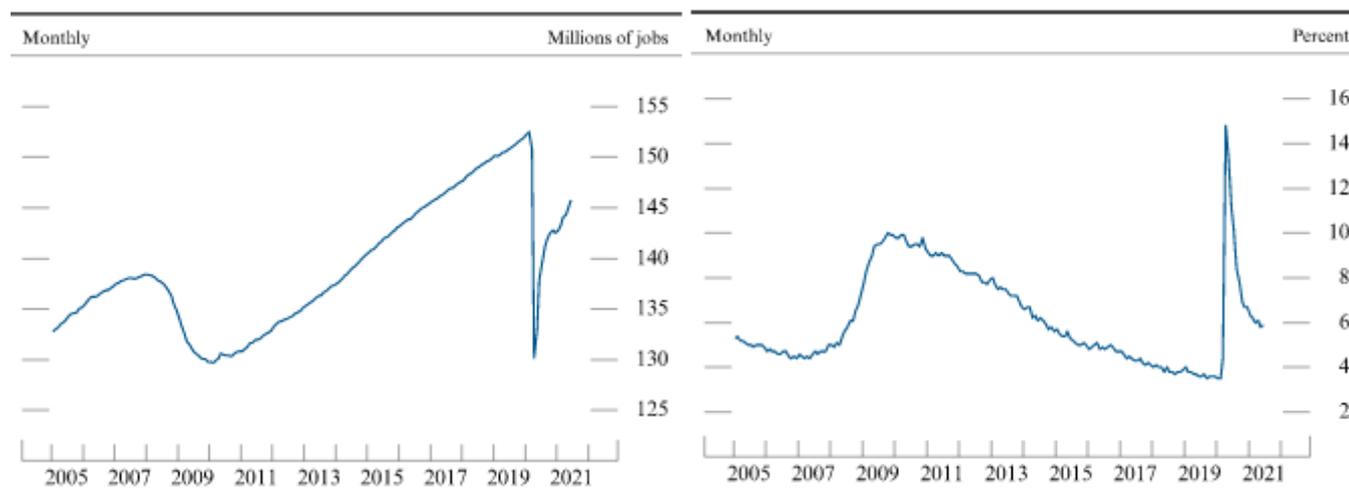
2.3 Vaccinazioni

Nella prima metà del 2021, le vaccinazioni hanno portato ad una riapertura dell'economia e ad una forte crescita economica, sostenuta dalla politica monetaria e da quella fiscale. Il mercato del lavoro è notevolmente migliorato: con la riapertura dell'economia e la ripresa dell'attività l'occupazione è aumentata con 3,2 milioni di posti di lavoro in più, di cui 1,6 milioni nei settori del tempo libero e degli alloggi; settori in cui l'anno precedente si era verificata la maggiore perdita. Nonostante il sostanziale miglioramento del mercato del lavoro, l'occupazione è rimasta ben al di sotto del livello pre-pandemia. Sebbene il tasso di disoccupazione sia sceso di 0,8 punti percentuali nella prima metà dell'anno, a giugno è rimasto elevato al 5,9% (fig. 21). Inoltre, questa cifra sottovalutava la carenza di occupazione, in particolare perché la

²² il Primary Dealer Credit Facility, il Commercial Paper Funding Facility e il Money Market Mutual Fund Liquidity Facility sono sistemi di persisto creati dalla Federal Reserve durante la crisi finanziaria del 2007-2009 per migliorare la liquidità dei mercati di finanziamento.

partecipazione al mercato del lavoro non aumentava rispetto ai tassi bassi che avevano prevalso per la maggior parte dell'anno precedente.

Figura 20: Impiegati non agricoli (a sinistra) e tasso di occupazione (a destra)

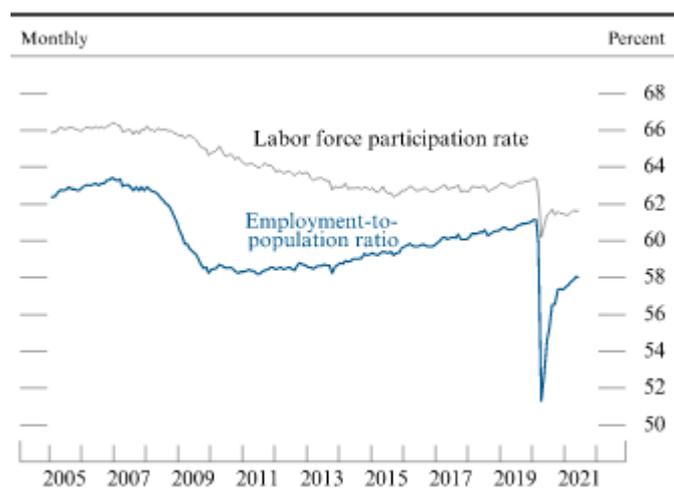


Note: I dati arrivano fino a giugno 2021.

Source: Bureau of Labor Statistics via Haver Analytics.

Con il rimbalzo dell'attività economica, la domanda di lavoro è aumentata rapidamente in primavera, mentre l'offerta di lavoro faticava a tenere il passo. Le opportunità di lavoro sono balzate circa il 30% al di sopra del livello medio del 2019 e il rapporto tra le opportunità di lavoro e le persone in cerca di lavoro è aumentato. In un contesto ostile alle assunzioni, molti datori di lavoro hanno aumentato i salari per attirare nuovi lavoratori e hanno allungato le settimane lavorative dei dipendenti. Il principale motivo che ha portato a questa carenza è stato il fatto che il mercato del lavoro è stato fortemente caratterizzato da una riallocazione dei lavoratori tra aziende e settori, un processo che richiedeva più tempo. Inoltre, le maggiori indennità di disoccupazione hanno consentito ai potenziali lavoratori di essere più selettivi e di ridurre l'intensità della loro ricerca di lavoro. Anche gli altri fattori che hanno continuato a frenare la crescita dell'offerta di lavoro sono per la maggior parte legati alla pandemia. Con meno della metà della popolazione completamente vaccinata per COVID-19 e tassi di vaccinazione molto più bassi in alcuni luoghi, la sicurezza sul posto di lavoro ha continuato ad essere un problema rilevante per molti potenziali lavoratori e le richieste di assistenza sono aumentate per molte famiglie. Inoltre, l'impennata dei pensionamenti, forse in risposta a problemi di salute o alla perdita di posti di lavoro indotta dalla pandemia, ha ridotto il numero delle potenziali assunzioni per i datori di lavoro. La quota di adulti in età lavorativa occupati o in cerca di lavoro - il tasso di partecipazione alla forza lavoro - è rimasta bassa dopo essere diminuita drasticamente con l'inizio della pandemia e si è attestata al 61,6% a giugno. Il rapporto occupazione/popolazione, che comprende sia la disoccupazione che la partecipazione alla forza lavoro, è rimasto ben al di sotto della tendenza osservata negli anni precedenti la crisi, al 58% a giugno (fig. 22).

Figura 21: Tasso di partecipazione alla forza lavoro e rapporto tra numero di impiegati e popolazione totale



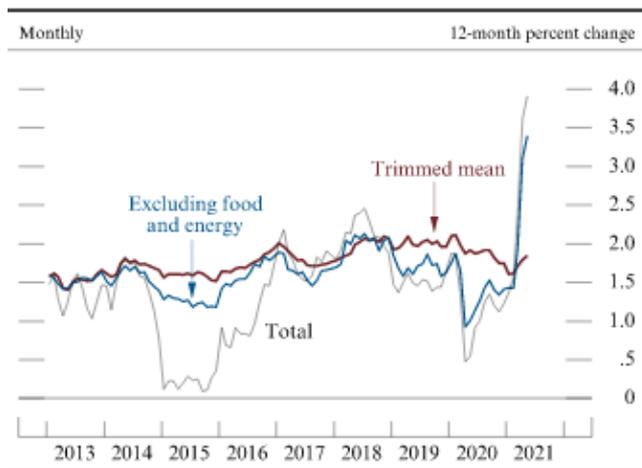
Note: Entrambi i rapporti sono percentuali della popolazione partendo dai 16 anni in su. I dati arrivano fino a giugno 2021.

Source: Bureau of Labor Statistics via Haver Analytics.

Nel corso della transizione verso un ritmo più normale dell'attività economica, le pressioni sul mercato del lavoro hanno portato ad un aumento dei salari. La retribuzione oraria totale misurata dall'indice del costo del lavoro è aumentata ad un tasso annuo del 4% nei primi tre mesi dell'anno, portando la variazione su 12 mesi fino al 2,8%. La retribuzione oraria media ha mostrato incrementi mensili molto elevati in aprile, maggio e giugno, nonostante in quei mesi sia stata frenata da ampi aumenti di posti di lavoro in settori con salari inferiori alla media. La retribuzione oraria nel settore delle imprese, una misura ampia ma volatile dei salari, è aumentata dell'8% nel primo trimestre, rafforzata in modo significativo dai cambiamenti nella composizione della forza lavoro.

Con l'aumento dei salari, il ritorno della domanda di beni e servizi e la strozzatura dell'offerta, l'inflazione dei prezzi ha continuato ad aumentare. Una pressione al rialzo più duratura sull'inflazione è arrivata dai prezzi di beni come i veicoli a motore e gli elettrodomestici, che hanno subito limitazioni nella catena di approvvigionamento. Inoltre, i prezzi di alcuni servizi, come i biglietti aerei e gli alloggi, sono aumentati nettamente negli ultimi mesi verso livelli più normali con la ripresa della domanda. Come misurato dalla variazione in 12 mesi dell'indice dei prezzi delle spese per consumi personali (PCE), l'inflazione è balzata dall'1,2% di dicembre 2020 al 3,9% di maggio, ben al di sopra dell'obiettivo a lungo termine del 2% del FOMC. L'indice dei prezzi PCE core, che esclude le componenti più volatili, è aumentato del 3,4% nei 12 mesi terminati a maggio (fig. 23).

Figura 22: Cambiamento dell'indice PCE

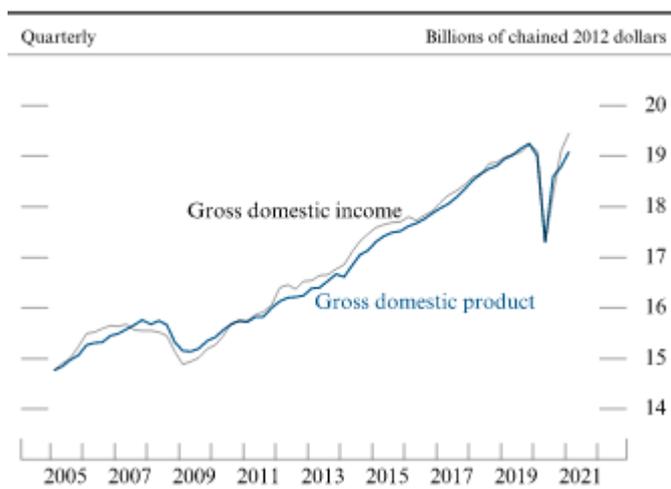


Note: I dati arrivano fino a maggio 2021.

Source: Per "Trimmed mean", Federal Reserve Bank of Dallas, per gli altri, Bureau of Economic Analysis.

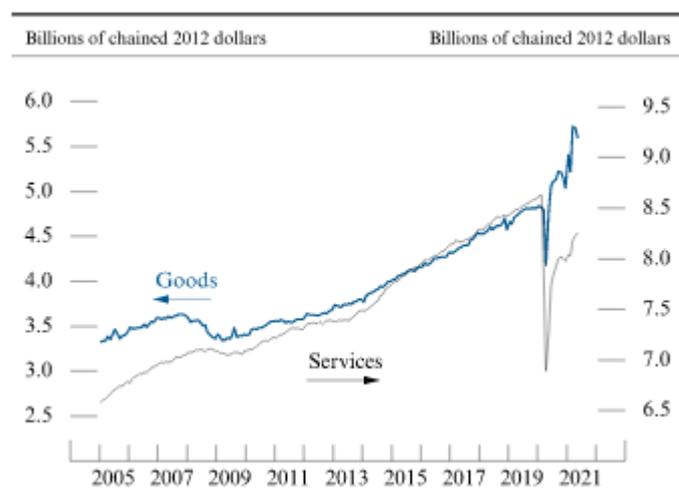
Nel primo trimestre, il prodotto interno lordo (PIL) reale è aumentato del 6,4%, spinto da un'impennata dei consumi delle famiglie e da un solido aumento degli investimenti delle imprese, ma frenato da un sostanziale calo delle scorte; le imprese hanno lottato con i colli di bottiglia della produzione in particolare nel settore automobilistico, dove la carenza mondiale di semiconduttori ha ridotto drasticamente la produzione (fig. 24). Il rimbalzo del PIL riflette principalmente una ripresa della spesa delle famiglie, trainata dalla riapertura dell'economia e da un ulteriore sostegno fiscale. In particolare, l'allentamento del distanziamento sociale volontario e obbligatorio ha stimolato un aumento della spesa per servizi, come pasti fuori casa, soggiorni in hotel e viaggi aerei. La spesa per beni, che si è ripresa rapidamente nella seconda metà del 2020, è aumentata vertiginosamente da gennaio a maggio, in particolare quella per i beni durevoli dove le vendite hanno prima raggiunto livelli tra i più alti mai registrati per poi essere frenate a maggio da scorte estremamente basse (fig.25).

Figura 23: Prodotto interno lordo e reddito interno lordo



Source: Bureau of Economic Analysis.

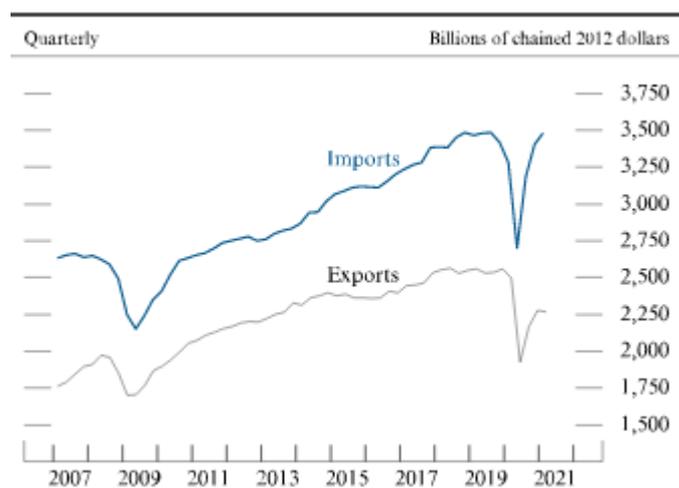
Figura 24: Spese reali per il consumo



Source: Bureau of Economic Analysis.

L'aumento dei consumi delle famiglie ha avuto un effetto positivo sulle importazioni che a loro volta hanno fatto aumentare il livello delle esportazioni. (fig. 26). Nonostante la robusta ripresa di queste ultime, il contributo complessivo che hanno apportato al PIL continuava ad essere frenato dal livello ancora depresso delle esportazioni dei servizi, dato il ridotto numero di viaggi internazionali. In contrasto con la ripresa relativamente modesta delle esportazioni, le importazioni sono aumentate vertiginosamente, mettendo a dura prova la capacità del canale logistico internazionale di consegnare le merci ai clienti statunitensi in modo tempestivo. Data la forza delle importazioni rispetto alla più lieve ripresa delle esportazioni, sia il disavanzo commerciale nominale che il disavanzo delle partite correnti, rispetto al PIL, si sono ampliati dal 2019.

Figura 25: Importazioni ed esportazioni di beni e servizi

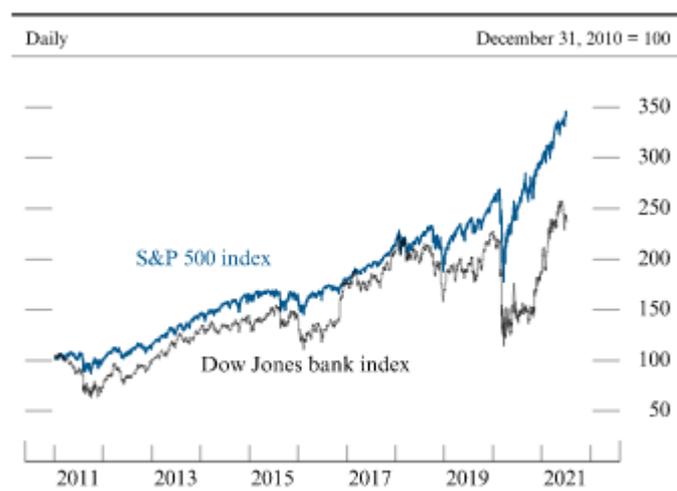


Source: Bureau of Economic Analysis.

Sebbene alcune vulnerabilità finanziarie siano aumentate rispetto all'inizio della crisi, le istituzioni al centro del sistema finanziario sono rimaste resilienti. Le valutazioni degli asset sono aumentate in tutte le classi di attività rischiose con un miglioramento dei fondamentali e una maggiore propensione al rischio degli investitori, anche nei mercati azionari e obbligazionari. Nel settore finanziario, la leva finanziaria presso banche e broker-dealer ha continuato ad essere bassa, mentre le misure disponibili di leva finanziaria presso

gli hedge fund sono aumentate all'inizio del 2021. I prezzi delle azioni e i rendimenti dei titoli del Tesoro nominali con scadenze più lunghe sono aumentati, poiché il dispiegamento di vaccini COVID-19 negli Stati Uniti e il sostegno fornito dalla politica fiscale hanno rafforzato l'ottimismo sulle prospettive economiche (fig. 27). I volumi di emissione di obbligazioni di prestito garantite e titoli garantiti da attività hanno registrato una forte ripresa nel primo trimestre del 2021, mentre l'emissione di titoli garantiti da ipoteca commerciale è stata debole. I rischi di finanziamento presso le banche nazionali hanno continuato ad essere bassi nel primo trimestre, ma con una persistente vulnerabilità strutturale soprattutto in alcuni tipi di fondi del mercato monetario e in alcuni fondi comuni di prestito bancario e obbligazionario. Le grandi imprese, così come le famiglie con solidi rating creditizi, hanno continuato a beneficiare di un ampio accesso ai finanziamenti. Tuttavia, le condizioni di finanziamento sono rimaste rigide per le piccole imprese e le famiglie con bassi punteggi di credito.

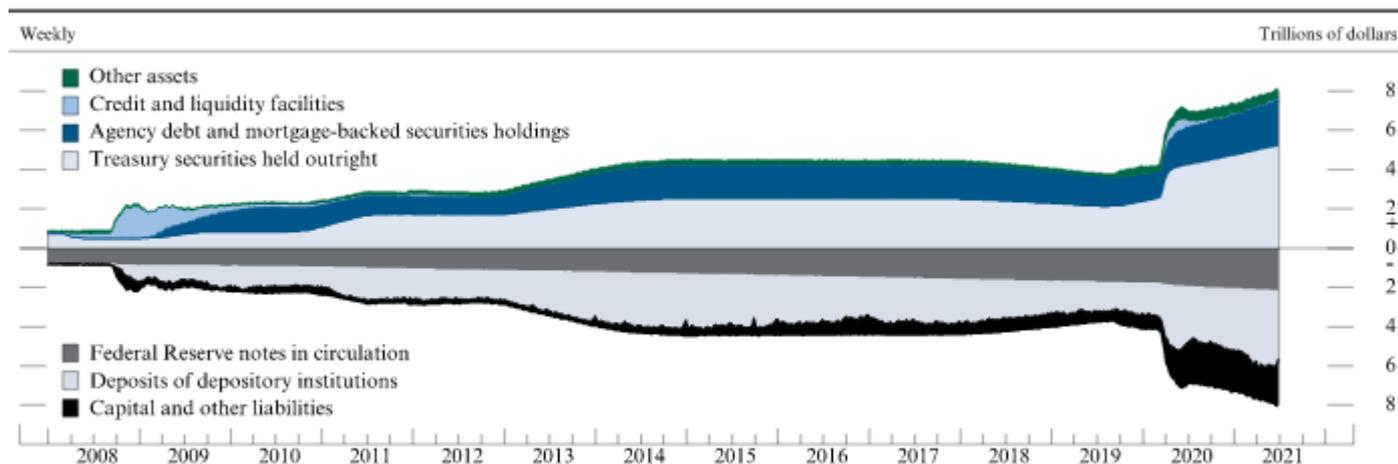
Figura 26: S&P 500 index e DJBI



Source: Bloomberg.

In merito alla politica monetaria, il FOMC, in questo periodo, ha continuato a mantenere il tasso sui fondi federali vicino allo zero e ad acquistare attività con gli stessi ritmi adottati per tutto il periodo di crisi. A fine giugno 2021 il bilancio della Federal Reserve è aumentato a 8,1 trilioni di dollari dai 7,4 trilioni di dollari di fine gennaio 2021. Questo a dimostrazione dei continui acquisti di attività fatti per contribuire a promuovere il regolare funzionamento del mercato e le condizioni finanziarie accomodanti, sostenendo così il flusso di credito a famiglie e imprese (fig. 28). L'aumento delle disponibilità di attività aggregate nel bilancio della Federal Reserve derivante dagli acquisti di titoli del Tesoro e MBS è stato in parte compensato da cali in diverse altre categorie di attività. A giugno 2021, il Federal Reserve Board ha annunciato l'intenzione di iniziare a liquidare il portafoglio del Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF). L'SMCCF si è rivelato molto importante per ripristinare il funzionamento del mercato, per sostenere la disponibilità di credito per i grandi datori di lavoro e per rafforzare l'occupazione durante la pandemia di COVID-19. La liquidazione del portafoglio SMCCF è stata graduale e non ha prodotto effetti negativi sul funzionamento del mercato.

Figura 27: Asset e Liabilities della Federal Reserve

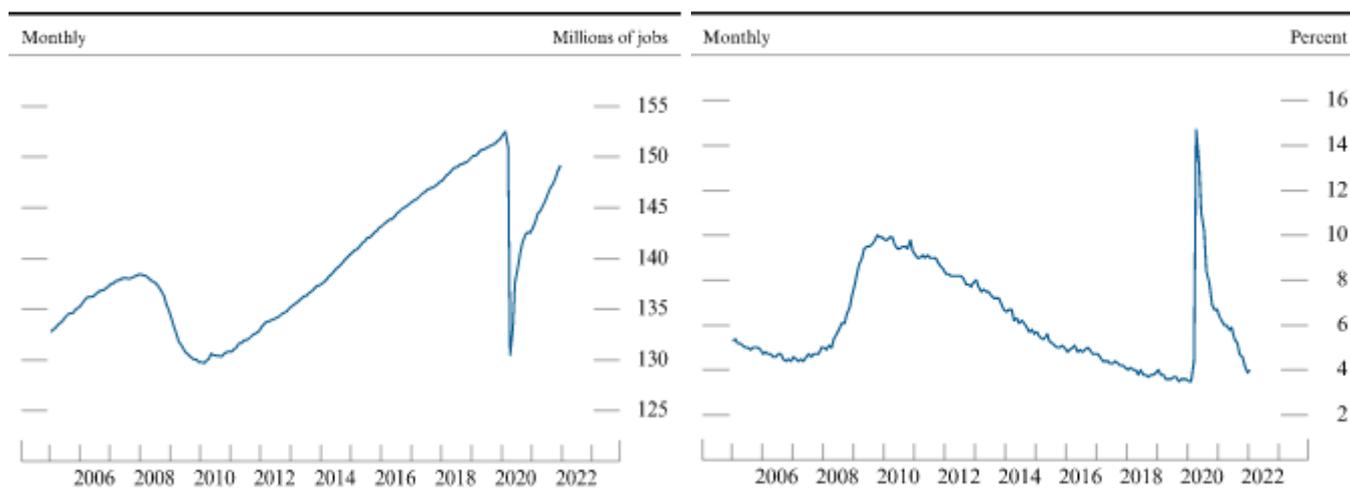


Source: Federal Reserve Board.

2.4 Alta inflazione

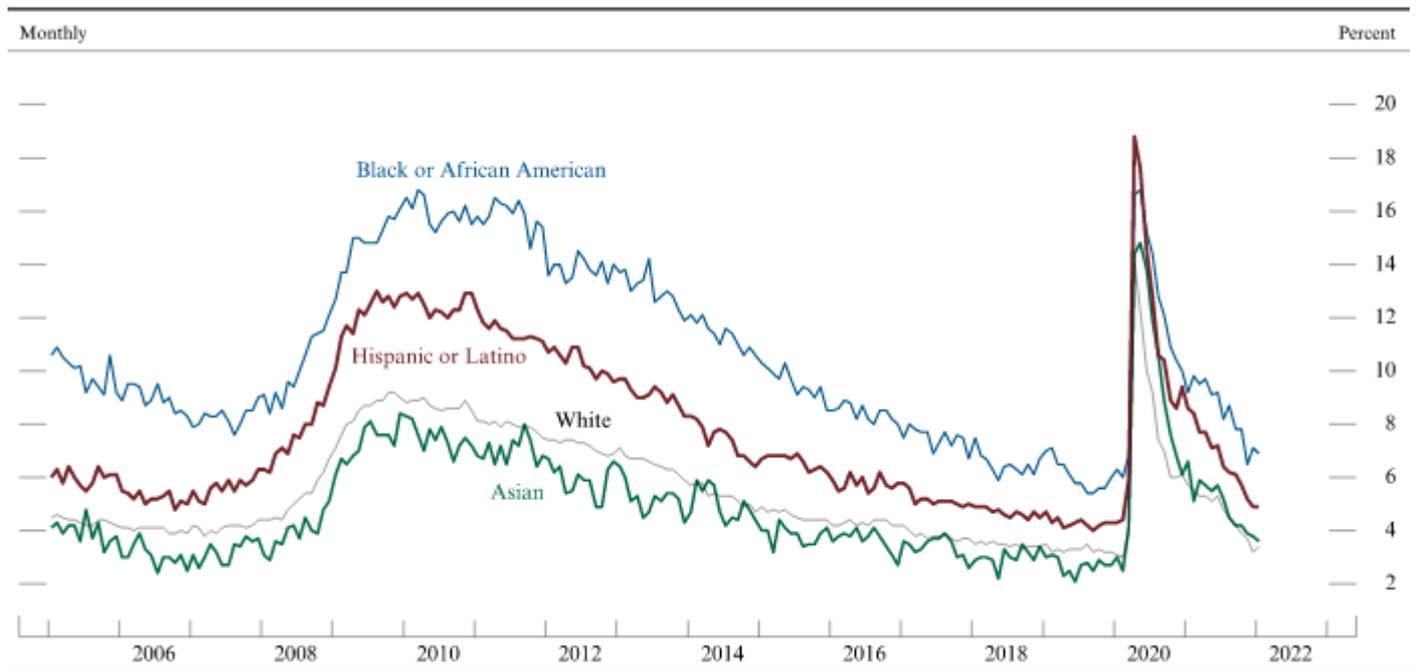
Nella seconda metà del 2021, l'attività economica statunitense ha registrato ulteriori notevoli guadagni, ma l'inflazione è salita al livello più alto dall'inizio degli anni '80; il mercato del lavoro si è ulteriormente inasprito a causa dell'elevata domanda di lavoratori e dell'offerta limitata e i salari nominali sono aumentati al ritmo più veloce degli ultimi decenni, soprattutto per i lavoratori a basso costo. Detto questo, nonostante il vento contrario causato dalla variante del virus Omicron, la crescita dell'occupazione è rimasta robusta con un aumento di 3,5 milioni di posti di lavoro, portando i guadagni per l'anno a 6,7 milioni. Il tasso di disoccupazione è diminuito, scendendo dal 6,7% alla fine del 2020 al 4,0% a gennaio 2022 (fig. 29). In particolare, il calo di quasi 2 punti percentuali del tasso di disoccupazione dal giugno dello scorso anno è stato il calo semestrale più rapido dagli anni '50, se non si considera il rimbalzo senza precedenti del 2020, quando l'economia ha riaperto per la prima volta. Inoltre, questo calo è stato ampiamente caratterizzato da fattori razziali e gruppi etnici ed era particolarmente ampio per ispanici e afroamericani (fig. 30). Sebbene questi recenti cali abbiano portato il divario tra i tassi di disoccupazione di ispanici e afroamericani e quelli di bianchi e asiatici vicino ai minimi storici, le disparità permangono e riflettono ampiamente problemi strutturali di vecchia data.

Figura 28: Impiegati non agricoli (a sinistra) e tasso di occupazione (a destra)



Note: I dati arrivano fino a gennaio 2022.
Source: Bureau of Labor Statistics via Haver Analytics.

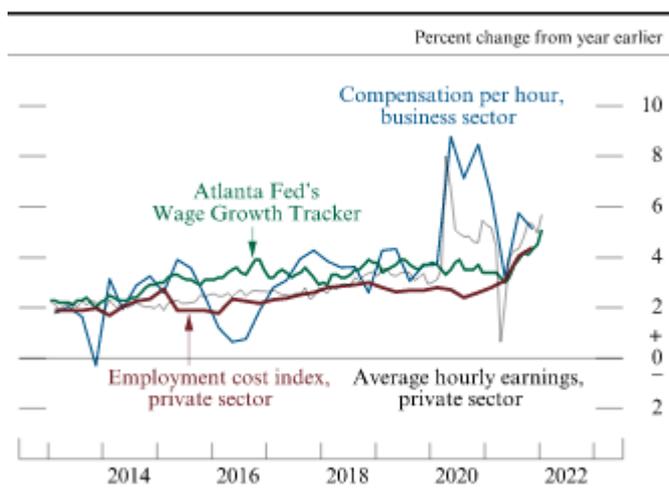
Figura 29: Tasso di disoccupazione, di razze ed etnie



Source: Bureau of Labor Statistics via Haver Analytics.

Con la ripresa dell'attività economica la domanda di lavoro è continuata ad aumentare, mentre l'offerta di lavoro è rimasta limitata; tra le conseguenze generate da questo fenomeno c'è stata un'accelerazione generalizzata dei salari. Le misure della crescita oraria della retribuzione del lavoro sono aumentate notevolmente nell'ultimo anno in termini nominali. La retribuzione oraria totale misurata dall'indice del costo del lavoro, che include sia salari che benefici, è aumentata a un tasso annuo del 5,2% nella seconda metà del 2021, portando la variazione in 12 mesi al 4,4%, ben al di sopra dei tassi pre-pandemia (fig. 31). Questa crescita salariale è stata diffusa nella maggior parte dei settori, in particolare in quelli del tempo libero e dell'ospitalità, e per i lavoratori a basso salario.

Figura 30: Cambiamento nella retribuzione oraria

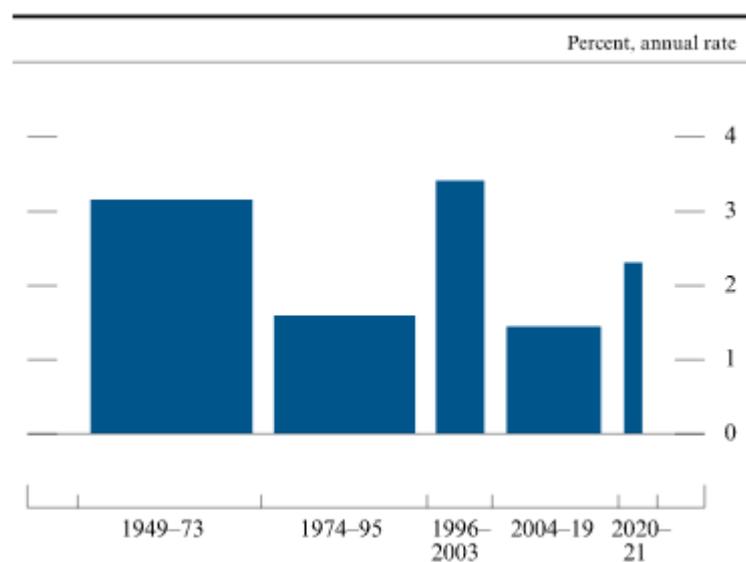


Note: La crescita salariale calcolata dalla Federal Reserve Bank di Atlanta tiene traccia della crescita salariale mediana in 12 mesi degli individui che hanno risposto al Current Population Survey.

Source: Bureau of Labor Statistics, Federal Reserve Bank of Atlanta.

Con l'aumento dei salari è aumentata anche la produttività. Nel periodo 2020-21, la crescita della produttività nel settore delle imprese è stata in media del 2,3% all'anno, circa 1 punto percentuale in più rispetto al ritmo medio dalla metà degli anni 2000 (fig. 32). Parte di questa accelerazione della produttività potrebbe essere il risultato di fattori transitori. Ad esempio, lo sforzo dei lavoratori, che è aumentato in risposta alla carenza di posti di lavoro e alle difficoltà di assunzione, sembra essere elevato, forse al di sopra dei livelli sostenibili. Invece, altri sviluppi legati alla pandemia potrebbero avere un effetto più persistente sulla crescita della produttività. Ad esempio, la pandemia ha portato ad un alto tasso di formazione di nuove imprese, all'adozione diffusa della tecnologia del lavoro a distanza e ad un'ondata di investimenti per il risparmio di manodopera. Tuttavia, è troppo presto per dire quale sarà l'effetto finale della pandemia sulla crescita della produttività nei prossimi anni.

Figura 31: Produttività orario nel settore delle imprese



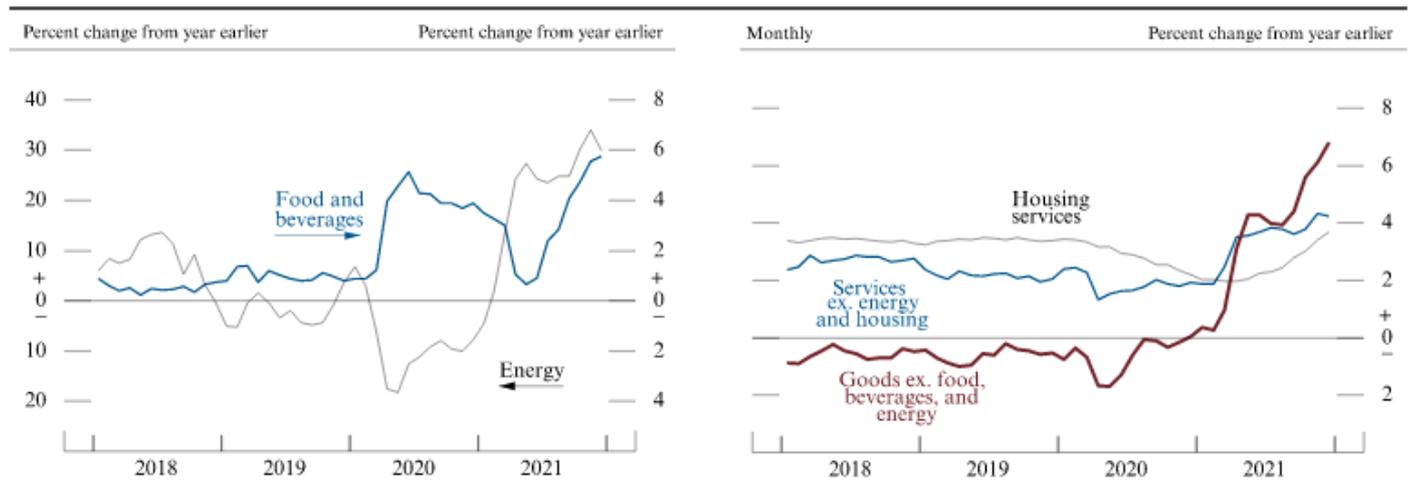
Note: I cambiamenti sono misurati dall'ultimo trimestre dell'anno che precede il periodo fino all'ultimo trimestre dell'ultimo anno del periodo.

Source: Bureau of Labor Statistics.

Nonostante gli aumenti dei salari, essi non sono riusciti a tenere il passo con l'aumento dei prezzi lo scorso anno. Con la crescita della domanda di beni e servizi, con i continui colli di bottiglia della catena di approvvigionamento e con l'offerta di manodopera limitata, l'inflazione dei prezzi al consumo è aumentata notevolmente salendo al 6,4% a marzo 2022. Questo aumento è ulteriormente evidente quando si esaminano gli indici dei prezzi per le principali categorie di PCE in aumento del 5,8% nei 12 mesi del 2021 fino a dicembre, dopo un aumento moderato dell'1,3% nel 2020. Nella prima metà del 2021, l'aumento dell'inflazione è stato trainato da forti incrementi dei prezzi di alcuni beni come gli autoveicoli, che hanno registrato una forte domanda unita a gravi strozzature nella catena di approvvigionamento; da una ripresa della domanda di servizi non abitativi, cosa che ha spinto i prezzi, ammorbiditi all'inizio della pandemia, a rimbalzare; da rapidi aumenti del prezzo dell'energia. Nella seconda metà dell'anno, i prezzi di questi articoli hanno continuato a salire e hanno iniziato a crescere più rapidamente anche quelli per cibo e bevande

(poiché gli aumenti dei costi dei prodotti alimentari, della manodopera e dei trasporti sono stati trasferiti ai consumatori) nonché quelli per gli alloggi e per i servizi alla persona (fig. 33).

Figura 32: Personal consumption expenditures price indexes

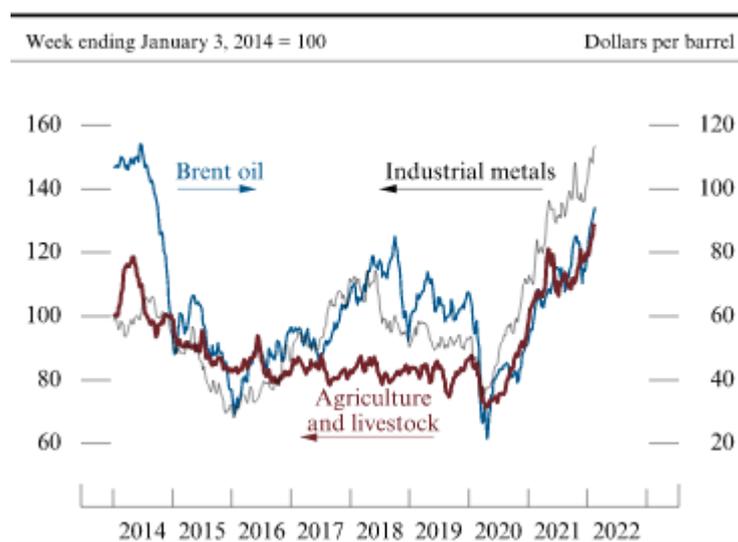


Note: I dati si estendono fino a dicembre 2021.

Source: Bureau of Economic Analysis.

Il prezzo del petrolio ha continuato a salire nella seconda metà del 2021 e all'inizio del 2022, raggiungendo il livello più alto degli ultimi sette anni. La domanda di petrolio è aumentata con l'ulteriore ripresa dell'economia globale e l'offerta di petrolio è stata limitata dalle interruzioni della produzione petrolifera statunitense causate dall'uragano Ida e da modesti aumenti della produzione da parte dell'OPEC (Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio) e dei suoi partner. Anche le tensioni geopolitiche con la Russia hanno contribuito all'aumento dei prezzi dell'energia, compresi petrolio e gas naturale. I prezzi delle materie prime non combustibili sono aumentati con la ripresa economica globale dalla prima metà dello scorso anno, riflettendo notevoli aumenti dei prezzi sia dei metalli industriali che delle materie prime agricole. Sebbene siano ancora al di sotto del picco dell'anno scorso, i prezzi del legname sono di nuovo aumentati notevolmente a causa dell'elevata domanda nell'edilizia residenziale e delle interruzioni dell'offerta. I prezzi dell'importazione e il costo del trasporto delle merci importate (non incluso nei prezzi all'importazione misurati) stanno aumentando e i colli di bottiglia nelle catene di approvvigionamento ne hanno esacerbato l'aumento (fig. 34).

Figura 33: Prezzi delle Commodities



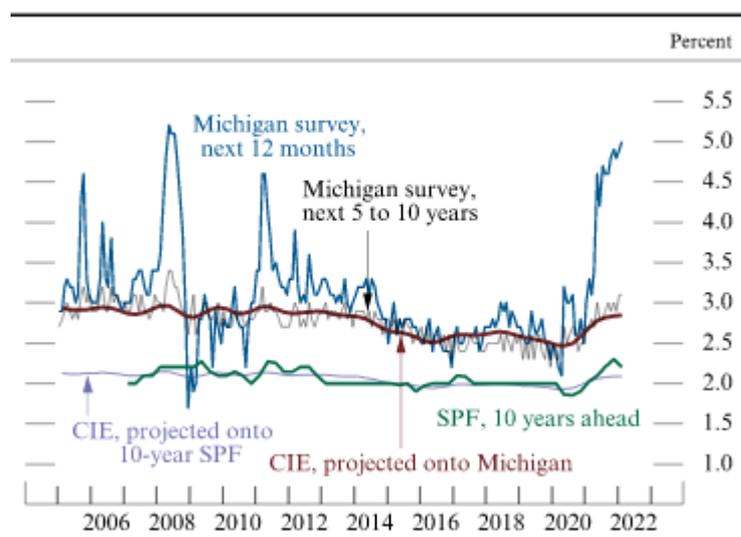
Note: I dati si estendono fino al 18 febbraio 2022.

Source: Per il petrolio Bloomberg, per gli altri S&P Global.

Con l'aumento generale dei prezzi, le misure delle aspettative di inflazione a breve termine sono aumentate notevolmente e con esse, seppur meno, anche le aspettative a lungo termine. È probabile che le aspettative di inflazione stiano influenzando a loro volta l'inflazione effettiva a causa delle decisioni di determinazione dei salari e dei prezzi. Nelle indagini sui consumatori dell'Università del Michigan, le aspettative delle famiglie sull'inflazione per il prossimo anno hanno raggiunto livelli tra i più alti osservati dall'inizio degli anni '80. Al contrario, le aspettative per l'inflazione media nei prossimi 5-10 anni dalla stessa indagine si sono appiattite nella seconda metà del 2021 e ora sono vicine ai livelli osservati circa un decennio fa. Nel frattempo, le aspettative di inflazione PCE a 10 anni del Survey of Professional Forecasters sono aumentate, in netto, dalla metà del 2021 e si sono attestate al 2,2% nel primo trimestre di quest'anno. Tale aumento è stato guidato da aspettative più elevate per i prossimi cinque anni, con quelle per l'inflazione che sono rimaste al 2% per gli anni successivi (fig. 35)²³.

²³ L'indice delle aspettative di inflazione comuni (CIE) costruito dal personale del Federal Reserve Board combina un'ampia varietà di misure delle aspettative di inflazione, comprese le misure citate in precedenza, in un unico indicatore che viene ridimensionato per corrispondere al livello e alla volatilità degli indicatori delle aspettative di inflazione esistenti. 7 Le misure utilizzate nel CIE differiscono in base a diverse dimensioni chiave: il tipo di agente economico, la fonte di dati (misurazione basata su un sondaggio o di mercato), l'orizzonte temporale e la misura dell'inflazione.

Figura 34: Aspettative d'inflazione



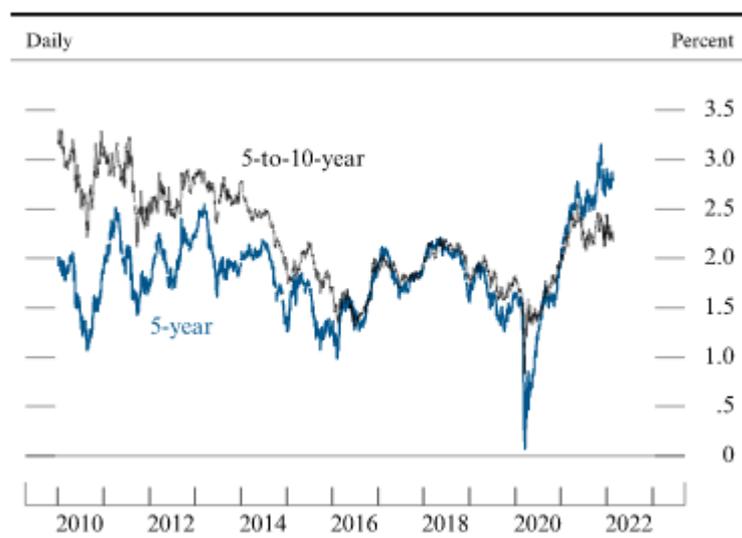
Note: I dati del Survey of Professional Forecasters (SPF) sono trimestrali, iniziano nel primo trimestre del 2007 e si estendono fino al primo trimestre del 2022, L'indice Common Inflation Expectations (CIE) è trimestrale e si estende fino al primo trimestre del 2020. I dati del sondaggio del Michigan sono mensili e si estendono fino a febbraio 2022.

Source: University of Michigan; Federal Reserve Bank of Philadelphia; Federal Reserve Board.

Le misure di compensazione dell'inflazione sul mercato, che si basano su strumenti finanziari legati all'inflazione stessa, stanno inviando un messaggio simile. Una misura della compensazione dell'inflazione CPI nei prossimi cinque anni, implicata dai Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)²⁴, ha continuato a crescere durante la seconda metà del 2021, raggiungendo il livello più alto dell'ultimo decennio. Al contrario, la misura basata sui TIPS della compensazione dell'inflazione CPI con un anticipo di 5-10 anni è aumentata nella prima metà del 2021, ma da allora si è stabilizzata tra il 2,25 e il 2,5 per cento (fig. 36). Sebbene sia elevata rispetto ai livelli pre-pandemia, questa misura rientra ampiamente nell'intervallo di valori osservato nella prima metà del decennio precedente e, poiché l'inflazione CPI tende a essere di circa 1/4 di punto percentuale al di sopra dell'inflazione dei prezzi PCE, suggerisce una compensazione dell'inflazione vicino al 2% su base PCE.

²⁴ I Treasury Inflation-Protected Securities, o TIPS, forniscono protezione contro l'inflazione. Il capitale di un TIPS aumenta con l'inflazione e diminuisce con la deflazione, come misurato dall'indice dei prezzi al consumo. Alla scadenza di un TIPS, viene pagato il capitale rettificato o il capitale originario, a seconda di quale sia il maggiore.

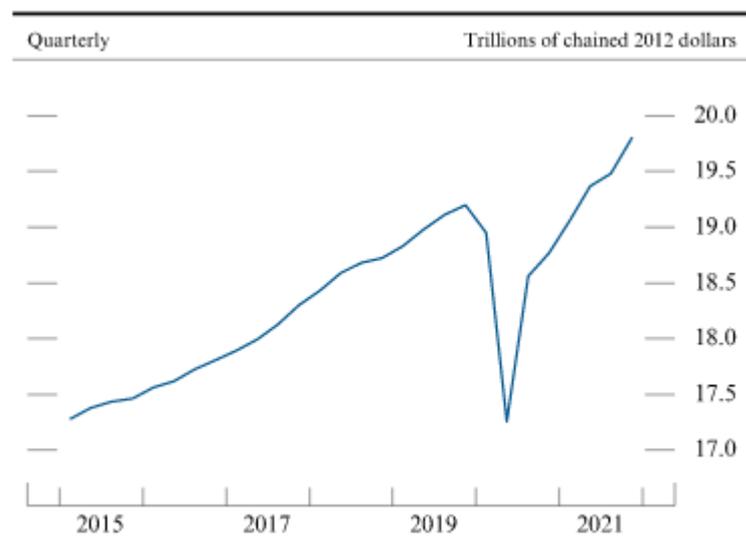
Figura 35: Compensazione dell'inflazione implicata dai TIPS



Source: Federal Reserve Bank of New York; Federal Reserve Board.

Nella seconda metà del 2021, il livello del prodotto interno lordo (PIL) reale si è ulteriormente ripreso, ma la crescita è stata in media leggermente più lenta rispetto alla prima metà. Secondo quanto riferito, la crescita del PIL è rallentata notevolmente ad un tasso annuo del 2,3% nel terzo trimestre, ma è rimbalzata al 7% nel quarto trimestre (fig. 37). Nonostante la solida crescita media nella seconda metà dell'anno, diversi fattori, tra cui l'ondata delta della scorsa estate e il calo dello stimolo fiscale, hanno probabilmente pesato sulla crescita della domanda. Inoltre, le strozzature della catena di approvvigionamento, le difficoltà di assunzione e altri vincoli di capacità hanno continuato a frenare in modo significativo l'attività economica. Sebbene vi siano stati alcuni recenti segnali di allentamento di questi vincoli, il lasso di tempo per un ulteriore miglioramento è altamente incerto. Tutto sommato, alla fine del 2021 il PIL era del 3% al di sopra del suo livello nel quarto trimestre del 2019, prima dell'inizio della pandemia, ma dell'1,5% al di sotto del suo livello se la crescita fosse continuata al suo ritmo medio nei cinque anni precedenti la pandemia.

Figura 36: PIL

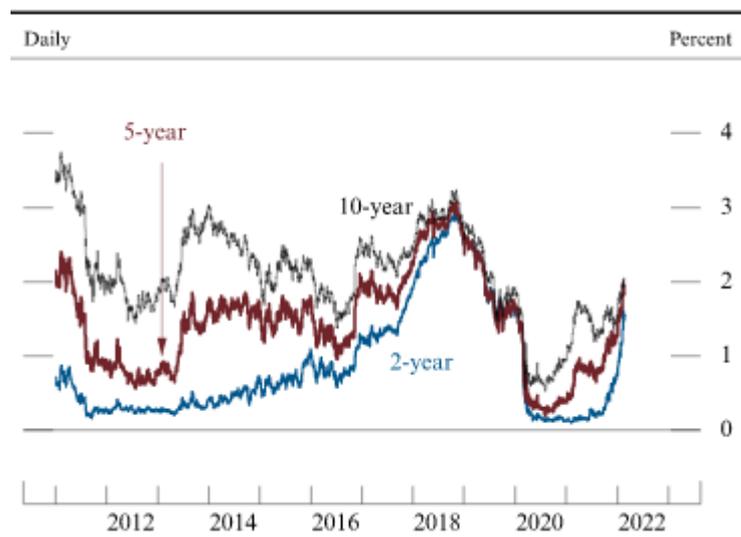


Source: Bureau of Economic Analysis.

I rendimenti nominali dei titoli del Tesoro su tutte le scadenze sono aumentati notevolmente dalla metà del 2021 poiché la tempistica prevista per l'inizio dell'eliminazione dell'accomodamento della politica monetaria sembrava ormai imminente (fig. 38). I rendimenti delle obbligazioni societarie hanno iniziato ad aumentare e i loro differenziali rispetto ai rendimenti dei titoli del Tesoro con scadenza comparabile si sono leggermente ampliati dall'inizio di luglio. Tuttavia, sia i rendimenti dei bound societari che i rispettivi spread restano prossimi al minimo delle loro distribuzioni storiche. Gli indici delle quotazioni azionarie sono leggermente diminuiti dall'inizio di luglio. I recenti ribassi, dovuti alle aspettative di un inizio anticipato nell'abolizione dell'accomodamento delle politiche, hanno compensato i guadagni precedenti, sostenuti da solidi utili aziendali che sembravano resistenti agli sviluppi della pandemia. I titoli delle società a piccola capitalizzazione hanno sottoperformato, in particolare poiché è aumentata la probabilità di un orientamento più restrittivo della politica monetaria. I corsi azionari bancari sono aumentati, nel complesso, sostenuti da un miglioramento delle prospettive economiche e dalle aspettative di livelli più elevati dei tassi di interesse e dei margini di interesse netti in futuro. Le misure di volatilità per l'indice S&P 500, implicite nel VIX, sono leggermente aumentate a causa dell'evoluzione delle aspettative di politica monetaria e delle preoccupazioni sulla variante Omicron e si collocano al di sopra dei rispettivi valori storici medi. Le condizioni di finanziamento del credito al consumo hanno continuato ad essere ampiamente accomodanti, fatta eccezione per i mutuatari con bassi punteggi di credito. Gli standard di prestito bancario sono stati allentati nella maggior parte delle categorie di prestiti e il credito bancario è stato ampliato.

La leva finanziaria del settore non finanziario è risultata ampiamente diminuita e la crescita del credito nel settore delle famiglie è stata trainata quasi esclusivamente dai mutui residenziali e dai prestiti automobilistici a mutuatari di prim'ordine. Le banche nazionali hanno continuato a mantenere livelli significativi di attività liquide di alta qualità, mentre le attività in gestione presso fondi del mercato monetario esenti da imposte e di prim'ordine sono ulteriormente diminuite dalla metà del 2021.

Figura 37: Rendimenti nominali dei titoli del Tesoro



Source: Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti.

Il FOMC ha continuato a mantenere l'intervallo obiettivo per il tasso sui fondi federali dallo 0 al 25 percento, ma con un'inflazione ben al di sopra dell'obiettivo del 2% e un mercato del lavoro più solido il Comitato si è preparato ad aumentare l'intervallo target per il tasso sui fondi federali. Inoltre, il Comitato ha indicato che avrebbe continuato ad aumentare le sue disponibilità di titoli almeno fino a quando l'economia non avesse compiuto ulteriori progressi verso i suoi obiettivi di massima occupazione e stabilità dei prezzi. A novembre 2021, il Comitato ha ritenuto che questo criterio fosse stato raggiunto e ha iniziato a ridurre il ritmo mensile degli acquisti netti di attività. Nella riunione di novembre, il Comitato ha deciso di ridurre il ritmo mensile degli acquisti di \$ 10 miliardi al mese per i titoli del Tesoro e di \$ 5 miliardi al mese per gli MBS. Nella riunione di dicembre, alla luce dell'andamento dell'inflazione e dell'ulteriore miglioramento del mercato del lavoro, il Comitato ha iniziato a ridurre più rapidamente il ritmo mensile degli acquisti netti, di 20 miliardi di dollari al mese per i titoli del Tesoro e di 10 miliardi di dollari al mese per gli MBS. Nella sua riunione di gennaio, il Comitato ha annunciato che avrebbe continuato con le riduzioni degli acquisti per poi terminarli definitivamente a marzo 2022.

Capitolo 3 – Prospettive a breve termine per l'economia USA

3.1 Aumento dei tassi sui fondi federali

In seguito all'interruzione degli acquisti di asset da parte della Federal Reserve, i funzionari di quest'ultima hanno dichiarato di voler aumentare il tasso sui fondi federali all'1,9% entro la fine dell'anno e per farlo hanno annunciato di ridurre il bilancio della Fed di \$ 9 trilioni. Ulteriori aumenti dei tassi previsti per il 2023 porterebbero il tasso di interesse di riferimento al 2,8%, un valore leggermente superiore rispetto al "tasso neutro"²⁵ che i funzionari della Fed hanno fissato al 2,4%. A questo ritmo, i funzionari della Fed prevedono che l'inflazione core diminuirà al 4,1% entro la fine del 2022, al 2,6% nel 2023 e al 2,3% l'anno successivo. Per il 2022, la Fed prevede che la crescita del PIL reale si ridurrà notevolmente rispetto al rapido ritmo del 2021, per poi aumentare leggermente nel 2023, poiché la continua risoluzione dei vincoli di offerta sta fornendo un piccolo impulso alla crescita. La crescita del PIL reale dovrebbe rallentare ulteriormente nel 2024 a un ritmo in linea con la crescita potenziale. Mentre la disoccupazione dovrebbe stabilizzarsi al 3,5% quest'anno prima di salire, secondo le stime rilasciate dalla Fed, solo dello 0,1% entro il 2024 nonostante il forte aumento dei tassi. In merito, il presidente Jay Powell ha affermato che la Federal Reserve ha bisogno di muoversi "con rapidità" verso una politica monetaria più restrittiva ed è pronta ad agire in modo ancora più aggressivo, se necessario, per contrastare l'inflazione eccessiva. Powell ha poi dichiarato che tra gli strumenti previsti per reprimere l'inflazione è incluso l'eventuale aumento dei tassi di mezzo punto percentuale, piuttosto che l'aumento standard di un quarto di punto, una mossa che la banca centrale non faceva dal 2000. Powell ha affermato che non c'era "nulla" per impedire alla banca di andare avanti con un aumento del tasso di mezzo punto a maggio, ma ha aggiunto che il Comitato non aveva ancora preso una decisione definitiva. Il piano della Federal Reserve per ridurre il suo bilancio di nove trilioni di dollari è stato esposto nei verbali dell'ultima riunione politica di marzo, quando il Federal Open Market Committee ha attuato il primo

²⁵ Il tasso che secondo i funzionari della Fed non accelererebbe né sosterrrebbe la crescita.

aumento dei tassi di interesse dal 2018. I funzionari concordano ampiamente che la Fed dovrebbe vendere fino a \$ 95 miliardi di attività al mese dal suo enorme bilancio e raggiungere quel livello in circa tre mesi a partire da maggio. La Fed cercherà di "sborsare" \$ 60 miliardi di Treasury ogni mese non reinvestendo i proventi delle obbligazioni in scadenza. Quando l'importo dei titoli del Tesoro in scadenza sarà inferiore a tale livello, la banca centrale ha dichiarato di voler compensare la differenza riducendo le proprie disponibilità di buoni del Tesoro a scadenza più breve, di cui detiene un valore di circa \$ 325 miliardi. La Fed vuole anche ridurre le sue partecipazioni in titoli garantiti da ipoteca (MBS), che ha iniziato ad acquistare durante la pandemia, limitando la riduzione di questa asset class di 35 miliardi di dollari al mese. I politici della Fed hanno affermato che prenderebbero in considerazione la vendita di alcune delle scorte a titolo definitivo, piuttosto che aspettare che i titoli escano dal bilancio, ma ciò potrebbe accadere solo quando il processo di diminuzione sarà "a buon punto".

Queste dichiarazioni, sulla fine dello stimolo della Fed, hanno colpito ogni angolo dei mercati finanziari. Il rally record delle azioni statunitensi e il boom del mercato immobiliare sono stati costruiti su bassi costi di finanziamento introdotti dalla politica monetaria estremamente espansiva della Fed, per questo l'aumento dei costi finanziari dall'inizio di marzo, determinati dalle aspettative di tassi di interesse più elevati, ha provocato l'aumento dei tassi ipotecari e il crollo delle azioni dai massimi storici. I tassi sui mutui residenziali sono aumentati, principalmente a causa dell'ampliamento degli spread MBS, che gli operatori di mercato hanno attribuito principalmente al "tapering"²⁶ della Federal Reserve, agli acquisti di MBS e all'incertezza sulla loro offerta che accompagnerebbe il deflusso di bilancio da parte della Federal Reserve. Con il ritiro della Fed, l'offerta di Treasury a disposizione degli investitori aumenterà, spingendo i rendimenti dei titoli di stato statunitensi - che hanno già raggiunto i massimi degli ultimi tre anni - ancora più in alto. L'ondata di offerta potrebbe anche avere un impatto sulla liquidità - la facilità con cui i trader possono acquistare o vendere - nel mercato del Tesoro, che è tornata al livello peggiore dall'inizio della pandemia. Tuttavia, la Fed spera di poter evitare questo problema di liquidità dopo aver stabilito l'anno scorso una struttura permanente che consente agli investitori idonei di scambiare Treasury con contanti.

3.2 Inversione della curva dei rendimenti

Spesso i prezzi delle attività finanziarie vengono analizzati per prevedere l'andamento dell'economia. Tra i principali punti di riferimento ci sono i movimenti nel mercato dei Treasury statunitensi, essendo le principali attività sicure che gli investitori utilizzano per superare l'incertezza. Le variazioni del loro prezzo vengono esaminate per individuare i segnali di come si sentono gli investitori riguardo alle prospettive economiche generali. La curva dei rendimenti, ovvero la differenza di rendimento a disposizione degli investitori in funzione della scadenza del debito pubblico, ha dimostrato particolari poteri predittivi sui tempi delle recessioni. In modo preoccupante, attualmente la curva ha raggiunto un punto di "inversione": uno stato in cui il tasso di interesse sul debito a lunga scadenza è inferiore a quello sul debito a scadenza più breve (fig.39). Una tale deviazione dalla norma ha annunciato ogni singola recessione degli Stati Uniti dagli

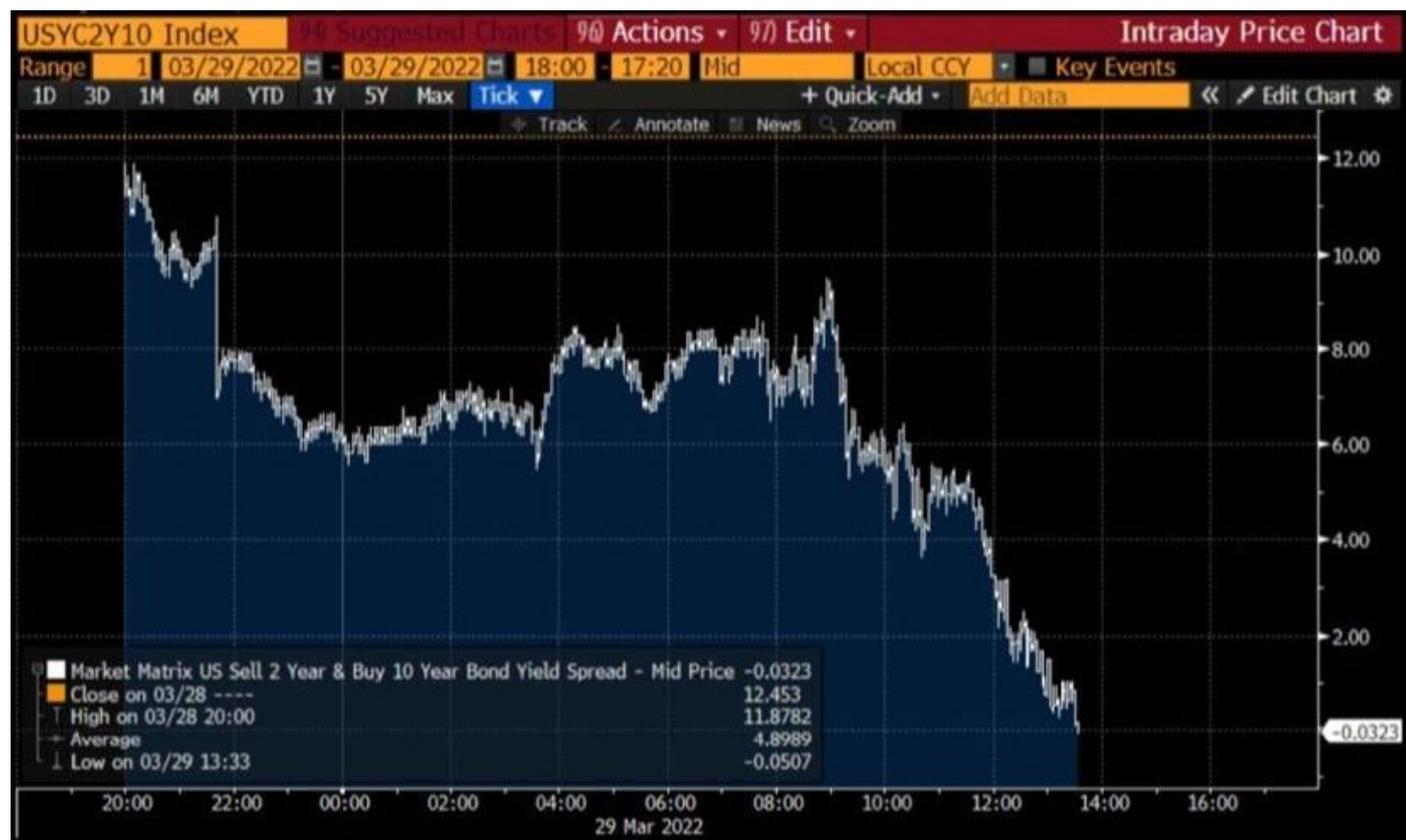
²⁶ Il termine tapering indica il rallentamento, da parte di una banca centrale, del ritmo di acquisto di asset sul mercato. Ossia di un rallentamento del Quantitative Easing.

anni '70, anche la più recente provocata dalla pandemia di coronavirus. La previsione della pandemia potrebbe essere stata un colpo di fortuna, ma la logica abituale del potere predittivo di un'inversione è che gli investitori lascerebbero prendere in prestito dal governo a un costo inferiore a lungo termine rispetto al breve termine solo se ritengono che i tassi saranno più bassi in futuro di quanto non lo siano ora. Per capire come sia possibile che si verifichi questo fenomeno in seguito alle manovre delle Banche Centrali, bisogna fare riferimento ai principi della matematica finanziaria. Ipotizzando di avere una dotazione da investire in un orizzonte temporale di dieci anni e che, per semplicità, gli investimenti disponibili siano a tasso fisso, ci sono due possibilità: acquistare direttamente un bond decennale, ottenendo il rendimento a scadenza offerto dal mercato, oppure investire di anno in anno in un bond annuale. Poiché il rendimento a scadenza di un'obbligazione a tasso fisso è certo e implicito al momento dell'acquisto, la prima strategia d'investimento non presenta alcun elemento di incertezza. La seconda strategia d'investimento, invece, ha un *payoff* aleatorio considerando che i tassi futuri a scadenza annuale non sono noti nel momento in cui inizia la strategia. Di conseguenza, la scelta fra le due strategie sarà determinata dalle aspettative sulla futura evoluzione dei tassi. Se ci si aspetta un rialzo futuro dei tassi ad un anno, è chiaro che si preferirà investire nella strategia di reinvestimento, in modo da poter acquistare titoli con un rendimento maggiore. Al contrario, in caso di aspettative ribassiste, sarebbe più razionale vincolare il capitale direttamente in un bond decennale. In condizioni di mercato "normali", secondo il principio dell'equivalenza dei tassi le due strategie dovrebbero equivalersi, dato che se così non fosse gli investitori sarebbero incentivati a spostare tutto il proprio capitale da una strategia all'altra. Questa situazione di equilibrio comporta una curva dei rendimenti inclinata positivamente, per cui affinché nel mercato si realizzi una curva invertita, è necessario che le aspettative degli operatori di mercato siano tali che il principio di equivalenza dei tassi venga meno. Se questo accadesse, la maggioranza degli investitori dovrebbe decidere di investire nei bond a lungo termine piuttosto che in quelli a breve. A questo punto il meccanismo è semplice: una maggiore domanda verso il bond decennale determinerà un incremento del prezzo e di conseguenza una riduzione del suo rendimento. Se questa diminuzione è consistente, il risultato ottenuto è l'inversione della curva.

In merito all'attuale circostanza, alcuni temono che l'inversione indichi che i mercati non accettino l'affermazione della Fed di poter inasprire la politica monetaria senza un impatto eccessivo sull'occupazione e che presto dovranno invertire la rotta riabbassando i tassi dopo che le sue politiche hanno spinto gli Stati Uniti verso un grave rallentamento. Il presidente della Fed ha costantemente suggerito che c'è un notevole spazio per l'economia per "raffreddarsi" prima che l'occupazione venga colpita, ma non è facile guidare qualcosa di così complesso come l'economia americana verso un "atterraggio morbido" e i mercati, comprensibilmente, lo guardano con scetticismo. Un'interpretazione alternativa dell'inversione è che i mercati obbligazionari siano d'accordo con la strategia della Fed e credono che l'inflazione si stabilizzerà a lungo termine. Tuttavia, una prospettiva molto più preoccupante è quella di un forte aumento dei rendimenti a lungo termine, ciò indicherebbe la convinzione del mercato che per un po' di tempo saranno necessari tassi elevati per raggiungere la stabilità dei prezzi. La Fed non deve solo scegliere il livello al quale fissare il suo tasso di riferimento principale a breve termine, ma anche come gestire il proprio vasto *stock* di Treasury. Al

momento, Powell sta indicando che la banca centrale aumenterà prima i tassi a breve termine e solo successivamente inizierà a vendere le sue obbligazioni a più lunga scadenza.

Figura 38: Spread tra i Treasury a due anni e quelli a dieci anni



Note: Immagine del 30 marzo 2022, che mostra la prima inversione della curva dei rendimenti da settembre 2019.
Source: Bloomberg.

3.3 Conflitto Russia-Ucraina

La notte tra il 23 e il 24 febbraio 2022, la Russia ha ufficialmente invaso i territori Ucraini dando inizio ad un conflitto bellico. In seguito, molti paesi, tra cui gli Stati Uniti, hanno reagito all'invasione imponendo una serie di sanzioni economiche. Tra queste, le principali sono state il blocco dell'accesso della Russia al sistema Swift che è alla base di gran parte dell'ecosistema dei pagamenti globali - esentando solo i pagamenti energetici per mantenere il flusso di petrolio e gas - e il congelamento delle attività estere della banca centrale russa per ostacolare la sua capacità di sostenere il sistema finanziario. In seguito, il rublo si è deprezzato di circa il 40% rispetto al dollaro. I prezzi delle obbligazioni russe denominate in dollari sono crollati dall'80 al 90% e il commercio locale di azioni russe è stato sospeso negli Stati Uniti dopo un precipitoso calo degli indici dei prezzi delle azioni russe. Le condizioni finanziarie globali si sono inasprite, riflettendo il calo dei mercati azionari, l'aumento dei rendimenti sovrani e degli spread creditizi e, per gli Stati Uniti, l'apprezzamento del dollaro. I prezzi delle materie prime esportate dalla Russia, in particolare petrolio e gas naturale, sono aumentati vertiginosamente nel periodo. Mentre i prezzi del petrolio sono parzialmente risaliti verso la fine del periodo, i prezzi delle opzioni hanno suggerito una notevole probabilità che i prezzi del petrolio possano rimanere elevati o aumentare ulteriormente nei mesi a venire. Accanto all'aumento dei prezzi delle materie prime, le misure di compensazione dell'inflazione a breve termine sono aumentate notevolmente nelle economie avanzate. Nei paesi dell'Europa orientale, le valute si sono

notevolmente deprezzate e i mercati azionari sono scesi, ma la maggior parte delle valute dei mercati emergenti al di fuori dell'Europa orientale si è deprezzata solo moderatamente o è aumentata. Gli spread sovrani per le economie dei mercati emergenti si sono ampliati, ma i movimenti al di fuori dell'Europa orientale sono stati relativamente modesti. Gli sviluppi in Ucraina hanno innescato alcune tensioni di liquidità in tutti i mercati. I tassi di interesse overnight sono rimasti stabili per tutto il periodo, ma sono emersi alcuni segnali di pressione sui mercati dei finanziamenti a termine. In un contesto di aumento della volatilità del mercato, la liquidità di negoziazione è diminuita in diversi settori. Nel mercato del Tesoro, la “profondità del mercato”²⁷ è diminuita e l'impatto sui prezzi delle negoziazioni è aumentato moderatamente. Nel complesso, tuttavia, nonostante le incertezze associate agli sviluppi geopolitici, la Fed, come altre Banche Centrali, ha continuato a segnalare l'intenzione di portare avanti la riduzione dell'accomodamento delle politiche per far fronte all'elevata inflazione. Le implicazioni per l'economia statunitense sono molto incerte, ma nel breve termine è probabile che l'invasione e gli eventi correlati creino ulteriori pressioni al rialzo sull'inflazione pesando sull'attività economica. Uno dei maggiori rischi è che un conflitto più prolungato di quanto l'opinione pubblica attualmente si aspetta possa portare a condizioni finanziarie globali molto più restrittive o ad altre perturbazioni.

Conclusione

Con le sue restrizioni, le incertezze e l'inflazione, la pandemia ha stravolto la normale capacità produttiva di tutti i paesi del mondo e nonostante i recenti dati positivi le conseguenze potrebbero durare più del previsto. Inoltre, l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia sta causando enormi difficoltà umane ed economiche. Nel momento in cui questa tesi di laurea viene scritta l'ultimo valore registrato per l'inflazione statunitense è l'8,5%, livello più alto da dicembre 1981. Questa data non è causale, infatti essa si posiziona al culmine dell'ultima epoca inflazionistica, iniziata nel 1965 e terminata nel 1982. Questo periodo fu caratterizzato da una forte spinta inflazionistica causata dalle aspettative sulla crescita dei prezzi: i lavoratori chiedevano aumenti di stipendio per proteggersi dal rialzo dei prezzi, i consumatori acceleravano gli acquisti dei beni durevoli per evitare prezzi più alti in futuro e le aziende aumentavano effettivamente i prezzi dopo aver previsto un aumento dei costi e una crescita della domanda. L'allora presidente Nixon per primo fallì nel tentativo di fermare la psicologia inflazionistica, istituendo controlli sui salari e sui prezzi. Il suo successore, Gerald Ford, organizzò la campagna “Whip Inflation Now” sollecitando abitudini di spesa disciplinate e un aumento dei risparmi personali. Tuttavia, anche questa strategia non portò ai risultati sperati e il ciclo inflazionistico non terminò fino ai primi anni Ottanta quando l'allora presidente della Fed, Paul Volcker, aumentò i tassi di interesse da circa il 10% al 20% in soli sei mesi, facendo crollare l'economia in una recessione. Ad oggi sono in molti a vedere le somiglianze tra il periodo di “stagflazione”²⁸ che ha caratterizzato gli anni 70-80 e il periodo a cui potremmo andare incontro nei prossimi mesi.

Fondamentalmente, gli Stati Uniti hanno goduto di un'ottima ripresa. La crescita della produzione lo scorso

²⁷ La profondità del mercato fa riferimento alla capacità del mercato di effettuare un gran numero di ordini buy e sell, senza influenzare significativamente il prezzo di mercato.

²⁸ Con il termine stagflazione, ci si riferisce ad una situazione di bassa crescita e alta inflazione.

anno è stata molto più forte che in altri principali paesi ad alto reddito. La ripresa del mercato del lavoro è stata robusta con un rapido ritorno a una bassa disoccupazione. Inoltre, anche la crescita salariale è stata forte, sebbene sia leggermente rallentata. Tuttavia, l'inflazione di solito non svanisce in un'economia così grande, affinché ciò accada sarebbe necessario che i vincoli di fornitura almeno non peggiorassero, mentre le aziende e i lavoratori che ne risentono dovrebbero assumersi la riduzione dei profitti e dei redditi reali, ma la domanda da porsi è: “perché dovrebbero farlo?”. L'aumento dell'8,5% dell'indice dei prezzi al consumo nei 12 mesi fino a marzo è stato molto più veloce del ritmo di crescita dei salari nominali, portando al calo dei salari reali più rapido in un anno da almeno 40 anni. Il risultato è che molti lavoratori ricevono grandi aumenti, ma continuano a lottare per pagare benzina, generi alimentari e affitti più costosi. L'opinione secondo cui una recessione significativa non sarà necessaria per frenare l'inflazione è ottimistica. Probabilmente la riduzione dei redditi reali a causa dell'elevata inflazione ridurrà la domanda di beni e servizi, ma fino a che punto accadrà dipenderà dalla disponibilità dei consumatori a utilizzare i risparmi accumulati durante la recessione indotta dal COVID. Inoltre, i prezzi delle attività hanno raggiunto livelli estremi: i prezzi delle case negli Stati Uniti nel febbraio 2022 erano del 15% più alti rispetto a prima della crisi finanziaria; e il rapporto prezzo/utili delle azioni è risultato più alto che in qualsiasi altro periodo dal 1881, fatta eccezione per la fine degli anni '90 e l'inizio del 2000. È, purtroppo, abbastanza probabile che sarà necessaria una recessione per tenere sotto controllo le aspettative inflazionistiche. La Fed dovrà riuscire a sostenere la sua credibilità sull'inflazione e allo stesso tempo fare quello che serve.

Bibliografia

Board of Governors of the Federal Reserve System. (June 2019). *Conference on Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices (A Fed Listens Event)*. [online] Available at:

<https://www.federalreserve.gov/conferences/conference-monetary-policy-strategy-tools-communications-20190605.htm>

Board of Governors of the Federal Reserve System. (June 2020). *Federal Reserve Board - Fed Listens Events*. [online] Available at:

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-fed-listens-events.htm>

Board of Governors of the Federal Reserve System. (August 2020). *Federal Reserve Board - Review of Monetary Policy Strategy, Tools, and Communications*. [online] Available at:

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

Altig, D., Fuhrer, J., Giannoni, M.P. and Laubach, T. (August 2020). The Federal Reserve's Review of Its Monetary Policy Framework: A Roadmap. *www.federalreserve.gov*. [online] Available at:

<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-federal-reserves-review-of-its-monetary-policy-framework-a-roadmap-20200827.htm>

Board of Governors of the Federal Reserve System. (August 2020). *Federal Open Market Committee announces approval of updates to its Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*. [online] Available at:

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

Board of Governors of the Federal Reserve System. (August 2020). *Federal Reserve Board - 2020 Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*. [online] Available at:

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

Board of Governors of the Federal Reserve System. (August 2020). *Speech by Chair Powell on new economic challenges and the Fed's monetary policy review*. [online] Available at:

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200827a.htm>

Board of Governors of the Federal Reserve System. (September 2020). *Federal Reserve Board - System Analytical Work*. [online] Available at:

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-system-analytical-work.htm>

Board of Governors of the Federal Reserve System. (June 2020). *Testimony by Chair Powell on the semiannual Monetary Policy Report to the Congress*. [online] Available at:

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/powell20200616a.htm>

Board of Governors of the Federal Reserve System. (June 2020). *The Fed - Monetary Policy: Monetary Policy Report*. [online] Available at:

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2020-06-mpr-summary.htm>

Board of Governors of the Federal Reserve System. (February 2021). *Testimony by Chair Powell on the semiannual Monetary Policy Report to the Congress*. [online] Available at:

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/powell20210223a.htm>

Board of Governors of the Federal Reserve System. (February 2021). *The Fed - Monetary Policy: Monetary Policy Report*. [online] Available at:

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2021-02-mpr-summary.htm>

www.dallasfed.org. (April 2021). *Fed's New Inflation Targeting Policy Seeks to Maintain Well-Anchored Inflation Expectations*. [online] Available at: <https://www.dallasfed.org/research/economics/2021/0406>.

Board of Governors of the Federal Reserve System. (July 2021). *Testimony by Chair Powell on the semiannual Monetary Policy Report to the Congress*. [online] Available at:

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/powell20210714a.htm>

Board of Governors of the Federal Reserve System. (January 2022). *The Fed - Monetary Policy*: [online] Available at: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20220126.htm>

Board of Governors of the Federal Reserve System. (February 2022). *The Fed - Monetary Policy: Monetary Policy Report*. [online] Available at: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2021-07-mpr-summary.htm>

Board of Governors of the Federal Reserve System. (February 2022). *The Fed - Monetary Policy: Monetary Policy Report*. [online] Available at: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2022-02-mpr-summary.htm>

Jay Powell channels his inner Paul Volcker with tough stance on US inflation. (2022). *Financial Times*. [online] 17 Mar. Available at: <https://www.ft.com/content/7eb5e233-a5a9-4eb7-beec-07a75425bd9e>

The west's hybrid war on Russia. (2022). *Financial Times*. [online] 4 Mar. Available at: <https://www.ft.com/content/ff95ee3f-a1b8-4a54-9657-6a1aaecc105f>

Smith, C. (2022). Jay Powell says Fed prepared to move more aggressively to tighten policy. *Financial Times*. [online] 21 Mar. Available at: <https://www.ft.com/content/baabbe1f-d823-4727-a090-0d1b89438048>

An inverted yield curve need not cause panic. (2022). *Financial Times*. [online] 28 Mar. Available at: <https://www.ft.com/content/565761c0-a89d-436b-9853-d77ee82c07d3>

Can the Fed shrink its \$9tn balance sheet without causing market mayhem? (2022). *Financial Times*. [online] 7 Apr. Available at: <https://www.ft.com/content/6cbb371a-15f8-4cb3-b876-9a141e719770>

Harrison, D. (2022). Pay Raises Are Historically High. Inflation Is Still Eclipsing Those Gains. *Wall Street Journal*. [online] 6 May. Available at: https://www.wsj.com/articles/inflation-eclipses-aprils-historically-strong-wage-gains-11651854549?mod=Searchresults_pos19&page=1