



Analisi del Servizio Studi BNL BNP Paribas

# focus

ECONOMIA E BANCHE

NUMERO

# 22

24 ottobre 2022

## L'economia statunitense: la view della Fed

Alessandra Mastrota



**BNL**  

---

**BNP PARIBAS**

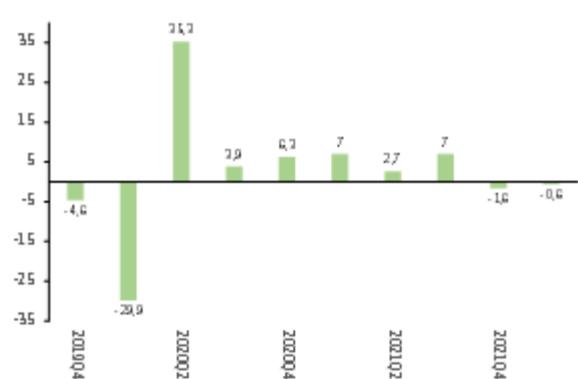
La banca  
per un mondo  
che cambia

## SINTESI

Lo scoppio del Covid-19 ha portato ad una recessione economica pesante; il periodo successivo ha visto una ripresa altrettanto veloce e significativa, messa però a rischio da un'inflazione elevata e dalla crisi geopolitica internazionale. Il Pil statunitense è sceso meno di quello dell'Area euro nel 2020 ed ha recuperato prima la mancata crescita; per contro, ha subito una leggera contrazione già nel primo semestre del 2022. L'inflazione ha iniziato a salire già nel 2021 per l'aumento dei prezzi delle materie prime e negli Stati Uniti si è diffusa più rapidamente dal settore energetico al resto dell'economia rispetto a quanto accaduto nell'Area euro. La Fed

### Andamento del Pil negli Stati Uniti

(variazione %, dati trimestrali annualizzati)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati BEA

### Indici Cpi e Pce negli Stati Uniti

(Variazioni % annue, dati mensili)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati BLS

ha avviato un veloce percorso di restrizione monetaria: da marzo ad oggi i fed fund sono passati dallo 0%-0,25% al 3%-3,25% e la Fed stessa ha già affermato che saliranno ancora. Il Beige Book che verrà discusso dal Fomc il 2 novembre parla di prospettive per l'economia nel suo complesso più pessimiste per i crescenti timori di un indebolimento della domanda. Sul mercato del lavoro, che resta moderatamente teso, l'attesa è che la crescita dei salari proseguirà perché secondo gli interpellati nell'attuale contesto un loro aumento è essenziale per non perdere le persone più specializzate presenti in azienda. Ci si attende infine un moderato aumento dell'inflazione in un contesto in cui non tutti i settori riescono a traslare sui clienti l'aumento dei costi.



## L'ECONOMIA STATUNITENSE: LA VIEW DELLA FED

**Alessandra Mastrota\***

*Economist Servizio Studi BNL BNP Paribas*

alessandra.mastrota@bnpparibas.com

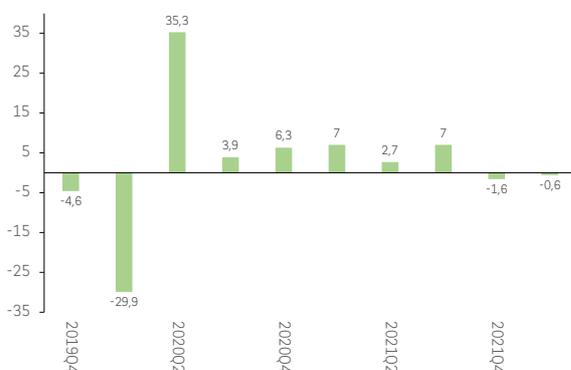
### L'andamento macro illustrato dai dati

Gli avvenimenti degli ultimi anni hanno messo a dura prova i sistemi economici mondiali. Lo scoppio della pandemia ha portato nel 2020 ad una recessione economica pesante e molto diffusa; per contro, il periodo successivo ha visto una ripresa altrettanto veloce e significativa. Questi movimenti repentini in positivo ed in negativo hanno creato molto squilibri che hanno reso difficoltoso il percorso verso una normalizzazione delle economie; su tutto questo si è infine innescata la crisi geopolitica internazionale che ha creato ulteriore incertezza ed accentuato alcuni trend.

La pandemia, come è noto, aveva creato una crisi sia dal lato della domanda che dell'offerta, per le politiche dei lockdown perseguite in modo più o meno continuo e stringente da quasi tutte le maggiori economie mondiali. La progressiva ripresa delle attività, prima nel settore della manifattura ed in seguito dei servizi, ha evidenziato l'esistenza di molti problemi sul fronte dell'approvvigionamento delle materie prime e di molti beni necessari a soddisfare la crescente domanda. Questa è stata alimentata, da un lato, dal rinvio forzato degli acquisti nella prima fase della pandemia; dall'altro, dall'attuazione di politiche governative di sostegno soprattutto sul

#### Andamento del Pil negli Stati Uniti

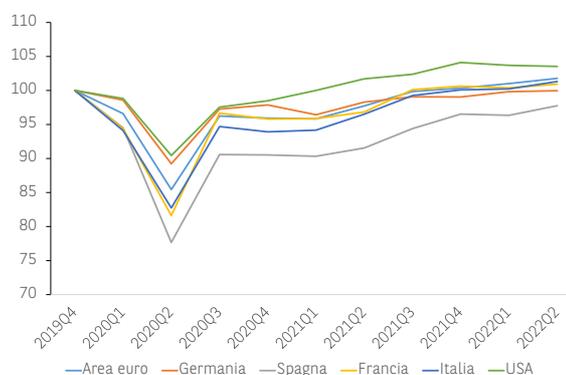
(variazione %, dati trimestrali annualizzati)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati BEA

#### Andamento del Pil in alcuni Paesi

(Indice Q4 2019=100, dati trimestrali)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat e BEA

mercato del lavoro, che hanno favorito in media il mantenimento del potere di acquisto dei consumatori anche grazie ad un aumento del livello di risparmio, in gran parte involontario.

Il disallineamento fra domanda ed offerta si è scaricato innanzitutto sulle quotazioni delle materie prime, il cui forte incremento si è progressivamente trasferito sugli altri beni e sui servizi; lo scoppio della crisi geopolitica ha infine contribuito ad aumentare ulteriormente i costi dell'energia e degli alimentari, accrescendo il clima di incertezza e con esso le attese di un

\* Le opinioni espresse impegnano unicamente l'autrice

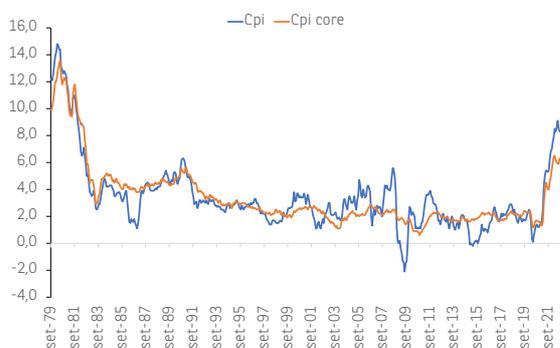


mercato freno alla crescita economica a livello globale. Nonostante queste aspettative, a cui ha contribuito anche la politica zero-Covid perseguita senza sosta dalla Cina con conseguenti stringenti lockdown locali, il netto rialzo dell'inflazione ha costretto le principali Banche centrali ad abbandonare rapidamente la politica ultra accomodante fino ad allora seguita ed avviare il percorso di normalizzazione<sup>1</sup>, iniziato dalla Banca d'Inghilterra a fine 2021, dalla Federal Reserve e dalla Banca centrale europea rispettivamente a marzo ed a luglio di quest'anno.

Sebbene i principali Paesi si siano trovati all'interno di uno scenario caratterizzato da trend condivisi su crescita ed inflazione, l'impatto sui singoli è stato differente. In termini di Prodotto interno lordo, gli Stati Uniti e l'Area euro hanno già recuperato i livelli pre-Covid; fra i principali Paesi dell'Area è in ritardo solo la Spagna. Il Pil statunitense è sceso meno di quello dell'Area euro nel 2020 ed ha recuperato prima la mancata crescita; per contro, ha subito una leggera contrazione già nel primo semestre del 2022. Per quanto riguarda l'inflazione, questa ha iniziato a salire rapidamente nel 2021 a causa dell'incremento delle quotazioni sulle materie prime e

### Indici Cpi e Cpi core negli Stati Uniti

(variazioni % annue dal 1979, dati mensili)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati BLS

### Indici Cpi e Pce negli Stati Uniti

(Variazioni % annue, dati mensili)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati BLS

negli Stati Uniti si è diffusa più rapidamente dal settore energetico al resto dell'economia rispetto a quanto accaduto nell'Area euro. Il tasso d'inflazione statunitense ha raggiunto livelli che non si vedevano da 40 anni ed il tasso "core" non ha tardato a seguire lo stesso trend, evidenziando come il fenomeno non fosse quindi più circoscritto ai soli settori di energia ed alimentari. Un mercato del lavoro forte ha reso più concreto il timore che si possa avviare una spirale prezzi-salari che complicherebbe il compito della Federal Reserve nel tentativo di riportare il livello dell'inflazione verso il target del 2%.

In base ad alcuni dati macro pubblicati di recente, è possibile che l'economia, dopo la contenuta contrazione del primo semestre, abbia recuperato leggermente nella seconda parte dell'anno, ma con scarse possibilità di confermare uno scenario di ripresa. In termini di prezzi, il trend decrescente dell'inflazione è più lento e contenuto di quanto non si aspettassero gli osservatori e la Fed stessa; deludente anche la dinamica del Personal Consumer Expenditure, indicatore che la Banca centrale preferisce al Consumer Price Index in quanto calcola la dinamica dei prezzi sulla spesa reale dei consumatori e non su un paniere standard di beni e servizi.

<sup>1</sup> Intesa come progressivo abbandono delle politiche di quantitative easing e di tassi di interesse ufficiali prossimi allo zero, se non addirittura negativi.



## Il quadro che emerge dai verbali del Fomc di settembre

Nel corso del 2022 la Fed ha rinunciato ad illustrare il fenomeno dell'inflazione come "temporaneo", ed ha impostato un percorso di restrizione monetaria sempre più accentuato, portando in pochi mesi i tassi sui fed fund dai livelli di 0%-0,25% al nuovo range compreso tra il 3% ed il 3,25%, ed il trend continuerà ad essere in aumento.

Le previsioni espresse dai membri del Fomc all'incontro di settembre mostrano, rispetto alle stime rese note a giugno, una crescita economica minore per gli anni a venire, ed un contestuale aumento del tasso atteso di disoccupazione ed inflazione: quest'ultima è vista in calo, ma dovrebbe toccare il 2% non prima del 2025. Rispetto a tre mesi prima, si ipotizza un livello dei fed fund più elevato, con una possibile inversione della politica monetaria nel 2024, anno in cui però i cosiddetti "dot plot" espressi dai membri della Fed, che indicano un valore medio del 3,9%, variano da un minimo del 2,6% ad un massimo del 4,6%, a riprova dell'incertezza che permea le dinamiche macro future; nello stesso anno la crescita stimata dal Fomc spazia tra l'1,0% di minimo ed il 2,6% di massimo; l'inflazione tra il 2,0% ed il 2,8%.

La Fed ha preso atto che i dati sull'inflazione hanno sorpreso al rialzo e che la crescita dei prezzi sta scendendo ad un ritmo inferiore alle attese; delude in particolar modo il mancato miglioramento del tasso "core" sui beni, visto che le strozzature nelle catene di approvvigionamento si stanno lentamente riducendo e considerando il ripristino del livello delle scorte, la forza del dollaro e lo spostamento dei consumatori dal settore dei beni a quello dei servizi.

Il timore della Banca centrale statunitense è che operino nella direzione opposta rispetto a quella desiderata le crescenti tensioni sul mercato del lavoro, gli eventuali incrementi addizionali sul fronte dei prezzi energetici, l'emergere di possibili nuovi problemi sulle catene di approvvigionamento. Il Fomc ritiene che il rischio della previsione sui prezzi resti orientato al rialzo; i rischi saranno più bilanciati quando la politica monetaria sarà più restrittiva. Il costo di limitare l'aumento dei tassi per ridurre l'inflazione è ritenuto superiore a quello di alzarli troppo: in altre parole, il rischio di rallentamento economico indotto da una politica monetaria troppo restrittiva in questo momento passa in secondo piano rispetto alla necessità di perseguire uno dei due obiettivi della Fed, quello di riportare l'inflazione verso il target del 2%<sup>2</sup>. Dalle minute emerge anche la volontà di ridurre l'entità degli aumenti dei tassi verso la fine di quest'anno, alla luce del fatto che le aspettative sull'inflazione sembrano ben ancorate e vista la mancanza di forti segnali di una spirale prezzi-salari. Le scelte della Fed continueranno però ad essere guidate dai dati che saranno resi noti di volta in volta, con una particolare attenzione sia alle aspettative sull'inflazione che emergono da indicatori indiretti (sondaggi fra famiglie, aziende, analisti e previsori, oltre che da informazioni provenienti dai mercati finanziari, quali l'andamento dei Treasury legati all'inflazione) che ai rischi dell'avvio di eccessivi incrementi salariali.

### Previsioni Fomc del 21 settembre 2022

(valori percentuali mediani, tra parentesi la direzione delle nuove stime rispetto a quelle diffuse a giugno)

	2022	2023	2024
PIL	0,2 (↓)	1,2 (↓)	1,7 (↓)
Disoccupazione	3,8 (↑)	4,4 (↑)	4,4 (↑)
PCE	5,4 (↑)	2,8 (↑)	2,3 (↑)
Fed fund	4,4 (↑)	4,6 (↑)	3,9 (↑)

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Federal Reserve

<sup>2</sup> La Fed è chiamata a creare le condizioni che favoriscono i prezzi stabili e il massimo impiego.

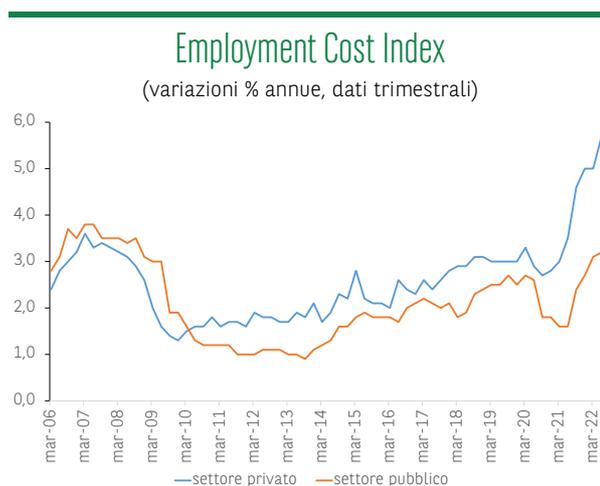
## Powell: “Senza la stabilità dei prezzi, l’economia non funziona per nessuno”

In attesa di conoscere le decisioni della Fed il cui Comitato si incontra il 2 novembre, è interessante cogliere alcuni spunti dagli interventi effettuati da alcuni membri del Fomc in diverse occasioni nel corso delle ultime settimane. Benché si affermi esplicitamente che le opinioni sono esclusivamente del relatore e non riflettono necessariamente quelle della Fed nel suo complesso, si tratta pur sempre di spunti espressi da membri partecipanti alle riunioni e quindi di tematiche presumibilmente presentate anche in sede plenaria. Inoltre, vi è una convergenza di temi ed argomentazioni che rendono ancor più plausibile prenderle in considerazione.

Il tema delle prospettive economiche e dell’inflazione è stato trattato in almeno tre occasioni nei primi giorni di ottobre<sup>3</sup>. In sintesi, si sottolinea come gli ultimi dati mostrino una crescita modesta e al di sotto del trend per il secondo semestre del 2022; una crescita del Pil inferiore alle attese secondo Brainard è anche dovuta ai primi effetti della restrizione monetaria. Inoltre, le recenti revisioni dei dati su reddito e prodotto interno hanno rivisto al ribasso del 25% il livello del risparmio in eccesso delle famiglie; questo potrebbe implicare per il futuro un trend dei consumi più contenuto di quanto stimato finora.

Ancora riguardo alla trasmissione sull’economia degli effetti di una politica monetaria più restrittiva, Wallard osserva come la maggiore evidenza si abbia nel settore delle case, dove negli ultimi dodici mesi i tassi sui mutui sono più che raddoppiati e l’aumento dei prezzi delle abitazioni nelle ultime rilevazioni è decisamente rallentato, facendo ipotizzare che a breve si risconterà un tasso di variazione vicino allo zero<sup>4</sup>. In effetti, alla forte domanda che ha preceduto la pandemia ha fatto seguito in questo ultimo periodo l’incremento dei costi di costruzione, legato alla scarsità dei materiali necessari. In una prima fase l’aumento della domanda associato alla riduzione dell’offerta aveva accresciuto i prezzi delle case; la nuova politica della Fed che ha spinto al rialzo i tassi sui mutui tuttavia ha reso più oneroso l’acquisto: da qui la successiva frenata.

Sul mercato del lavoro, ci sono alcuni segnali di decelerazione, ma nel complesso la domanda resta vivace, mentre l’offerta è inferiore al periodo pre-pandemia. Il tasso di disoccupazione di settembre è al 3,5% ed è quindi più basso del valore mediano indicato dal Fomc nel lungo periodo (4%). Lo sbilancio tra domanda ed offerta è alla base della forte crescita dei salari. Ma se da un lato l’indice Eci (Employment Cost Index) è su livelli storicamente molto elevati, dati mensili più aggiornati come la paga media oraria indicano tassi più contenuti e in leggera decelerazione



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati BLS

<sup>3</sup> Lisa Cook, “Economic Outlook”, 6 ottobre 2022; Christopher Waller, “The Economic Outlook with a look at the Housing Market”, 6 ottobre 2022; Lael Brainard “Restoring Price Stability in an Uncertain Economic Environment”, 10 ottobre 2022.

<sup>4</sup> Nel periodo giugno 2021 – maggio 2022 i prezzi delle case esistenti sono salite del 20%; da allora ad oggi sono cresciute di meno del 10% annuo (cfr. Christopher Waller).

(4,4% annuo nel terzo trimestre, contro il 4,6% del trimestre precedente), per quanto ancora ben al di sopra del valore target dell'inflazione, pari al 2%.

Il forte andamento dei salari associato all'aumento dei costi degli affitti e delle abitazioni portano la Fed ad ipotizzare che l'inflazione da servizi scenderà molto lentamente; in particolare modo va considerato che l'indice sugli affitti viene calcolato su uno stock che si rinnova nel

tempo solo parzialmente e che quindi i cambiamenti nelle condizioni di mercato vengono computati con ritardo dalle statistiche sull'andamento dei prezzi.

### Aspettative sul tasso d'inflazione Usa

(tassi % annui)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Università del Michigan

Le aspettative sull'inflazione sono una variabile chiave da seguire per calibrare la stretta monetaria: finora non si hanno segnali di preoccupazione in tal senso in quanto le rilevazioni confermano la convinzione che nel medio periodo l'inflazione tornerà verso il 2%. I Treasury a lungo termine indicizzati all'andamento dei prezzi mostrano una compensazione all'inflazione<sup>5</sup> di circa 15bp, 10bp al di sotto dei valori di inizio anno. Le aspettative sull'inflazione attesa misurate dall'indice dell'Università del Michigan per i prossimi 5 anni sono leggermente scese a settembre rispetto ai valori dei mesi precedenti. Nelle

ultime rilevazioni si riscontra una maggior dispersione riguardo all'indicazione dell'inflazione futura; ma mentre nei mesi passati questa rifletteva attese che indicavano tassi significativamente superiori al valore target, le osservazioni più recenti riflettono una dispersione indirizzata da un quarto dei soggetti interpellati verso valori che potrebbero essere gli stessi o più bassi di quelli medi rilevati<sup>6</sup>.

Un'ultima notazione riguarda la "forward guidance", una pratica di recente posta in secondo piano dalla Fed<sup>7</sup>. Si tratta di un'indicazione ufficiale con la quale la Banca centrale intende illustrare il possibile percorso futuro della propria politica monetaria. Si può riferire a risultati economici specifici che dovrebbero essere raggiunti, o indicare un lasso temporale dopo il quale il Comitato potrà prendere in considerazione di attivare una determinata azione di politica monetaria; può anche essere solo un'indicazione qualitativa. La finalità è quella di indirizzare le attese degli operatori sulle scelte future della Fed e, in questo modo, influenzare il livello dei tassi a lungo termine ed in generale le condizioni finanziarie atte a determinare un sentiero di crescita ed inflazione che sia coerente con gli obiettivi della Banca centrale. La definizione di una forward guidance esplicita, parte integrante delle comunicazioni della Fed, è stata utilizzata nell'ultimo decennio, inserendosi in un percorso di sempre maggiore chiarezza nella comunicazione delle proprie scelte al mercato. Non mancano i rischi: se la forward guidance viene modificata troppo spesso a causa di condizioni economiche in rapido mutamento, ne possono derivare un'elevata volatilità sui mercati in caso di una sua non piena comprensione, o anche una sua inefficacia fino ad arrivare ad una perdita di credibilità della Banca centrale

<sup>5</sup> È la differenza tra i rendimenti nominali dei titoli a tasso fisso e quelli reali.

<sup>6</sup> Cfr. Brainard

<sup>7</sup> Michelle Bowman, "Forward Guidance as a Monetary Policy Tool: Considerations for the Current Economic Environment", 12 ottobre 2022.



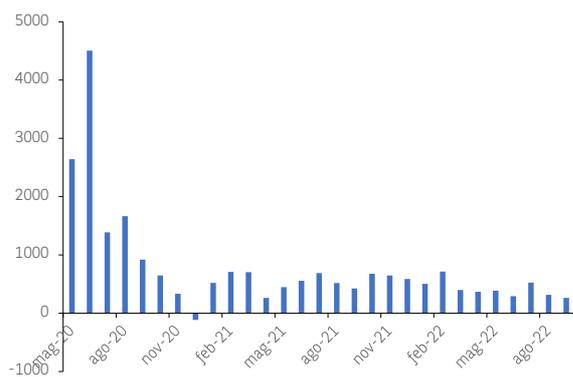
stessa. L'utilità di questo mezzo di comunicazione è massima quando l'utilizzo del primo strumento di politica monetaria, la variazione dei tassi, è vincolato; la forward guidance è stata quindi essenziale nell'ultimo decennio quando i fed fund erano prossimi allo zero. Ma ora le circostanze sono mutate: da un lato, il primo strumento di comunicazione torna ad essere la variazione dei fed fund; dall'altro, vi è troppa incertezza sia in merito all'inflazione che alla crescita, con elevati rischi in entrambi i sensi. Un'elevata incertezza implica una potenziale maggiore flessibilità di risposta che potrebbe essere resa più complicata da una forward guidance esplicita. Resta in ogni caso la necessità di dare chiare comunicazioni ai mercati.

## Il Beige Book che verrà illustrato al Fomc del 2 novembre

Il Beige Book è una pubblicazione della Fed che descrive le condizioni economiche regionali e le prospettive del Paese, che derivano da una serie di informazioni per lo più qualitative, raccolte dai 12 distretti della Federal Reserve; ne vengono redatti otto all'anno<sup>8</sup> ed hanno una valenza

### Variazione nel numero degli occupati del settore non agricolo

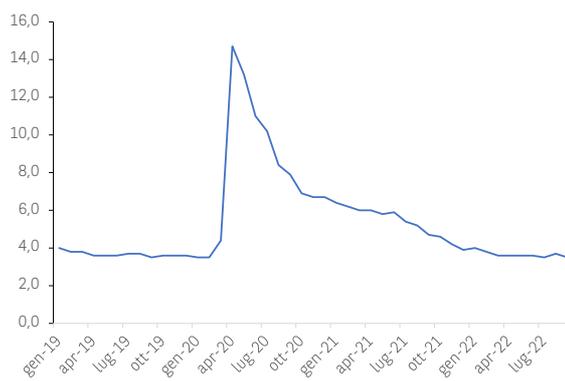
(migliaia, dati mensili)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati BLS

### Tasso di disoccupazione

(valori %, dati mensili)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati BLS

meramente descrittiva. Poiché le informazioni sono raccolte da più fonti, formali ed informali, può completare altre forme di raccolta dati a livello regionale. La natura qualitativa del documento consente di individuare la dinamica e identificare trend emergenti che ancora non sono presenti nei dati economici a disposizione<sup>9</sup>; consente inoltre di comparare le condizioni delle diverse aree del Paese. Per queste ragioni, è un documento essenziale per descrivere uno scenario il più possibile aggiornato, che agevoli la Fed nel momento in cui deve decidere le misure di politica monetaria da adottare.

Nel documento pubblicato il 19 ottobre, si rileva come l'economia sia cresciuta poco rispetto al report di settembre; il rallentamento della domanda è attribuito ai tassi di interesse più elevati, all'inflazione e alle interruzioni dell'offerta. La spesa al dettaglio è quasi piatta, le attività legate al turismo sono cresciute, per il continuo aumento di quelle legate al tempo libero ed ai viaggi; stabile o in leggera crescita la manifattura in parte anche per il miglioramento delle catene

<sup>8</sup> Uno per ogni incontro Fomc in calendario, la pubblicazione del Beige Book avviene due settimane prima del meeting.

<sup>9</sup> La valutazione dell'andamento dell'economia in periodo di pandemia ha messo in primo piano l'utilizzo di alcuni indicatori qualitativi immediati che in passato venivano per lo più ignorati, come ad esempio i dati sulla mobilità elaborati da Google o i dati sulle prenotazioni dei ristoranti.



degli approvvigionamenti; in aumento la domanda per i servizi non finanziari. L'incremento dei tassi di interesse e dei prezzi delle case ha indebolito il settore delle vendite delle abitazioni, ma ha accresciuto affitti e leasing degli appartamenti; in rallentamento il settore immobiliare commerciale. Le banche hanno segnalato un calo nel volume dei prestiti, legato in parte alla riduzione di quelli relativi all'immobiliare residenziale. Le prospettive per l'economia nel suo complesso sono diventate più pessimiste per i crescenti timori di un indebolimento della domanda.

Per quanto attiene il mercato del lavoro, l'occupazione continua a crescere a ritmi moderati; in generale le condizioni restano tese, anche se metà dei distretti hanno segnalato un calo nelle difficoltà di assumere e di mantenere in azienda le migliori professionalità. La crescita dei salari è diffusa, anche se sta leggermente rallentando in alcuni distretti; le tensioni sui salari vengono attribuite all'alta inflazione ed al maggior costo della vita, oltre che a quelle sul mercato del lavoro. In generale, l'attesa è che la crescita dei salari proseguirà perché nell'attuale contesto un loro aumento è essenziale per non perdere le persone più specializzate presenti in azienda.

La crescita dei prezzi resta elevata: sono segnalati aumenti consistenti in quelli degli input in molte industrie, nonostante alcuni cali nei costi delle materie prime, dei combustibili e dei noli. L'aumento nei prezzi di vendita non è omogeneo: alcuni notano un elevato potere di fissazione degli stessi nelle ultime sei settimane, altri che il trasferimento dei maggiori costi stanno diventando più difficili per la reazione negativa dei clienti. In prospettiva, le attese sono per un moderato aumento dei prezzi.

---

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL BNP Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

---

