



BNL Economic Research

**FOCUS**

ECONOMIA E BANCHE

NUMERO

**15**

22 maggio 2023

Stati Uniti: la Fed e il difficile equilibrio  
tra inflazione e crescita  
Alessandra Mastrotta



**BNL**  

---

**BNP PARIBAS**

La banca  
per un mondo  
che cambia

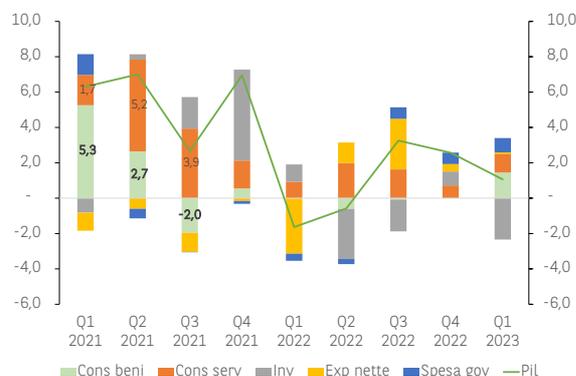


## SINTESI

Ad inizio maggio la Fed ha deliberato il decimo rialzo consecutivo dei fed fund in soli 15 mesi, portandoli al 5,00%-5,25%. L'abbandono della politica monetaria espansiva seguita negli ultimi anni ha tratto origine da un'inflazione in forte aumento fin dai primi mesi del 2021, benché si iniziassero ad intravedere segnali di rallentamento nell'economia reale: nel 2022 il Pil è cresciuto del 2,1%, contro il 5,9% dell'anno precedente; la ripresa si è indebolita, ma prosegue anche nel primo trimestre del 2023. L'inflazione totale sta scendendo rapidamente dai massimi del 2021, mentre l'indice core cala con molta lentezza. Il mercato del lavoro resta molto forte, con il tasso di disoccupazione ai minimi storici e il costo del lavoro in decelerazione rispetto ai massimi, ma ancora alto ed incompatibile con un'inflazione verso il livello target del 2%.

### Andamento e composizione del Pil

(valori percentuali trimestrali annualizzati)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati BEA

### Andamento Cpi e Cpi core

(valori percentuali annui)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati BLS

La stretta monetaria attuata dalla Fed sta avendo riflessi sul sistema del credito: l'aumento dei tassi di interesse e la maggiore attenzione all'assunzione di rischio potrebbero continuare ad avere effetti sulla domanda di finanziamenti ad aziende e famiglie; l'impatto sulla domanda è finora stato contenuto. Gli indicatori che catturano le aspettative di aziende e famiglie sull'andamento futuro di economia e inflazione sono concordi nell'ipotizzare uno scenario incerto per la crescita, in un contesto in cui i prezzi continuano a scendere lentamente.



## STATI UNITI: LA FED E IL DIFFICILE EQUILIBRIO FRA INFLAZIONE E CRESCITA

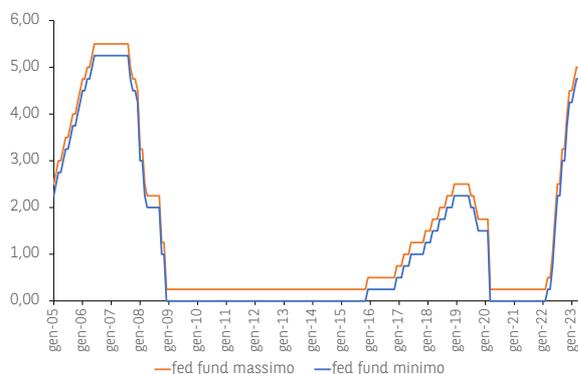
**Alessandra Mastrotta\***

Economic Research BNL BNP Paribas

[alessandra.mastrotta@bnpparibas.com](mailto:alessandra.mastrotta@bnpparibas.com)

Ad inizio maggio di quest'anno la Federal Reserve ha deliberato il decimo rialzo consecutivo dei tassi ufficiali, portando la fascia del valore obiettivo dei fed fund al 5,00% - 5,25%. Il percorso di inversione di politica monetaria è iniziato poco più di un anno fa, a marzo 2022: il primo aumento dei tassi ufficiali dal dicembre 2018 ha incrementato di 25bp i fed fund, fermi allo 0,00% - 0,25% da febbraio 2020. Non era la prima volta che i tassi ufficiali statunitensi si collocavano a zero: era già accaduto nel periodo 2009-2015 ed erano stati ridotti fino a quei valori dopo la lunga crisi finanziaria innescata dalla vicenda dei mutui subprime e dal fallimento di Lehman Brothers. La Banca centrale statunitense ha avviato la fine del periodo di politica monetaria espansiva iniziando anche a drenare la liquidità immessa nel sistema negli anni precedenti, soprattutto dal 2020 in poi. Il Quantitative Tightening ha subito una pausa a marzo di quest'anno, a seguito delle difficoltà di alcuni istituti bancari, ma è già ripreso, seppure con lentezza.

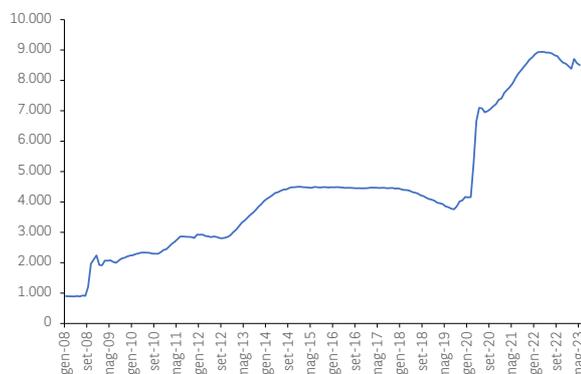
Andamento dei tassi sui fed fund



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati Fed

Andamento degli asset della Federal Reserve

(valori in miliardi di dollari)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati Fed

Il rialzo di 5 punti percentuali dei tassi ufficiali è avvenuto in un arco temporale molto contenuto, poco più di un anno, in risposta ad un incremento di prezzi che dai primi mesi del 2021 in poi aveva portato l'inflazione su valori che non si vedevano da molti anni, mentre sul fronte dell'economia reale si iniziavano ad intravedere alcuni segnali di rallentamento.

A seguito della pandemia del Covid-19, l'economia degli Stati Uniti aveva subito una netta contrazione, in linea con quanto accaduto a livello globale a causa delle misure di lockdown adottate, in modalità e tempi diversi, dai vari governi nazionali. Negli Stati Uniti la recessione - che si è incardinata su un trend di crescita che iniziava già ad indebolirsi - non è stata tra le più profonde: il 2020 si è concluso con un -2,8%. La contrazione si è concentrata nel secondo

\* Le opinioni espresse impegnano unicamente l'autrice



trimestre dell'anno; il confronto dei dati trimestre su trimestre del 2020 sul 2019 è risultato in ogni caso sempre negativo.

Il 2021 è stato l'anno del recupero, pur fra le difficoltà indotte dai problemi nelle catene di approvvigionamento in una fase in cui la domanda, precedentemente compressa a causa del lockdown, superava nettamente l'offerta: la crescita si è attestata al 5,9%. Le crescenti tensioni inflazionistiche, che in una prima fase erano state descritte come temporanee in quanto indotte essenzialmente dalla componente delle materie prime soprattutto energetiche, hanno complicato il quadro. La consapevolezza che i rincari dei prezzi si stessero diffondendo in tutti i settori economici ha spinto la Fed ad invertire la propria condotta monetaria espansiva: a partire da marzo 2021 il Fomc ha iniziato ad alzare i tassi ed ha avviato il Quantitative Tightening, iniziando seppure lentamente a drenare la liquidità immessa sul mercato negli anni precedenti.

### Andamento del Pil

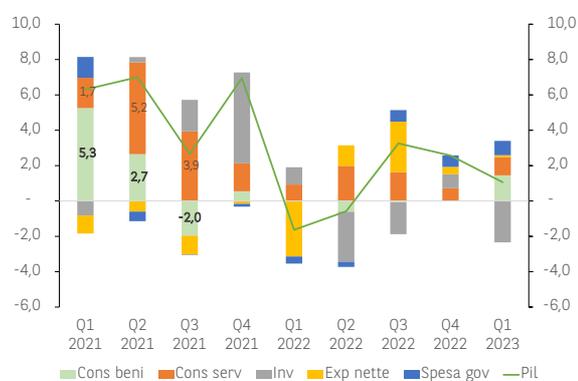
(valori percentuali annui)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati BEA

### Andamento e composizione del Pil

(valori percentuali trimestrali annualizzati)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati BEA

Il 2022 si è aperto con una contenuta contrazione economica (-1,6% trimestrale annualizzato nel primo trimestre, -0,6% nel secondo), rientrata a metà anno nonostante il perdurare della crisi geopolitica ancora in corso. I primi mesi del 2022 sono stati caratterizzati dai timori di una crescente tensione sui prezzi per i forti incrementi delle quotazioni delle commodities, oltre che per le complesse prospettive di crescita di economie che si trovavano a dover operare in uno scenario di grande incertezza per la crisi del quadro geopolitico e con costi dell'energia nettamente al rialzo. Anche la domanda al consumo ha iniziato a risentire dell'inflazione e dell'impatto del progressivo rialzo dei tassi di interesse, sebbene in questo ambito abbiano fatto da ammortizzatore la politica fiscale espansiva a difesa di aziende e famiglie, il risparmio per lo più forzoso accumulato durante i mesi della pandemia, un mercato del lavoro che ad oggi ha un tasso di disoccupazione del 3,4%, valore di minimo storico.

In un contesto caratterizzato da elementi che in apparenza puntavano per lo più verso il rallentamento economico e con il trend dell'inflazione nettamente crescente, non solo nella componente totale ma anche in quella base<sup>1</sup>, la Fed sottolineava il proprio impegno prioritario a portare l'inflazione sul valore target del 2% nel medio periodo: da qui la scelta di aumentare di 5 punti percentuali in soli 15 mesi il tasso target dei fed fund.

Nonostante un primo semestre negativo per il Pil, nella seconda parte del 2022 l'economia si è mostrata più forte del previsto: il calo della domanda continuava ad essere contrastato dalla

<sup>1</sup> L'inflazione base, detta "core" esclude le voci volatili di energia ed alimentari, è quindi ritenuta più stabile.



politica fiscale espansiva che ha sostenuto i redditi delle famiglie, agevolate anche dall'aumento del risparmio. Il mercato del lavoro ha evidenziato una forza superiore alle attese, con il numero dei nuovi occupati che ha continuato a crescere mese dopo mese. Tutto questo si è tradotto in una crescita del Pil pari al 2,1% sul 2021, ma con un rallentamento progressivo evidenziato dai dati trimestrali.

La dinamica salariale è stata al centro dell'attenzione della Fed per le sue implicazioni potenzialmente inflazionistiche sia per il rischio di avviare una spirale prezzi-salari, sia per il sostegno alla domanda che in realtà la Banca centrale vorrebbe contenere. L'Employment Cost Index, pubblicato con cadenza trimestrale, nel periodo pre pandemico era assestato in area 2,8% annuo; dopo aver toccato un minimo del 2,4% nella seconda metà del 2020, ha iniziato a risalire nettamente in linea con la ripresa economica fino a un massimo del 5,1% nel corso del 2022. La discesa di questo indice è molto lenta ed il dato più recente, relativo al primo trimestre di quest'anno, si colloca al 4,8%, un livello ancora non compatibile con un'inflazione vicina al 2%.

### Andamento Cpi e Cpi core

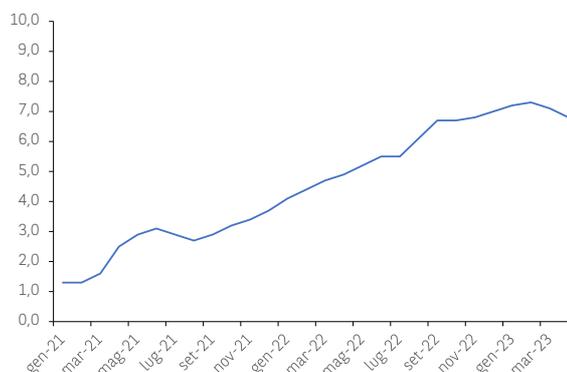
(valori percentuali annui)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati BLS

### Andamento Cpi servizi ex-servizi energia

(valori percentuali annui)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati BLS

L'avvio di quest'anno ha confermato i trend maturati nel secondo semestre del 2022: crescita positiva ma a tassi più contenuti. I dati ufficiali più recenti mostrano per il primo trimestre 2023 una crescita dell'1,1% trimestrale annualizzato, spinta dal miglioramento della spesa per consumi (sia di beni che di servizi), delle esportazioni (in aumento quelle di beni, in calo quelle dei servizi), dalla spesa governativa e dagli investimenti fissi non residenziali; hanno invece segnato un contributo negativo al Pil il calo delle scorte e degli investimenti residenziali; in aumento le importazioni.

Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi, il trend al rialzo è iniziato nei primi mesi del 2021 con la ripresa economica dopo la pandemia; il tasso totale ha toccato un massimo del 9,1% nel giugno 2022 ed è poi sceso piuttosto rapidamente grazie al significativo calo dei prezzi energetici, arrivando al 4,9% di aprile 2023, valore ancora lontano dal target della Fed. Il tasso d'inflazione core ha toccato livelli di massimo più contenuti, ma mostra un trend calante molto più lento e smorzato. In generale si riscontra che, a fronte di una decelerazione dei prezzi dei beni, la componente dei servizi è più vischiosa, con un ruolo importante svolto dai costi dell'alloggio.

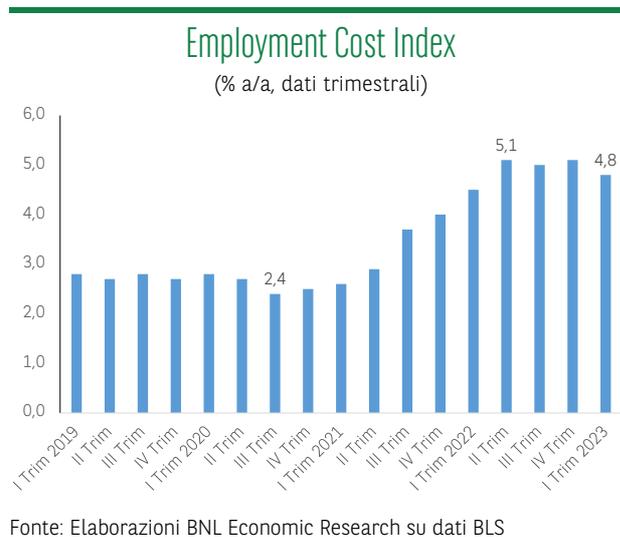


## Il Beige Book illustrato al Fomc del 3 maggio

L'obiettivo di ridurre l'inflazione ha richiesto una condotta monetaria restrittiva, ma ovviamente il riflesso del rialzo dei tassi di interesse sull'economia reale richiede tempo, un periodo di difficile quantificazione. In questa fase è quindi particolarmente importante, per comprendere tempestivamente come si sta muovendo l'economia, basarsi anche su dati diversi da quelli ufficiali benché si tratti di informazioni qualitative più che quantitative.

In questo senso, una fonte importante per il Fomc è il Beige Book, che descrive le condizioni economiche regionali e le prospettive del Paese attraverso notizie per lo più qualitative; ne vengono redatti otto l'anno<sup>2</sup> ed hanno una valenza meramente descrittiva; le informazioni sono raccolte da più fonti, formali ed informali. La natura qualitativa del documento consente di individuare la dinamica e identificare trend emergenti che ancora non sono presenti nei dati economici a consuntivo a disposizione; permette inoltre di comparare le condizioni delle diverse aree del Paese. Il documento descrive quindi uno scenario il più possibile aggiornato che segnala, anche se in modo approssimativo, l'impatto della politica monetaria attuata nei mesi precedenti.

Nel documento del 19 aprile scorso, si descrive un'attività economica poco variata rispetto alle settimane più recenti; per lo più immutate le attese sulla crescita futura. La spesa per consumi, che dai dati sul Pil del primo trimestre del 2023 risulta ancora in crescita, è vista stabile o in leggero calo, in un contesto di crescita dei prezzi moderata; in aumento in tutto il Paese la componente legata al turismo ed ai viaggi. La manifattura è da stabile a calante, pur in uno scenario in cui le catene di approvvigionamento continuano a migliorare; leggero peggioramento del settore immobiliare e delle costruzioni.



Il Beige Book evidenzia un calo generalizzato dei volumi e della domanda di credito sia per le famiglie che per le aziende: le banche sono più rigorose nella valutazione creditizia in un contesto di maggiore incertezza e timori sulla liquidità. Sul mercato del lavoro, l'occupazione mostra una crescita ridotta rispetto ai Beige Book precedenti: notata una maggior offerta di lavoro; si registrano incrementi più contenuti sui salari che però si confermano alti. Il livello generale dei prezzi è cresciuto ma dà segni di rallentamento. Nelle settimane più recenti i cali più significativi hanno riguardato i prezzi dei fattori produttivi diversi dal lavoro e i costi di trasporto; tuttavia, quelli alla produzione dei beni finali sono saliti leggermente. Le

pressioni sui prezzi di vendita sono diminuite sia nel settore manifatturiero che in quello dei servizi. I prezzi al consumo sono generalmente saliti a causa di una domanda ancora elevata, di un aumento delle scorte e del costo del lavoro; stabili le quotazioni del mercato immobiliare, che si confermano tuttavia su livelli alti. Per le settimane successive, gli operatori economici si attendono meno pressioni sui prezzi degli input ma hanno anticipato che cambieranno i prezzi con una maggior frequenza rispetto a quanto accaduto negli anni scorsi.

<sup>2</sup> Uno per ogni riunione Fomc in calendario, la pubblicazione del Beige Book avviene due settimane prima dell'incontro.



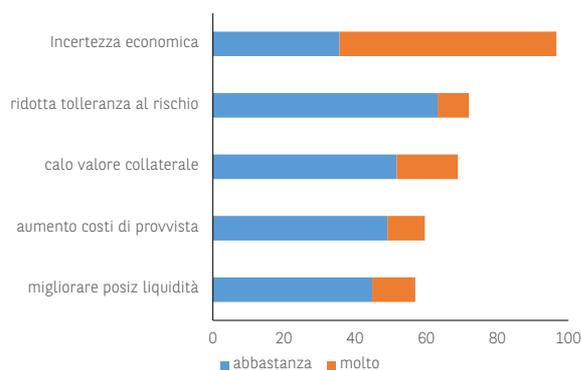
## L'indagine sulle politiche creditizie delle banche

In occasione dell'incontro di maggio 2023, la Fed ha analizzato anche l'ultima rilevazione trimestrale (di aprile 2023) effettuata presso le banche sulle condizioni del credito (SLOOS: Senior Loan Officer Opinion Survey - on bank lending practices). Benché la rilevazione sia riferita al primo trimestre dell'anno, quindi in qualche modo meno attuale del Beige Book, le indicazioni che se ne traggono sono importanti. Da un lato, si descrivono gli effetti delle manovre sui tassi effettuate nei mesi precedenti, sia in termini di modifica delle condizioni di offerta dei prestiti a famiglie ed aziende, sia di andamento della domanda; dall'altro, si richiede una valutazione su quali potranno presumibilmente essere gli andamenti ed i comportamenti del trimestre successivo.

Il rapporto evidenzia che nel primo trimestre dell'anno in media le banche hanno riportato indicazioni di generalizzati standard creditizi più rigidi e di domanda in calo: questo vale per i prestiti commerciali e industriali alle aziende di tutte le dimensioni e per il settore immobiliare; nell'ambito delle famiglie, colpiti i mutui così come il credito al consumo, con la sola eccezione delle carte di credito.

### Importanza dei motivi delle mutate condizioni sul credito nel 1° Trim 2023

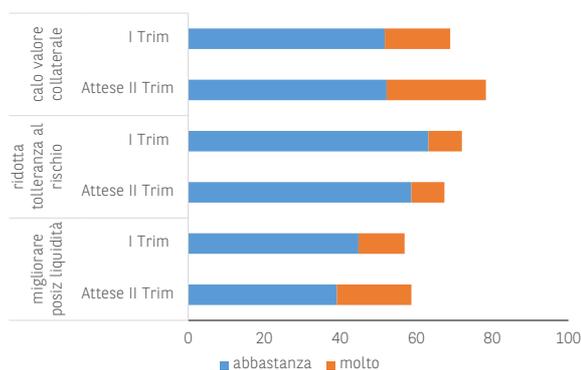
(valori percentuali)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati SLOOS

### Importanza dei motivi delle mutate condizioni sul credito, confronto

(valori percentuali)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati SLOOS

Le banche hanno spiegato l'irrigidimento delle condizioni di credito su tutte le categorie di prestiti con prospettive economiche più incerte, una minore tolleranza al rischio, un calo del valore dei collateral, i timori sui costi di raccolta e le posizioni di liquidità. Le stesse motivazioni sono alla base delle aspettative di ulteriori irrigidimenti nei mesi successivi al primo trimestre, con l'aggiunta dell'attesa di un deterioramento della qualità del credito nei rispettivi portafogli e la possibilità di deflussi dei depositi.

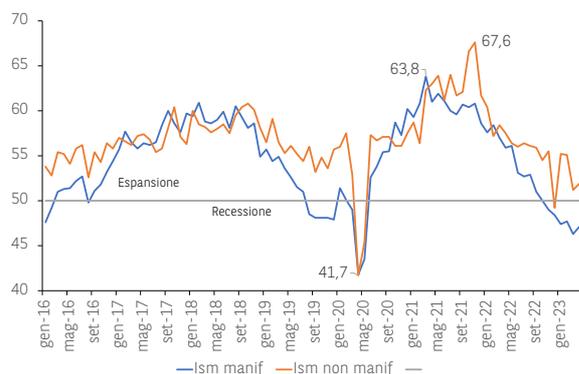
## Cosa dicono i sondaggi sull'economia per i prossimi mesi

Nelle dichiarazioni rilasciate in occasione del rialzo dei fed fund di inizio maggio, la Fed ha affermato che nel primo trimestre dell'anno l'attività economica è cresciuta ad un tasso modesto, nei mesi recenti l'aumento dell'occupazione è stato forte e la disoccupazione è rimasta bassa; l'inflazione si conferma elevata. Ha definito il sistema bancario sano e resiliente, ed ha evidenziato la probabilità che le condizioni creditizie più rigorose per famiglie ed imprese nelle

settimane e mesi successivi esplichino il loro effetto sull'attività economica, le assunzioni e l'inflazione. Il quadro resta però incerto, in un contesto in cui il Comitato si conferma molto attento agli sviluppi sui prezzi. Per le scelte future di politica monetaria, la Fed analizzerà la restrizione accumulata con le decisioni degli scorsi mesi, i tempi con cui la sua azione sui tassi agisce sull'attività economica e sull'inflazione, e gli sviluppi economici e finanziari. Ha ribadito che le sue valutazioni si baseranno su una serie di indicatori, fra cui le condizioni del mercato del lavoro, le pressioni e le aspettative sull'inflazione, soprattutto a quelle di medio periodo, oltre agli sviluppi finanziari ed internazionali.

### Indici Ism manifatturiero e non manifatturiero

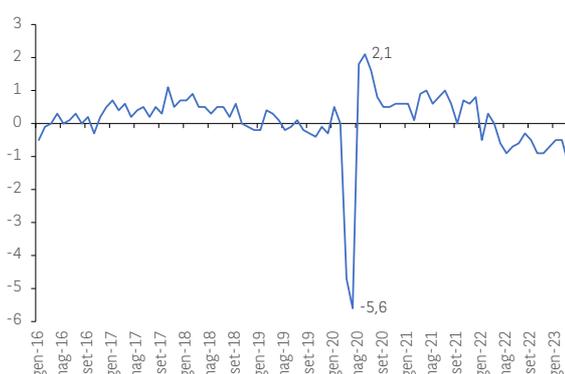
(numero indice)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati Institute for Supply Management

### Indice anticipatore

(valori percentuali mese su mese)

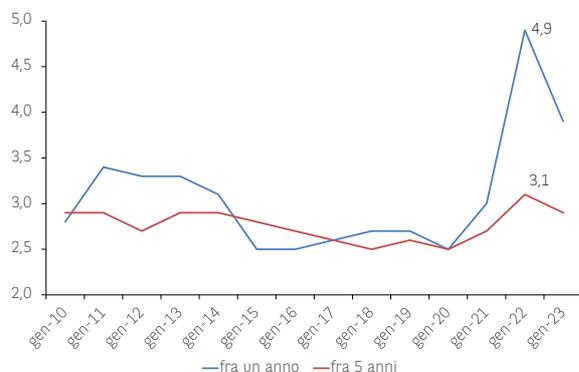


Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati Conference Board

Uno degli indicatori che tenta di anticipare i trend economici di tre/sei mesi è il sondaggio Ism. Nel corso del 2020, con la ripresa dell'attività economica a seguito dell'abbandono progressivo dei lockdown, gli Ism manifatturiero e non manifatturiero hanno iniziato a risalire dai minimi intorno ai 42 punti toccati nella primavera del 2020, passando rapidamente dall'area di aspettative di recessione a valori superiori ai 50 punti (attese di ripresa economica).

### Indici Università del Michigan: attese sull'inflazione

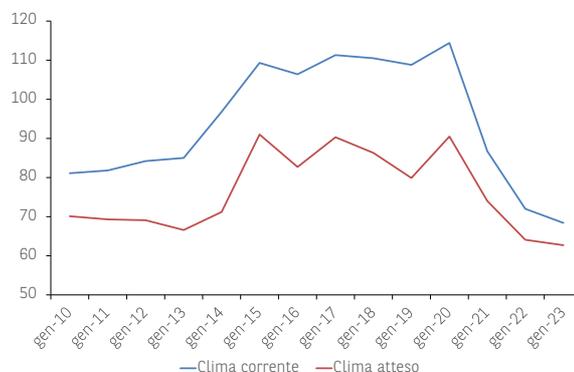
(dati percentuali annui)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati Università del Michigan

### Indici Università del Michigan: percezione sul clima economico

(indici)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su dati Università del Michigan

L'Ism della manifattura ha raggiunto i massimi di quasi 64 punti a marzo del 2021; il non manifatturiero si è portato oltre, fino a sfiorare i 68 punti a novembre dello stesso anno, in linea con la ripresa di una serie di attività legata ai servizi. Il successivo calo dei due indicatori ha segnalato le attese di un rallentamento economico, ma la conferma di uno scenario comunque di crescita. I dati più recenti segnalano il rischio di un indebolimento nell'ambito della manifattura, mentre i servizi si mantengono su valori compatibili con un cauto sviluppo. Segnala un progressivo rallentamento economico anche l'indice anticipatore, composto da 10 dati che dovrebbero rispecchiare in modo meno soggettivo di un sondaggio le possibilità di sviluppo dell'economia nei sei/nove mesi successivi alla rilevazione<sup>3</sup>.

Un ultimo gruppo di sondaggi molto seguito è elaborato dall'Università del Michigan: sul fronte macro indaga la percezione degli intervistati sul clima corrente e su quello atteso in tema di crescita economica; sul fronte dell'inflazione, i valori attesi dopo un anno e dopo 5 anni dal momento della rilevazione. Anche in questo caso le indicazioni sono coerenti con quanto emerso finora: la crescita economica dovrebbe rimanere incerta, la dinamica dei prezzi decelerare ma con lentezza.

---

Le stime e le opinioni espresse sono riferibili all'attività di Economic Research 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.

---

---

<sup>3</sup> L'indice, pubblicato dal Conference Board, consiste di 10 indicatori, macro ed mercato: le ore settimanali medie lavorate nella manifattura, la media settimanale delle richieste di sussidi per la disoccupazione, i nuovi ordini del settore manifatturiero di beni e materiali di consumo, i tempi di evasione degli ordini da parte delle aziende, i nuovi ordini al settore della manifattura per i beni capitali esclusi quelli della difesa, i permessi edilizi per le nuove abitazioni private, l'indice azionario S&P500, l'offerta di moneta M2 il differenziale tra il Treasury a 10 anni e i fed fund, l'indice delle attese dei consumatori calcolato dall'università del Michigan.