

ASSB – Sadiba 48

Tassi e politica monetaria – Fed vs BCE: **Focus USA**

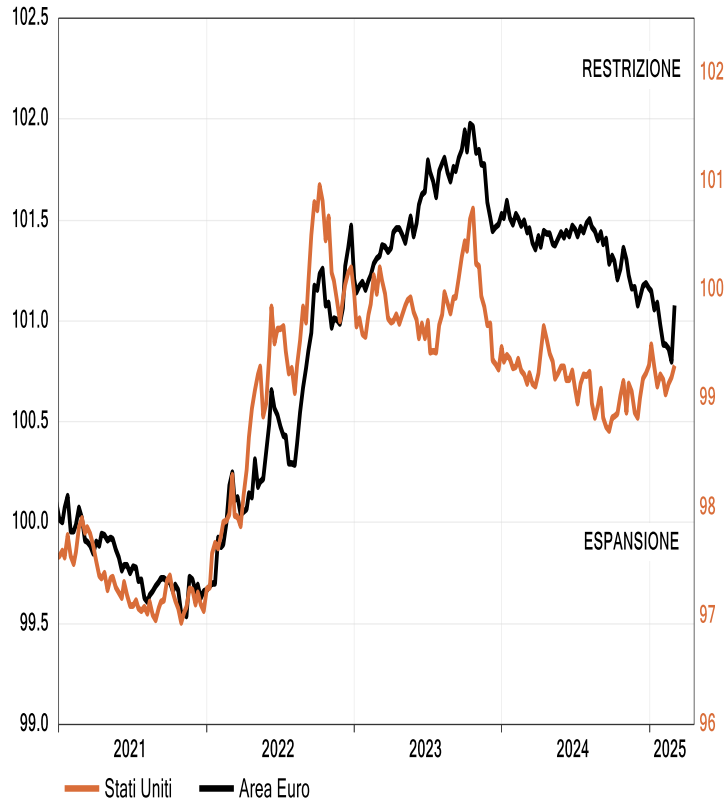
27-29 marzo 2025

Ilaria Fornari, PhD - Strategist, Euromobiliare Advisory Sim – Gruppo CREDEM

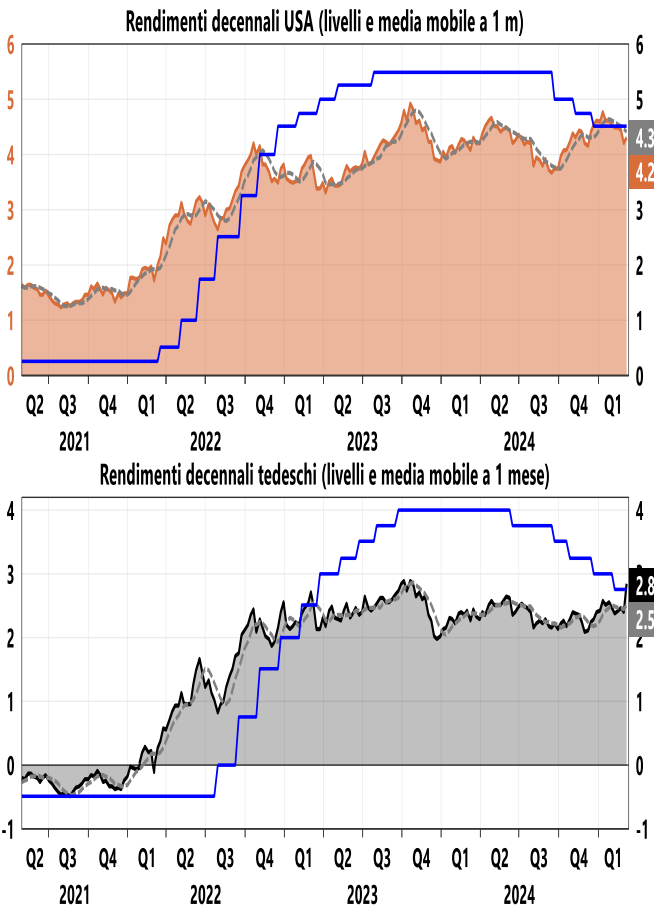
Trasmissione della politica monetaria: modellistica ed esperienza recente

Nella modellistica standard di recente riesaminata dalla Fed, l'impatto degli shock di politica monetaria (persistenti) è significativo (+100 p.b. del Fed Funds sottraggono -0.4% al PIL reale in 6 trimestri) specie su investimenti residenziali e in macchinari e consumo di durevoli. Impatto rialzo Fed Funds +525 p.b. tra marzo 2022 e luglio 2023 – poi invariato fino a settembre 2024 – mutuato da **forward guidance** (tassi decennali in *trading range* da 2022-H2) e in genere da **andamento condizioni finanziarie** (compressione spread di credito)

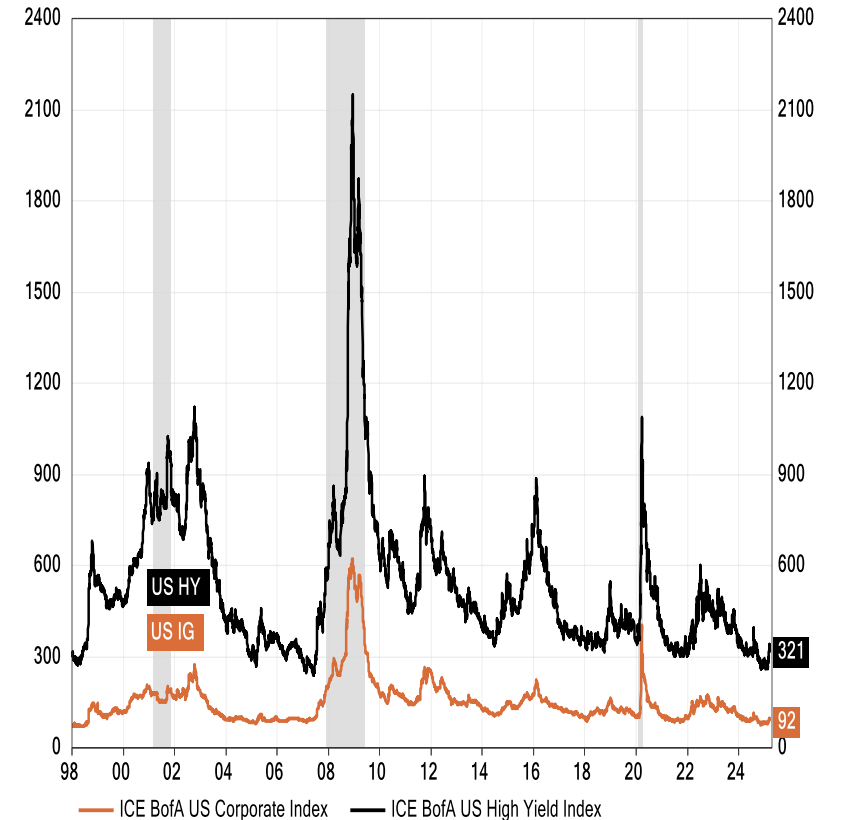
Condizioni Finanziarie
USA e Area Euro



Rendimenti Governativi in USA e area euro vs tassi ufficiali



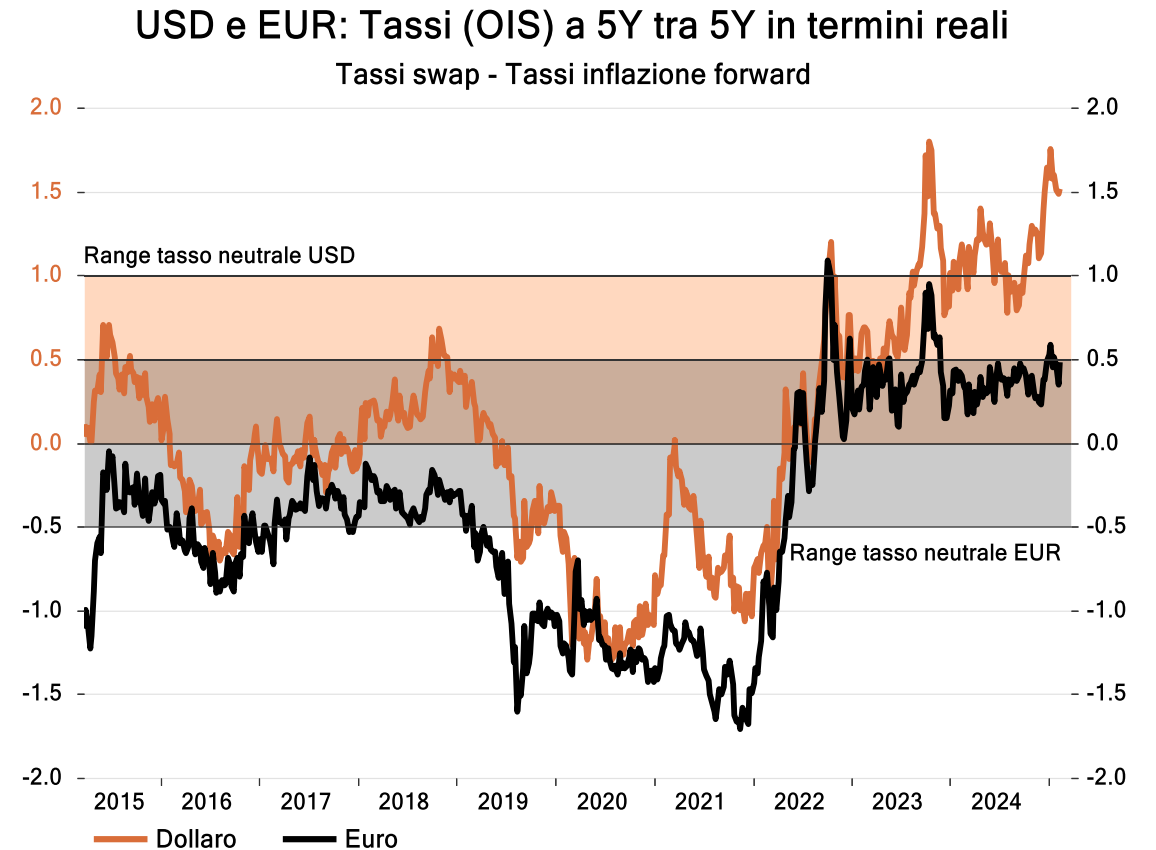
USA: Spread IG e HY (pb, OAS)



Fed guidance e mercati: tasso reale «neutrale» atteso dai mercati sopra stime Fed

Mercati nel breve ottimisti sui tagli Fed – ma tasso reale atteso di policy nel medio periodo superiore a 1.5% data anche relativa **stabilità aspettative inflattive** - si colloca **nella parte alta dei range di stima del tasso «neutrale» reale**.

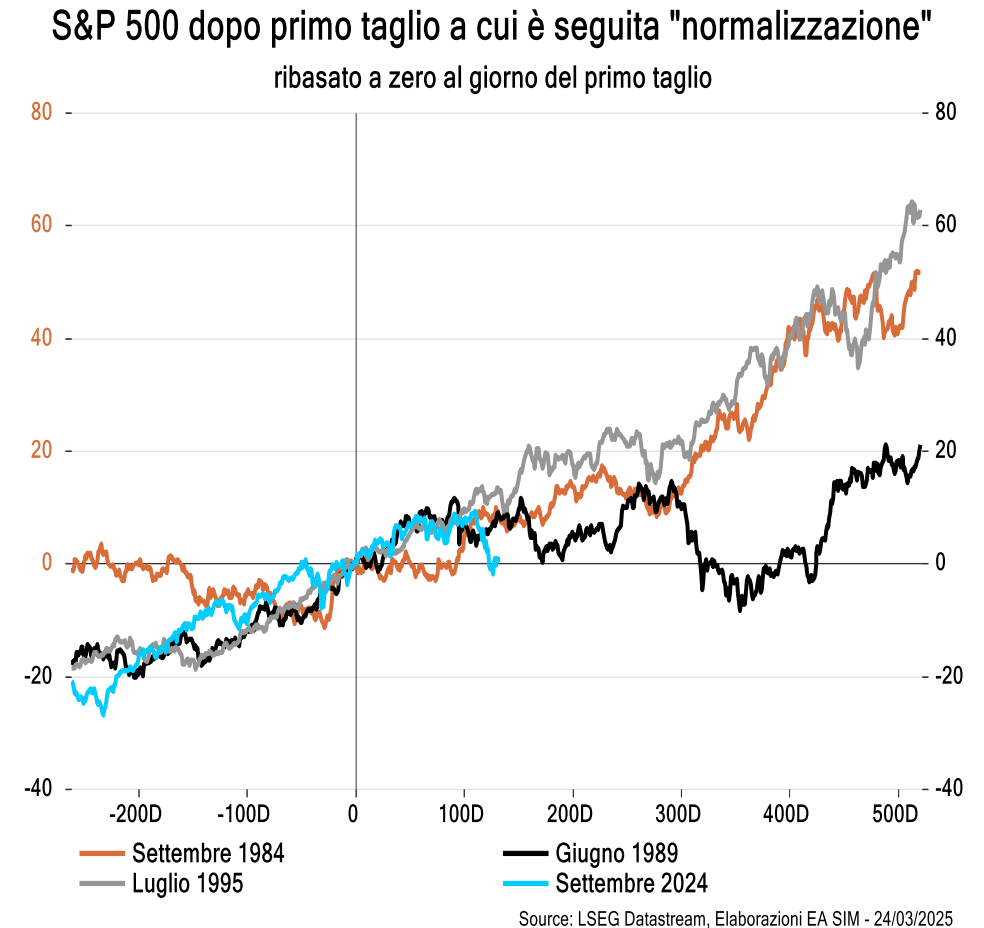
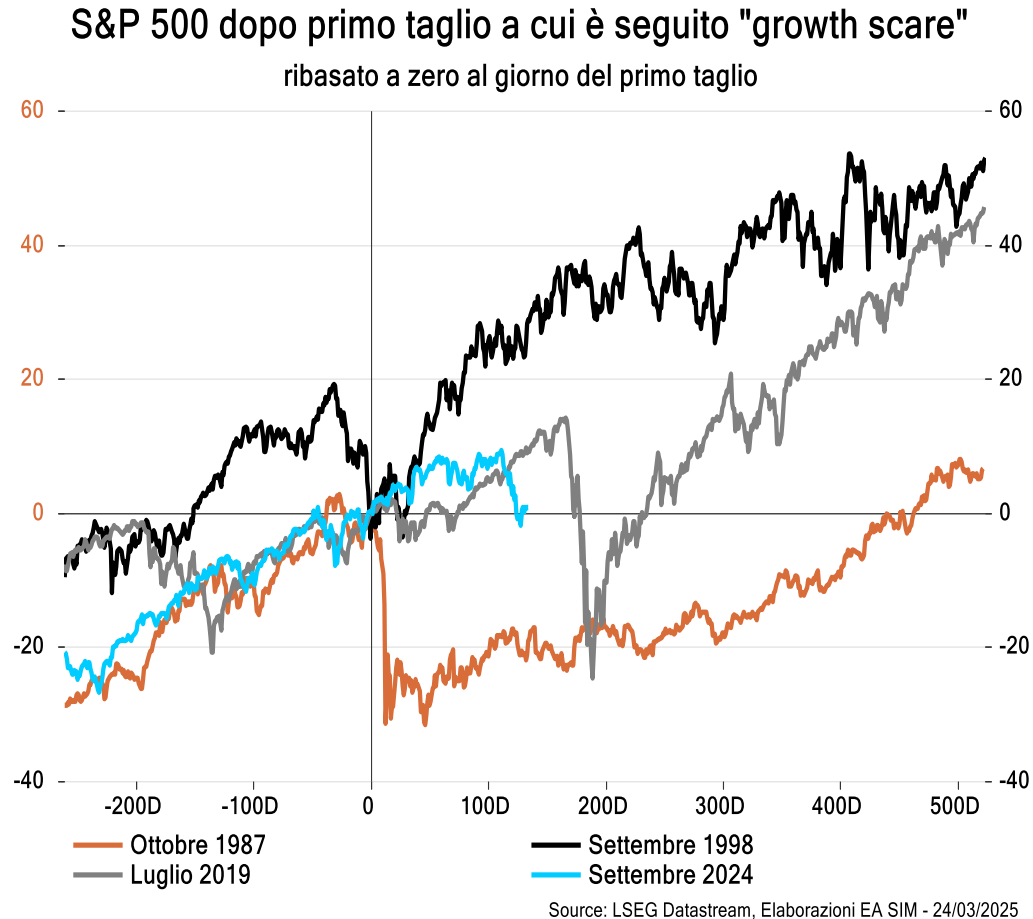
FED Marzo 2025	2025		2026		2027		Longer run	
FOMC 2025	Dic '24	Mar	Dic '24	Mar	Dic '24	Mar	Dic '24	Mar
Real GDP Growth	2.1	1.7	2.0	1.8	1.9	1.8	1.8	1.8
Unemployment	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2
PCE Inflation	2.5	2.7	2.1	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0
Core PCE Inflation	2.5	2.8	2.2	2.2	2.0	2.0		
Federal Funds	3.9	3.9	3.4	3.4	3.1	3.1	3.0	3.0



Source: LSEG Datastream, Elaborazioni EA SIM - 25/03/2025

Mercati azionari post-primo taglio Fed: andamento condizionato da evoluzione ciclo

Negli ultimi 40 anni, su 10 episodi di *easing* Fed, dopo il primo taglio in 4 casi (luglio 1990, gen. 2001, sett. 2007 e marzo 2020) vi è stata recessione, nei restanti 6 vi è stato calo crescita/ «normalizzazione» (sett. 84, ott. 87, giugno 89, luglio 95, sett. 98, luglio 19). S&P nei 500+giorni successivi **condizionato da evoluzione ciclo. Scenario Fed consistente con metà anni 1990.**

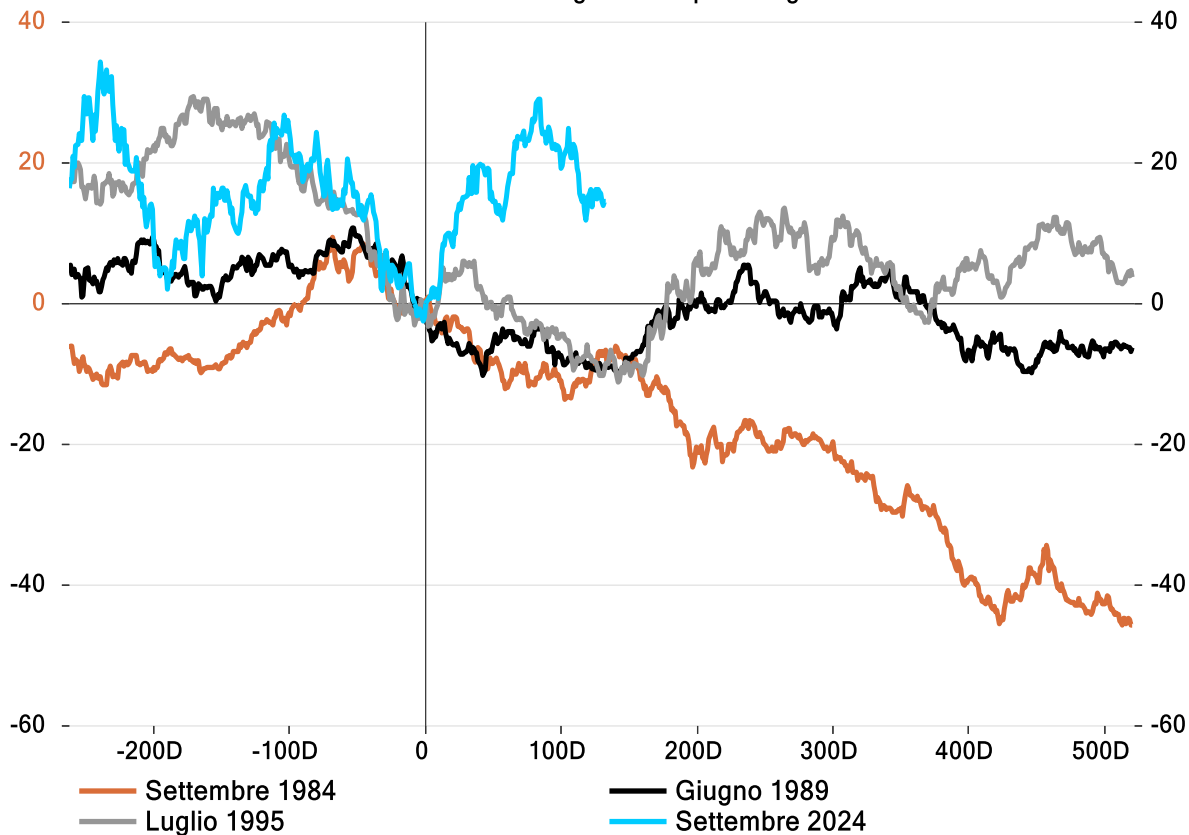


Tassi decennali USA post primo taglio Fed: esperienza storica diversificata

M. Twain: «*History doesn't repeat itself but it often rhymes*»? Esperienza storica di precedenti cicli di **easing dipende da evoluzione ciclo**, anche escludendo le recessioni e concentrandoci su *growth scare*/»normalizzazione». **Difficile individuare pattern ricorrenti**, diversamente da equity il cui andamento resta finora consistente con metà anni '90.

Decennale USA dopo primo taglio con successiva "normalizzazione"

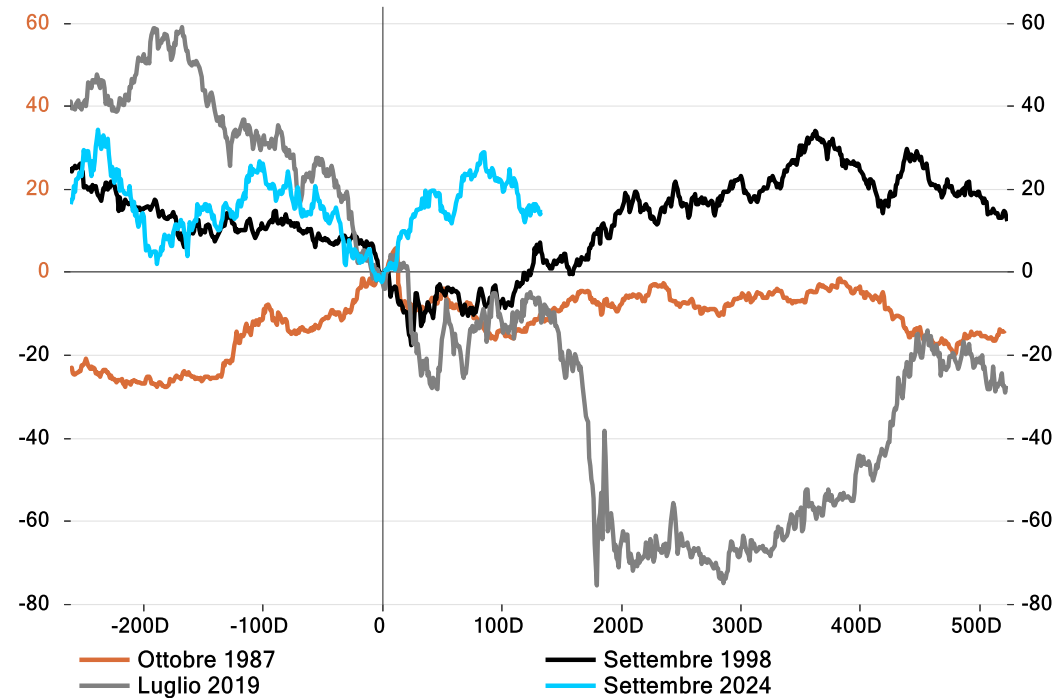
ribasato a zero al giorno del primo taglio



Source: LSEG Datastream, Elaborazioni EA SIM - 22/03/2025

Decennale USA dopo primo taglio a cui è seguito "growth scare"

ribasato a zero al giorno del primo taglio



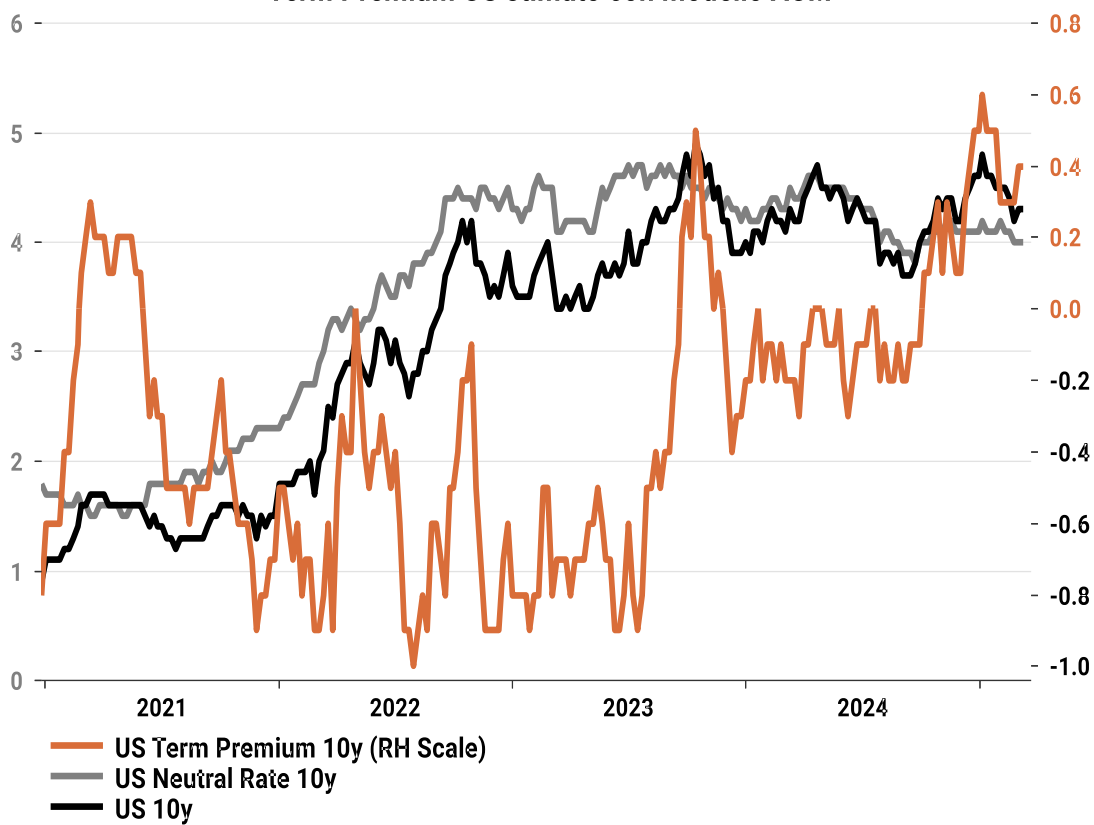
Source: LSEG Datastream, Elaborazioni EA SIM - 22/03/2025

Tassi decennali: netta rivalutazione al rialzo del *term premium*

Metodologia Adrien-Crum-Moensch scompone tassi a 10 anni in *risk neutral rate* (aspettative politica monetaria) e *term premium* (*risk aversion*, aspettative inflattive, volatilità). Dopo un decennio di calo, il **rialzo del term premium** post-2020 riflette **rivalutazione scenario** (esaurimento rischi deflattivi), in seguito **rialzo aspettative inflattive** e da 2024-H2 **incertezza di policy**. In area euro recente **balzo post espansione fiscale in Germania**.

Scomposizione tassi decennali USA

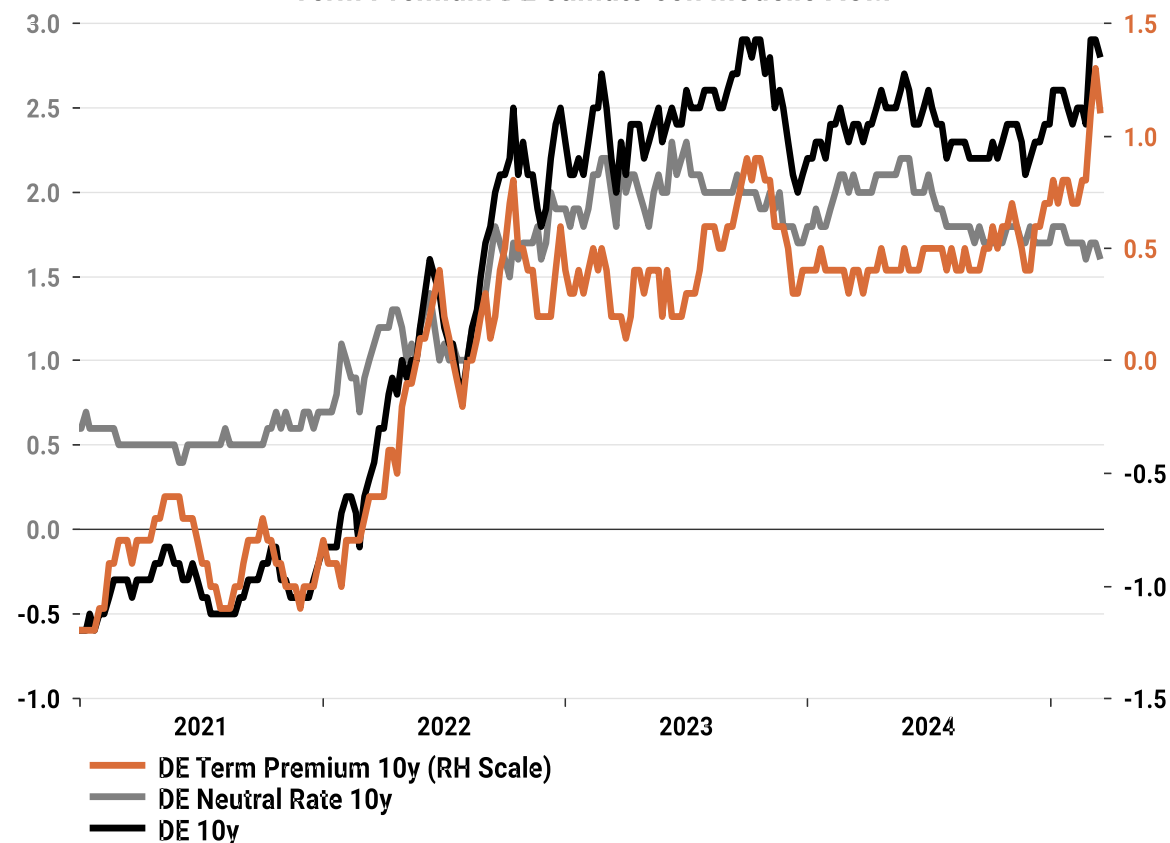
Term Premium US stimato con modello ACM



Source: LSEG Datastream, Elaborazioni EA SIM - 24/03/2025

Scomposizione tassi decennali Area Euro

Term Premium DE stimato con modello ACM

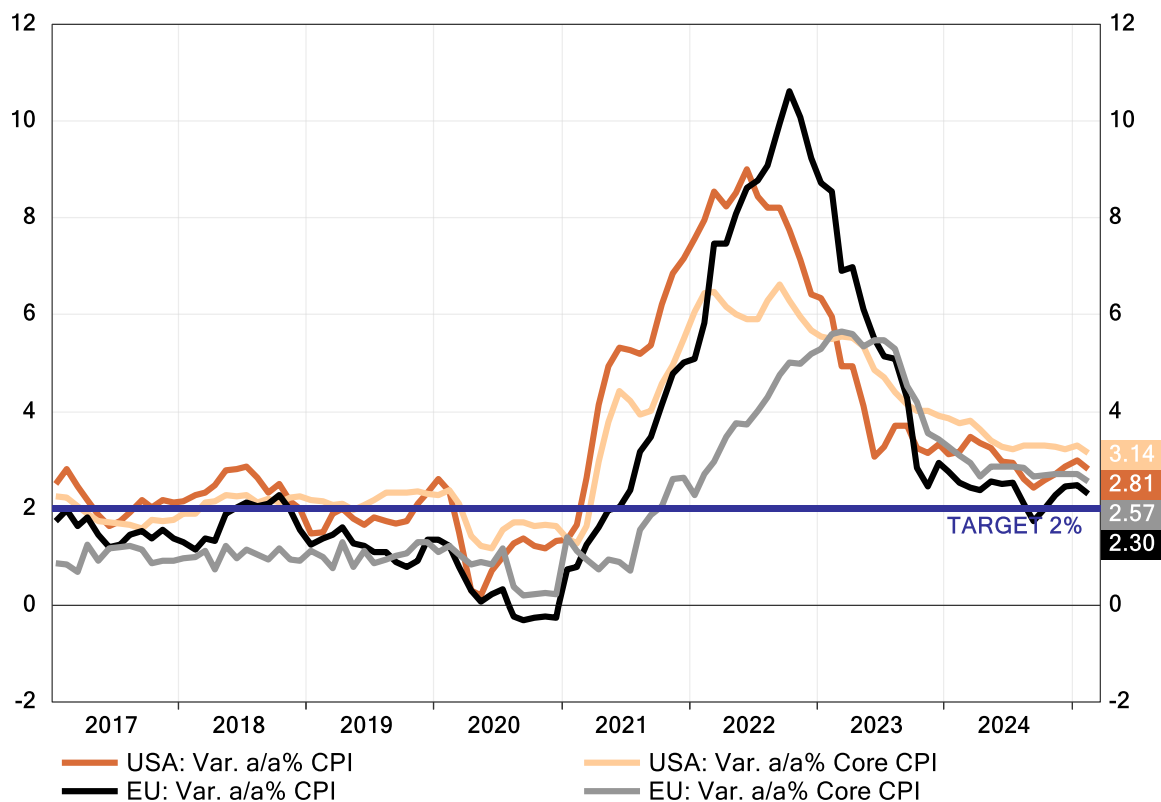


Source: LSEG Datastream, Elaborazioni EA SIM - 24/03/2025

Inflazione USA e area euro: rilevanza «trend globali»?

Diverse analisi evidenziano «**trend globali**» d'inflazione oltre ai fattori ciclici e strutturali specifici ai singoli paesi. Rilevanza iniziale **shock di offerta** (*core goods*) e da 2023 **resilienza della domanda** (*core services*)

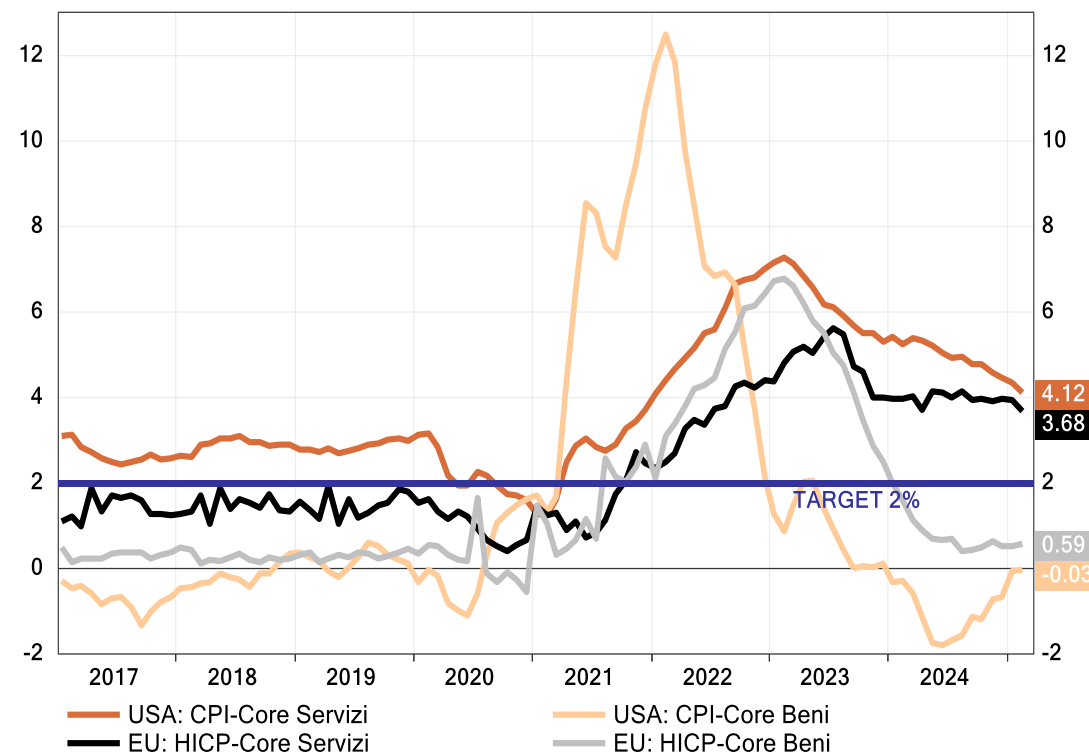
USA, EU: Inflazione CPI e Core-CPI



Source: LSEG Datastream, Elaborazioni EA SIM - 25/03/2025

USA e area euro: Inflazione Core Servizi e Beni

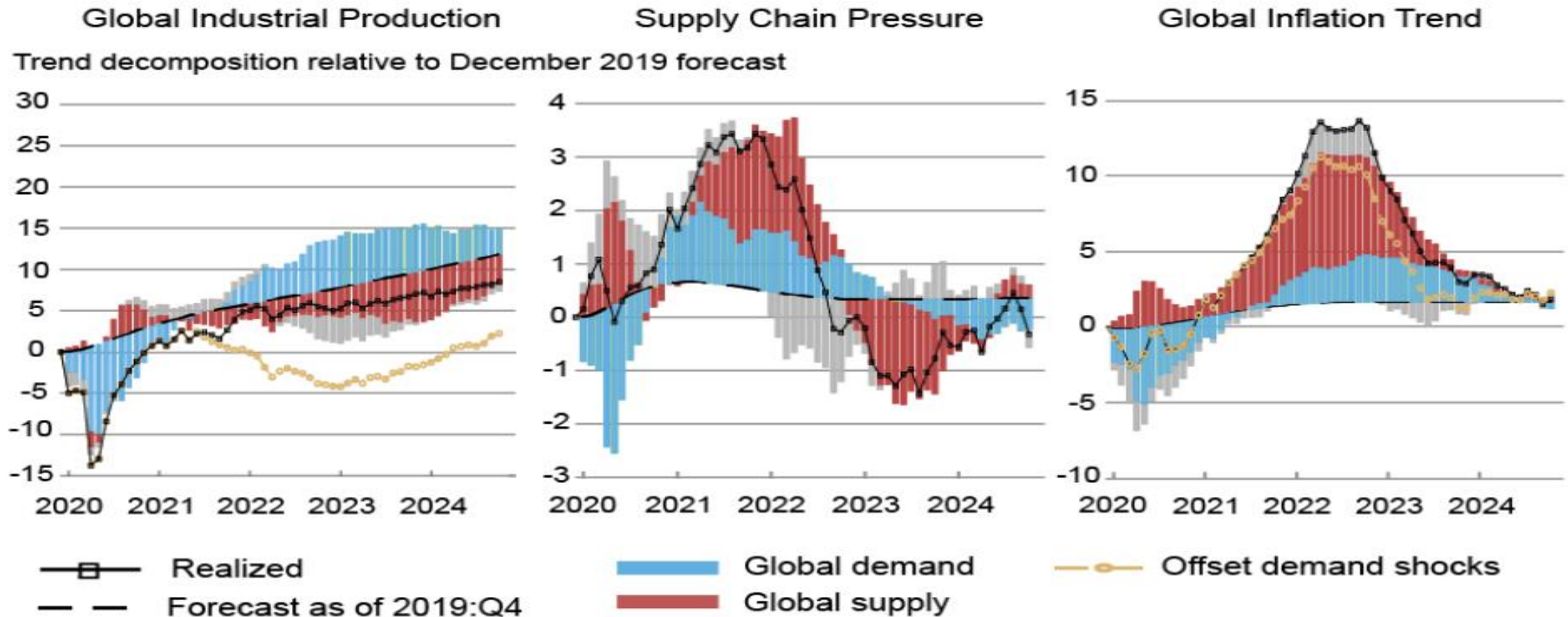
Variazione % nei 12 mesi



Source: LSEG Datastream, Elaborazioni EA SIM - 25/03/2025

Shock di offerta e di domanda e trend inflattivi globali: un'analisi *counterfactual*

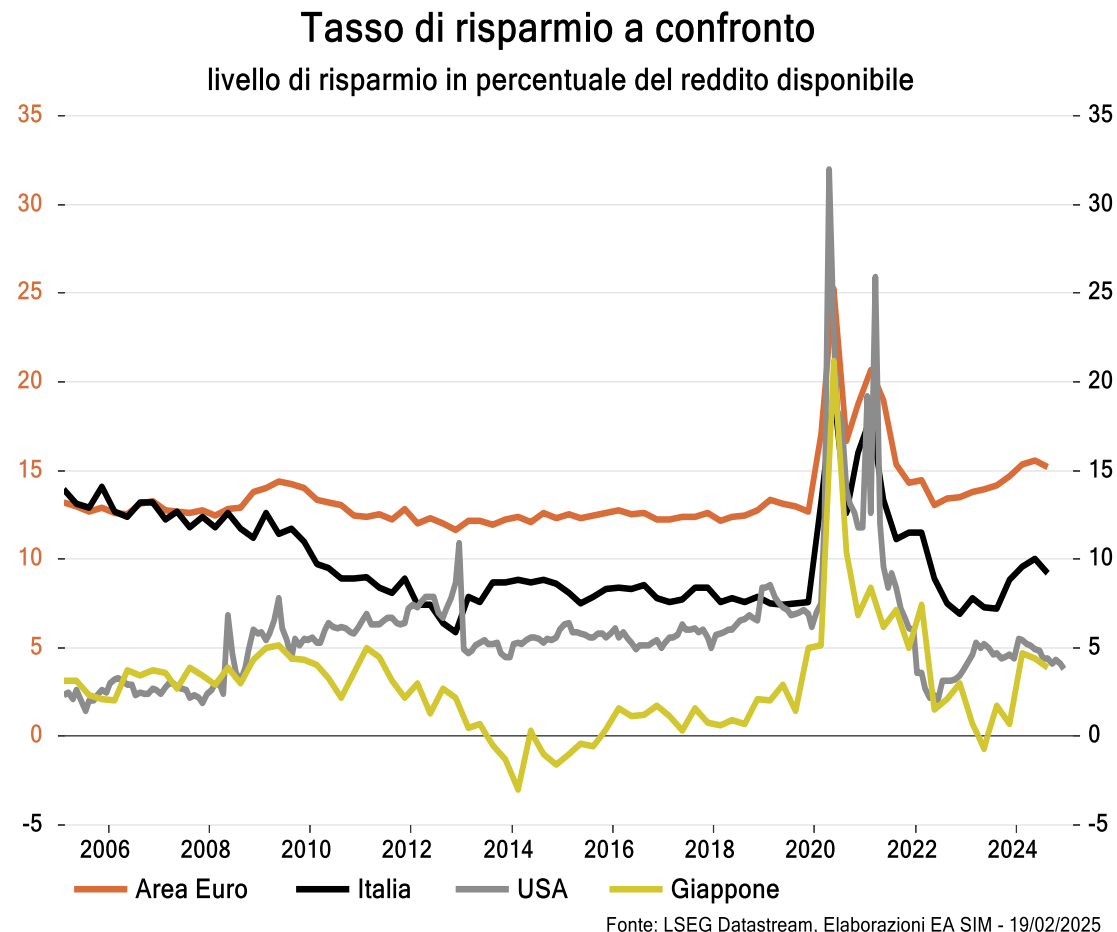
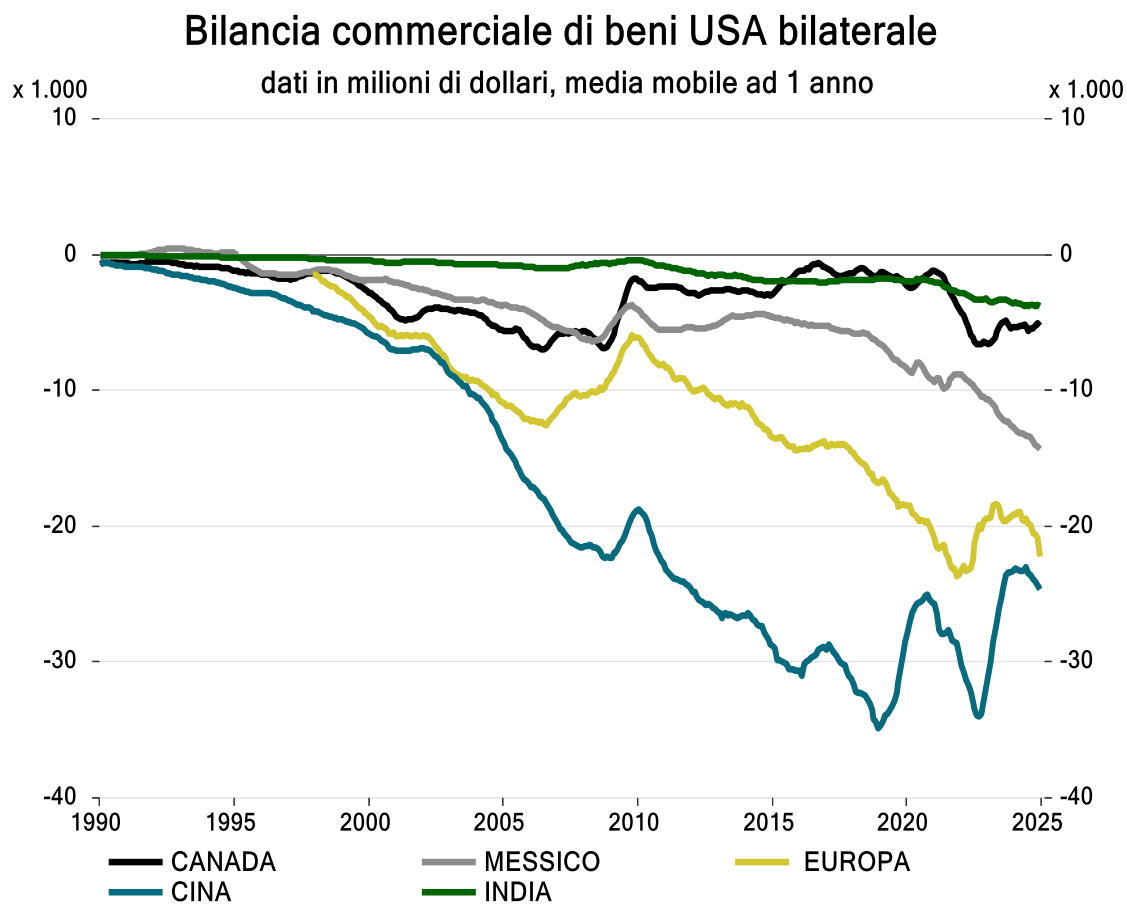
Data la prevalenza di shock di offerta nei trend inflattivi (persistenti), una risposta restrittiva più aggressiva dalle banche centrali avrebbe provocato una perdita molto maggiore di output: una lezione per il 2025?



Fonte: Akinci, Özge, Martin Almuzara, Silvia Miranda-Agrippino, Ramya Nallamotu, Argia Sbordone, Greg Simitian, e William Zeng. *Supply and Demand Drivers of Global Inflation Trends*, Liberty Street Economics, febbraio 2025

Trump policy: riallocare saldi commerciali, risparmi (e manifatturiero) globali

(X-M) = S + (T-G) - I: avanzo commerciale europeo riflette eccesso di risparmio sugli investimenti. **Scott Bessent**: « Ricardian comparative advantage only works to the extent that economic systems are compatible, and therefore trade between the two does not result in imbalances over time. If a country with a free market trades with a managed economy, it in effect imports the industrial-policy choices of the managed economy. **the United States must adopt policies aimed at correcting the sources of imbalances in the international economy.**

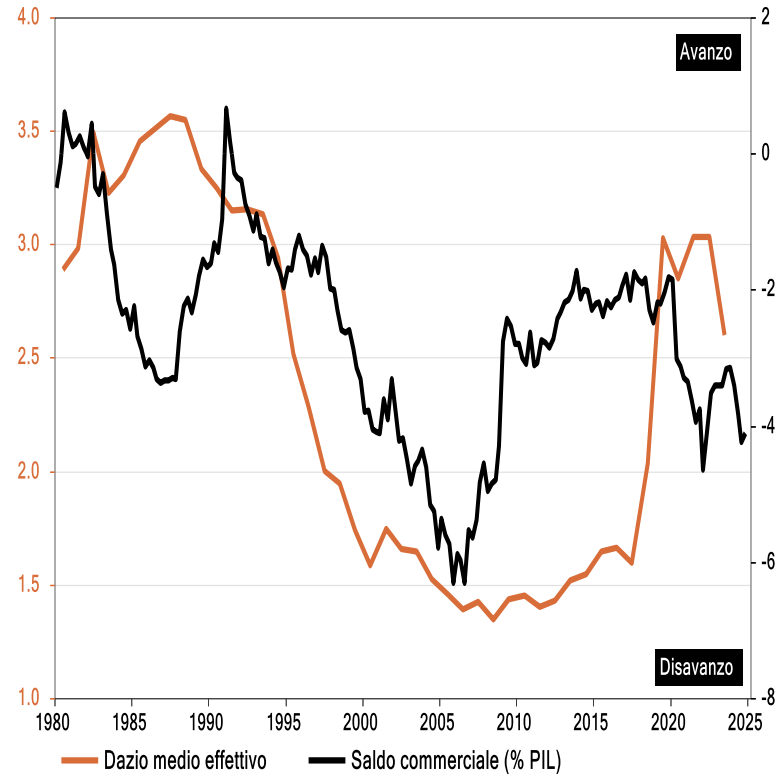


Impatto altamente incerto su inflazione (e tassi?) USA. Balzo policy uncertainty

Dazi applicati e minacciati provocherebbero un **netto aumento del “dazio medio” su import USA** con impatto significativo sull’inflazione domestica, anche ipotizzando un *pass-through* solo parziale ai prezzi al consumo. **Eccezionale incertezza di policy** dati i **molteplici e incerti canali di trasmissione** – via fiducia imprese e consumatori, condizioni finanziarie, risposta fiscale, ritorsioni ecc. Rischi inflattivi nel breve ma **ottimismo mercati su propensione Fed a valutare dazi come aumento *one-off*** purchè non I siano ripercussioni su salari e aspettative

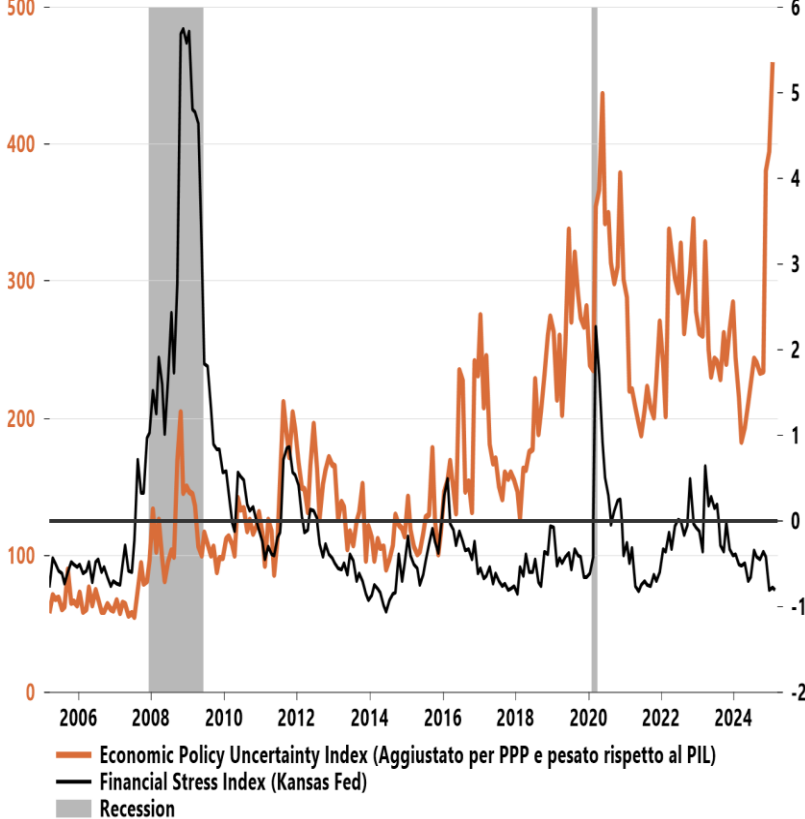
USA: dazio medio su import e saldo commerciale

dati espressi in percentuale



Source: LSEG Datastream, Elaborazioni EA SIM - 24/03/2025

Economic Policy Uncertainty Index e Financial Stress Index



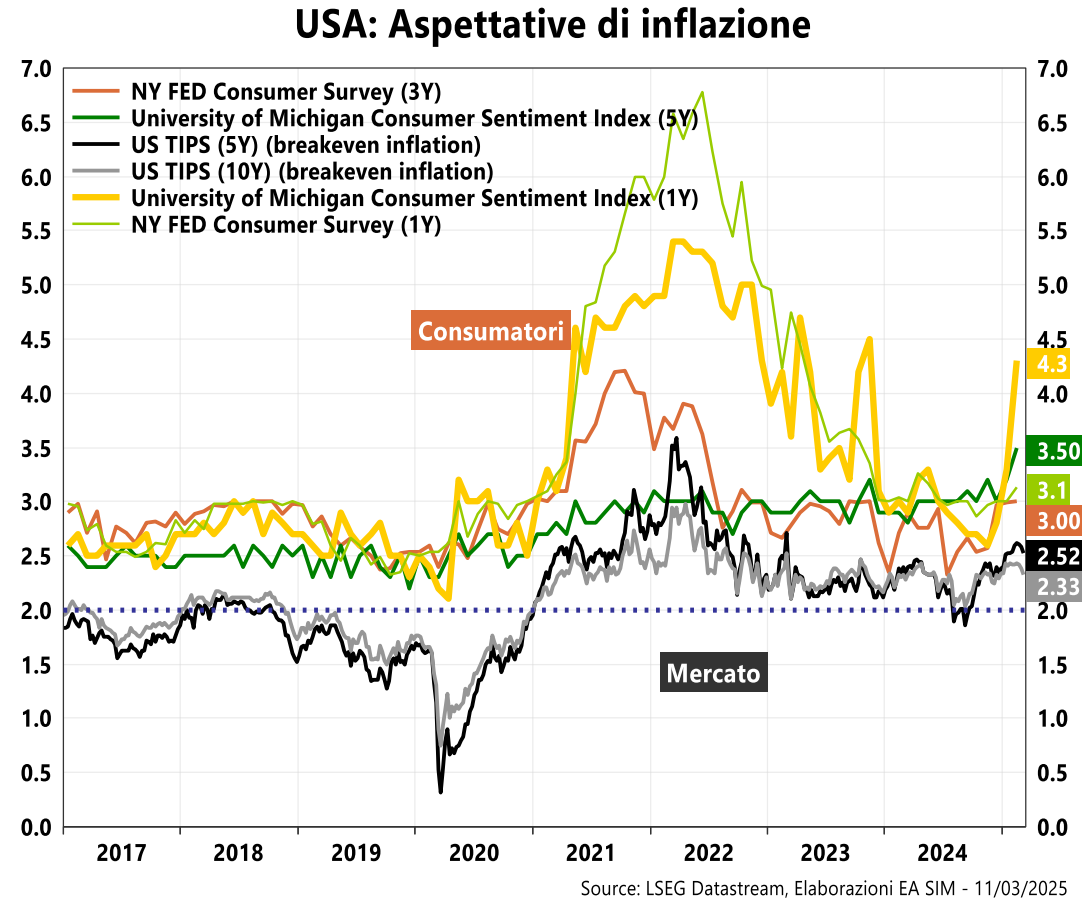
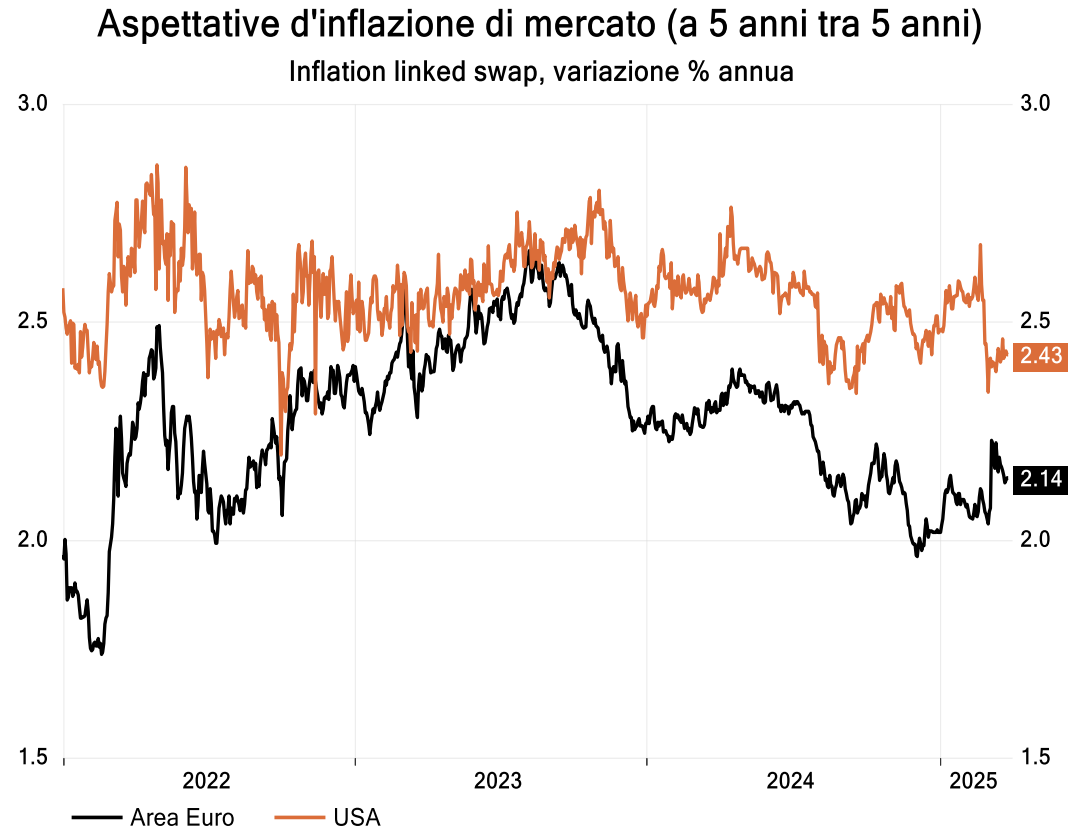
Source: LSEG Datastream, Elaborazioni EA SIM - 12/03/2025

Canali di trasmissione della politica commerciale sul PIL USA

effetto diretto	
Reddito Reale	aumento dei prezzi al consumo, con abbassamento del reddito reale e riduzione dei consumi
Commercio netto	diminuzione volumi di importazioni, possibile riduzione export in caso di retaliation
effetto indiretto	
Condizioni finanziarie	Il conflitto commerciale inasprisce le condizioni finanziarie e impone un impatto negativo sul PIL, ad esempio tramite un effetto negativo sulla ricchezza azionaria e sui consumi
Incertezza di policy	riduzione degli investimenti in conto capitale, poiché le aziende attendono la risoluzione dell'incertezza politica prima di effettuare spese irreversibili.
Fiducia degli agenti	Il conflitto commerciale rende le imprese pessimiste sulle prospettive future, portandole così a investire, assumere o produrre meno
Riorganizzazione supply-chain	I dazi all'importazione aumentano i costi dei fattori produttivi per i produttori statunitensi. Di conseguenza, questi ultimi acquistano più beni non soggetti a dazi, inclusi input statunitensi, e/o riducono l'attività.
Effetto retaliation	
Commercio netto	Riduzione volumi di esportazione
Effetto fiscale	
Entrate fiscali	i dazi aumentano le entrate fiscali

Aspettative inflattive USA: balzo consumatori, mercati ancorate in protratto trading range

Successo banche centrali nell'ancoraggio delle aspettative inflattive a medio termine espresse dai mercati (*inflation swap, Treasury indicizzati*). Balzo aspettative inflattive dei consumatori (University of Michigan e New York surveys) per le scadenze più brevi – strutturalmente sopra 3%

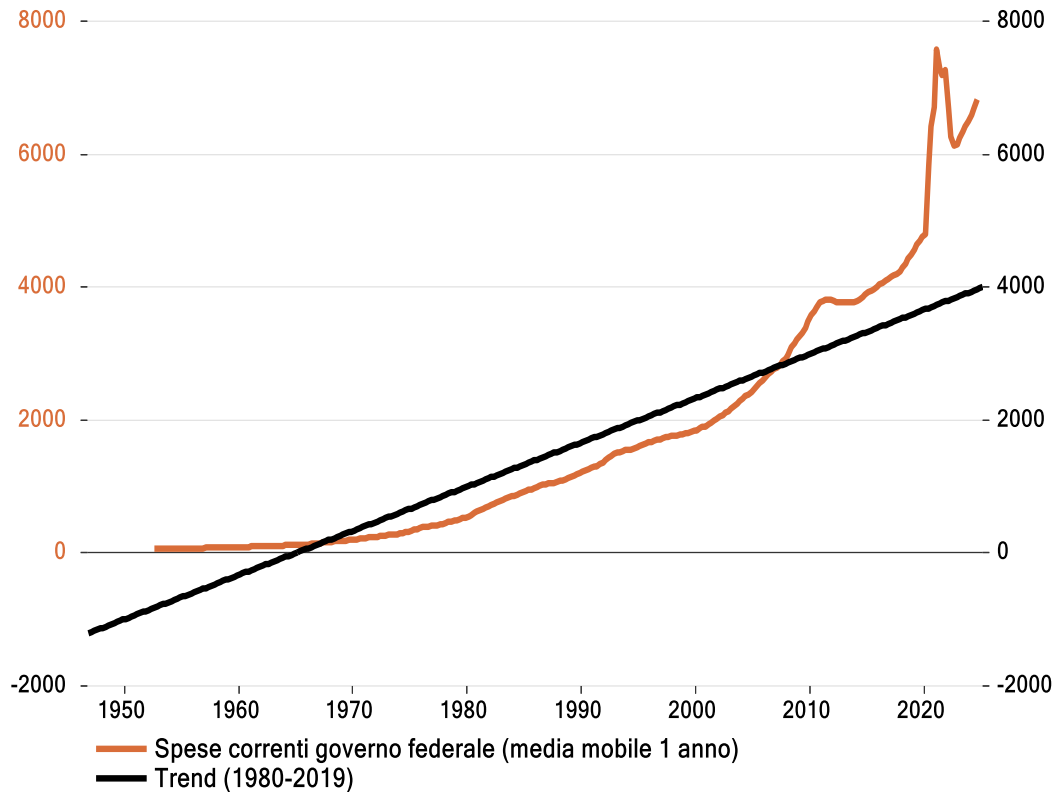


Debito pubblico e politica monetaria: quali suggerimenti dalla *fiscal dominance*?

Difficoltà di riduzione spesa pubblica senza tagli a *entitlement*. Progressivo aumento proiezioni sul debito pubblico (*Congressional Budget Office* statunitense) riflette massicci interventi fiscali post-crisi, trend demografici, aumento delle spese sanitarie e pensionistiche, e **aumento del costo medio di finanziamento del debito**. *Fiscal dominance*: risposta restrittiva per riportare inflazione a target (regola di Taylor) in assenza di vincolo di bilancio pubblico stabile può risultare controproducente se impatto negativo su debito pubblico, inflazione e costo di finanziamento.

USA: spesa Governo Federale

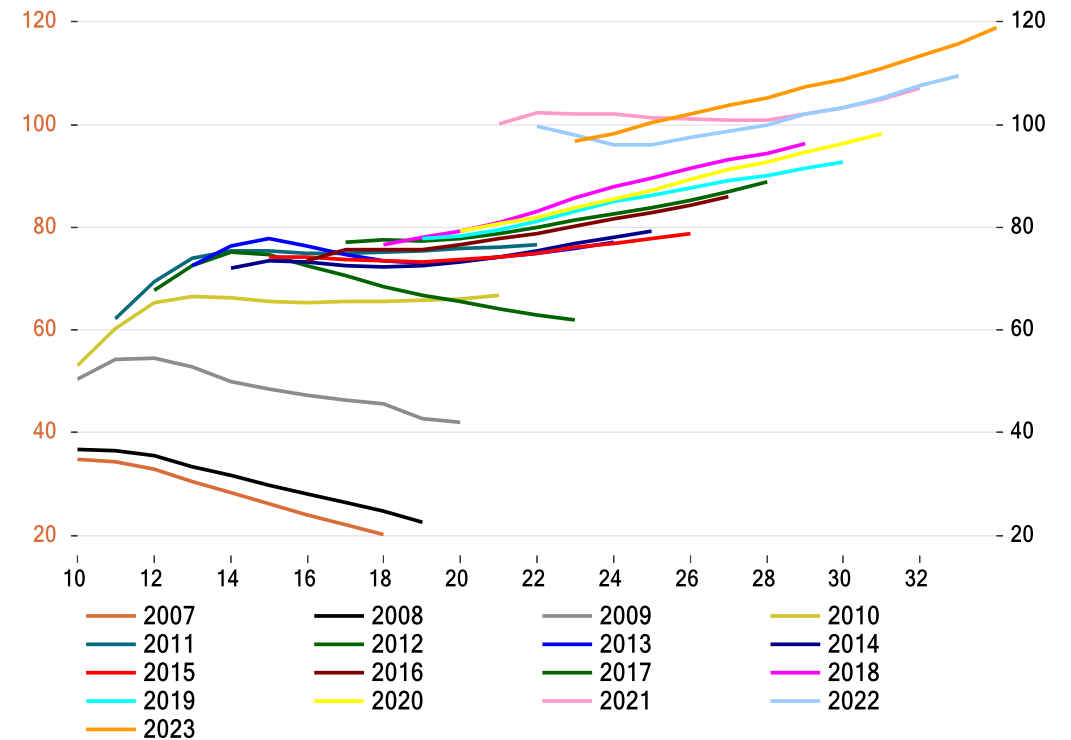
dati in media mobile ad 1 anno



Fonte: LSEG Datastream, Elaborazioni EA SIM - 19/02/2025

USA: stime debito/pil del CBO

Stimate nell'anno in legenda



Source: LSEG Datastream, Elaborazioni EA SIM - 24/06/2024

BIBLIOGRAFIA

- Akinci, Özge, Martin Almuzara, Silvia Miranda-Agrippino, Ramya Nallamotu, Argia Sbordone, Greg Simitian, e William Zeng. ***Supply and Demand Drivers of Global Inflation Trends***, Liberty Street Economics, febbraio 2025
- Andolfatto, David. ***Is It Time for Some Unpleasant Monetarist Arithmetic?***
- Bowman, Michelle. ***Remarks on "Monetary Policy Transmission to Real Activity"***, US Monetary Policy Forum, marzo 2025
- Carpenter, Seth B., Michael Feroli, David Mericle, Linda L. Tesar, e Kenneth D. West. ***Monetary Policy Transmission to Real Activity***. Morgan Stanley, J.P. Morgan, Goldman Sachs, University of Michigan e NBER, febbraio 2025, 2025 US Monetary Policy Forum, marzo 2025
- Cochrane, John H. ***Fiscal Narratives for US Inflation***. 29 gennaio 2024, The Grumpy Economist, gennaio 2024
- Hall, George J., e Thomas J. Sargent. ***Three World Wars: Fiscal-Monetary Consequences***. Contributo di Thomas J. Sargent, marzo 2022;
- Sargent, Thomas J., e Neil Wallace. ***Some Unpleasant Monetarist Arithmetic***. Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1981