

**TASSI E INFLAZIONE****IL SENTIERO STRETTO DELLA FED**di **Marcello Minenna**

**A** metà marzo la Fed ha alzato di 25 punti base il target sul tasso d'interesse di riferimento e ha annunciato l'intenzione di procedere speditamente con altri rialzi e l'imminente avvio della riduzione del suo attivo di bilancio. La stance di politica monetaria è ora molto più restrittiva di quella delineata a dicembre 2021. Tre

mesi fa si prevedeva un graduale lift-off dei tassi che sarebbe dovuto partire nel 2022 e terminare dopo il 2024. Il quadro attuale prevede invece rialzi più numerosi nel biennio 2022-2023, una stabilizzazione nel 2024 e un nuovo taglio nel lungo periodo.

— Continua a pagina 12

**INFLAZIONE E POLITICA MONETARIA****IL SENTIERO STRETTO DELLA FEDERAL RESERVE**di **Marcello Minenna**

— Continua da pagina 1

**A**lla base di questo irrigidimento vi è il protratto surriscaldamento dell'inflazione Usa. Inizialmente la Fed aveva considerato transitorio l'aumento dei prezzi, imputandolo soprattutto all'effetto-base e ai problemi nelle catene di fornitura globali in una fase di forte ripresa della domanda. In più, sin dall'agosto 2020 aveva deciso di accettare periodi di temporaneo overshooting rispetto al target dal 2% a compensazione di quelli in cui la crescita dei prezzi viaggia sotto target.

Tutto ciò spiega la tolleranza mostrata nel 2021 rispetto ad altri momenti storici come il 2004 e il 2015 in cui la risposta alla risalita dell'inflazione è partita prima e a fronte di incrementi più contenuti. Stavolta il game changer sono stati i dati preoccupanti degli ultimi mesi e l'inatteso conflitto in Ucraina. A febbraio l'indice dei prezzi al consumo è salito del 7,9% annuo (il dato più alto in 40 anni) con i prezzi dell'energia in aumento del 25,7%,

numero che peraltro sconta solo in parte il recente rally delle commodities energetiche.

A breve questi sviluppi potrebbero causare un disancoraggio delle aspettative degli agenti economici sull'inflazione futura dal target della banca centrale. È essenziale monitorare come evolverà la view degli operatori nei prossimi mesi e intanto la Fed ha rivisto al rialzo le sue proiezioni sull'inflazione nel breve periodo e ha accelerato il ritiro dello stimolo monetario. Questa decisione desta però preoccupazioni per le sorti dell'economia Usa. Alcuni analisti vedono con apprensione il fatto che i tassi di policy attesi per il 2023-2024 siano ora su valori più alti del tasso di lungo periodo, come pure sopra il livello del 2,4% ritenuto neutrale (né accomodante né restrittivo) dalla Fed. Tassi troppo alti per i prossimi anni potrebbero raffreddare eccessivamente la domanda, trasformando il rallentamento della crescita in recessione.

Anche per questo lunedì scorso i

toni risoluti del presidente della Fed – che, tra l'altro, ha dichiarato di non escludere uno o più rialzi di oltre 25 punti base – hanno scatenato pesanti vendite sui Treasuries, specie sulle medie scadenze, con conseguente appiattimento e traslazione verso l'alto della curva dei rendimenti. Lo spread tra i titoli a 10 e quelli a 2 anni è sceso sotto i 20 punti base: in passato il suo passaggio in territorio negativo ha spesso anticipato di 12-18 mesi una fase recessiva. Al di là delle ricorrenze empiriche, il margine di manovra a disposizione della banca centrale per riportare sotto controllo l'inflazione garantendo al contempo un atterraggio morbido appare risicato. Se non riuscirà a destreggiarsi adeguatamente in un contesto reso molto difficile dalla guerra e dalla pandemia, la Fed rischia di dover far ripartire lo stimolo monetario prima del previsto.

*Direttore generale dell'Agenzia delle Accise, Dogane e Monopoli*  
@MarcelloMinenna

*Le opinioni espresse sono strettamente personali*

## Federal reserve

Andamento storico dell'inflazione USA e del tasso di policy della Fed. In %

— INDICE COMPLESSIVO PREZZI AL CONSUMO (CPI HEADLINE)

— TASSO TARGET SUI FEDERAL FUNDS



Fonte: Bloomberg