

## L'INFLAZIONE, LA NUOVA FED E LA BCE

di **Marcello Minenna**

**A** fine agosto, nel simposio di Jackson Hole, la FED ha annunciato una revisione della sua strategia di politica monetaria: d'ora in poi il target d'inflazione del 2% sarà valutato in media (*Average Inflation Targeting* o AIT), tollerando periodi d'inflazione sopra il target a compensazione di quelli in cui, come l'attuale, c'è poca inflazione.

Con la disoccupazione intorno al 10%, la FED ha deciso di abbassare la guardia sul rischio inflattivo per mettere al primo posto l'obiettivo della massima occupazione. L'intenzione è quella di assicurare gli agenti economici

del fatto che la politica monetaria resterà accomodante a lungo e che, a differenza del passato, la banca centrale non alzerà prematuramente i tassi.

A fronte del nuovo orientamento della politica monetaria, le aspettative d'inflazione dovrebbero migliorare favorendo un ulteriore calo dei tassi d'interesse reali che supporterebbe la ripresa economica oltre ad alleviare il peso di un debito in rapido aumento.

—*Continua a pagina 11*

### POLITICHE MONETARIE

## L'INFLAZIONE E LA NUOVA ROTTA DELLE BANCHE CENTRALI

di **Marcello Minenna**

—*Continua da pagina 1*

**L**a reazione dei mercati alle novità della FED è stata però contenuta: i principali indici azionari hanno segnato una *contrazione intraday* e lo *swap* sull'inflazione a 5 anni ha registrato un timido rialzo. In parte ciò è accaduto perché la mossa era stata già scontata nei mesi precedenti, ma anche per via delle tante variabili sfavorevoli: l'effetto depressivo del Covid sulla domanda aggregata, il calo del prezzo del petrolio e le avverse dinamiche demografiche. I mercati lo sanno e si comportano di conseguenza, come mostra la diversa reazione delle aspettative d'inflazione agli interventi straordinari di quest'anno rispetto a quelli adottati tra il 2008 e il 2009 (cfr. Figura).

Ad alimentare lo scetticismo degli operatori c'è anche la mancanza di dettagli sulle prossime mosse della FED. L'opzione più probabile è che si proseguirà con l'espansione dell'attivo di bilancio, ma anche qui saranno importanti

dimensioni e destinazione dell'intervento e il coordinamento con la politica fiscale. Nei prossimi mesi, infatti, è atteso un ulteriore stimolo all'economia da parte del governo federale, la cui entità sarà inevitabilmente legata all'esito del voto di novembre.

Al di qua dell'Atlantico la situazione non è meno seria. Ad agosto il calo inatteso dell'indice dei prezzi al consumo (-0,2% su base annua) ha riportato l'Eurozona in deflazione, stavolta con l'ulteriore complicanza di un euro forte che minaccia export e turismo.

La BCE deve correre ai ripari, forse già nella riunione di giovedì prossimo, ma il margine d'azione è limitato. Il salto verso l'AIT al momento appare improponibile e anche una revisione dell'obiettivo d'inflazione in un'ottica più simmetrica sembra prematura. Più facile che si decida di intervenire ancora sui tassi d'interesse dove lo strumento principale è ormai il *tiering*, che

punta a differenziare il costo del denaro in relazione a soglie predefinite sulla quantità di riserve bancarie in eccesso o di prestiti T-LTRO. Molti analisti si attendono poi un rafforzamento del QE pandemico (il PEPP) con una nuova accelerazione nel ritmo di acquisti mensili di titoli o un aumento della dotazione complessiva del programma. Anche su questo fronte, l'esperienza degli ultimi anni indica però una notevole vischiosità dell'inflazione rispetto al grado di accomodamento della politica monetaria.

Il problema principale dell'Eurozona è che la grave congiuntura causata dalla pandemia si innesta su istanze deflattive endogene legate all'architettura della nostra area valutaria. Per uscirne bisogna cambiare radicalmente approccio. In questa prospettiva, la decisione della BCE di usare il PEPP per restringere gli spread e risolvere l'inflazione è un importante passo avanti. Sul

primo punto si sono raggiunti buoni risultati grazie al PEPP e all'intesa sul Recovery Fund. Resta aperta la sfida dell'inflazione su cui, oltre all'incognita Covid, a fare la differenza saranno il coraggio delle istituzioni Europee e la coesione tra i governi dei paesi membri.

*Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli*  
 @Marcello Minenna  
 Le opinioni espresse sono strettamente personali



**INTERVENTI E RISULTATI**  
 Negli ultimi anni c'è stata una notevole vischiosità dell'inflazione e rispetto alle mosse di politica monetaria

### Le mosse della Federal Reserve

Usa: attivi banca centrale versus aspettative d'inflazione

