Osservatorio sui
Conti Pubblici Italiani
https://osservatoriocpi.unicatt.it
osservatoriocpi@unicatt.it

Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani

Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani

@osservatoriocpi

Osservatorio CPI

Direttore: Carlo Cottarelli

Il commento

OCPI

L'allentamento della politica monetaria è meno efficace di quanto non appaia

di Giampaolo Galli e Alessandro Valfrè

20 febbraio 2026

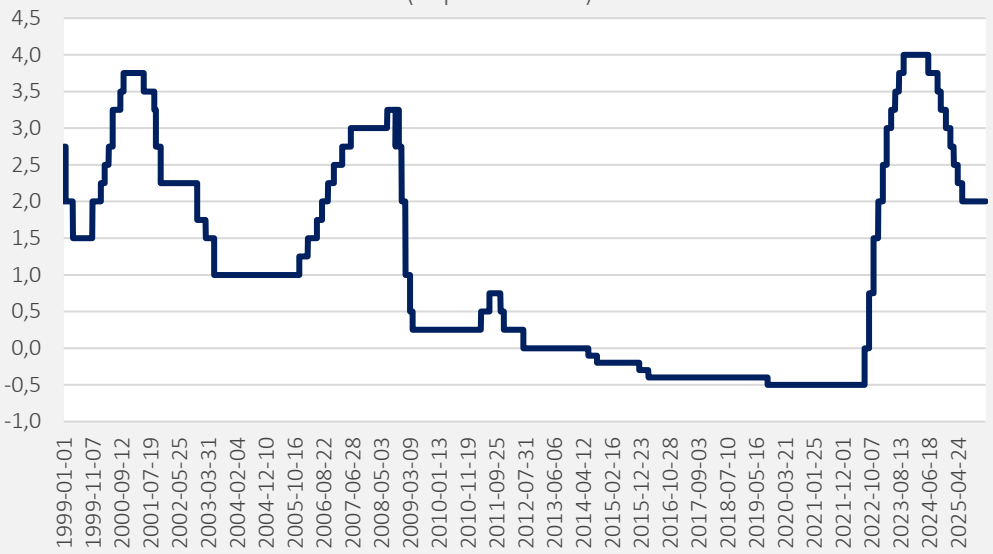
Negli ultimi anni, le FED e la BCE hanno ridotto i tassi di policy in quanto si è esaurita la fiammata inflazionistica post Covid e post guerra in Ucraina. I tassi a lungo termine (5-10 anni) invece sono rimasti fermi, attorno al 3% nell'eurozona e al 4% negli Stati Uniti. Quelli a lunghissimo termine (10-30 anni) sono invece aumentati sia negli Stati Uniti che nell'eurozona. Gli spread fra tassi a breve e tassi a lungo termine (2-10 anni) e anche a lunghissimo termine (10-30 anni) che prevalgono oggi sui mercati sono spiegabili con il premio per il rischio che tipicamente pesa sui titoli a più lungo termine. E tuttavia ci sono stati episodi in cui i tassi a lungo termine sono scesi in tandem con quelli a breve. In ogni caso, quelli che più che contano per l'economia reale sono i tassi a lungo e lunghissimo termine. Il fatto che non siano scesi assieme ai tassi a breve suggerisce che l'allentamento della politica monetaria degli ultimi due anni sia meno efficace di quanto non appaia. I motivi possono essere molteplici: il timore per politiche fiscali espansive (e difficilmente sostenibili nel caso degli Stati Uniti), la preoccupazione per le pressioni di Trump sulla Riserva Federale, la riduzione dei titoli all'attivo delle due banche centrali (Quantitative Tightening).

* * *

Fra la fine del 2023 e il 2024, la BCE e la FED hanno iniziato a ridurre i tassi di policy in quanto si stava spegnendo la fiammata inflazionistica dovuta alla ripresa post Covid e all'esplosione dei costi dell'energia connessa alla guerra in Ucraina.[1] La riduzione è stata più accentuata in Europa (Fig. 1), dove il principale tasso di policy, quello sui depositi delle banche presso la BCE, è sceso di 2 punti, da un massimo di 4% raggiunto a settembre del 2023 al 2% nel giugno del 2025. Il tasso guida della FED, quello sui *federal funds*, ha iniziato a scendere più tardi ed è diminuito di 1,7 punti, dal 5,3% nel settembre 2024 al 3,6% odierno (Fig. 2).

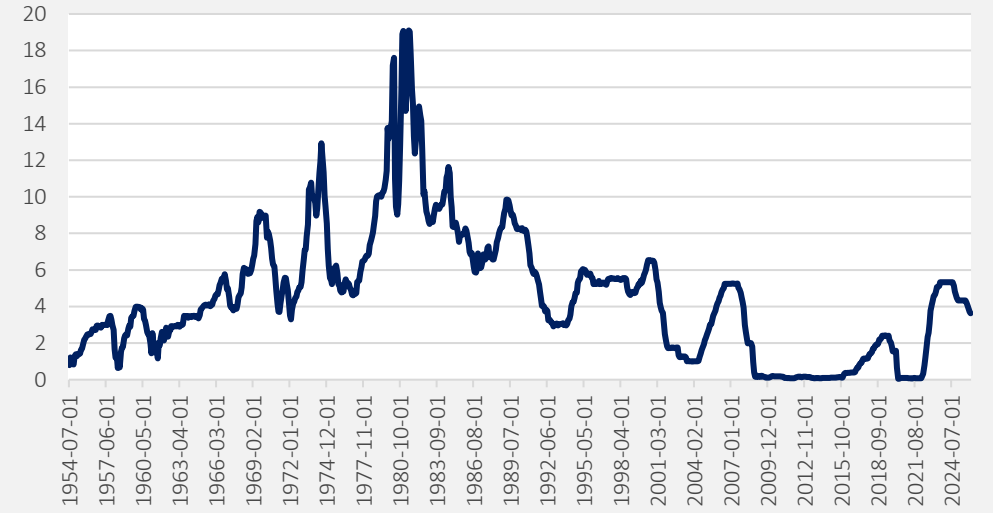
[1] I dati sono tratti da Euro area yield curves (BCE) e Federal Reserve Economic Data (FRED).

Fig. 1: Tasso sui depositi presso la BCE, 1999-2026
(in percentuale)



Fonte: elaborazioni OCPI su dati BCE.

Fig. 2: Federal Funds Rate, 1954-2026
(in percentuale)



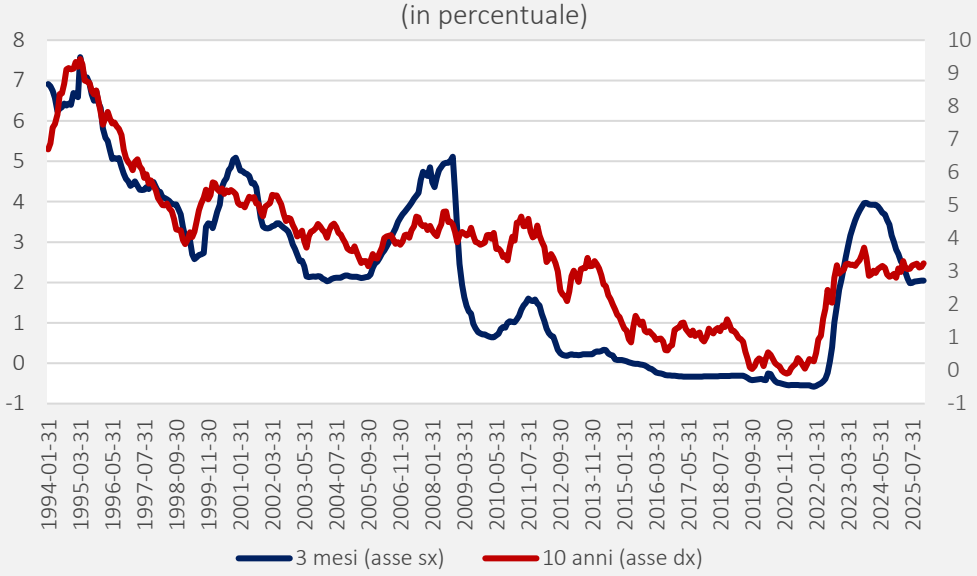
Fonte: elaborazione OCPI su dati FRED.

Nello stesso periodo i tassi a 10 anni (nelle figure, rappresentati da quelli sui titoli di Stato) sono rimasti sostanzialmente invariati: attorno al 3% in Europa e al 4% negli Stati Uniti (Figg. 3 e 4).[2] Un recente studio della BCE sostiene che i tassi a 10 anni sono aumentati fra la fine del 2024 e la fine del 2025 di circa 40 punti base, confermato da nostre analisi (+0,43 p.b.),[3] ed è evidente guardando la curva per scadenze alla data di fine anno 2024 e 2025 (Fig. 5).

[2] Per l'area euro è stata considerata la media dei titoli di stato con tripla AAA calcolati dalla BCE.

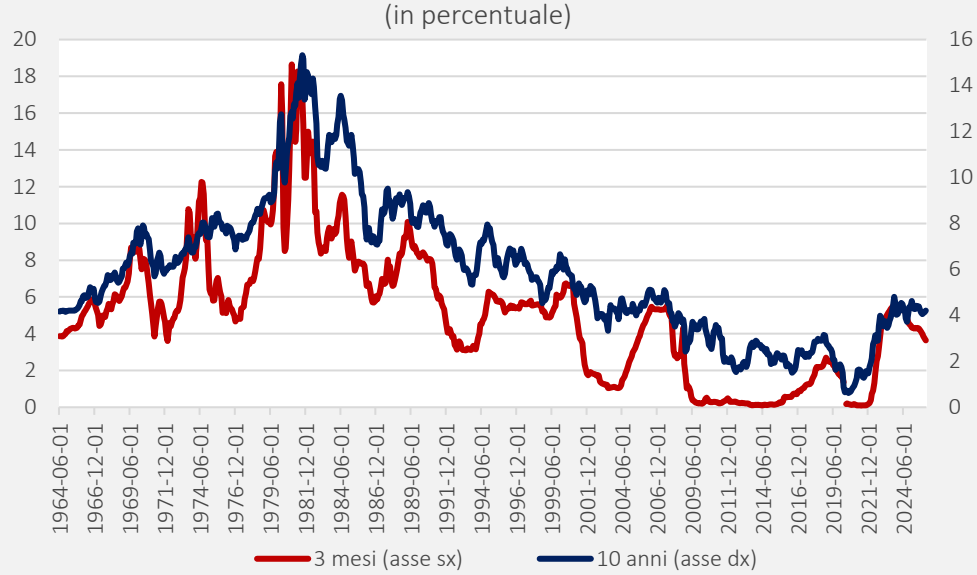
[3] Benjamin Böninghausen and Andreea Liliana Vladu, Sloping up: the repricing of euro area yields in 2025, Banca Centrale Europea, 16 gennaio 2026.

Fig. 3: Rendimento titoli di Stato con AAA a 3 mesi e 10 anni, eurozona, 1996-2026
(in percentuale)



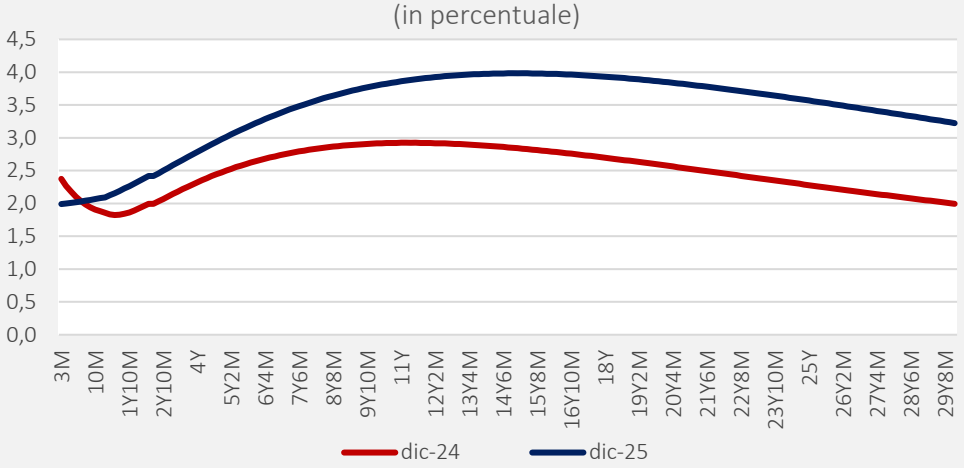
Fonte: elaborazioni OCPI su dati BCE e FRED.

Fig. 4: Rendimento titoli di stato USA a 3 mesi e a 10 anni, 1964-2026
(in percentuale)



Fonte: elaborazioni OCPI su dati FRED.

Fig. 5: Curva dei rendimenti titoli di Stato con AAA , eurozona, dicembre 2024 e 2025
(in percentuale)

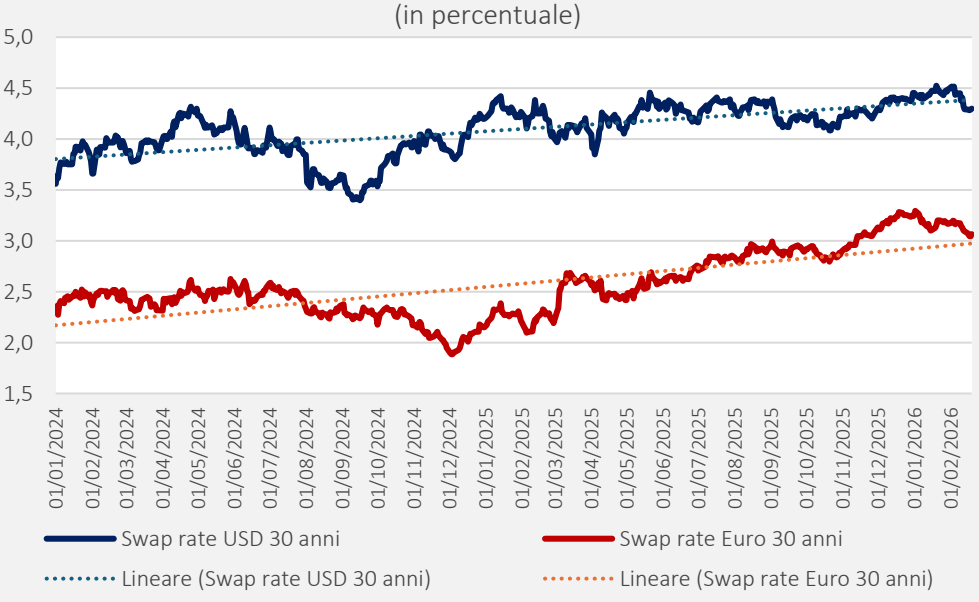


Fonte: elaborazioni OCPI su dati BCE.

Ci sembra, tuttavia, che il dato puntuale di fine anno non tenga conto delle fisiologiche oscillazioni dei tassi. Se si considera la media annua dei dati giornalieri, il tasso a 10 anni è stato pari a 2,98% nel 2024 e 3,15% nel 2025 con un aumento di soli 17 punti base. È invece aumentato, sia in Europa che negli Stati Uniti, il tratto della curva a lunghissimo termine compreso fra i 10 e i 30 anni. Anche in questo caso i dati di fine anno ingannano un po': per la scadenza a 30 anni, l'aumento è stato di ben 109 punti base per la curva swap in euro, e di soli 25 punti base per la curva in dollari.

Guardando alle medie annue, il tasso swap in euro è aumentato di 35 p.b., da 2,36% nel 2024 a 2,71% nel 2025, stesso aumento del tasso swap in dollari, dal 3,90% nel 2024 al 4,25% nel 2025 (Fig. 6).

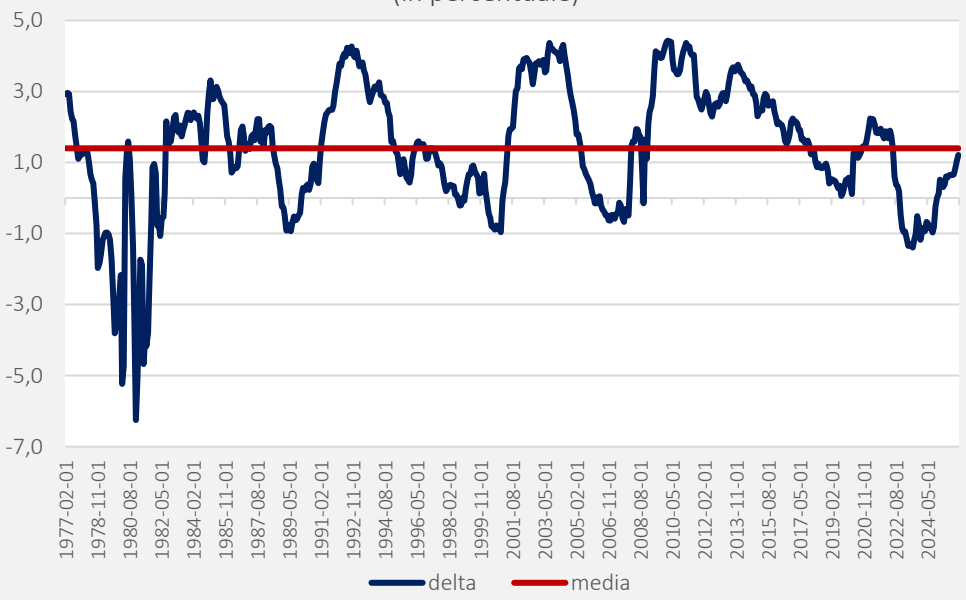
Fig. 6: Tassi swap a 30 anni
(in percentuale)



Fonte: elaborazioni OCPI su dati investing.com.

Il dato che forse più colpisce è che il tasso a 30 anni, sia in euro che in dollari, ha una tendenza all'aumento, frenata solo nelle ultime settimane. Ma anche in questo caso è utile guardare a medie di lungo periodo: i dati della Fig. 7, relativi al dollaro, suggeriscono che in questo caso non vi sia nulla di eccezionale. Lo spread fra tasso a 30 anni e a 3 mesi è aumentato nel corso degli ultimi due anni, ma l'osservazione più recente è allineata alla media di lungo periodo (1,40%). Lo stesso vale per l'euro (Fig. 8): lo spread fra il tasso a 30 anni e a 3 mesi era negativo fino all'inizio del 2025 ed è poi aumentato fino ad un livello che corrisponde quasi esattamente alla media di lungo periodo (dal 2004 a oggi) che risulta essere di 136 punti base.

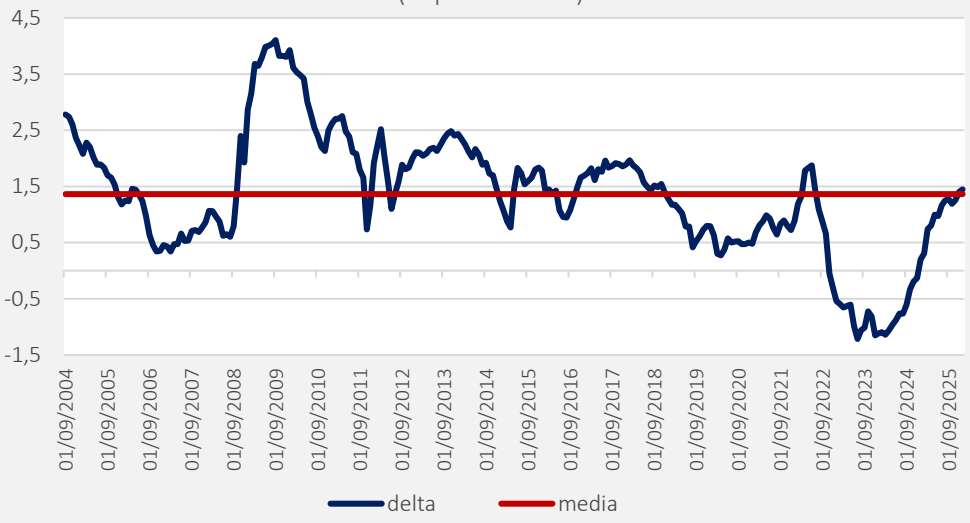
Fig. 7: Delta rendimento titoli di stato USA 30 anni - 3 mesi, 1977-2026
(in percentuale)



Fonte: elaborazioni OCPI su dati FRED.

In ogni caso, su entrambe le sponde dell'Atlantico sono aumentati sia i tassi a lunghissimo termine (10-30 anni) che quelli a lungo termine (2-10 anni), che sono allo stesso livello a cui erano negli anni 2022-23, quando l'inflazione raggiunse i livelli più elevati dagli anni Settanta. La domanda che si pone è se questo sia un problema o comunque un fattore di cui preoccuparsi.

Fig. 8: Delta rendimento titoli di stato con AAA 30 anni - 3 mesi, eurozona, 2004-2026
(in percentuale)



Fonte: elaborazioni OCPI su dati BCE e FRED.

Quanto contano i tassi a lungo termine?

Un fatto certo è che l'allentamento delle condizioni monetarie è in qualche misura attenuato dal fatto che i tassi a lungo termine non sono diminuiti. Ma quanto?

In generale, specialmente negli Stati Uniti, si ritiene da sempre che i tassi a lungo termine siano più importanti di quelli a breve ai fini della trasmissione degli impulsi della politica monetaria all'economia reale. Il motivo è che la maggior parte dei mutui è a tasso fisso e gli investimenti delle imprese hanno tipicamente un orizzonte piuttosto lungo e dunque richiedono di essere finanziati con prestiti a lungo termine. Inoltre, il valore delle azioni così come quello degli immobili dovrebbe essere valutato con un tasso di sconto a lunghissimo termine. In Europa le aziende tendono a finanziarsi di più rinnovando continuamente prestiti a breve o medio termine, ma gli studi della BCE suggeriscono che oggi anche nell'eurozona i tassi a lungo termine contano di più.[4] Dunque la conclusione è che l'allentamento della politica monetaria negli ultimi due anni è molto meno efficace di quanto non appaia.

I tassi a lunga come indicatori

Molto spesso si guarda ai tassi a lungo termine perché il loro livello può essere un indicatore di aspettative del mercato riguardo ai futuri tassi a breve. Tassi a lunga più alti possono indicare aspettative di aumenti futuri dei tassi a breve e

[4] Si veda ad esempio Philip R. Lane, "The transmission of monetary policy", discorso tenuto alla 7th SUERF - CGEG|Columbia|SIPA - EIB - Société Générale Conference "EU and US Perspectives: New Directions for Economic Policy", New York City, 11 ottobre 2022.

questa aspettativa può a sua volta essere motivata dalla previsione di una maggiore inflazione futura o di una forte ripresa dell'economia. Possono anche essere il risultato di una preoccupazione circa la solvibilità dell'emittente del titolo, in questo caso i governi degli Stati Uniti e i Paesi dell'eurozona. E possono anche essere giustificati dal premio per il rischio, poiché i prezzi dei titoli a lungo termine sono più volatili di quelli a breve.

Per farsi un'idea di quale possa essere il livello normale, o comunque più frequente del divario, fra tasso a lungo e tasso a breve è utile guardare a serie piuttosto lunghe nel tempo. La Fig. 3, con riferimento agli Stati Uniti, mostra il divario fra i tassi sui Buoni del Tesoro a 3 mesi e quelli sui titoli a 10 anni. Dal 1964 a oggi la media è 0,82% ed è superiore al divario attuale che è di 0,40%. Quindi, non risultano particolari anomalie.

Quanto alle aspettative di inflazione, negli Stati Uniti la Federal Reserve produce, attraverso diverse indagini, il *Survey of Professional Forecasters*, che coinvolge economisti e operatori finanziari. La FED di New York produce il *Survey of Consumer Expectations*, che misura le aspettative delle famiglie.[5] Al netto delle oscillazioni di breve periodo, le aspettative a medio termine restano prossime al 3%, sopra l'obiettivo ufficiale della FED. Questo vale sia per gli operatori professionali sia, guardando ad un orizzonte pluriennale, per la popolazione in generale. Non sembra si possa dire che le aspettative siano fuori controllo, ma certamente sono un fattore che può spiegare il comportamento dei tassi a lungo termine e che può indurre la FED a esercitare cautela nell'allentamento della politica monetaria.

Anche la Banca Centrale Europea conduce regolarmente indagini presso professionisti e famiglie (Tav. 1), oltre a monitorare le aspettative implicite nei mercati finanziari.[6] Qui le attese a medio termine risultano sostanzialmente ancorate al 2%, soprattutto dal lato dei professionisti, mentre i consumatori hanno aspettative poco più alte. E il grafico a lungo termine (dal 2004), che abbiamo visto alla Fig. 7, conferma che l'attuale spread fra lungo e breve è allineato al livello medio dell'intero periodo (1,36%).

[5] Vedi Survey of Professional Forecasters, Federal Reserve Bank of Philadelphia, e Survey of Consumer Expectations, *Center for Microeconomic Data*, Federal Reserve Bank of New York.
[6] Vedi Consumer Expectations Survey e Survey of Professional Forecasters, BCE.

Tav. 1: Aspettative mediane sull'inflazione di professionisti e consumatori, USA e eurozona

Data di conduzione del sondaggio	Aspettative professionisti BCE a 2 anni (%)	Aspettative consumatori BCE a 3 anni (%)	Aspettative professionisti FED a 5 anni (%)	Aspettative consumatori FED a 3 anni (%)
ott-22	2,4	3,1	5,4	3,1
apr-23	2,2	2,6		2,9
ott-23	2,1	2,6	3,7	3,0
apr-24	2,1	2,4		2,8
ott-24	1,9	2,1	3,6	2,5
apr-25	2,0	2,5		3,2
ott-25	2,0	2,5	3,3	3,0
gen-26	2,0	2,6		3,0

Fonte: elaborazioni OCPI su dati BCE, FED NY e FED Cleveland.

Dunque in Europa non sembra che vi sia una particolare anomalia. Il premio per il rischio può spiegare uno spread di 136 punti base fra il tasso a 3 mesi quello a 10 anni. Spread che, come si è detto, è allineato a quello medio di lungo periodo.

Nulla di anomalo, ma…

Non vi è nulla di anomalo né negli Stati Uniti né in Europa. Tuttavia ci sono stati episodi in passato in cui i tassi a lunga sono scesi in tandem con quelli a breve. Ad esempio, nella seconda metà degli anni Novanta nell'eurozona sono scesi sia i tassi a breve sia quelli a lungo termine. E in ogni caso l'allentamento della politica monetaria, che dovrebbe dare un sostegno all'economia reale, è più apparente che reale.

Quali sono dunque i possibili motivi per cui oggi i tassi a lunga non scendono? Le risposte possibili, già in parte considerate nel lavoro degli esperti della BCE citato sopra, sono:

- negli Stati Uniti:

i) uno stato dei conti pubblici che il Congressional Budget Office giudica non sostenibile.[7] Il debito pubblico del governo federale è attualmente al 108% del Pil (ma con traiettoria attesa al 120% entro il 2036) e il deficit è attorno al 6% del Pil, con aspettative di aumento fino al 6,7% del Pil al 2036;

[7] Vedi CBO's February 2026 Budget and Economic Outlook, CRFB, 6 febbraio 2026.

ii) le vendite di titoli pubblici per alleggerire il bilancio della FED dopo le grandi manovre di *quantitative easing* degli anni passati. La FED ha ridotto la dimensione del suo bilancio di circa 2,4 mila miliardi di dollari attraverso il suo programma di *Quantitative Tightening* (QT) che ebbe inizio nel giugno 2022 ed è stato interrotto (per evitare una stretta eccessiva sulle riserve bancarie e quindi sui tassi a lungo termine) il primo dicembre scorso;

iii) il timore che Trump metta a rischio l'indipendenza della banca centrale. Da questo punto di vista, può avere avuto un qualche effetto negativo la nomina di Kevin Warsh, che è considerato un fedelissimo di Trump; il fatto che non sia successo nulla sui mercati nel giorno in cui la nomina è stata annunciata può indicare che il mercato dava per scontato che comunque Trump avrebbe scelto un uomo fedele, disposto a ridurre i tassi di interesse al di sotto del livello ritenuto adeguato dagli esperti della FED.[8]

- nell'Eurozona:

i) la fine del freno al debito in Germania e, in generale, l'orientamento espansivo in molti Paesi dell'Ue, specie in relazione all'aumento delle spese per la difesa;

ii) la politica di normalizzazione del bilancio della BCE, con una dimensione del bilancio scesa di 2,7 mila miliardi di euro, dal picco di 8,8 mila miliardi nel giugno del 2022 a 6,1 mila miliardi alla fine del 2025. Questa è una riduzione notevole se confrontata con l'aggregato dei titoli di Stato dell'eurozona pari a circa 10 mila miliardi alla fine del 2024.

[8] Vedi Reading the runes on a Warsh Fed, *Financial Times*, 4 febbraio 2026.