

Le buone ragioni della Bce per il rialzo dei tassi. Anche a fine estate

di Lorenzo Bini Smaghi

Come previsto, la Banca centrale europea ha deciso di aumentare i tassi di politica monetaria, di 25 punti base. La decisione del Comitato direttivo è stata unanime, riflettendo il consenso di tutti i membri del Comitato esecutivo e dei governatori delle banche centrali, inclusi i sei che non partecipano al voto (in base al sistema di rotazione che limita il diritto di voto a 15 governatori su 21). Ciò nonostante, sono state sollevate varie critiche.

Gli argomenti contro la mossa della Bce sono principalmente due. Il primo è che l'aumento dell'inflazione, salita al 3,2 per cento in maggio, è dovuto a fattori esterni, legati principalmente all'aumento dei prezzi delle materie prime, che non si sono ancora diffusi al resto dell'economia. Secondo questa tesi, sarebbe stato meglio aspettare e verificare che si materializzino tali effetti – cosiddetti di secondo livello – prima di alzare i tassi d'interesse.

Il secondo argomento è che la restrizione monetaria rischia di fragilizzare ulteriormente l'economia europea, che sta subendo i contraccolpi del blocco dello stretto di Hormuz.

Entrambe le critiche sono infondate. Innanzitutto, dato che la politica monetaria produce i suoi effetti con ritardo, di circa 12-18 mesi, la Banca centrale non può aspettare che l'inflazione aumenti per prendere le sue decisioni. Deve basarsi sulle sue previsioni economiche a un orizzonte di circa un anno e mezzo. La Bce le ha appena aggiornate. L'inflazione è stata rivista al rialzo, dal 2,6 al 3 per cento per il 2026 e dal 2 al 2,3 per cento per l'anno prossimo. Secondo uno scenario cosiddetto "avverso", di prolungata interruzione dell'offerta di materie energetiche, l'inflazione salirebbe al 3,3 per cento, nella media del 2026, e al 3 per cento nel 2027. Si tratta di previsioni, che comportano ovviamente dei margini di errore. Tuttavia, il confronto con simili esercizi effettuati recentemente da altri organismi internazionali, come l'Ocse, il Fondo monetario internazionale e la Commissione europea, non evidenzia differenze significative. Tutti concordano che l'inflazione non ritornerà al 2 per cento prima del 2028. L'argomento ancor più importante, anche se spesso ignorato dai commentatori, è che queste analisi si basano sull'ipotesi che nel periodo di previsione i tassi d'interesse siano allineati alle aspettative di mercato, incorporate nella curva dei rendimenti. In altre parole, le previsioni dell'inflazione nei prossimi due anni incorporano già l'aumento dei tassi d'interesse anticipato dal mercato, di almeno 50 punti base entro la fine dell'estate. Ciò significa che se la Banca centrale

avesse deciso di non aumentare i tassi, come anticipato dai mercati, l'inflazione sarebbe risultata ben più alta di quella indicata nelle previsioni.

La seconda critica è che la politica monetaria è troppo restrittiva rispetto alla situazione di fondo dell'economia europea. Le ultime previsioni della banca centrale indicano una crescita dello 0,8 per cento nel 2026 e dell'1,2 nel 2027, con una revisione al ribasso di 0,1 punti per ciascun anno. Le previsioni degli altri organismi internazionali non sono dissimili. Ciò significa, innanzitutto, che il rallentamento dell'economia europea è considerato transitorio, anche nello scenario avverso, e che già dal 2027 la crescita dovrebbe tornare su livelli prossimi al potenziale.

L'aspetto ancor più rilevante è che, data l'inflazione media prevista al 3 per cento e una crescita tra lo 0,5 e l'1 per cento, un livello del tasso d'interesse al 2,25 per cento non può essere considerato restrittivo. Un tasso d'interesse inferiore all'inflazione attesa, in una fase di crescenti pressioni inflazionistiche, rimane alquanto espansivo. E comporta rischi di assecondare queste pressioni. Per questo motivo, in assenza di cambiamenti significativi dello scenario, un ulteriore aumento alla fine dell'estate, di altri 25 punti base, appare necessario, per evitare che la politica monetaria diventi troppo espansiva.

Questa valutazione è confermata dall'evoluzione dei mercati finanziari. Nelle ultime settimane, i tassi sui titoli di stato a 10 anni sono scesi, gli spread si sono ridotti e l'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro. Tutti segnali che le condizioni monetarie rimangono espansive. Per valutare correttamente le decisioni della Bce sarebbe utile rispolverare un po' di sana teoria monetaria.

Quando l'inflazione sale, e il reddito nominale è rivisto al rialzo, mantenere i tassi d'interesse fermi significa assecondare la domanda di moneta, che prima o poi si traduce in maggior inflazione. In altre parole, l'aumento dei tassi mira ad evitare che le condizioni monetarie diventino troppo espansive. Altro che stretta!