

IL FOGLIO – 23 MAGGIO 2026

Le banche centrali disorientate di fronte all'incertezza sull'inflazione

di Lorenzo Bini Smaghi

Si avvicina il momento delle decisioni per le banche centrali. La prossima riunione del Consiglio direttivo della Banca centrale europea si terrà l'11 giugno. Nella settimana successiva sono previste quelle della Riserva federale americana e delle banche centrali inglese e giapponese.

Il tema sarà ovunque lo stesso: se e quando aumentare i tassi d'interesse per far fronte all'inflazione provocata dal rincaro dei prodotti energetici, dopo l'avvio della guerra in Iran e la chiusura dello stretto di Hormuz.

A favore di un atteggiamento attendista – “*wait and see*” – vi è il fatto che, almeno per ora, l'inflazione è dovuta solo a fattori di offerta, ossia al calo della produzione di materie prime, segnatamente gas e petrolio. I rincari non sono stati ancora trasferiti su altri costi, né sugli altri prezzi al consumo. Nella terminologia economica, non si sono ancora verificati effetti di secondo livello, che potrebbero trasformare gli aumenti di alcuni prodotti in un fenomeno inflazionistico generalizzato. In tale contesto, un aumento dei tassi d'interesse potrebbe provocare una restrizione monetaria eccessiva, che rallenterebbe ulteriormente la crescita economica. La banca centrale dovrebbe pertanto aspettare di verificare che l'inflazione aumenti anche nei comparti non energetici, prima di prendere qualsiasi decisione.

Il problema è che la politica monetaria produce i suoi effetti sull'inflazione con un ritardo medio stimato in circa 12-18 mesi. Se la banca centrale agisce guardando nel retrovisore, aspettando che l'inflazione sia già salita e si sia radicata nei comportamenti degli operatori, rischia di intervenire troppo tardi. Per recuperare, dovrebbe a quel punto aumentare i tassi in maniera drastica, con effetti ancor più costosi sull'attività economica. E' proprio l'errore che le banche centrali hanno commesso nel 2022. Ciò che conta, per decidere se aumentare o meno i tassi d'interesse, non è l'ultimo dato disponibile ma la previsione dell'inflazione nell'arco dei prossimi due anni. Nel fare queste previsioni (le prossime verranno pubblicate proprio l'11 giugno), la banca centrale deve prendere in considerazione tutta una serie di indicatori.

Uno di questi riguarda l'intensità e la durata dei rincari delle materie prime. Le quotazioni del petrolio hanno superato i 100 dollari da oltre due mesi, con un incremento di circa il 30 per cento rispetto ai primi mesi dell'anno, e sono previste rimanere oltre quel livello almeno fino alla fine dell'estate. Anche se lo stretto di Hormuz fosse riaperto a breve, ci vorrebbe

molto tempo prima di recuperare la capacità produttiva prebellica. Più duraturo è lo choc energetico e più sale la probabilità che incida sulle altre componenti di costo e si trasmetta all'indice generale dei prezzi. Un altro indicatore riguarda le aspettative d'inflazione degli operatori economici.

L'ultimo dato, che risale a marzo, segna un balzo al 4 per cento nell'area dell'euro, l'incremento più forte dal 2021. Ciò segnala che gli operatori stanno già incorporando una inflazione più alta nei loro comportamenti.

Le aspettative d'inflazione si desumono anche dall'evoluzione dei tassi d'interesse a medio-lungo termine. Dall'inizio della guerra in Iran, i tassi a 3 anni sui titoli più liquidi sono saliti di circa 60 punti; quelli a 5 anni di circa 40. Tale evoluzione riflette anche l'aspettativa che le politiche di bilancio diventeranno più espansive, per compensare gli effetti dei rincari energetici, come confermano le recenti richieste di maggior flessibilità nell'interpretazione del Patto di Stabilità. Se queste richieste venissero assecondate, lo choc di offerta verrebbe accompagnato da un pari stimolo della domanda, accentuando lo choc inflazionistico.

Infine, il mantenimento dei tassi d'interesse praticati dalla Bce sul livello attuale, a fronte di una inflazione prevista salire ben oltre il 2 per cento, determina delle condizioni monetarie sempre più accomodanti, che alimentano le spinte sui prezzi di beni e servizi. Pertanto, se le previsioni non indicheranno un rapido riassorbimento dell'inflazione nell'arco dei prossimi 12 mesi, un aumento moderato dei tassi d'interesse diventerebbe inevitabile. E' invece più difficile giustificare, nell'attuale contesto, l'insistenza della Bce nel continuare a ridurre la dimensione del proprio bilancio – con la politica del *Quantitative tightening*, che consiste nel non riacquistare i titoli del proprio portafoglio che arrivano a scadenza – che mette sotto pressione i tassi d'interesse a lungo termine. Sarebbe più saggio prendersi una pausa, come hanno già deciso tutte le altre banche centrali.