

IL FOGLIO – 06 GIUGNO 2026

La Bce e la scelta inevitabile

di Lorenzo Bini Smaghi

Nelle ultime settimane la Banca centrale europea ha preparato il terreno per la decisione, che verrà presa il prossimo 11 giugno, di aumentare il tasso d'interesse di riferimento della politica monetaria di 25 punti base. Le aspettative dei mercati finanziari si sono gradualmente adattate al susseguirsi delle dichiarazioni – più o meno esplicite e opportune – dei vari esponenti del Consiglio direttivo della Bce.

I mercati finanziari scontano ormai il rialzo con una probabilità prossima al 100 per cento.

L'aumento successivo, di pari entità, è dato anch'esso per scontato per la riunione di settembre. La Bce ha assecondato queste aspettative chiarendo che non si tratta comunque di un inasprimento monetario simile a quello messo in atto nel 2022, che portò a far salire i tassi di 450 punti in 14 mesi, per far fronte all'inflazione provocata dallo choc energetico post-invasione dell'Ucraina. La situazione è, oggi, ben diversa, da vari punti di vista. Innanzitutto, rispetto al 2022, l'impatto dello choc energetico è concentrato sul petrolio, mentre il prezzo del gas è rimasto finora contenuto, grazie allo sforzo di diversificazione dell'approvvigionamento messo in atto dai paesi europei. I prezzi dell'elettricità, che beneficiano degli investimenti realizzati in questi anni nelle fonti rinnovabili, sono attualmente meno della metà di quelli del 2022. Anche le condizioni congiunturali sono diverse. Prima dell'invasione dell'Ucraina, l'area dell'euro era prevista crescere di circa il 3 per cento, grazie alla ripresa dei consumi connessa alla rapida riduzione dei risparmi accumulati durante la pandemia. L'inflazione era in aumento da mesi, dai livelli molto bassi del decennio precedente. Il mercato del lavoro continuava ad essere teso, a causa della lenta ripresa dell'offerta dopo il lockdown.

Nella fase attuale, invece, la crescita europea è molto più contenuta. Prima dello scoppio del conflitto, era prevista intorno all'1 per cento. Il mercato del lavoro non era sotto pressione come nella fase post-pandemica e l'inflazione si aggirava intorno al 2 per cento, in linea con l'obiettivo della banca centrale. In sintesi, lo choc inflazionistico del 2022 si innestò su un'economia già surriscaldata, che non è invece il caso attualmente.

Un'altra differenza sostanziale riguarda le politiche economiche che precedono i due choc energetici. Prima dell'invasione ucraina, le politiche monetarie e di bilancio erano fortemente espansive. La Bce stava ancora portando avanti la politica di acquisti di titoli (*quantitative easing*), con effetti espansivi sulla liquidità e di compressione sui tassi a lungo termine. I tassi di

politica monetaria erano rimasti negativi sin dal 2014. Nel 2022, i bilanci pubblici dei paesi europei erano in fase di correzione, ma principalmente per effetto del miglioramento del ciclo economico. In sintesi, lo choc inflazionistico del 2022 si inserì in una fase espansiva delle politiche economiche, che ne accentuarono l'impatto. Per questo motivo fu necessaria una inversione di marcia particolarmente drastica.

Prima della chiusura dello stretto di Hormuz, invece, la politica monetaria era in una posizione di sostanziale neutralità, con i tassi a breve al 2 per cento, a fronte di una inflazione più o meno sullo stesso livello. La riduzione del bilancio della Bce stava imprimendo una graduale restrizione delle condizioni finanziarie. Quanto alla politica di bilancio, i margini di manovra per sostenere l'attività economica sono oggi più ridotti rispetto al 2022. Il confronto tra i due choc energetici, e le diverse condizioni in cui si trova l'economia europea, mostra che la Bce non ha bisogno oggi di reagire in modo altrettanto drastico. Non può però nemmeno stare a guardare senza intervenire, mantenendo i tassi d'interesse immutati allorché l'inflazione continua a salire. Le previsioni che la Bce pubblicherà tra qualche giorno mostreranno probabilmente che la dinamica dei prezzi rimarrà superiore al 2 per cento nei prossimi due anni.

La decisione di aumentare gradualmente i tassi appare dunque inevitabile. Conforta tuttavia il fatto che tale aumento, pienamente anticipato dai mercati, è accompagnato da una sostanziale stabilizzazione dei tassi a lungo termine.

In altre parole, l'aumento dei tassi alle scadenze più brevi consente di evitare un aumento dei tassi alle scadenze più lunghe, che incidono sul costo dell'indebitamento, sia per il settore privato – famiglie e imprese – sia per il debito pubblico, e ancor di più sulla crescita economica.