

Opinion | 22/05/26

Il ritorno dell'inflazione, la storia si ripete?

Quando l'inflazione schizza alle stelle, i paragoni con gli anni 70 sono sempre inevitabili. Le somiglianze sono sorprendenti, ma lo sono anche le differenze, scrive James Smith. E attenzione! In questo articolo trattiamo di gravi errori grafici...

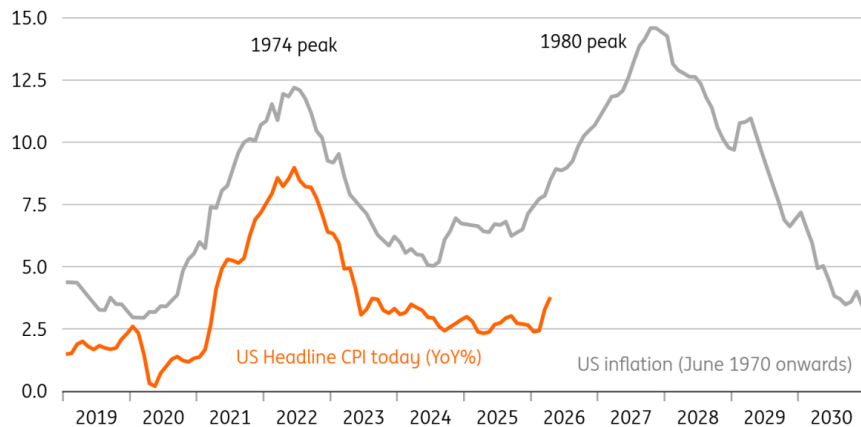


1970s America, when inflation peaked. But we're unconvinced we'll see a repeat of those days

Se manipolare i grafici fosse un vero e proprio reato, questo meriterebbe l'ergastolo.

Probabilmente l'avete già visto: il grafico dell'inflazione negli USA nel 2026, sovrapposto a quello dell'inflazione negli anni '70. Secondo alcuni la "prova inconfutabile" che l'inflazione si sta dirigendo verso la doppia cifra e un picco nell'ottobre del 2027. Ne avevamo scritto tre anni fa. E ora torniamo a farlo mentre il grafico riprende a circolare tra gli influencer di LinkedIn a mo' di presagio di sventura.

Attenzione! Questo grafico contiene crimini contro l'economia...



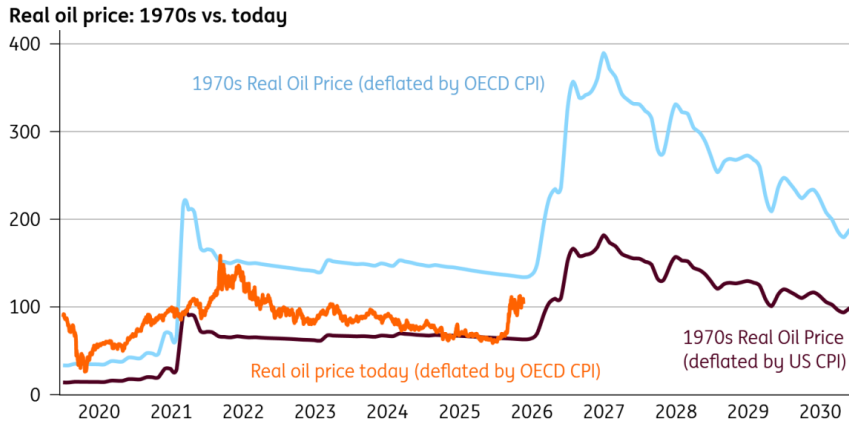
Source: Macrobond, ING

This is what happens when you lag US inflation by 571 months and overlay it against today...

E sì, le somiglianze sono impressionanti. In molti Paesi l'inflazione non è mai tornata ai livelli pre-Covid, proprio come dopo il picco del 1973. L'intervallo tra le due ondate appare stranamente familiare. E oggi come alla fine degli anni '70, l'Iran è l'epicentro dello smottamento.

Ma è qui che l'analogia comincia a vacillare: innanzitutto, lo shock in sé. Anche al prezzo attuale di 110 dollari al barile, i prezzi del petrolio in termini reali sono ben al di sotto dei livelli di fine anni '70, soprattutto se si considerano i prezzi dei Paesi OCSE degli ultimi 50 anni. Persino il nostro scenario di escalation a 150 dollari al barile non sembra estremo.

Il prezzo reale del petrolio è inferiore al picco raggiunto alla fine degli anni '70



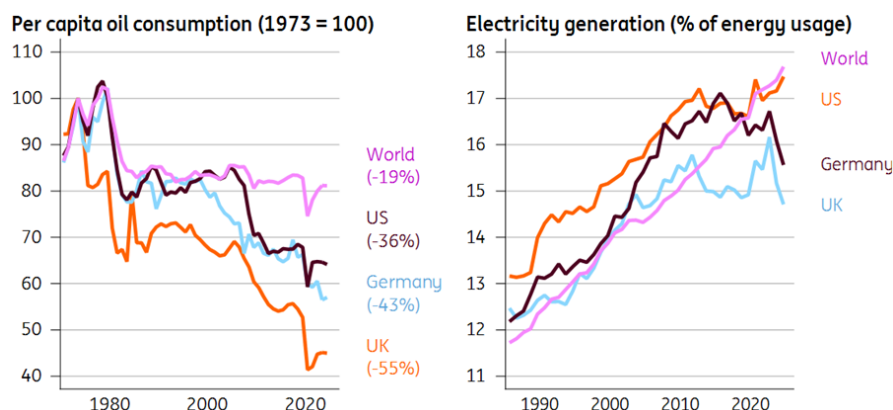
Source: Macrobond, ING

Oil prices use a long-term World Bank series, deflated by ING using OECD and US CPI. 1970s series is lagged by 571 months to overlay it with today's experience

Ancora più importante, l'Occidente non ha più la stessa sete di petrolio di un tempo. Il consumo pro-capite è diminuito di un terzo negli Stati Uniti e di oltre la metà nel Regno Unito, e con esso è calata anche l'intensità energetica. La produzione di elettricità, nel frattempo, ha assunto una quota maggiore del consumo energetico.

In particolare, tutto ciò significa che l'Europa è diventata relativamente più vulnerabile agli shock energetici piuttosto che a quelli puramente petroliferi. E finora, questa non è una crisi energetica. I prezzi del gas naturale in Europa si stanno mantenendo sorprendentemente stabili. Anche se dovessero aumentare, come avvertono gli esperti di materie prime di ING, è comunque improbabile che si raggiungano livelli simili a quelli del 2022.

Oggi il petrolio è meno importante rispetto all'elettricità



Source: Macrobond, ING

Data adjusted for population estimates by ING.

Poi c'è il mercato del lavoro. Il problema dell'inflazione degli anni '70 non riguardava solo l'energia, ma la sua persistenza. Proprio come l'ultimo shock energetico di quattro anni fa, ci ha insegnato che le condizioni e le strutture economiche sottostanti devono essere favorevoli affinché l'inflazione rimanga elevata.

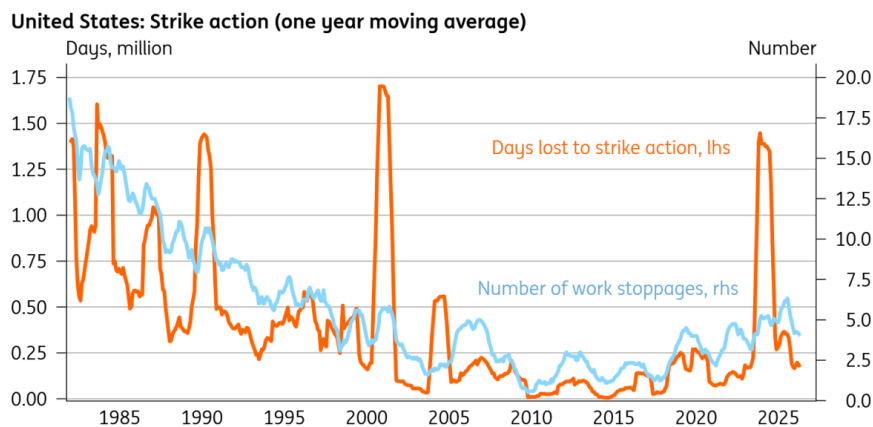
In 50 anni le cose sono cambiate molto. La sindacalizzazione è crollata dal 35% al 15% dal 1980. L'indicizzazione salariale è meno diffusa; il meccanismo che collegava prezzi più alti a salari più alti si è interrotto. Anche gli scioperi sono molto meno frequenti. È interessante notare che quest'ultima tendenza ha iniziato a invertirsi dal 2020. Ma ricordiamo che nel 2022 gli shock energetici si sono verificati in un momento di eccezionale scarsità di manodopera e carenza di lavoratori. Ora il contesto è diverso.

Anche le banche centrali hanno imparato la lezione. Nessuno vuole fare la fine di Arthur Burns, il famigerato presidente della Fed che mantenne una politica monetaria troppo accomodante mentre l'inflazione saliva alle stelle all'inizio degli anni '70.

Oggi i responsabili politici sono tanto preoccupati di ripetere gli errori di mezzo secolo fa quanto sono ossessionati dall'idea di imparare dal successo della Bundesbank, famosa per essere riuscita a tenere sotto controllo l'inflazione molti anni fa.

Ecco perché i decisori tengono d'occhio con attenzione le aspettative di inflazione. Fortunatamente, almeno sui mercati finanziari, queste aspettative sembrano contenute. Ma se qualcosa dovesse cambiare, le banche centrali sono pronte a intervenire, come hanno già lasciato intendere senza mezzi termini. Per questo motivo [ci aspettiamo un aumento dei tassi da parte della BCE a giugno](#), anche se le ragioni per una politica monetaria più restrittiva sono tutt'altro che scontate.

Il potere dei lavoratori è diminuito nel corso degli ultimi 50 anni



Source: Macrobond, ING

Se c'è un ambito in cui il parallelismo con gli anni '70 trova riscontro, è quello della politica di bilancio. Negli Stati Uniti in particolare, la spesa pubblica ha contribuito a innescare la prima ondata inflazionistica in entrambi gli episodi. E anche le politiche di sostegno hanno continuato a stimolare l'economia in entrambi i casi: dall'indicizzazione della previdenza sociale nel 1972 al sostegno energetico europeo, fino al programma CHIPS e all'Inflation Reduction Act statunitense del 2022. E in entrambi i casi, è stato difficile ripristinare i conti pubblici tra un'ondata e l'altra.

Solo il tempo ci dirà se l'analogia sarà valida anche durante questa seconda ondata. I vincoli sono certamente più stringenti. Rendimenti più elevati dei titoli di Stato limitano la possibilità per l'Europa di attuare un altro grande pacchetto di sostegno. E la volontà del Congresso di approvare un altro ingente pacchetto di tasse è discutibile. A novembre ci sono le midterm, e gli equilibri dopo il voto probabilmente renderanno la situazione più difficile.

Poi c'è il territorio veramente inesplorato.

L'invecchiamento della popolazione si combina con un forte calo dell'immigrazione, che minaccia nuove carenze di manodopera in alcuni settori. I dati di questa settimana hanno mostrato che la migrazione netta nel Regno Unito è a un quinto rispetto al picco del 2023. I banchieri centrali, dagli Stati Uniti al Regno Unito, iniziano a preoccuparsi delle implicazioni inflazionistiche; è una tendenza con pochi precedenti in Occidente. È qualcosa che dobbiamo monitorare, ma non sono ancora convinto che sia una questione rilevante per il 2026 e per l'attuale crisi.

E poi c'è l'intelligenza artificiale, dove il parallelo più calzante potrebbe essere il boom di produttività degli anni '90, guidato dai computer, che ha contribuito a contenere l'inflazione. È certamente così che il nuovo presidente della Fed, Kevin Warsh, vede l'impatto dell'IA. Ma avrà molto peso in un contesto di shock energetico? I recenti commenti da falco provenienti

dalla Fed suggeriscono il contrario.

Quindi, a che punto siamo?

I parallelismi storici sono affascinanti e spesso irresistibili. Ma nessun periodo è una corrispondenza perfetta. E oggi, nonostante le somiglianze estetiche, non siamo proprio negli anni '70. Ma, d'altra parte, perché rinunciare a un bel grafico?

James Smith

THINK – Previsioni sui mercati sviluppati

Stati Uniti (James Knightley)

In una settimana più breve a causa delle festività del 25 maggio, il principale evento macroeconomico sarà legato al rapporto sui redditi e le spese personali di aprile. La spesa complessiva sarà sostenuta dall'aumento dei prezzi della benzina, ma per il resto è probabile che si registri una certa debolezza in un contesto in cui la fiducia dei consumatori è molto bassa. Sappiamo già che le vendite di automobili sono diminuite e che le vendite al dettaglio in generale hanno avuto un andamento altalenante. Anche la debolezza rilevata dalle indagini sul settore dei servizi suggerisce una spesa contenuta.

Il rapporto include anche l'indicatore di inflazione preferito dalla Fed, il deflatore PCE core (Personal Consumption Expenditures Price Index). Si prevede che mostrerà un aumento dei prezzi dello 0,3% su base mensile, contro l'aumento dello 0,4% su base mensile registrato dall'indice dei prezzi al consumo (CPI) core. Questo perché alcune componenti, come le tariffe aeree e i costi dell'assistenza sanitaria, sono più strettamente allineate con i parametri dell'indice dei prezzi alla produzione (PPI) per tali componenti, mentre la debolezza dei mercati azionari deprimerà la componente delle commissioni di gestione del portafoglio. Ciò farà poco per placare le preoccupazioni sull'inflazione in un contesto in cui i costi di trasporto merci stanno [aumentando sensibilmente in risposta all'aumento dei prezzi dei carburanti](#). Sono previsti anche diversi interventi di membri della Fed, che probabilmente adotteranno un atteggiamento piuttosto restrittivo, il che manterrà il mercato propenso a possibili rialzi dei tassi nei prossimi 18 mesi.

THINK – Previsioni sull'Europa Centrale e Orientale

Polonia (Adam Antoniak)

- Vendite al dettaglio di aprile (lunedì): la crescita delle vendite al dettaglio sarà probabilmente

molto più debole rispetto a marzo. Una quota sostanziale della spesa pasquale si è concentrata a marzo quest'anno, poiché le festività sono cadute all'inizio di aprile, mentre l'anno scorso la maggior parte si è svolta ad aprile. Oltre all'effetto base per le vendite di prodotti alimentari, i prezzi del carburante rimangono alti e i sondaggi sulla fiducia dei consumatori indicano una minore propensione a effettuare acquisti importanti. Anche l'incertezza legata agli sviluppi in Medio Oriente pesa sulla fiducia.

- IPC Flash (venerdì): Prevediamo un ulteriore aumento dell'inflazione a maggio, trainato da una base di confronto bassa per i carburanti e dell'inflazione core a maggio 2025. I prezzi della benzina hanno continuato a salire su base mensile nonostante la riduzione delle accise e un tetto massimo ai prezzi, oltre all'aumento dei prezzi all'ingrosso, mentre l'inerzia dell'inflazione core è stata superiore rispetto al corrispondente periodo del 2025. Prevediamo che l'inflazione rimarrà al di sopra del limite superiore dell'intervallo considerato accettabile dalla banca centrale. Il limite superiore è intorno al 3,5%, mentre l'obiettivo centrale è intorno al 2,5%. Nella conferenza stampa di maggio, il governatore della Banca Nazionale di Polonia, Adam Glapiński, ha citato questo fattore come una condizione per un potenziale inasprimento della politica monetaria, presupponendo che l'inflazione rimanga al di sopra del target nel medio termine.

Ungheria (Peter Virovacz)

- Tasso di riferimento (martedì): Cresce chiaramente l'entusiasmo per le prossime mosse della Banca Nazionale d'Ungheria. Tuttavia, per ora preferiamo ridimensionare le aspettative di un taglio dei tassi. Abbiamo sentito troppe volte che le proiezioni aggiornate del personale definiranno il percorso a breve termine, con le nuove previsioni (Rapporto sull'inflazione) che saranno rese note in concomitanza con la riunione di giugno sulla politica monetaria. Prevediamo che la banca centrale sarà soddisfatta della resistenza dell'inflazione agli shock dei prezzi energetici finora. Accoglierà con favore la forza e la stabilità del fiorino ungherese, ma metterà in guardia contro il panorama geopolitico in continua evoluzione. In definitiva, al momento i tempi non sembrano adatti per alcun tipo di cambiamento, ma forse la decisione di giugno darà un po' di pepe a un'insipida stagione estiva.

Repubblica Ceca (David Havrlant)

- PIL del 1° trimestre (venerdì): Poiché le turbolenze in Medio Oriente hanno spinto al rialzo i prezzi del petrolio greggio e del gas naturale e alimentato l'incertezza per il terzo mese

consecutivo a maggio, riteniamo che l'intera situazione abbia esercitato pressione sia sulla fiducia dei consumatori che su quella delle imprese nello stesso mese. L'Ufficio di statistica probabilmente confermerà un PIL debole nel primo trimestre 2026, anche se noi intravediamo un certo margine per una lieve revisione al rialzo. Ci interessa capire se gli investimenti fissi hanno subito una pausa all'inizio dell'anno o se, al contrario, si osserveranno cambiamenti significativi nelle scorte.

Eventi chiave nei mercati sviluppati

Country	Time Data/event	ING	Prev.
Tuesday 26 May			
US	1400 Mar Case-Shiller 20 (MoM%/YoY%)	0.1/1.0	-0.1/0.9
	1500 May Consumer Confidence	92	92.8
Wednesday 27 May			
France	0745 May Consumer Confidence	-	84
Italy	0900 Mar Industrial Sales	-/-	0.6/0.5
Thursday 28 May			
US	1330 Initial Jobless Claims (000s)	215	209
	1330 Apr Personal Income (MoM%)	0.4	0.6
	1330 Apr Personal Consumption Real (MoM%)	0.5	0.2
	1330 Apr Consumption, Adjusted (MoM%)	0.1	0.9
	1330 Apr Core PCE Price Index (MoM%)	0.3	0.3
	1330 Apr Durable Goods	2.2	0.8
	1330 Q1 GDP 2nd Estimate (QoQ ann %)	2	2
	1330 Q1 GDP Deflator (Prelim)	3.6	3.6
	1330 Q1 Core PCE Prices (YoY%)	4.3	4.3
	1500 Apr New Home Sales (mn)	0.66	0.682
Eurozone	1000 May Industrial Sentiment	-	-0.28
	1000 May Economic Sentiment	-	93
	1000 May Consumer Confidence Final	-	-20.6
Italy	0900 May Consumer Confidence	-	90.8
Spain	0800 Apr Retail Sales (YoY%)	-	4.1
Norway	0700 Q1 GDP Growth	-	-0.3
Friday 29 May			
US	1330 Apr advanced goods trade balance (\$bn)	-82.5	-87.4
	1445 May Chicago PMI	48.7	49.2
Germany	0855 May Unemployment Rate SA	6.5	6.4
	1300 May CPI (MoM%/YoY%)	0.7/3.4	0.6/2.9
France	0745 Q1 GDP Final (QoQ%/YoY%)	-/-	0/1.1
	0745 May CPI Prelim (MoM%/YoY%)	-	1/2.2
Italy	0900 Apr Unemployment Rate	-	5.2
	1000 May CPI Prelim (MoM%/YoY%)	-/-	1.1/2.7
	1100 Q1 GDP Final (QoQ%/YoY%)	-/-	0.2/0.7
Spain	0800 May CPI Flash (MoM%/YoY%)	-	0.4/3.2
Canada	1330 Q1 GDP (Annualized)	-	-0.6

Source: Refinitiv, ING

Eventi nell'Europa Centrale e Orientale

Country	Time (BST)	Data/event	ING	Prev.
Monday 25 May				
Poland	0830	Apr Retail Sales (YoY%)	2.8	8.7
	1300	Apr M3 Money Supply (YoY%)	-	11.5
Czech Rep	0800	May Consumer confidence	103.8	106.0
	0800	May Business confidence	99.2	100.4
	0800	May Composite confidence	99.9	101.3
Tuesday 26 May				
Poland	0830	Apr Unemployment Rate	6	6.1
Hungary	1300	May Hungary Base Rate	6.25	6.25
Wednesday 27 May				
Russia	1700	Apr Industrial Output	1.5	2.3
Thursday 28 May				
Hungary	0730	Apr Unemployment Rate	4.6	4.7
Croatia	1000	Q1 GDP (YoY%)	-	3.6
Friday 29 May				
Poland	0830	May Inflation (MoM%/YoY%)	0.3/3.7	0.6/3.2
Czech Rep	0800	Q1 Final GDP (YoY%)	2.1	2.1
	0800	Q1 Final GDP (QoQ%)	0.2	0.2
Hungary	0730	Apr Trade Balance Final (EUR mn)	924	924

Source: Refinitiv, ING

Autore

James Smith

Developed Markets Economist, UK

james.smith@ing.com

Disclaimer

La presente pubblicazione è stata redatta da ING Bank N.V. ("ING") esclusivamente a scopo informativo, indipendentemente dagli obiettivi di investimento, dalla situazione finanziaria o dai mezzi di un particolare utente. *ING fa parte del Gruppo ING (essendo a tal fine ING Group N.V. e le sue società controllate e affiliate).* Le informazioni in essa contenute non costituiscono una raccomandazione di investimento né una consulenza in materia di investimenti, legale o fiscale, né un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari. È ING ha adottato misure ragionevoli per garantire che questa pubblicazione non contenga informazioni false o fuorvianti al momento della sua diffusione, tuttavia ING non garantisce che sia priva di errori o completa ING non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite dirette, indirette o consequenziali derivanti dall'uso di questa pubblicazione. Salvo diversa indicazione, tutte le opinioni, le previsioni o le stime sono esclusivamente quelle dell'autore o degli autori, alla data di pubblicazione e sono soggette a modifiche senza preavviso.

La distribuzione di questa pubblicazione può essere limitata da leggi o regolamenti in diverse giurisdizioni e le persone che ne vengono in possesso devono informarsi e osservare tali restrizioni.

Il copyright e la protezione dei diritti di database sono presenti in questo report ed esso non può essere riprodotto, distribuito o pubblicato da alcuna persona per qualsiasi scopo senza il previo consenso esplicito di ING. Tutti i diritti sono riservati. ING Bank N.V. è autorizzata dalla Banca Centrale Olandese ed è supervisionata dalla Banca Centrale Europea (BCE), dalla Banca Centrale Olandese (DNB) e dall'Autorità Olandese per i Mercati Finanziari (AFM). ING Bank N.V. è costituita nei Paesi Bassi (registro delle imprese n. 33031431 Amsterdam).

Ulteriori chiarimenti sono disponibili su richiesta. Per ulteriori informazioni su ING Group, visitare il sito www.ing.com.