

BANCA CENTRALE EUROPEA

06901 INFLAZIONE, 06901
**IL CONTRASTO
NON È SOLO
RIALZO DEI TASSI**

di **Marco Buti**
e **Marcello Messori**

Si sta sviluppando, non solo in Italia, un acceso dibattito sulla politica della Banca centrale europea (Bce). Vari commentatori ritengono che la sequenza di aumenti nei tassi di interesse di policy, attuata fra luglio del 2022 e luglio del 2023 (da un tasso dello 0% a uno del 4,25% sulle operazioni di rifinanziamento principale), vada fermata in quanto vi è un'alta probabilità che l'euro area (Ea) entri in recessione nei prossimi mesi. Questa posizione appare rafforzata da tre aspetti. Primo, l'intonazione restrittiva della politica monetaria non si è solo incentrata sull'aumento nei tassi

di policy ma ha anche riguardato una riduzione, ancora più prolungata anche se più graduale, della liquidità immessa nel sistema economico; il che ha accentuato le restrizioni creditizie (incrementi dei tassi bancari e rallentamento dei prestiti). Secondo, le transizioni 'verde' e digitale da attuare nell'Unione europea (Ue) già negli anni 2023-'26 richiedono ingenti disponibilità liquide a favore delle imprese, che non sono compatibili con ulteriori restrizioni monetarie. Terzo, le iniziative fin qui intraprese dalla Bce hanno indotto significative riduzioni nel tasso medio d'inflazione dell'Ea.

BANCA CENTRALE EUROPEA

**LA LOTTA ALL'INFLAZIONE
NON PASSA SOLO
DAL RIALZO DEI TASSI**

Tanto da suggerire che i ritardati, futuri effetti di tali iniziative saranno sufficienti a riportare la dinamica dei prezzi entro la soglia del 2%. Vi sono tuttavia due elementi che avvalorano una posizione opposta, sostenuta da quanti ritengono che i compiti restrittivi della Bce non siano ancora conclusi. In molti Stati membri dell'Ea, i tassi basilari di inflazione appaiono vischiosi verso il basso; e vi è un'aspettativa condivisa che il tasso medio di inflazione nell'area permarrà per molti trimestri su valori superiori all'obiettivo quantitativo attribuito alla politica monetaria. A ciò si aggiunge che l'esigenza di proseguire restrizioni monetarie nella Ue è rafforzata dagli effetti di espansione della domanda aggregata derivanti dalle politiche fiscali nazionali e accentrate, attuate in risposta allo shock pandemico e alla crisi energetica.

L'evidenza empirica disponibile non consente di abbracciare senza riserve nessuna di queste due posizioni. Nell'Ea i fattori, che mantengono il tasso di inflazione al di sopra del 2%, manifestano una certa persistenza; d'altro canto, svariati indicatori giustificano le previsioni di un'incombente recessione. In tale quadro contraddittorio, l'Ea non è condannata a essere prigioniera della metafora dell'asino di Buridano. La contrapposizione fra le due posizioni esamina-

te è il frutto di un grave limite: considerare la politica monetaria, che può agire direttamente solo dal lato della domanda, come l'unico possibile strumento di contrasto dell'inflazione. Se si riconosce invece che il processo inflazionistico dell'Ea è stato innescato da colli di bottiglia dal lato dell'offerta aggregata, è essenziale affidarsi a una combinazione di politiche monetarie e fiscali.

Un efficace policy mix non va ridotto al fatto che la politica fiscale dovrebbe allinearsi a una politica monetaria restrittiva. Nel caso di un'inflazione innescata da vincoli di offerta (come accaduto nell'Ea), si tratta di attuare una selettiva politica fiscale che accresca la disponibilità di quei fattori produttivi e di quei prodotti intermedi che provocano carenze nell'offerta di beni finali. In uno scenario del genere, una politica monetaria moderata-



mente restrittiva ha il compito di evitare eccessivi incrementi nella domanda aggregata durante il positivo e ben più sostanziale contro-shock dal lato dell'offerta. Come abbiamo sottolineato da tempo in più articoli su questo giornale, lo strumento da privilegiare per la realizzazione di tale sostegno selettivo dell'offerta è una capacità fiscale centrale per la produzione di specifiche tipologie di beni pubblici europei (Bpe). In un intervento a New York dell'aprile scorso e in più recenti interviste a quotidiani, anche Christine Lagarde ha riconosciuto che l'Ea abbasserebbe i rischi di cadere in recessione e di convivere con persistenti tassi eccessivi di inflazione se la politica monetaria venisse affiancata da una politica fiscale centrale capace di sostenere l'offerta aggregata della Ue. Nella sua recente lecture al Nber, Mario Draghi ha lanciato un messaggio analogo che include anche la produzione di Bpe.

Il fatto che oggi il processo inflazionistico nell'Ea investa l'intera economia non inficia quanto appena proposto in alternativa alle due posizioni che dominano il dibattito sulla politica della Bce. Il graduale contenimento di questo processo sta avvenendo mediante una pressione verso il basso della domanda aggregata, guidata dalle restrizioni monetarie. Incentrando il policy mix su tali restrizioni, si rischia di rendere la stagflazione una profezia che si autoavvera. È invece essenziale agire mediante strumenti che accrescano l'offerta aggregata sia a livello nazionale, mediante le riforme e gli investimenti dei Piani di ripresa e resilienza, sia a livello europeo, mediante la produzione di Bpe. Pur avendo effetti nel medio termine, si tratta di misure efficaci per evitare che le attuali aspettative macroeconomiche peggiorino e che i tassi attesi di inflazione si assestino - in modo durevole - su livelli inferiori agli attuali ma superiori al 2%.

Questa conclusione è rafforzata dall'obsolescenza del modello produttivo della Ue, resa palese dall'invasione russa dell'Ucraina e da un quadro internazionale dominato dalla competizione tecnologica. Assicurare adeguati finanziamenti al settore privato e attuare una politica industriale europea per l'innovazione sono fattori irrinunciabili per salvaguardare la posizione globale della Ue e rafforzare la convergenza nell'Ea. La produzione di appropriati Bpe è lo strumento più efficace per raggiungere tali risultati. Il riferimento ai Bpe funge, così, da ponte per collegare lotta all'inflazione e cambiamento del modello produttivo europeo.

06901

PRIORITÀ
Assicurare
adeguati
finanziamenti
al settore
privato
e attuare
una politica
industriale Ue
per
l'innovazione.