amministrativ@mente
Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo
www.amministrativamente.com

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA "FORO ITALICO"

Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo (Classe A)

Pubblicata in internet all'indirizzo www.amministrativamente.com

Rivista di Ateneo dell'Università degli Studi di Roma "Foro Italico"

Direzione scientifica
Gennaro Terracciano, Gabriella Mazzei, Julián Espartero Casado

Direttore Responsabile
Gaetano Caputi

Redazione
Giuseppe Egidio Iacovino, Carlo Rizzo

FASCICOLO N. 4/2022

Estratto

Iscritta nel registro della stampa del Tribunale di Roma al n. 16/2009
ISSN 2036-7821

amministrativ@mente
Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo
www.amministrativamente.com

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA "FORO ITALICO"

Comitato scientifico

Annamaria Angiuli, Antonio Barone, Vincenzo Caputi Jambrenghi, Enrico Carloni, Maria Cristina Cavallaro, Guido Clemente di San Luca, Andry Matilla Correa, Gianfranco D'Alessio, Mariaconcetta D'Arienzo, Ambrogio De Siano, Ruggiero Dipace, Luigi Ferrara, Pierpaolo Forte, Gianluca Gardini, Biagio Giliberti, Emanuele Isidori, Bruno Mercurio, Francesco Merloni, Giuseppe Palma, Alberto Palomar Olmeda, Attilio Parisi, Luca Raffaello Perfetti, Fabio Pigozzi, Alessandra Pioggia, Helene Puliat, Francesco Rota, Josè Manuel Ruano de la Fuente, Leonardo J. Sánchez-Mesa Martĩnez, Ramón Terol Gómez, Antonio Felice Uricchio.

Comitato editoriale

Jesús Avezuela Cárcel, Giuseppe Bettoni, Salvatore Bonfiglio, Vinicio Brigante, Sonia Caldarelli, Giovanni Cocozza, Andrea Marco Colarusso, Sergio Contessa, Manuel Delgado Iribarren, Giuseppe Doria, Fortunato Gambardella, Flavio Genghi, Jakub Handrlica, Margherita Interlandi, Laura Letizia, Federica Lombardi, Gaetano Natullo, Carmen Pérez González, Giovanni Pesce, Marcin Princ, Antonio Saporito, Giuliano Taglianetti, Simona Terracciano, Salvatore Villani.

Coordinamento del Comitato editoriale

Valerio Sarcone.

ISSN 2036-7821

amministrativ@mente
Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo
www.amministrativamente.com

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA "FORO ITALICO"

Il ruolo della Banca centrale europea e dei governi nazionali nelle politiche di contrasto all'inflazione.

di Chiara Maria Annunziata Orrei

(Ricercatrice presso l'Università degli Studi di Salerno – Professore aggregato di Contabilità di Stato presso la facoltà di Giurisprudenza e di Programmazione pubblica e bilancio dello Stato presso il corso di studi in Giurista d'impresa)

Sommario

1. Le teorie sulla stabilità dei prezzi e le previsioni di una inflazione programmata. 2. Varietà e complessità del fenomeno inflattivo. Le esitazioni della BCE a confronto con l'approccio seguito dalla FED. 3. La rimodulazione degli strumenti di politica monetaria tra fine dei programmi straordinari di acquisto e attuazione di nuove misure anti-spread. 4. Gli effetti dell'inflazione sui conti pubblici. 5. L'assenza di regole comuni europee in materia fiscale e il ruolo suppletivo dei singoli Stati membri.

Abstract

The work aims to examine the context in which the surge in inflation in 2021-2022 arose and developed, analysing the corrections made by the European Central Bank to the expansionary monetary policies adopted in the last decade, with the aim of counteracting the uncontrolled increase in prices and preventing any speculative manoeuvres against the most indebted euro area countries. While recognizing the central role of monetary policy instruments, the delay in implementing the measures and the limited nature of the instruments available to the ECB have highlighted the inadequacy of the overall economic manoeuvre deployed by the European institutions, if not accompanied by a fiscal policy consistent with the ultimate objective of price stability: however, this matter belongs to the sovereignty of individual States, and in the absence of a decalogue of common fiscal rules, It is to be expected that fragmentation and differentiation between areas will increase in the coming years.

* *Il presente lavoro è stato sottoposto al preventivo referaggio secondo i parametri della double blinde peer review.*

ISSN 2036-7821

1. Le teorie sulla stabilità dei prezzi e le previsioni di una inflazione programmata.

L'andamento dei prezzi svolge un ruolo determinante sulle tendenze evolutive dei fattori che attengono all'economia reale (come ad esempio occupazione, investimenti, consumi), e ugualmente incide sulle misure di politica monetaria da assumere al verificarsi di eccessive variazioni verso l'alto – o, come si vedrà, anche verso il basso - soprattutto considerato che questo fenomeno impone un ripensamento generale sulle politiche economiche che le istituzioni europee devono impegnarsi ad attuare per assicurare la missione della stabilità dei prezzi. È importante quindi comprendere come le tendenze inflattive vengono affrontate nel contesto dell'unione monetaria europea, e quali sono gli effetti degli strumenti di politica economica prescelti, prendendo in esame, in particolare, le conseguenze sul livello dell'inflazione delle operazioni incidenti sui tassi di interesse, oggi spettanti alla Banca Centrale Europea[1].

Un elevato tasso di inflazione rappresenta un problema relativamente nuovo con cui l'Unione Europea è oggi chiamata a confrontarsi, giacché, dopo anni connotati da inflazione molto bassa, dagli ultimi due trimestri del 2021 fino ad oggi, essa ha toccato la soglia più alta degli ultimi 13 anni: nell'ultimo decennio il suo valore si è mantenuto infatti quasi costantemente ad un livello al di sotto dell'1%, e, per questa ragione molte autorevoli dottrine economiche, sostenendo che si trattasse di un valore troppo basso, ne hanno ripetutamente auspicato un certo aumento. Quello maggiormente desiderabile, secondo le teorie economiche, dovrebbe insistere in un *range* compreso almeno tra il 2% e il 4% del PIL, e ciò anche allo scopo di far beneficiare i Paesi membri, soprattutto quelli con le peggiori posizioni debitorie, della conseguente riduzione del valore reale dello *stock* di debito accumulato e, al contempo, di assicurare una riduzione del costo reale dei salari, senza dover ricorrere alla gravosa riduzione degli stessi[2].

Invero, il perseguimento della stabilità dei prezzi ha, sin dalla sua istituzione, connotato le azioni di politica monetaria della BCE, elevandola a missione di questa istituzione sin dal Trattato istitutivo della Comunità europea fino al TFUE, sulla scorta sia delle teorie economiche che dei dati empirici provenienti dalle esperienze

[1] L'inflazione al consumo nell'area dell'euro è calcolata mensilmente dall'Eurostat. La sua misurazione si basa sul cd. indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), calcolato da tutti gli Stati membri dell'Unione europea con la medesima metodologia in modo da assicurare la comparabilità dei loro dati, prendendo in esame i prezzi di una quantità di beni e servizi, solitamente oggetto della spesa delle famiglie dell'area euro.

[2] L'idea che l'individuazione della soglia al 2%, operata dalle banche centrali (FED e BCE), fosse eccessivamente bassa, e che fosse auspicabile puntare ad una inflazione del 4%, è stata sostenuta per primi da O. BLANCHARD, G. DELL'ARICCIA, P. MAURO, *Rethinking Macroeconomic Policy*, studio pubblicato nel 2010 dal Fondo monetario internazionale, leggibile in https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003. Descrive il meccanismo della "rigidità verso il basso" dei salari, tipico dell'Europa, P. KRUGMAN, *Fuori da questa crisi, adesso*, p. 186.

ISSN 2036-7821

del passato[3]che ne hanno mostrato il valore fondante nel perseguimento del benessere economico generale.
L'art. 127 TFUE difatti elegge ad obiettivo principale del Sistema europeo di banche centrali, il mantenimento della stabilità dei prezzi e gli stessi Stati membri sono chiamati in causa per contribuire a salvaguardarla in tutto il comparto della zona euro, attraverso la possibilità di creare, al loro interno, meccanismi incentrati per lo più sulla promozione degli incentivi agli investimenti.
Alla stabilità dei prezzi è comunemente riconosciuta, tra le missioni più importanti, la capacità di garantire il migliore perseguimento della piena occupazione, che, come evidenziato in quasi tutte le fonti comunitarie, rappresenta un obiettivo centrale delle politiche dell'Unione, anche in prospettiva di attuare un altro dei suoi pilastri fondanti, consistente nel rafforzamento della coesione e della stabilità sociale.
Per contro, come detto, pur valorizzata da molte autorevoli dottrine l'utilità di fenomeni inflattivi controllati, è innegabile che repentini aumenti dei prezzi abbiano conseguenze dall'alto costo economico, quantomeno in termini di disincentivo all'uso del denaro e alla difficoltà di mettere in pratica delle efficaci politiche di pianificazione e di sostegno agli investimenti.
Di norma, l'avverarsi di una inflazione preventivamente prevista non comporta ricadute eccessive per imprese e lavoratori, perché i precedenti contratti con cui sono state fissate le condizioni salariali hanno già tenuto conto dell'intensità del processo inflattivo atteso e anche perché una inflazione attesa più elevata può rappresentare un incentivo a contrarre finanziamenti a debito giacché i debitori sanno che le quote da rimborsare avranno un minore valore reale[4]. Di fronte ad un fenomeno non previsto o incerto, invece, si assiste ad una riduzione del "peso" reale dei salari, delle cui conseguenze beneficiano gli operatori economici tenuti a pagarli, ma che al contempo ricadono sui lavoratori in termini di perdita del potere d'acquisto, pur se in modo socialmente più accettabile rispetto alla riduzione nominale degli stessi.
In seguito al periodo di elevata inflazione, risalente agli anni '80, si è diffusa l'idea, da parte di tutte le banche centrali, di fissare un tasso di inflazione obiettivo e di adottare misure di politica monetaria – per lo più agendo sui tassi di interesse, in modo da influenzare la domanda aggregata - in grado di mantenere l'economia vicina al livello predeterminato (TIP), di solito corrispondente ad un valore quanto

[3] Come rileva S. M. RONCO, *Imposizione tributaria, debito pubblico e politica monetaria: equità inter-generazionale e tutela del risparmio tra politica economica e governance economica europea*, in Riv. di diritto finanziario e scienza delle finanze, 2022, p. 44 ss., oggi la conduzione della politica monetaria è disciplinata dai Trattati e affidata ad un'istituzione indipendente (BCE), nella "convinzione che le politiche di monetizzazione del debito costituissero una delle principali cause del fenomeno dell'iperinflazione, che tanto aveva contraddistinto negativamente gli anni '70".

[4] In questi termini si esprime P. KRUGMAN, *Fuori da questa crisi*, cit., p. 184, riportando una intuizione dell'economista Irving Fisher, che rappresenta uno dei corollari della teoria quantitativa della moneta, che lo studioso elaborò per spiegare le variazioni che il potere di acquisto della moneta ha nel corso del tempo.

ISSN 2036-7821

più possibile prossimo al 2%. Questo tasso di inflazione "ideale" rappresenta tutt'oggi un criterio di riferimento per l'attualizzazione delle poste presenti nei documenti di bilancio e degli emolumenti fissati per legge, come ad esempio gli appalti pubblici, e viene a tal scopo riportato negli atti contabili programmatori, in particolare nel Documento di economia e finanza (DEF) e, eventualmente, aggiornato nella successiva nota di aggiornamento del DEF (NADEF)[5].

Dalla metà del 2013 fino alla metà del 2021, il tasso in esame si è, invece, stabilizzato al di sotto dell'1%. Ancorché al contesto di bassa inflazione abbia contribuito una combinazione di fattori esogeni e non governabili dalle istituzioni europee (primo tra tutti il calo del prezzo del petrolio e delle materie prime che è proseguito fino all'ultimo anno e che ha determinato appunto la forte spinta deflazionistica a livello globale), è, tuttavia, nelle politiche di austerità "interne" (o, almeno, anche in esse) che risiede la spiegazione del perché, a dispetto dell'adozione di politiche monetarie espansive, l'obiettivo del 2% non sia stato conseguito: il clima di sfiducia ingenerato in famiglie, imprese e investitori dalla percezione della insostenibilità del debito pubblico, nonché la conseguente "stretta" fiscale - rappresentata dall'aumento della pressione fiscale e dalla diminuzione della spesa pubblica - necessaria al percorso di rientro nei parametri imposti da Maastricht in poi, hanno influito sulla riduzione della domanda di beni e servizi e sul collegato aumento dell'offerta aggregata, sicché, piuttosto che rassicurare i mercati sulla serietà del proposito dei Paesi più indebitati di raggiungere l'obiettivo della riduzione dei deficit di bilancio -com'era nelle intenzioni dei fautori del regime di austerità -, tale politica ha innescato un *trend* costante di bassa inflazione, ai limiti della deflazione.

2. Varietà e complessità del fenomeno inflattivo. Le esitazioni della BCE a confronto con l'approccio seguito dalla FED.

In virtù del nuovo scenario che si sta progressivamente affermando dal 2021, le istituzioni europee hanno pertanto messo in campo una serie di azioni "ondivaghe", connotate dall'attribuzione di un valore più o meno positivo agli effetti di un livello di inflazione maggiore, senza purtuttavia mai perdere di vista il "mandato primario" della stabilità dei prezzi.

La consapevolezza del rischio che la crescita dei prezzi non potesse essere completamente sotto il controllo delle istituzioni europee, è probabilmente la ragione per cui, pur in un momento di inflazione eccezionalmente bassa, la BCE nel 2011 ha

[5] Come ampiamente previsto, con la presentazione della NADEF 2022 (settembre 2022), il tasso di inflazione programmata è stato rivisto al 7,1% dal 5,4%, che era la percentuale fissata dal Documento di Economia e Finanza – "DEF 2022" (aprile 2022). Lo stesso documento fissa il tasso di inflazione programmata per il 2023 al 4,3%. Con la NADEF presentata nel settembre 2021, la previsione era di un tasso programmato pari all'1,5%. per il 2022.

ISSN 2036-7821

ugualmente alzato i tassi di interesse, nell'intento, appunto, di contrastare il rischio di improvvisi rialzi che potessero sfuggire di mano[6].

In tempi recenti, tuttavia, si è concretizzata un'apertura della BCE verso l'accettazione di un obiettivo di una inflazione superiore al 2% nel medio termine, anche se supportato e ammesso solo in presenza di idonee circostanze e, in particolare allorché il più alto tasso sia giustificato dalla necessità di assicurare la stabilità dei prezzi[7]. Per quanto prudente, l'abbandono dell'obiettivo finora fissato nella formula che voleva un'inflazione "vicina, ma inferiore al 2%", rappresenta una novità di notevole portata nella politica monetaria della Banca centrale europea che, pur restando fedele all'intento di prevenire una inflazione eccessiva, dimostra di prendere coscienza della necessità di contrastare i rischi, altrettanto nocivi, di un'inflazione eccessivamente bassa, e della esigenza di essere rapidamente pronta a porre in essere strategie cd. simmetriche, ovvero capaci di salvaguardare l'area euro da un'inflazione sia troppo bassa che troppo elevata, quando non concernente valori espressamente attesi[8].

Tuttavia, già da alcuni anni una quantità di economisti ha cominciato a ventilare l'ipotesi che sull'Europa (e su altri paesi, a partire dagli Stati Uniti) incombesse il pericolo di una risalita incontrollata dell'inflazione: un suo incremento sarebbe anche stato auspicabile o, almeno, non negativo se derivante da un eccesso di domanda contestuale ad un aumento di salari e consumi, ovvero se sintomatico di crescita economica; ma non può dirsi altrettanto allorché essa fosse causa dell'aumento dei prezzi delle materie prime in quanto, riverberandosi in pratica su tutti i prodotti, determinerebbe una perdita del potere d'acquisto per i consumatori e, data la rigidità dei meccanismi di indicizzazione – molto spiccata soprattutto in Italia – la

[6] L'esistenza di un contrasto tra la strategia portata avanti dalla la Banca centrale e la visione di autorevoli economisti è ben esposta da P. KRUGMAN, *Fuori da questa crisi*, cit., 210, secondo il quale la BCE ha alzato i tassi di interesse nel timore della minaccia di un aumento della inflazione, che "esisteva solo nella mente dei suoi dirigenti".

[7] L'obiettivo di inflazione simmetrico è stato adottato l'8 luglio 2021 dal Consiglio direttivo della BCE, intendendo con questa espressione che, pur non essendo auspicabili scostamenti dall'obiettivo di medio termine della inflazione, sono nondimeno ammissibili tassi superiori in momenti transitori. Cfr. il Comunicato stampa "Il Consiglio direttivo della BCE approva la nuova strategia di politica monetaria", dell'8 luglio 2021, pubblicato in http://www. ecb.europa.eu/press.

[8] Cfr. *Il nuovo obiettivo di stabilità dei prezzi e il riesame della strategia*, in https://www.ecb.europa.eu, in cui viene efficacemente descritto il meccanismo avverso di una inflazione troppo bassa, che potrebbe influenzare le aspettative dei cittadini riguardo all'evoluzione futura dei prezzi. Se i consumatori e gli imprenditori si abituano a un'inflazione molto bassa, le loro aspettative incidono sulle decisioni di spesa, sui prestiti e sugli investimenti: i cittadini infatti tendono a spendere di meno per beni e servizi, ritenendo di poter attendere un ulteriore ribasso dei prezzi, le imprese hanno meno successo, i lavoratori ottengono aumenti di stipendio più modesti e l'economia in generale potrebbe subire un eccessivo rallentamento. Di fronte all'avverarsi di una fase recessiva, l'inflazione tende a diminuire, ma se parte da una soglia già troppo bassa, potrebbe iniziare a scendere sotto zero e sfociare in un fenomeno deflattivo.

ISSN 2036-7821

trasmissione di fenomeni di decrescita all'intero sistema produttivo e all'economia europea in generale[9].

Stando agli studi pubblicati dalla BCE, la responsabilità a cui occorre imputare l'attuale impennata inflattiva non è circoscritta al solo rincaro dei beni energetici, ma accanto a questo è possibile rinvenire anche altre cause, ugualmente significative, quali la rapida riapertura delle attività economiche post pandemia, e, non da ultimo, l'impatto "psicologico" di quello che gli esperti di statistica chiamano "effetto base" , ovvero l'effetto distorsivo derivante dal confronto con il basso livello dei prezzi dovuto al crollo della domanda durante il primo anno di pandemia.

Sulle cause della spinta inflazionistica che sta interessando tutti i paesi europei e le economie di molti altri, l'opinione diffusa è che essa sia attribuibile in prevalenza allo scoppio del conflitto russo-ucraino, e dal coinvolgimento dei paesi della Nato[10] attraverso l'applicazione delle sanzioni e l'invio di armi; circostanza questa che avrebbe determinato, come ritorsione russa, in primo luogo la riduzione nella quantità del gas fornito. Tuttavia l'inflazione è un fenomeno economico articolato ed è quindi riduttivo ricercarne la causa in un'unica circostanza: in realtà il potere di acquisto dell'euro ha cominciato a perdere quota ben prima della guerra, in parte a causa della velocità di ripresa della economia susseguente al venir meno delle restrizioni pandemiche; e in parte per effetto dell'aumento dei prezzi della maggior parte delle materie prime energetiche, iniziato ben prima del 24 febbraio 2022, ovvero quando nessuno immaginava che sarebbe scoppiata la guerra[11].

E le cause stesse si rivelano ancor più variegate se non ci si ferma a prendere in considerazione solo l'area euro. Negli Usa, ad esempio, si ritiene generalmente che l'inflazione trovi le sue ragioni in meccanismi "domestici", conseguenti ai poderosi sostegni economici elargiti durante la pandemia, che hanno dato un significativo quanto repentino impulso alla crescita dei prezzi: il miglioramento delle condizioni economiche dei consumatori ha, infatti, fatto lievitare la domanda, mentre l'offerta è

[9] Tra gli economisti, si è cominciato a dibattere sui rischi di una ripresa dell'inflazione già dal 2016, quando, a causa dell'accordo raggiunto dall'Opec per tagliare la produzione petrolifera, si è temuto un aumento di questa materia prima di almeno il 15%. Riporta le varie opinioni, più o meno pessimistiche, M. LONGO, *Gli economisti: Il petrolio «riaccende» l'inflazione fino al 3% negli Usa e all'1,9% nella Ue*, in https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati, 2 dicembre 2016, che si riferisce alla possibile ripresa dell'inflazione indotta dalle attese di rialzo del petrolio come ad "inflazione cattiva".

[10] A questo proposito si veda G. GALLI, *Chi pensa che l'inflazione abbia a che fare con la guerra sbaglia*, in https://www.ilfoglio.it/economia/2022/07/23/news, 22 luglio 2022.

[11] Anzi, da una serie di rilevazioni è risultato che i prezzi di molte materie prime sono diminuiti e quelli che sono aumentati, sono aumentati meno che nel periodo prebellico. In questo senso, G. GALLI, *Perché l'inflazione non c'entra né con la guerra né con le sanzioni*, in https://www.ilfoglio.it/economia/2022, 15 luglio 2022, il quale porta ad esempio il caso dei metalli, i cui prezzi erano aumentati moltissimo già prima della guerra e anzi, al suo scoppio hanno fatto segnare una consistente riduzione.

ISSN 2036-7821

rimasta bassa, a causa del diffuso *lockdown*[12], e questo fenomeno ha generato una inflazione "di fondo" - cioè l'inflazione al netto degli andamenti dei prezzi dei beni alimentari e dell'energia - molto più alta di quella misurata nell'area dell'euro (ad esempio a dicembre 2021 era del 5,9% negli Stati Uniti, e del 3,7 per cento in Europa)[13].

Le cause dell'inflazione in Europa invece sono principalmente da rinvenire nella dinamica delle materie prime (*hard commodities*), a cui si è accompagnata una certa svalutazione dell'euro generata, come si vedrà in dettaglio in seguito, dalla fuga dei capitali, attirati dai più alti tassi di interesse in dollari, e quindi in motivazioni per lo più importate dall'estero, legate direttamente o indirettamente all'aumento del prezzo delle materie prime necessarie per produrre un bene, come il petrolio, il gas o l'energia elettrica. E anche se è vero, come si usa dire in Europa per distinguere il fenomeno inflattivo "nostrano" da quello americano, che da noi si tratta di una "inflazione da offerta", dovuta cioè alle ricadute sul prezzo di offerta di beni e servizi dell'aumento del costo delle risorse energetiche, all'articolata convergenza di concause che spiegano l'aumento dei prezzi, anche in Europa ha partecipato l'ordinario meccanismo della domanda e dell'offerta, in base al quale, all'improvvisa ripresa della domanda dei beni energetici connessa al rilancio dell'economia post covid – peraltro verso fornitori ben poco differenziati -, alla conseguente corsa al loro stoccaggio per il timore degli aumenti e per l'arrivo imminente della stagione fredda, è puntualmente corrisposto un aumento dei prezzi di offerta[14]. Pertanto, può sostenersi che, benché in via indiretta, anche la crescita dell'inflazione verificatasi in

[12] Queste circostanze sono interpretate allo stesso modo in maniera pressoché unanime e sul tema cfr. F. TACCUSO, *Inflazione: significato, tassi di interesse e andamento*, in https://www.consulenzavincente.it/inflazione-e-tassi/, 1° settembre 2022.

[13] Lo stimolo fiscale connesso ai sussidi e alla immissione di liquidità voluti dall'amministrazione Biden ha infatti causato un'impennata della domanda e un conseguente aumento dell'inflazione: non essendoci stato un adeguamento immediato dell'offerta che andasse di pari passo al repentino aumento della domanda, al momento della fine del *lockdown* si è potuta soddisfare la richiesta di beni e servizi proveniente da coloro che fossero in grado di pagare di più. Proprio in quanto ritenuta conseguenza del rallentamento dei processi produttivi, la Fed ha, in primo tempo, liquidato l'inflazione in essere come "transitoria", cioè destinata a ridursi via via che gli effetti dello stimolo fiscale si esauriscano. Come si legge in L. BARGIGLI, *Inflazione, occupazione e pandemia nei dati macroeconomici del 2021*, in Il Ponte, 2022, pp. 40 e ss., le dimensioni dello stimolo fiscale post pandemico senza precedenti ha portato ad un aumento "involontario" dei risparmi delle famiglie USA e questa iniezione di liquidità si è tradotta in maggiori consumi, con conseguente aumento dell'inflazione.

[14] Secondo un'altra teoria economica, esaminata in seguito, una delle principali cause dell'inflazione sarebbe da rinvenire nelle politiche monetarie e fiscali ultra-espansive delle banche centrali, da anni applicate dalla stessa BCE, e ulteriormente intensificatesi per contrastare le conseguenze negative dei *lockdown*, in quanto, generando un eccesso di liquidità e un artificioso aumento della domanda, distorcono " le scelte di consumo, risparmio e investimento, alterando i cicli economici", i quali rispecchierebbero invece meglio la situazione reale, se si fermasse "l'invadenza crescente degli Stati e delle realtà sovranazionali". Cfr. M. MILANO, *Le banche centrali ce l'hanno fatta. È arrivata l'inflazione*, in https://lanuovabq.it/it/, 07-02-2022.

ISSN 2036-7821

Europa è stata segnata dall'aumento della domanda o, almeno, dalla domanda di un particolare tipo di beni[15].

La scarsa capacità di reazione nella adozione di nuove misure di politica monetaria da parte della Bce sarebbe anche alla base della svalutazione dell'euro rispetto al dollaro, determinata dai movimenti di capitali soprattutto verso gli Stati Uniti, dove gli investitori possono beneficiare di una più accentuata dinamica dei tassi di interesse, a scapito dei titoli europei, che promettono redditività decisamente inferiori. Con la perdita di attrattività, rivelata dalla svalutazione dell'euro rispetto al dollaro, si è data una ulteriore spinta all'incremento dei costi, considerato che gas e petrolio sono commerciati in dollari e che gli acquisti, in simili contesti risentono in crescita dell'oscillare dei tassi di cambio[16].

La convinzione che la BCE stia attuando una politica troppo "attendista", nel mettere in campo le azioni necessarie a contrastare l'inflazione – in pratica il rialzo dei tassi di interesse – ha fatto temere da parte di molti che tale scarsa reattività avrebbe funzionato da moltiplicatore "endogeno", del fenomeno stesso: quindi, pur essendoci generale concordia nel ritenere maggiormente determinanti i fattori dal lato dell'offerta nell'aumento dell'inflazione, non è escluso neppure che, data la complessità genetica del fenomeno, su questo abbiano inciso, non una ma, una molteplicità di cause, come ad esempio le difficoltà associate alla *supply chain*, ovvero il rallentamento negli scambi e nei processi produttivi, a cui è seguita la riduzione delle attività nelle fabbriche, che non sono state in grado di riprendersi prontamente al momento della fine delle misure di protezione sanitaria[17].

Certamente non si può disconoscere che nell'adeguamento delle politiche monetarie al nuovo scenario economico internazionale, la BCE è stata - ed è tuttora molto cauta, almeno nel confronto con le politiche molto più aggressive sui tassi messe in campo dalla Fed - nell'assumere decisioni sui tassi di interesse, ma probabilmente all'inizio

[15] La circostanza è stata confermata anche da C. Lagarde che, nel corso dell'ECB Governing Council Press Conference del 9 giugno 2022 ha dichiarato che: "L'inflazione che ci troviamo ad affrontare non è più guidata solo dall'aumento dei prezzi dei beni energetici ma anche da un surriscaldamento della domanda".

[16] L'euro, da fine maggio 2021, si è svalutato dell'8,3% rispetto alla valuta americana, del 3,1% con la sterlina, del 3,8% con lo yen giapponese, e del 4,8% col franco svizzero, col quale è ai minimi dal febbraio del 2015.

[17] Benché negli Stati Uniti il fenomeno inflattivo sia stato determinato principalmente dalla combinazione di rialzo dei prezzi da domanda e da offerta, e quindi sia da far risalire a cause alquanto diverse da quelle che sono state rinvenute in Europa, il fenomeno del rallentamento della *supply chain* accomuna entrambi i continenti, e pertanto la FED ha elaborato un nuovo indicatore, il Global Supply Chain Pressure Index, un valore derivante dall'accorpamento di ben 27 indicatori, relativi alla situazione nazionale ed internazionale, in grado di segnalare il livello di pressione sulla *supply chain*. Più alto è il valore raggiunto dall'indice e maggiore è il grado di congestione della complessa catena di approvvigionamento mondiale. Sulla possibilità, sostenuta dalla FED, che la pressione sulla *supply chain* inizi ad allentarsi "e che forse il picco è alle nostre spalle", con un lento ritorno alla normalità nel corso del 2022, si veda l'articolo "*Global Supply Chain Pressure Index, picco superato?*", in https://www.ekonomia.it/2022/01/10/global-supply-chain-pressure-index-picco-superato/.

ISSN 2036-7821

di questa nuova fase, si è creduto che l'inflazione fosse un fatto transitorio[18], immaginando che l'economia avrebbe presto teso a raffreddarsi da sé giacché il continente europeo ha fatto segnare una crescita economica legata alla fine delle misure anti pandemiche meno robusta di quanto si immaginasse. D'altra parte in quel momento (la metà del 2021) era impensabile che la Russia potesse invadere l'Ucraina, ed è anche possibile che senza la guerra gli aumenti sarebbero stati temporanei o comunque più controllati. Certo è che sin dal verificarsi dei primi aumenti, questi, con un effetto "a cascata", si sono propagati ad una quantità di altri settori, diversi da quello energetico[19], e ciò ha fatto dire alla BCE che "sembra sempre più improbabile che l'inflazione scenda sotto il 2 per cento nel 2022"[20]. Nonostante il concorso di obiettive circostanze imprevedibili, le critiche alla BCE di una eccessiva timidezza nell'approntare misure di politica monetaria sono giunte convintamente da più parti e il timore per un rialzo dei tassi di interesse ormai tardivo, quando altre banche centrali - nella fattispecie la Fed -, si stavano già muovendo per contenere la rapida inflazione, ha generato un senso di generale sfiducia nelle capacità di crescita economica dell'area euro, che ne risulterebbe ancora più compromessa da un'azione futura più incisiva sui tassi di interesse, con tutte le conseguenze che ne discendono, in termini di "rischio recessione"[21].

[18] La stessa Presidente della BCE, Christine Lagarde, fino alla fine del 2021, ha più volte sostenuto la transitorietà del fenomeno inflazionistico, per cui la possibilità di intervenire con lo strumento di politica monetaria dell'incremento dei tassi di interesse non è stata fino a quel momento presa in considerazione. Questa tendenza, progressivamente corretta dal primo trimestre del 2022, ricalca, come spesso accade in Europa, le opinioni espresse in America, dove è stata sostenuta dal Presidente della Federal Reserve, Jay Powell; convinto che si trattasse di una inflazione transitoria. Tuttavia questa affermazione è stata prontamente criticata da autorevoli economisti, tra cui Larry Summers, già Segretario al Tesoro di Bill Clinton, rettore di Harvard, il quale, nel mettere in rilievo gli errori di politica economica ma anche politici in senso stretto fatti dall'amministrazione Biden, ha da subito rappresentato che la perturbazione inflazionistica che ne è conseguita non sarebbe stata temporanea. Il primo tra gli errori commessi che viene sottolineato è l'aver ecceduto in erogazioni di emergenza che hanno alimentato la domanda ben prima dell'approvazione del piano di "infrastrutture sociali". Sul tema, M. SEMINERIO, *Addio alla favola rassicurante dell'inflazione transitoria*, in https://epistemes.org/2021/12/12/addio-alla-favola-rassicurante-dellinflazione-transitoria.

[19] Lo scarso peso che hanno avuto gli effetti della guerra in termini di riduzione dell'afflusso di risorse energetiche russe e di imposizione delle sanzioni, è dimostrato dal fatto che molti governi, Italia compresa, hanno cominciato ad assumere provvedimenti di sostegno per imprese e famiglie già dal luglio 2021. Si legga in proposito A CHIUMENTO, *L'inflazione continua la sua crescita: +8,4 per cento in Italia*, in https://www.ilfoglio.it/economia/2022/08/31/news, 31 agosto 2022.

[20] Questo, quanto dichiarato da Isabel Schnabel, membro del direttivo Bce e tedesca al Financial Times, unitamente alla franca affermazione che "il rischio di agire troppo tardi è aumentato".

[21] Si veda, ad esempio, l'intervista rilasciata al settimanale *Der Spiegel* di Joachim Nagel, presidente della Bundesbank, leggibile anche su: https://www.bundesbank.de/en/press/interviews, col titolo "*I tempi dei tassi zero sono passati*", in cui il banchiere ha precisato che i rischi al rialzo dell'inflazione erano stati già chiariti, per esempio dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), sin da gennaio 2022, in un momento in cui non ci si aspettava una guerra, ma che già faceva segnare un aumento dei prezzi dell'energia e le " strozzature nelle forniture".

ISSN 2036-7821

3. La rimodulazione degli strumenti di politica monetaria tra fine dei programmi straordinari di acquisto e attuazione di nuove misure anti-spread.

Sulla strategia che la BCE dovesse adottare per contrastare l'aumento dei prezzi si è quindi aperto un serrato dibattito tra coloro che, presagendo l'innescarsi della spirale prezzi-salari, invocava interventi forti e immediati e chi ha richiesto maggiore cautela, attesa la provenienza, da parte dell'offerta e non della domanda, dello shock dei prezzi. Il punto di svolta nell'impostazione della politica monetaria è stato segnato dalla riunione del 9 giugno 2022: senza mai perdere di vista il "mandato primario" della stabilità dei prezzi, la BCE ha messo fine alla politica dei tassi negativi e alle ulteriori politiche monetarie espansionistiche. Dei primi si è previsto un progressivo rialzo, fino a giungere ad un aumento che potrebbe stabilizzarsi intorno ai 50/70 punti-base[22], e quanto alle seconde, si è stabilito di dar seguito al percorso di "normalizzazione"[23] della politica monetaria iniziato lo scorso dicembre, quando fu annunciata, per la fine di marzo 2022 – poi slittata a luglio e oltre -, la cessazione del programma di acquisto titoli lanciato allo scoppio della pandemia, il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), e di altri programmi di acquisto di attività (PAA), pur impegnandosi a reinvestire i rimborsi dei titoli in scadenza "almeno sino a fine 2024"[24].

La strategia dispiegata dal Consiglio direttivo della BCE per tentare di "ancorare" le aspettative di inflazione all'obiettivo classico nel medio periodo, ovvero a riportarla nel range compreso tra il 2 e il 4%, si fonda pertanto sulla revisione delle proprie politiche monetarie in senso restrittivo : dopo anni di politiche espansive, finalizzate a sostenere i *deficit* dei Paesi maggiormente indebitati, l'intento dell'organismo europeo è di mantenere prudentemente fermo l'impegno di continuare a reinvestire,

[22] Al contempo, nella riunione del giugno scorso, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale – ovvero i tassi di riferimento principali - sarebbero rimasti invariati rispettivamente allo 0,00 per cento, allo 0,25 per cento e al -0,50 per cento. Successivamente, si è deciso di alzare anche questi ultimi, rispettivamente allo 0,50 per cento, allo 0,75 per cento e allo 0,00 per cento, con effetto dal 27 luglio 2022.

[23] Il ritorno alla normalizzazione si riferisce appunto alla svolta che la banca europea vuole imprimere alla politica monetaria, e cioè il rientro dalle politiche espansive degli ultimi anni, e ad un certo rialzo dei tassi di interesse, fino ad allora eccezionalmente bassi, al fine di stimolare l'economia.

[24] La BCE, difatti, ha intrapreso un percorso di rientro anche dal programma di acquisti *Asset Purchase Programme* (APP), strumento non convenzionale avviato a metà del 2014 a sostegno della trasmissione della politica monetaria, e per rafforzare l'obiettivo della stabilità dei prezzi. Negli Stati Uniti, alla dimensione senza precedenti delle misure di stimolo fiscale post pandemico varate da Biden, sono state sollevate una quantità di critiche, anche all'interno dello stesso partito democratico, e in particolare ad esempio l'economista Lawrence Summers ha messo in guardia dal pericolo degli effetti di questo flusso di danaro riversato sul sistema economico, paragonandolo ad una "quantità di acqua versata [che] superi di gran lunga le dimensioni della vasca da bagno", e preconizzando la ripresa delle aspettative di inflazione, un sorprendente aumento dei tassi di interesse, e la "decelerazione dell'economia verso la recessione". Cfr. il report di M. SEMINERIO, *La fine di un'epoca per la Bce*, in https://epistemes.org/2022/06/12/la-fine-di-unepoca-per-la-bce/.

ISSN 2036-7821

il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA e del PEPP fin quando se ne presenterà la necessità per mantenere le attuali condizioni di liquidità , ma relativamente agli acquisti netti di attività ne ha più volte pianificata la cessazione, ponendo così fine alla stagione del *quantitative easing*, inaugurata sotto la direzione di Mario Draghi e dando impulso ad una nuova fase di "normalizzazione" della politica monetaria.

Secondo le teorie economiche, l'aumento dei tassi è indispensabile per mantenere sotto controllo le aspettative di inflazione: il risultato atteso da una manovra che renda il credito più costoso e il risparmio meglio remunerato, o, in altre parole, che favorisca il contenimento della disponibilità di moneta e il raffreddamento della fase espansiva della politica monetaria, dovrebbero infatti scongiurare l'innescarsi di quella spirale prezzi-salari che, fungendo da moltiplicatore della inflazione, allontanerebbe ulteriormente l'obiettivo della stabilità dei prezzi. Diverse analisi economiche, a conforto di questa tesi dimostrano infatti che se lavoratori e imprese iniziassero a fissare i salari in base all'inflazione piuttosto che agli obiettivi prefissati dalla banca centrale, essa potrebbe risultare superiore di quasi il 2% alla fine del prossimo anno, il che avrebbe come conseguenza un aumento dei "tassi ufficiali di 2 punti percentuali e la produzione potrebbe diminuire di ben 2 punti percentuali"[25]

Questi annunci sono avvenuti nel momento in cui la FED aveva già provveduto a disporre altri interventi volti a ritoccare i tassi di interesse[26] e quindi, tenendo conto del solo dato cronologico, essi possono fondatamente essere giudicati tardivi[27]; tuttavia, la BCE si è assunta qualche responsabilità in più nel rischio di lasciare campo libero alla spirale inflazionistica, non solo perché, come si è visto, le cause di questo fenomeno sono differenti da quelle che l'hanno innescata negli Stati Uniti, ma anche perché, come dalle stesse autorità europee sottolineato, queste ultime sono tenute a fare i conti con un'architettura istituzionale dell'Eurozona ancora incompleta - a partire dalla assenza di elaborazione di politiche fiscali comuni -, che contribuisce a rendere diverse zone dell'area euro più vulnerabili e maggiormente soggette alle manovre speculative degli investitori. Ciò significa che nel contemperamento tra politiche monetarie restrittive volte a bloccare la spirale inflazionistica e misure di

[25] In questi termini, A. KAMMER, *Europe Must Address a Toxic Mix of High Inflation and Flagging Growth*, in https://www.imf.org/en/Blogs/Articles, 23 ottobre 2022.

[26] La FED, infatti, fino al luglio 2022 ha incrementato il saggio di riferimento in primo tempo, di 25 punti base, accelerando ulteriormente la stretta monetaria, con un incremento di altri 50 punti base e poi, ancora, di altri 75 punti base. Il saggio di riferimento statunitense è ora fissato in un intervallo compreso tra l'1,5 e l'1,75 per cento. Sull'argomento, R. BORDINO, *BCE, annunciato l'aumento dei tassi di interesse*, in https://ecointernazionale.com/2022/06/bce-annunciato-aumento-tassi-di-interesse, 28 Giugno 2022.

[27] Si legge, infatti, nel Documento programmatico di bilancio (DPB) per il 2023, in https://www.rgs.mef.gov.it, che la BCE ha seguito "con alcuni mesi di ritardo le mosse restrittive della *Federal Reserve* americana e della *Bank of England*", ma dal 1° luglio ha terminato il programma di *quantitative easing* (QE), di acquisti di titoli sul mercato aperto e ha poi alzato i tassi di riferimento per complessivi 125 punti base in due tappe (luglio e settembre), portando il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale da zero all'1,25%.

ISSN 2036-7821

contrasto alla frammentazione tra Stati membri, le istituzioni europee, a differenza di quelle d'oltreoceano, hanno cercato - e cercano di volta in volta a seconda dell'andamento dell'inflazione – di trovare un punto di equilibrio per evitare destabilizzanti aumenti di *spread*, che si tradurrebbero in pericolosi aggravi dei debiti.

Con la sospensione del programma di acquisti "emergenziali" di titoli di Stato, la BCE ha quindi intrapreso un percorso di stabilizzazione verso una ordinaria politica monetaria, al fine di consentire il progressivo rientro verso la stabilità dei prezzi (o, altrimenti detto, per riportare l'inflazione nel limite del 2% all'anno nel medio termine); il solo annuncio di questi provvedimenti tuttavia ha, da subito, causato l'aumento dei rendimenti di mercato con una divaricazione dello *spread* tra Btp e Bund, benché fosse noto sin dall'inizio il carattere della temporaneità di questi interventi, pensati allo scopo di fornire ai legislatori nazionali degli Stati in maggiore difficoltà di usufruire di una certa stabilità finanziaria, e per dare loro il tempo di dare luogo alle cd. "riforme strutturali", necessarie alla crescita economica.

Tuttavia non sembra che la BCE sia stata colta alla sprovvista da questa reazione del mercato, avendo sin da subito esplicitato l'intenzione di agire per evitare la frammentazione economica - ovvero il rialzo incontrollato dello *spread* dei paesi più indebitati[28] - dimostrando così di avere ben chiaro che l'innalzamento dei tassi di interesse - necessario a causa del contesto inflazionistico -, avrebbe avuto delle ripercussioni sulla divaricazione dei rendimenti dei titoli di stato dei Paesi dell'Eurozona.

Proprio in questa prospettiva, la BCE ha ideato un nuovo strumento, il cd. *Transmission Protection Instrument* (TPI), al fine di sostenere "l'efficace trasmissione della politica monetaria" – in altre parole, l'unicità della politica monetaria - ma al contempo indirizzato a contrastare gli effetti della divaricazione dei differenziali fra i titoli di debito pubblico degli Stati membri. Esso autorizza la BCE ad agire prettamente sul mercato dei titoli di Stato nel caso in cui un Paese presenti un deterioramento delle condizioni di finanziamento dovute a manovre speculative, ma, allo stesso modo del Meccanismo europeo di stabilità[29], il suo utilizzo non va esente

[28] Secondo M. SEMINERIO, La fine di un'epoca per la Bce, cit., fino al giugno 2022, l'intenzione di vigilare sugli spread e di contrastarne eventuali impennate è stata confermata ma non abbastanza dettagliata a livello operativo, il che ha portato ad una ulteriore reazione "fortemente negativa dello spread".

[29] Il MES è uno strumento di sostegno degli Stati membri e di stabilità per l'intera area euro: in conseguenza della richiesta di sostegno, l'aiuto a favore dello Stato richiedente può, ai sensi del Trattato che lo ha istituito, concretizzarsi nella erogazione di finanziamenti, nell'acquisto di titoli del debito pubblico sul mercato primario o secondario, ovvero nella concessione di prestiti finalizzati alla ricapitalizzazione di banche o istituzioni finanziarie nazionali. Tuttavia si tratta di una misura che non ha funzionato. Essa infatti non viene richiesta da nessun Paese, per il costo politico conseguente alle dure regole fiscali che la politica dovrebbe imporre alla collettività per ottenere l'intervento dei fondi del MES a sostegno dei propri titoli, e per le forti ricadute che politiche di bilancio stringenti avrebbero sul tessuto sociale.

ISSN 2036-7821

da regole di stretta condizionalità, prima di tutte il rispetto dei precetti fiscali comunitari. In sintesi, per procedere all'intervento europeo di "protezione", il Paese non deve avere una procedura per disavanzo eccessivo aperta, il suo debito pubblico deve considerarsi sostenibile secondo le regole dei fondamentali dettate dalla BCE e dal Fondo Monetario Internazionale, e inoltre deve essersi adeguato alle raccomandazioni rilasciate dalla Commissione nell'ambito del semestre europeo. Un nuovo fattore di condizionalità è inoltre rappresentato dal fatto che lo Stato deve essere in linea con quanto previsto per l'erogazione dei fondi del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR).

L'attuazione di un simile meccanismo di protezione per gli Stati dell'Eurozona è, come il Meccanismo europeo di stabilità, legittimata dalla modifica dell'articolo 136 TFUE, la cui versione aggiornata dispone che gli Stati membri la cui moneta è l'euro possono istituire un meccanismo di assistenza finanziaria, da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme, ma la sua concessione deve essere soggetta a rigorose regole di condizionalità. Ancora una volta, quindi, la "promessa" del sostegno finanziario va di pari passo con una certa limitazione della sovranità statuale, allo stesso modo di quanto si verifica per tutte le altre misure finanziarie concedibili dall'UE, le quali, pur se ideate in chiave solidaristica, in ultima analisi sono destinate a rafforzare la stabilità dell'intera area euro e al consolidamento della *governance* europea. C'è anche da dire che la BCE non avrebbe potuto agire diversamente perché, ammesso che il meccanismo dichiarato si riveli efficace, l'irrigidimento delle misure di politica monetaria senza lo scudo anti *spread* avrebbe messo ulteriormente a rischio i debiti dei paesi del Sud Europa.

La portata degli acquisti del TPI viene valutata di volta in volta sulla base degli indicatori circa la gravità dei rischi per la trasmissione della politica monetaria. E i titoli a cui il TPI è rivolto sono quelli che hanno scadenza fra uno e dieci anni Ciò che distingue questo nuovo meccanismo di protezione da quelli "tradizionali", sul genere del MES, è quindi il fatto che trattasi di uno strumento discrezionalmente utilizzabile dal Consiglio della BCE, il quale in tal modo può regolare propria linea di azione di volta in volta in base all'andamento economico europeo e alle politiche macroeconomiche adottate dal Paese interessato, col fine ultimo di proteggere da destabilizzanti aumenti di *spread*, che sarebbero di ostacolo alla diffusione delle politiche monetarie.[30]. In altre parole, allorché la BCE afferma che il TPI rappresenta una rassicurazione per la corretta trasmissione della politica monetaria, intende con ciò garantire l'area euro dalla propagazione sistemica degli aumenti dei tassi di

[30] Come rilevato da F. P. M. LETI, *TPI, come funziona lo scudo anti-spread della BCE*, in https://ecointernazionale.com/2022/08, agosto 2022, il mantenimento di un carattere di forte discrezionalità nell'adozione di questo strumento segnerebbe il "ritorno di una netta divaricazione, dopo gli anni straordinari della pandemia, fra autorità di politica monetaria e autorità di politica fiscale, che comunemente è indicata come indipendenza del banchiere centrale".

ISSN 2036-7821

interesse a cui presta alle banche verso tutti i Paesi, cercando così di creare una rete di protezione generalizzata, ma particolarmente utile per quelli maggiormente indebitati, rispetto ai quali le differenze tra aumenti percentuali con i rendimenti dello Stato di riferimento (si legga, la Germania), potrebbero sospingerli verso la recessione[31]. A tale scopo però, la Banca centrale deve valutare se il Paese stia applicando politiche economiche corrette, e cioè politiche coerenti col percorso di aggiustamento dei conti pubblici, e se stia rispettando gli impegni implicati dal PNRR; mentre lo Stato interessato da parte sua deve dimostrare in linea generale che la differenza tra rendimenti non sia imputabile a cause "interne", collegate ad errate manovre fiscali e di bilancio. In ogni caso, la portata degli acquisti del TPI non viene definita *ex ante*, bensì valutata in dipendenza dell'andamento dei dati macroeconomici e della gravità dei rischi per la trasmissione della politica monetaria.

4. Gli effetti dell'inflazione sui conti pubblici.

La decisione di comprimere gradualmente la politica monetaria risponde, pertanto, alla esigenza di "raffreddare" l'economia e di limitare la spinta inflazionistica attraverso la riduzione della quantità di moneta in circolazione: in genere, ridurre la domanda per compensare la riduzione sul versante dell'offerta significa calmierare i prezzi ma al contempo è una misura che, frenando la crescita, ha come ricaduta un serio rischio di recessione[32] e, dato l'alto livello attuale dell'inflazione, una temuta condizione di stagflazione[33].

[31] Come evidenziato da C. COTTARELLI, *Bce, lo spread e i vincoli dello scudo*, in https://osservatoriocpi.unicatt.it, luglio 2022, uno "strumento *anti-spread* (il cui acronimo è OMT, *Outright Monetary Transactions*) la BCE già lo aveva. Era stato introdotto da Draghi nel 2012. Era potentissimo perché comportava acquisti di titoli del Paese in crisi potenzialmente illimitati. E con acquisti illimitati, "la speculazione alla vendita si arrende subito". Tuttavia il programma di OMT non è mai stato attuato, giacché il solo annuncio è stato sufficiente a rassicurare i mercati e a segnare una riduzione dello *spread*. L'OMT si rivolgeva a Paesi che avessero bisogno di un aggiustamento macroeconomico ed era attivabile solo se lo stesso avesse chiesto un prestito e un programma di aggiustamento dal MES. Il TPI, al pari dell'OMT, non prevede un tetto ai potenziali interventi, ma, a differenza di questo, non richiede un tempestivo quanto doloroso piano di risanamento delle finanze pubbliche, attraverso l'adesione ad un programma di aggiustamento del MES.

[32] Come riportato dal Documento programmatico di bilancio 2023 dell'ottobre 2022, leggibile in https://www.rgs.mef.gov.it, in Italia, benché la previsione di crescita del PIL per la fine del 2022 migliori dal 3,1 al 3,3% rispetto al quadro programmatico precedentemente indicato dal DEF, la previsione per il 2023 scende in misura sostanziale, dal 2,4% allo 0,6%, a causa, non solo del "recente peggioramento delle previsioni di imprese e famiglie, ma anche e soprattutto [dei] cambiamenti intervenuti nelle principali variabili esogene della previsione". Inoltre, il complessivo scenario macroeconomico internazionale appare orientato al ribasso.

[33] E' stato stabilito comunque che ogni decisione della BCE resti vincolata ai dati che si riscontreranno di volta in volta, dimostrando così una esitazione che, secondo alcuni, indebolisce l'efficacia delle misure adottate, anche per le incertezze che devono affrontare i mercati: incertezze che si riflettono anche sulle stesse previsioni dell'inflazione, al momento, prevista per l'8,1% a fine 2022; il 5,5 nel 2023 e il 2,3 nel 2024, e della crescita (+3,1% quest'anno, in rallentamento a +0,9 nel 2023 e +1,9 nel 2024). Cfr. S. CINGOLANI, *La Bce, per frenare l'inflazione da offerta, può solo far ridurre la domanda*, in https://www.ilfoglio.it/economia/2022/09/09/news, il quale ha rilevato come la BCE abbia applicato la ricetta canonica: "ridurre la domanda per bilanciare la riduzione dal lato dell'offerta", con la conseguenza che, oltre a spegnere l'inflazione, porterà a frenare anche la crescita.

ISSN 2036-7821

In una situazione in cui il rallentamento dell'economia si associ ad alti tassi di inflazione è anche possibile che, a causa della perdita del potere di acquisto della moneta, si inneschi una indesiderata spirale prezzi-salari, la quale fungerebbe da moltiplicatore dell'inflazione, rendendola ancora più difficilmente sradicabile dal sistema economico.

Per "raffreddare l'inflazione senza congelare la crescita"[34] ovvero per compensare l'effetto negativo di una politica monetaria via via più restrittiva, non esistono misure certe e infallibili, per cui l'unica soluzione possibile è che le scelte volte a calmierare un ciclo economico iper-espansivo siano accompagnate dalla adozione da parte dei singoli governi di una serie di provvedimenti che siano espressione di prudenti politiche fiscali, allo scopo di sostenere i redditi delle famiglie, danneggiate dalla perdita di potere d'acquisto della moneta, e proteggere le imprese, per compensare la contrazione dei consumi e l'aumento del costo del denaro.

Per contrastare le impennate inflazionistiche o, almeno, per convivere con tassi controllati, occorre pertanto andare oltre le sole politiche monetarie, richiedendosi ai governi l'attivazione di politiche fiscali e di bilancio adeguate. In questa prospettiva, dunque, tutti i governi si stanno orientando ad assumere provvedimenti di sostegno alle famiglie e alle imprese, anche se la misura degli stanziamenti prevista è diversa a seconda del Paese considerato. Dal momento che questi aiuti si concretizzano in un aumento della spesa pubblica[35], allora il dilemma su cui si interrogano i vari governi – soprattutto quelli con più alti *deficit* – verte sulla decisione se aumentare o meno il debito pubblico, in una situazione, come quella attuale, di rialzo dei tassi di interesse: a fronte di un debito pubblico intorno al 150%, appunto come quello italiano, a ogni aumento di un punto percentuale corrisponde un aumento di 1,50 punti del disavanzo fiscale annuo in percentuale del PIL. Quindi i benefici apportati ai bilanci pubblici conseguenti all'aumento dell'inflazione, vengono in parte cancellati dall'aumento dei tassi di interesse, in quanto contribuiscono a far lievitare i costi del debito: nondimeno a tutt'oggi l'effetto positivo dell'inflazione – calcolata sulla base del deflatore del PIL e non dei prezzi al consumo – surclassa i maggiori costi del debito, il che dimostra che comunque le casse dello Stato usufruiscono dei benefici derivanti da un'inflazione che è salita dal 2% della metà del 2021 all'8,4 per cento circa di oggi.

Una inflazione inattesa comunque esercita una rilevante influenza sulle diverse voci dei conti pubblici, a partire dalle entrate, le quali potrebbero far segnare un certo

[34] In proposito, Nota di redazione: *Economia, raffreddamento o congelamento?* in https://www.bluerating.com/mercati, 22 giugno 2022.

[35] Sin da ora – come segnalato dal Documento programmatico di bilancio dell'ottobre 2022, cit. – i rinnovi contrattuali nella PA – invero, attesi da lungo tempo - porteranno ad un incremento della spesa per le retribuzioni pubbliche del 6,6 per cento. I consumi intermedi aumenteranno del 6,3 per cento, mentre le prestazioni sociali saliranno del 2,9 per cento e, al loro interno, la spesa pensionistica salirà del 3,9 per cento.

ISSN 2036-7821

miglioramento, determinato sia dall'aumento del gettito dell'iva, dovuto all'aumentare del valore nominale dei prodotti e servizi venduti, che dal maggiore gettito delle imposte sul reddito, derivante dagli eventuali incrementi di reddito disposti per contrastare l'erosione del valore della moneta. In Italia, tuttavia, quest'ultima strada appare quanto mai debole, per le difficoltà che incontrano i processi di indicizzazione delle retribuzioni, e ugualmente è da escludere la possibilità di un generalizzato aumento dell'aliquota di tassazione dei redditi, in quanto un aumento dei tributi in simili circostanze potrebbe essere causa di gravi conseguenze sul tessuto sociale. Sul versante delle spese, invece, pur escludendo un significativo incremento dei costi dovuto all'adeguamento dei salari del settore pubblico, a causa – come detto - della scarsa flessibilità dei meccanismi di conformazione di questi ultimi, tanto l'inflazione quanto il percorso varato dall'UE per contrastarla, rappresentano di per sé un onere per i conti pubblici: il bilancio statale deve difatti prevedere un nuovo flusso di spese, come ad esempio quello necessario a coprire i rincari dei beni energetici, o anche quello destinato a compensare la erosione del potere di acquisto, con particolare riferimento a quelle spese obbligatorie, come quelle previdenziali, per le quali è previsto un meccanismo di indicizzazione certo[36]. Inoltre, sia l'inflazione che l'aumento dei tassi di interesse concorrono entrambi alla maggiore spesa per interessi per il rinnovo dei titoli di Stato in scadenza e per quelli indicizzati.

Un aumento delle spese in *deficit* che sia finalizzato solo a sostegni temporanei eccezionali, finirebbe per rendere quest'ultimo ancora meno sostenibile, visto che si verificherebbe in un momento in cui, per le decisioni di normalizzazione della politica monetaria assunte dalla BCE, l'Italia perderebbe un compratore dominante del nostro debito pubblico. Inoltre, nel nostro ordinamento, il vincolo europeo della sostenibilità del debito sottinteso nell'art. 81 Cost., e dichiaratamente recepito dalla legge di contabilità n. 196/2009, consente, almeno in linea teorica, scostamenti in *deficit* solo allorché siano funzionali a spese per investimenti e non anche alle spese correnti improduttive rispetto alla prospettiva della crescita del PIL[37], quali sarebbero ad esempio quelle per sussidi.

Tuttavia questo scenario non si replica in ogni Paese dell'Unione monetaria ed economica, giacché quelli che godono di finanze pubbliche sane, possono, senza troppi traumi per i propri bilanci, aumentare il debito pubblico, adottando politiche fiscali di favore basate sia sul riconoscimento di forti riduzioni delle aliquote e di

[36] Si osservi che per l'anno 2023 è già previsto, per le spese previdenziali, un incremento aggiuntivo della indicizzazione rispetto al 2022.

[37] Si legga in merito, S. M. RONCO, *Imposizione tributaria, debito pubblico* cit.., il quale rappresenta come il legislatore italiano abbia attivato "la leva impositiva per recuperare risorse [anche in momenti] in cui non vi sono istanze 'pressanti' di ordine economico", dove invece sarebbe stato anche ammissibile intraprendere un percorso di riduzione fiscale mediante la leva del finanziamento a debito.

ISSN 2036-7821

agevolazioni sui consumi delle fonti energetiche (tra questi ad esempio, la riduzione di IVA ed accise), che sull'attribuzione di contributi e sovvenzioni[38].

5. L'assenza di regole comuni europee in materia fiscale e il ruolo suppletivo dei singoli Stati membri.

L'Europa ha saputo dare una compatta risposta alla emergenza pandemica, ma a quanto pare non si riscontra per ora una risposta altrettanto solidale nella individuazione delle strategie unitarie di politica fiscale volte a contrastare il rialzo dei prezzi e la debolezza della moneta: ogni Stato membro, quindi, è tenuto ad elaborare delle proprie politiche fiscali, da concordare con le istituzioni europee secondo le raccomandazioni della Commissione, cercando un punto di incontro tra l'opposizione della BCE all'ulteriore indebitamento degli Stati già molto indebitati, e la volontà di questi ultimi di accrescere il volume della spesa pubblica[39], per accrescere il consenso politico. Per evitare la frammentazione tra aree interne alla zona euro, la Commissione europea da più parti è stata sollecitata a dare, come accaduto durante l'emergenza Covid, una risposta unitaria, che permetta di ridurre i costi per famiglie e imprese e, allo stesso tempo, di limitare i guadagni eccezionali fatti da produttori e importatori, ma, nonostante la cauta apertura all'assunzione di provvedimenti comuni volti soprattutto a calmierare gli aumenti dei prezzi energetici, a tutt'oggi queste richieste sono cadute nel vuoto, sempre e soprattutto per l'opposizione della maggior parte dei paesi cd. "frugali"[40].

In una situazione di simile concomitanza di eventi riemerge quindi il vizio "originale" della assenza di convergenza nella individuazione di una disciplina fiscale unitaria, applicabile al complessivo sistema di *governance* economica europea, che si manifesta - come sempre si ripete nei momenti di maggiore crisi - nell'acuirsi

[38] È il caso ad esempio della Germania, il cui Parlamento nell'ottobre 2022 ha deciso di stanziare 200 miliardi nei prossimi due anni, per proteggere famiglie e imprese da gran parte degli oneri del caro bollette, compensando direttamente i produttori/distributori e riducendo l'intervallo fra prezzi di mercato e prezzi di vendita al consumo. A detta del ministro delle Finanze tedesco Christian Lindner, tuttavia, questo provvedimento non rappresenta una misura espansiva che avrebbe l'effetto indesiderato di aumentare le pressioni inflazionistiche ma, a differenza della. manovra del Regno Unito, avrà il solo effetto di calmierare i prezzi Sul tema, L ROBUSTELLI, *I 200 miliardi tedeschi come "scossone" per la solidarietà*, in https://www.eunews.it, 4 ottobre 2022, il quale prevede che, proprio in virtù di questa decisione "egoistica", il governo tedesco non si opporrà a misure proposte dalla Commissione U.E. che possano arrecare benefici ai gruppi di cittadini e imprese degli altri ventisei Paesi (ad esempio il *price cap*).

[39] Questa situazione si sta verificando anche in Italia, dove i ristori, finora garantiti da adeguate coperture finanziarie, per i mesi a venire dovrebbero essere coperti grazie ad un ulteriore forte indebitamento, invocato da diverse forze politiche – Lega e Movimento 5 stelle – le quali però non sembrano tenere nel dovuto conto i rischi di una problematica ricaduta su *spread* e rilancio inflazionistico. Cfr. G. POLILLO, *Bce, politica monetaria*, cit.

[40] Cfr. I. BUFACCHI, *Germania, 200 miliardi per le bollette. Draghi: «Non dividiamo l'Europa»*, in https://www.ilsole24ore.com/art/, 30 SETTEMBRE 2022, che riporta la reazione dell'ex premier Mario Draghi all'annuncio del maxi scudo anti-inflazione predisposto dalla Germania, sintetizzata nell'auspicio che l'U.E. affronti la crisi in modo compatto e che non vengano attuate una quantità di manovre dai singoli Stati, che risultino divisive "a seconda dello spazio nei nostri bilanci nazionali".

ISSN 2036-7821

degli squilibri tra le economie dei Paesi appartenenti all'Unione monetaria e nella perdita di competitività delle imprese – in questo momento anche per lo spostamento della domanda internazionale sui beni esteri a causa dell'aumento dei prezzi interni - , che determinano una ulteriore caduta di credibilità sui mercati di quegli Stati che non godono di fondamentali macroeconomici stabili.

Come si è detto, l'atteggiamento della BCE nell'affrontare l'aumento imprevisto dei prezzi è stato finora molto più moderato rispetto a quello seguito dalla FED perché ha giustamente tenuto conto delle differenze "genetiche" riscontrate tra l'inflazione europea e quella americana: tuttavia, finora, le istituzioni europee non si sono espresse sull'ipotesi di rendere permanenti quelle misure fiscali che si sono rivelate utili durante la pandemia, né tantomeno hanno assunto decisioni sulla possibilità di utilizzo di quegli strumenti – pure fiscali - comuni, utili ad impattare positivamente principalmente sull'occupazione[41], nonostante questi si siano rivelati molto efficaci nel contrastare la perdita di reddito in tutta l'Eurozona durante la pandemia, e nonostante sia unanime l'opinione pessimistica degli economisti che la vede in grave calo, a causa delle difficoltà in cui versano le imprese.

Pur riconoscendone l'importanza, dunque, le istituzioni europee rimettono le decisioni di politica fiscale ai singoli governi, ai quali raccomandano che, nella scelta degli strumenti volti al contrasto degli effetti della inflazione sui conti pubblici, non vadano assunte determinazioni che potrebbero ostacolare la corretta diffusione delle politiche monetarie della BCE, e richiedendo per contro, l'adozione di misure quantomeno neutrali sia rispetto alla sostenibilità e alla stabilità finanziaria, che rispetto al rischio di crescita dell'inflazione .

Per inciso, al momento, i Paesi dell'eurozona usufruiscono ancora della fase di sospensione del Patto di Stabilità e Crescita, decisa dall'U.E. in occasione della crisi pandemica; ma questo beneficio avrà comunque un termine, che sia il 2023 o, al massimo, il 2024, per cui il ripristino delle regole di bilancio potrebbe costringere gli Stati a confrontarsi con il ritorno alle misure di austerità, le quali comprometterebbero ancora di più le prospettive di crescita, già oggi previste in ribasso[42]. Anche tuttora, peraltro, in costanza della sospensione della vigenza dei parametri indicati dal PSC, la Commissione Europea ricorda che non è venuta meno la disciplina fiscale ivi contenuta, né la sorveglianza fiscale da parte della Commissione medesima, essendo invece consentito discostarsi temporaneamente dagli ordinari percorsi di aggiustamento, a condizione che ciò "non comprometta la sostenibilità di bilancio a medio termine" [43].

[41] I programmi di mantenimento del lavoro, ad esempio, si sono dimostrati efficaci stabilizzando oltre il 40% della perdita di reddito individuale nell'Unione europea.

[42] La sospensione della efficacia del PSC è stata disposta con apposita clausola generale di salvaguardia (CGS), ormai attiva da marzo 2020, di cui si prevede la prosecuzione della vigenza fino a tutto il 2023.

[43] Lo sottolinea anche la NADEF 2022, pag. 76, in https://www.dt.mef.gov.it.

ISSN 2036-7821

La modifica del PSC è un tema all'ordine del giorno del dibattito europeo, fondato sulla nuova consapevolezza della eccessiva rigidità dei parametri ivi prescritti, i quali, se non diversamente declinati, come si è osservato, spingono per un appiattimento verso il basso delle decisioni di politica fiscale degli Stati membri, e si pongono come ostacoli agli investimenti del settore pubblico, spesso, risolvendosi altresì in scelte economiche pro-cicliche, peggiorative dei *trends* recessivi e non in grado di riportare i bilanci in attivo nemmeno quando le economie registrano una solida crescita[44].

Per trasmettere un segnale certo al mercato che i responsabili politici sono compatti nella lotta contro l'inflazione[45], diversi orientamenti di politica economica propugnano anche al momento attuale l'adozione da parte dei singoli Stati di misure di politica fiscale più o meno restrittive, perché queste, scoraggiando il livello della domanda globale, alimenterebbero le aspettative di più bassi tassi futuri; altri orientamenti, "non appartenenti al mainstream della teoria economica"[46], attribuendo un ruolo di maggiore centralità ai meccanismi di politica fiscale si spingono a ritenere che essi potrebbero essere utili anche per ridurre la quantità di moneta in circolazione in sostituzione della politica monetaria, atteso che questa in pratica fonda la sua azione di contrasto al fenomeno inflattivo quasi esclusivamente sugli aumenti dei tassi d'interesse.

A questo scopo, al di là della solita dispersione di risorse pubbliche dovuta ad una "distribuzione a cascata", l'altra opzione possibile, frutto di adeguato bilanciamento degli strumenti della leva tributaria – incentrata, solo a titolo di esempio, sulla riduzione dell'imposizione sul reddito d'impresa, volta a compensare la perdita di competitività sofferta da queste ultime al rialzo dei tassi d'interesse, come pure sulla riduzione dell'IVA della componente energetica -, dovrebbe consentire di creare una "rete di sicurezza sociale" per aiutare imprese e famiglie a basso reddito da grandi perdite di reddito reale; all'opposto, una manovra di bilancio volta a contrastare l'aumento dei prezzi che sia limitata ai soli sussidi o contributi a fondo perduto, dimostrerebbe che non sono stati compresi, dalle esperienze passate, i rischi della

[44] È il pensiero di P. GAUTRY, *Ue, nel 2022 l'occasione per avvicinarsi all'Unione fiscale*, in https://www.milanofinanza.it/news, il quale auspica che, in luogo di requisiti rigidi, l'U.E. valorizzi la spesa pubblica strategica, affinché il processo fiscale si trasformi "da un ostacolo a un catalizzatore del cambiamento". Prosegue l'A. che, piuttosto che indugiare su complessi calcoli del disavanzo, l'U.E. dovrebbe finalmente determinarsi, tra l'altro, a non computare gli investimenti strategici nella spesa pubblica ordinaria, ai fini del calcolo del disavanzo, in modo da attenuare le regole ed evitare di soffocare gli stimoli agli investimenti.

[45] Cfr. V. GASPARE, R. LAM, P. MAURO, R. PIAZZA, *Fiscal-policy-can-help-people-rebound-from-cost-of-living-crisis*, in https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/10/12, 12 ottobre 2022, per i quali" i governi non dovrebbero tentare di limitare l'aumento dei prezzi attraverso controlli sui prezzi, sussidi o tagli alle tasse. Una tale mossa sarebbe costosa per i budget e in definitiva inefficace" [trad.]

[46] Riporta questo punto di vista, S. M. RONCO, *Imposizione tributaria, debito pubblico*, cit.

ISSN 2036-7821

"vulnerabilità degli ingenti debiti pubblici"[47] agli attacchi speculativi. A questa strategia, comunque, i governi dovrebbero pur sempre accompagnare la previsione di un incremento degli investimenti in infrastrutture moderne e, soprattutto nelle nuove tecnologie in campo energetico, agevolate, peraltro, dalla attuazione del PNRR. Raccomandazioni specifiche rivolte all'Italia, chiedono al nostro Paese di adottare per il 2023 una politica di bilancio prudente, limitando in particolare la crescita della spesa corrente finanziata con risorse nazionali, ad un livello inferiore alla crescita del prodotto potenziale nel medio termine, esclusi i sostegni temporanei offerti alle famiglie e alle imprese maggiormente soggette agli aumenti dei prezzi dell'energia[48]; la valutazione sulla coerenza delle tendenze del prossimo bilancio con dette Raccomandazioni è rimessa alla Commissione attraverso l'esame del Documento programmatico di bilancio, da cui emerge, tra l'altro, l'evoluzione della spesa corrente primaria finanziata a livello nazionale e il livello degli investimenti[49].

Il più recente documento di finanza pubblica approvato dal Parlamento italiano (la NADEF), contenente l'aggiornamento delle previsioni del DEF di aprile 2022 al nuovo scenario internazionale e agli interventi legislativi adottati per contrastare gli effetti dei rincari dei beni energetici, per il 2023 rivede al ribasso di almeno due punti percentuali rispetto al DEF 2022, le previsioni di crescita, pur potendosi apprezzare ancora un certo rialzo della crescita reale in riferimento all'ultimo trimestre del 2022. Per il 2023, invece, le stime del PIL provenienti dalle istituzioni economiche risentono dei fattori di influenza "esogeni" e fluttuano tra quelle più ottimistiche del Governo e quelle più pessimistiche del FMI, che ipotizzano per l'Italia una fase di recessione "tecnica", che corrisponde ad una variazione negativa del PIL per due trimestri consecutivi[50].

L'alto tasso che sta facendo segnare al momento l'inflazione e le previsioni non favorevoli per il futuro, hanno infatti diffuso in ogni comparto il timore di una recessione imminente, come conseguenza dei costi elevati che inducono alla riduzione della produzione e dei consumi; questa tendenza viene peggiorata, soprattutto in Italia, a causa della citata scarsa flessibilità dei salari, la quale spinge i potenziali lavoratori a non cercare lavoro se non al costo di retribuzioni ritenute

[47] Il ricorso a politiche fiscali moderatamente restrittive è l'opzione sostenuta da V. GASPARE, R. LAM, P. MAURO, R. PIAZZA, *Fiscal-policy*, cit.

[48] Il 23.5.2022, La Commissione ha avanzato queste proposte al Consiglio con la raccomandazione sul programma nazionale di riforma 2022 dell'Italia, leggibile in italiano sul sito del Consiglio: https://data.consilium.europa.eu/doc.

[49] Il DPB evidenzia che la spesa primaria nel 2023 potrebbe risultare in lieve flessione, per poi riprendere quota negli anni 2024 e 2025; mentre è prevista "un'elevata dinamica degli investimenti pubblici", che salirebbero fino al 3,7 per cento del PIL nel 2025, da una media del 2,7 per cento nel 2021-2022.

[50] Nella NADEF elaborata dal governo Draghi è previsto che il PIL nel 2023 salga dello 0,6%, mentre per il FMI viene visto in recessione, con una crescita in arretramento dello 0,2%, che lo porterebbe al 2,7%, rispetto al 2,9% previsto a luglio.

ISSN 2036-7821

adeguate al calo del potere d'acquisto in atto. Il mercato del lavoro è atteso quindi in significativo indebolimento in seguito al rallentamento dell'attività economica e agli effetti psicologici dell'inflazione: la concorrenza di questi fenomeni potrebbe fungere da traino per un peggioramento ulteriore della recessione, riportando in auge il problema degli altissimi debiti pubblici che affligge buona parte dei Paesi europei i quali, proprio per la sospensione del PSC, ne avevano dimenticato l'importanza.
In questo quadro non promettente, tuttavia, spiccano gli effetti positivi che l'inflazione può avere sui conti pubblici: per effetto della stessa, infatti, la NADEF aggiorna, in positivo, la maggior parte degli indicatori di finanza pubblica, tra cui il saldo primario e la riduzione del rapporto debito/PIL, a parte quello della spesa per interessi, che fa invece segnare un peggioramento a causa del rialzo dei tassi di remunerazione del credito.[51].
Per lo stesso motivo si apprezza un aumento del gettito fiscale, rispetto alle stime del DEF, e proprio grazie a questo differenziale il Governo sta continuando a calmierare le bollette di luce e gas, a favore delle famiglie più vulnerabili e delle imprese maggiormente colpite dagli aumenti dei prodotti energetici, senza dover ricorrere – almeno per ora - alla procedura di indebitamento.
Per affrontare efficacemente questa ennesima crisi, benché un ruolo centrale sia rivestito, come si è esaminato, dalle politiche fiscali nazionali, ancora una volta, viene rinnovato l'invito all'UE di implementare le politiche fiscali e di bilancio comuni, soprattutto tenendo conto che l'adozione di strumenti di politica fiscale nazionale richiede finanze pubbliche sane se non si vogliono rischiare "disavanzi eccessivi"[52].
Per la stessa sopravvivenza dell'Unione, allora, è tanto più opportuno costruire un'impalcatura di norme e programmi comuni, sufficientemente flessibili e rapidamente utilizzabili all'arrivo di ogni emergenza, in modo da creare una maggiore resilienza alle crisi finanziarie dei singoli Stati, che avrebbero, come si è visto, altrimenti, ricadute destabilizzanti sull'intera architettura europea[53].

---

[51] Per una sintesi e un commento del contenuto della NADEF, tra i tanti, L. BRUGNARA, C. ORLANDO, *Scenari macro e di finanza pubblica nella NADEF 2022*, in https://osservatoriocpi.unicatt.it/ocpi, 10 ottobre 2022. In dettaglio, le previsioni della NADEF quantificano per il 2022, l'aumento annuo degli interessi passivi previsto rispetto al 2021, di circa 9,2 miliardi in più rispetto alla previsione del DEF, la maggior parte dei quali da ricondurre all'effetto dell'inflazione attraverso i titoli ad essa indicizzati. Pertanto, mentre nel DEF gli interessi in rapporto al PIL erano stimati sostanzialmente in linea con quelli del 2021, al 3,5%, questo rapporto è ora previsto salire al 4,0% per cento nel 2022, a causa del significativo incremento dei tassi di interesse di mercato che, negli ultimi sei mesi, sono saliti mediamente di oltre 200 punti base su tutte le principali scadenze. Per gli anni successivi, si prevede che il rapporto si stabilizzi attorno ad un livello del 3,9%.

[52] Sul tema di un rinnovamento di politiche fiscali comuni, V. GASPAR, A. KAMMER, C. PAZARBASIOGLU, *European Fiscal Governance A Proposal from the IMF*, in https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/09/05/european-fiscal-governance-a-proposal-from-the-imf, 5 settembre 2022, dove si auspica altresì che tutte le politiche fiscali siano coerenti con le manovre di politica monetaria antinflazionistiche: il che equivale a dire che non dovrebbe essere espansiva.

[53] V. GASPAR, A. KAMMER, C. PAZARBASIOGLU, *European Fiscal Governance*, cit., in cui viene menzionato lo studio effettuato dal FMI, che propone riforme al quadro fiscale dell'UE per la gestione delle crisi, articolate, tra

In attesa degli sviluppi del dibattito in corso tra le istituzioni europee - finalizzato a ridurre i potenziali rischi di frammentazione tra aree economiche -, e della imminente manovra finanziaria interna per il nuovo anno, da approvare entro dicembre 2022, la BCE ha incoraggiato gli Stati membri a prestare attenzione, al momento della redazione dei bilanci, a preservare o favorire la sostenibilità del debito, allo scopo di mantenere al loro interno un margine di manovra e una capacità economica sufficienti a sostenere la produttività e il lavoro, nonché a contenere la pressione dei forti aumenti sul mercato dell'energia; o, per chi questo vincolo non lo sta rispettando – e tra questi c'è l'Italia -, di dedicare almeno una parte della manovra all'adozione di riforme strutturali, in grado di mantenere la fiducia dei mercati, ma anche della stessa UE, la quale comunque vincola – e continuerà a vincolare - le forme vecchie e nuove di sostegno agli Stati membri a regole di condizionalità incentrate sulla serietà dell'intento di affrontare un percorso di risanamento.

l'altro, su regole di bilancio a medio termine, che tengano conto dei rischi di bilancio dei vari Paesi e sulla creazione di un fondo UE per aiutare i Paesi medesimi a gestire meglio le recessioni economiche e a fornire beni pubblici essenziali. Il riferimento è lo studio del FMI dal titolo: *Reforming the EU Fiscal Framework - Strengthening the Fiscal Rules and Institutions* del settembre 2022, in https://www.imf.org/en/Publications/Departmental-Papers-Policy-Papers/Issues/2022/08/31.

ISSN 2036-7821