

Inflazione e il coordinamento politica monetaria e di bilancio

Alessandro Petretto

Cesifin-IUE

Palazzo Incontri

19.4.2024

La politica fiscale anticiclica tra il controllo dell'inflazione e del debito

- La BCE e il cambio della politica sul mercato monetario, il ritorno degli strumenti convenzionali
- Il ripristino della disciplina fiscale tra le vecchie e nuove regole
- Spread e gli effetti della politica antinflazionistica
- PNRR e la politica fiscale “verticale”

L'andamento del debito di un paese membro UM

La nuova disciplina fiscale, definita ma non attuata ancora, prevede una sorta di “collaborazione” tra CE e paese membro specialmente con alto debito/PIL per sviluppare un piano concordato di consolidamento

$$\Delta b_t = b_t - b_{t-1} = (i + \rho - n)b_{t-1} + d_t$$

$$i = r + \pi; n = g + \pi; d_t = e_t - \tau_t$$

la crescita del debito su PIL deriva dal **deficit primario**, dt (spesa primaria meno tassazione), e dal servizio del debito (effetto “**palla di neve**”), cioè la differenza tra costo del debito e tasso di crescita dell’economia, $i + \rho - n$, applicata al debito su PIL preesistente b_{t-1} .

Tassi reali e nominali sono fungibili nella differenza.

Sul costo del debito incide anche lo **spread** ρ che si aggiunge al tasso di interesse nominale. Pertanto

- **la politica antinflazionistica incide su i , ρ e n**
- **la discipline fiscale, comunque articolata, incide su d**



Politiche e strumenti: BCE, Commissione europea e governo nazionale

Politiche CE e BCE

1. $\Delta b_t = 0$ oppure $\Delta b_t = \lambda < 0, t = 1, \dots, 7$

2. $\pi = \bar{\pi}$

Strumenti CE e BCE

1. $\rightarrow d_t \leq (>) 0$

2. $i_t = (\tilde{r} + \pi) + \delta_\pi (\pi - \bar{\pi}), \delta_\pi > 1$

Politica fiscale nazionale

3. $\Rightarrow OG = (y - \tilde{y}) = 0$

Le politiche perseguite dalla **Commissione europea** e dalla **BCE** sono:

- **disciplina fiscale**: indurre il paese in esame con un programma pluriennale a non aumentare il rapporto debito/PIL o in caso di livello elevato di partenza a conseguire una riduzione annua

- **politica monetaria**: portare il tasso di inflazione prossimo al benchmark (2%)

Gli strumenti sono

-il **saldo primario** (attraverso un' politica fiscale nazionale "regolata" dall' **Expenditure rule** che definisce un percorso per la spesa pubblica primaria)

- il **tasso di interesse nominale** che oscilla attorno al valore di equilibrio (tasso naturale) a seconda dello scostamento rispetto al benchmark (**semi-regola di Taylor**)

- **politica fiscale nazionale**: Il paese con cui la CE definisce il piano pluriennale di rientro dal debito punta comunque ad azzerare l'output gap agendo sulla tassazione

Inflazione bassa, $OG \leq 0$, tasso di interesse basso (spread moderato)

- E' una fase tipo post-pandemia 2020- 2021
- La BCE ha in attivo molti titoli sovrani ma si avvia a interrompere la politica di QE
- Il tasso di crescita è superiore al tasso di interesse posto al livello minimo (ELB): $i = i_{min}, (i_{min} + \rho - n) < 0$
- Il debito su PIL scende per effetto della riduzione del servizio del debito $(i_{min} + \rho - n)b_{t-1}$
- In assenza di disciplina fiscale, il paese in esame conduce una politica espansiva con un deficit primario (la riduzione delle tasse e dei contributi). Per cui nel complesso il debito/PIL è quasi stabile anche nelle previsioni in NADEF
- Gli investimenti pubblici in specie del PNRR sono efficaci perchè sostituiscono la politica monetaria espansiva bloccata dell'ELB

inflazione alta, $OG < 0$, tasso di interesse alto (spread in crescita)

- E' una fase tipo quella del 2023-2024
- la BCE procede col piano di cessione periodica gli assets pubblici
- si alza il tasso di interesse oltre l'ELB, $i > i_{min}$
- il costo dell debito supera il tasso di crescita del paese esaminato: $(i + \rho - n) > 0$
- il debito su PIL aumenta con l'effetto palla di neve appesantita da uno spread più elevato (probabilità di default più elevata): $(i + \rho - n)b_{t-1}$
- Il saldo primario non può divenire deficit, se mai un surplus pur moderato
- Gli investimenti pubblici debbono essere accompagnati dal controllo della spesa corrente. La riduzione delle tasse dovrebbe essere rinviata

Inflazione in caduta, $OG < 0$, tasso di interesse in calo (spread alto?)

- E' una fase come quella che si spera vada dal 2025 e oltre
- la politica antinflazionistica rallenta la pressione sui tassi, il tasso di inflazione raggiunge il benchmark
- L'effetto palla di neve potrebbe tornare positivo in senso di favorire il controllo del debito su PIL: $(i + \rho - n)b_{t-1} < 0$, ma
 - è assolutamente indispensabile alzare il tasso di crescita, almeno oltre il 2% reale
 - poichè è operativa la disciplina fiscale, tende ad alzarsi il premio per il rischio visti i vincoli per i paesi indebitati
- nella misura in cui l'effetto precedente è effettivamente operativo il saldo primario può stabilizzarsi in pareggio: $d_t = 0$ o tornare $d_t > 0$
- La politica fiscale deve rimanere prudente in quanto deve contemplare le spese del PNRR che si concentrano nel 2025-2026 agendo sui saldi

Quello che manca: la vera integrazione PM-PF

Capacità fiscale e politica fiscale europea verticale

- E' una fase solo auspicata: non più trasferimenti tra gli stati (politica **orizzontale**) ma dal centro agli stati e alle rispettive popolazioni (politica **verticale**)
- l'UE si dota di un sistema di “tributi” europei che innalzano la % di entrate su PIL (ora < 2%)
- La nuova **capacità fiscale** autorizza l'emissione di titoli *safe* europei tipo NexGenEU
- Vengono formulati piani europei di **transizione ambientale e digitale** del sistema produttivo (+ competitività ed economia circolare)
- Si finanzano **beni pubblici europei** come la difesa dei confini, il contrasto della diffusione e contagio di malattie globali, la ricostruzione di aree devastate dalla guerra (Ucraina)