

CORONAVIRUS: DALLA SFERZATA DI DRAGHI ALLA SCELTA DEGLI STRUMENTI PER REAGIRE ALLA RECESSIONE.

Quello che la Germania non vuole davvero.

di Fabio Ghiselli

Quattordici giorni. Questo è il tempo che giovedì 26 marzo hanno dato i capi di Stato e di governo dell'Unione europea ai ministri delle finanze per trovare soluzioni comuni in grado di rispondere in modo adeguato alla grave recessione che si prospetta sempre più pesante davanti a noi, quale effetto della non ben controllata pandemia da Covid-19.

Meno di due settimane, ad oggi, per capire quale sarà il futuro dell'Europa. Per essere ancora in grado di governare il futuro, "prima che sia troppo tardi", come ha dichiarato il Presidente della Repubblica Sergio Mattarella nel messaggio alla nazione del 27 marzo. E per evitare di oltrepassare il punto di non ritorno di una dissoluzione annunciata.

"La situazione politica è grave ma non seria", per citare Ennio Flaiano.

Forse sarà azzardato fare previsioni, ma non credo che assisteremo, dopo la prossima riunione dell'Eurogruppo, a radicali cambiamenti.

La politica e la tecnocrazia dei Paesi del nord - Germania, Olanda, Finlandia - sostenute dai populismi estremi di quelli dell'est, lautamente compensati con i contributi del bilancio Ue con i quali sostengono politiche di dumping economico, fiscale e sociale, non permetteranno né una dissoluzione dell'Europa né una sua trasformazione in un soggetto davvero utile allo sviluppo solidale dei Paesi membri.

Verrà trovata una soluzione di compromesso, naturalmente al ribasso, perché anche la più stretta alleanza tra Francia, Italia, Spagna, Belgio, Lussemburgo, Grecia, Irlanda, Portogallo e Slovenia, è minata dalla paura di non riuscire a gestire da soli gli effetti pesanti di una grave recessione economica.

E allora si adotteranno variazioni più o meno fantasiose degli strumenti attualmente in uso o solo previsti dai trattati e dagli accordi intergovernativi. Strumenti ordinari, tradizionali, "vecchi schemi ormai fuori dalla realtà delle drammatiche condizioni in cui si trova il nostro continente" (come affermato dallo stesso Presidente Mattarella), per affrontare un evento del tutto straordinario, "una tragedia umana di proporzioni potenzialmente bibliche", come ha scritto l'ex presidente della BCE Mario Draghi, nella sua lettera al *Financial Times* del 25 marzo scorso.

Ma quali sono questi strumenti e quale sarebbe la loro efficacia?

Senza dilungarci in una trattazione approfondita, vediamo quali sono quelli già messi in campo dalla Commissione europea e dalla BCE, e quelli che qualcuno chiede a gran voce, rinviiando per gli altri, a quanto osservato nell'editoriale *Coronavirus: i mercati sottoporranno le (re)azioni di BCE e Commissione Ue all'adequacy test*, pubblicato su questo sito:

1. *Quantitative easing*: questo programma già ben conosciuto, si esprime(rà) in tre componenti:

- 1.1 *standard* per 120 miliardi di euro da qui a fine anno per l'acquisto di titoli obbligazionari, dei quali una parte (c.a. 20 mld) riguarderebbero i titoli italiani, che vanno ad aggiungersi ai 180 miliardi di acquisti già previsti fino a dicembre. All'interno del programma base è compreso il *Public Sector Purchase Programme (PSPP)*, che è rivolto all'acquisto (sul mercato secondario, a causa dell'ipocrito divieto di operare direttamente su quello primario previsto dagli artt. 123 e 125 del TFUE) di titoli emessi da Stati sovrani, agenzie e istituzioni Ue, in proporzione alla partecipazione delle banche centrali nazionali al capitale della BCE (*capital key*). Questa regola, che ha portato all'assurda conseguenza per cui la Germania, che più di ogni altro Paese si è opposta al QE e che meno degli altri necessitava dell'intervento comunitario, ha maggiormente beneficiato degli acquisti dei suoi *bund*, dovrebbe essere temporaneamente sospesa. In realtà, se si guarda bene, questa regola non è mai stata così rigida: sul sito della Banca d'Italia si legge che "*Gli acquisti nell'ambito del PSPP sono eseguiti dalla BCE per il 10 per cento del totale e dalle BCN per la restante parte rispettando, per i titoli emessi dai paesi membri dell'area euro e da alcune entità riconducibili alla sfera pubblica dei medesimi paesi, il principio della chiave capitale. Tale principio non implica il rispetto di limiti rigorosi nella ripartizione degli acquisti netti mensili, in un'ottica di flessibilità nell'attuazione del*

programma”¹. Sembra, quindi, che la dichiarazione concessoria della Christine Lagarde sia più che altro un bluff comunicativo o una sostanziale presa in giro.

Peraltro, a giudizio di chi scrive, non sarebbe sufficiente bypassare questo limite solo temporaneamente, nel breve termine, per poi manovrare sui titoli e sui tassi nel medio periodo per rientrare nelle percentuali stabilite, perché si corre il rischio di provocare pericolose reazioni dei mercati e variazioni negative sui tassi d'interesse. Il vincolo della *capital key* dovrebbe essere reciso definitivamente e l'intervento della BCE dovrebbe essere direttamente proporzionale alle esigenze dei singoli Stati europei diversamente colpiti dal coronavirus;

1.2 Operazioni di TLTRO e LTRO: 3.000 miliardi a favore delle banche affinché possano destinarli all'economia reale. Questa è una speranza, tutta da verificare in concreto, che dovrebbe essere associata all'ufficializzazione di una maggiore flessibilità delle misure di vigilanza, dal momento che è stato stimato come molto probabile il rischio che i finanziamenti al sistema bancario non si trasmettano all'economia reale, per la preoccupazione che i nuovi crediti si trasformino presto in NPL, con tutte le conseguenze del caso sulla solidità del sistema bancario. A meno che non intervengano garanzie dello Stato, il cui rilascio influenzerà la valutazione dei mercati del rischio di debito dello Stato;

1.3 Programma di acquisti temporaneo e straordinario Pepp (*Pandemic emergency purchase programme*): per questo programma la BCE ha stanziato 750 miliardi, eliminando i vincoli sull'emittente e sulle singole emissioni di titoli da parte degli Stati e degli enti sovranazionali, rispettivamente del 33% e del 50%. Vincoli che peraltro si era autoimposta non essendo previsti da alcun trattato o accordo intergovernativo. Possono essere acquistati titoli con una durata che va da 70 giorni a 30 anni e in buona misura quelli italiani;

2. *Outright monetary transactions (Omt)*: si tratta di un sostegno mirato verso singoli Paesi che ne facciano richiesta (e non di un programma di acquisto titoli allargato a tutti i Paesi dell'Eurozona secondo le proporzioni definite dalla *capital key*). Questo intervento, però, sebbene non abbia limiti quantitativi predefiniti, è sottoposto ad altri limiti ben precisi: non può essere attivato su semplice richiesta, ma deve passare attraverso il MES e, quindi, deve essere sottoscritto il famoso *Memorandum of understanding (Mou)* che dovrà prevedere un piano di rientro degli squilibri di finanza pubblica il cui mancato rispetto determinerebbe l'interruzione del sostegno e degli acquisti di titoli; il piano sarebbe soggetto a “una stretta ed efficace condizionalità” e il Paese sarebbe sottoposto a “una sorveglianza rafforzata” ai sensi del Reg. UE n. 472/2013 che ne imporrebbe l'adozione di riforme strutturali anche pesanti;

I titoli sui quali si focalizzerebbe l'acquisto sarebbero a breve scadenza, 1-3 anni, sui quali si concentra di solito la speculazione in grado di provocare una crescita insopportabile dei tassi di interesse, ma il debito a breve non è la soluzione in questo momento, perché le necessità finanziarie si concentrerebbero sul lungo termine. Inoltre, la grande esigenza attuale di risorse monetarie aggiuntive si scontrerebbe con l'evidenza secondo la quale gli acquisti con le Omt non creerebbero nuova moneta ma sarebbero compensati all'interno del bilancio della BCE;

3. *Meccanismo Europeo di Stabilità (MES)*: su questo si è già detto e scritto molto, soprattutto dopo l'accordo dell'Eurogruppo sulla revisione del Trattato del 13.6.2019, per cui mi limiterò ad alcune brevi osservazioni.

L'Italia è il terzo contributore con una quota del 17,79% dopo la Germania 26,96% e la Francia con il 20,24%. Ha versato 14,3 miliardi di euro (su 80 di capitale versato) e potrebbe essere chiamata a contribuire per ulteriori 123 miliardi qualora dovesse essere necessario per integrare l'intero capitale sottoscritto pari a 704 miliardi, per consentire al MES di intervenire a sostegno dei Paesi in difficoltà per l'emergenza coronavirus. Ovvio che il reperimento delle risorse dovrebbe avvenire a debito, salvo il fatto di poterne ricevere una parte a titolo di assistenza, che non dovrebbe essere superiore al 2% del PIL (circa 36 miliardi di euro), a fronte di una capacità residua di finanziamento pari a 410 miliardi per tutti i Paesi dell'Eurozona. Qui i punti critici sono quattro: la limitatezza dell'aiuto finanziario, innanzi rilevata, la durata limitata del prestito - 1-2 anni con due proroghe di 6 mesi l'una - inadatta a quella della recessione che si prospetta davanti a noi, l'effetto negativo che potrebbe avere sui mercati la richiesta di intervento del MES da parte di singoli Paesi Ue, e la rigida “condizionalità” cui verrebbe sottoposto l'aiuto stesso.

¹ R. Zolea, *Una gabbia di regole*, Menabò di Etica ed Economia, n. 121/2020

La probabilità che si scateni la speculazione sui debiti sovrani che farebbe innalzare il livello dei tassi d'interesse è più che concreta, e considerando che un Paese come l'Italia dovrebbe fare ricorso al mercato per reperire risorse aggiuntive rispetto a quelle fornite dal fondo per evitare il fallimento della propria economia, il costo del debito potrebbe salire a livelli proibitivi e insostenibili. Da qui l'ovvia opzione: o tutti i Paesi ricorrono al MES, oppure nessuno. Ma la prima opzione è ben lontana dall'essere fattibile. Primo perché non tutti i Paesi hanno la necessità di ricorrere al sostegno finanziario - vedi la Germania - o, almeno, non nella stessa misura; secondo perché il tasso al quale si finanzierebbe il MES per un intervento globale potrebbe essere superiore a quello che dovrebbero sostenere i Paesi finanziariamente più forti qualora decidessero di accedere al mercato.

Quanto alla “condizionalità”, questa è prevista dall'accordo intergovernativo e dall'art. 136 del TFUE, per cui qualunque proposta di “ridotta condizionalità” o di “nessuna condizionalità”, avanzata dal presidente Conte la scorsa settimana e avallata dal commissario all'economia Gentiloni, o da alcuni economisti (con le Linee di credito dedicate a 30 anni Lcd), è destinata ad avere la stessa stabilità e certezza di un disegno sulla sabbia;

4. **Covid-Eccl:** si tratterebbe di una alchimia, di una trasformazione della “linea di credito rafforzata” (o, eventualmente, di quella precauzionale) emessa dal MES per finanziare le spese immediate di rafforzamento del sistema sanitario ed economico in generale, a disposizione di tutti i Paesi e per questo non soggetta al preventivo esame della “sostenibilità del debito” e alla stipula del Mou.

E poi c'è il grande tema, quello riconducibile alla creazione di moneta per finanziare la grande emergenza economica globale ma dagli effetti diversificati sulle economie e sui conti pubblici dei singoli Paesi.

Nulla di così trascendentale, anzi, una questione di ordinaria pratica alla quale ricorrono tutte le banche centrali che svolgono appieno la loro funzione, come la FED, la BoE, o la BoJ.

In questo momento il pericolo di scatenare l'inflazione, connesso alla creazione di base monetaria, non mi sembra concreto. Semmai il rischio è opposto, quello di avvitarsi in un percorso che porti diritto alla stagflazione - stagnazione totale e incremento dei prezzi - per non essere riusciti a sostenere in tempo l'offerta.

La creazione di moneta potrebbe esprimersi attraverso due modalità alternative: l'introduzione degli Eurobond ovvero l'emissione di nuovo debito sovrano.

La finalità dovrebbe essere chiara, ed esattamente contraria a quella insita nella infausta quanto inopportuna e inadeguata dichiarazione della presidente Lagarde, secondo la quale “*We are not here to close spreads, there are other tools and other actors to deal with these issues*”. Gli spread tra i rendimenti dei titoli di Stato dei diversi Paesi riflettono fattori quali la credibilità fiscale e le prospettive di crescita. In una situazione di crisi pesante come quella che si paventa davanti a noi, diventa necessario evitare speculazioni al rialzo dei tassi d'interesse e contenere l'aspettativa dei mercati che un Paese in difficoltà decida o sia costretto a decidere di uscire dalla moneta unica, ridenominare il debito, ristrutturarlo o dichiarare default.

Anche a questo fine dovrebbero servire i due strumenti innanzi detti:

1. **Eurobond:** questi titoli potrebbero essere emessi da una istituzione comunitaria, ad esempio la BEI, anche se ha un capitale sociale ridotto rispetto al MES (243 miliardi di euro al 31.12.2018 di cui 21,6 versato). Una parte dei titoli potrebbero essere emessi sul mercato, in funzione del normale “effetto leva”, mentre quella più consistente potrebbe essere sottoscritta dalla BCE. Durata molto lunga, dai 30-50 anni in su e tasso d'interesse minimale, poco sopra lo zero. Dovrebbe essere scontata l'assenza di un obbligo partecipativo per i Paesi Ue, in specie di quelli aventi risorse sufficienti a sostenere l'economia (come la Germania). C'è anche una variante a questa emissione unica: i titoli potrebbero essere emessi dai singoli Stati sempre a lunga scadenza e con tasso d'interesse minimale come sopra, con una garanzia singola offerta dalla capacità fiscale di ciascuno di essi², ovvero duplice, per esempio della BEI, e sottoscritti in parte dal mercato e in parte dalla stessa BCE. La lunga durata eviterebbe il rischio, per i Paesi membri più in difficoltà, di non riuscire a rifinanziare il debito alla scadenza. Su questo tema occorre ricordare l'ulteriore pessima uscita della von der Lyen (espressione della coalizione Cdu-Csu) che proprio il 28 marzo, in una intervista all'agenzia di stampa tedesca Dpa, ha dichiarato che gli eurobond sono “uno slogan”, “non è questo il piano,

² F. Giavazzi e G. Tabellini, *Eurobond perpetui contro il Covid-19*, lavoce.info del 27.3.2020.

non stiamo lavorando a questo”, e che “dietro c’è una questione di garanzie” sollevata dal governo tedesco che appare “giustificata”. E a nulla è valse la successiva correzione comunicativa, secondo la quale Bruxelles “non esclude nessuna opzione entro i limiti del trattato”. Non serve ricordare che la situazione è del tutto eccezionale e che i limiti del trattato sono un evidente ostacolo all’esplicitarsi di una politica reattiva comune.

L’ennesima espressione di inadeguatezza per il ruolo ricoperto, sulla quale mi sono lungamente soffermato in un precedente editoriale pubblicato su questo sito.

C’è però un punto sul quale vale la pena riflettere. Quello delle “garanzie” e della preoccupazione dei paesi del nord Europa, Germania in testa, di dover rimborsare le quote di debito non pagate dai Paesi insolventi: la **mutualizzazione del debito**. In realtà questo potrebbe essere, realisticamente, solo un falso problema, tanto più ridotto quanto più lunga sarebbe la durata del prestito e, potrei aggiungere, fino ad annullarsi nell’ipotesi peggiore del default dichiarato.

Il **tema centrale**, invece, sembra essere di tipo **economico-industriale**.

Secondo una recente analisi comparativa sulla struttura del sistema produttivo italiano e tedesco, e sul diverso posizionamento all’interno della catena del valore o *supply chain*, “una ripresa sfalsata tra i due paesi potrebbe comportare un deterioramento del posizionamento italiano sui mercati internazionali” e un vantaggio per quelle imprese avvantaggiate “da sistemi nazionali che garantiscono un <superscudo> alle proprie economie”³. E un esempio è sicuramente rappresentato dal piano corrente della Germania per proteggere l’economia che stanZIA 1.500 miliardi di euro, il 45% del PIL. Quindi, la contrarietà teutonica a un intervento globale delle istituzioni europee di forte sostegno e stimolo all’economia italiana (e non solo), dipenderebbe dal fatto che esso potrebbe garantire alle imprese del nostro Paese di riequilibrare la posizione di svantaggio nei confronti di quelle tedesche;

2. **Titoli di debito sovrano**: il riferimento è rappresentato dalla proposta lanciata da Stefano Fassina sulle pagine dell’Huffington Post il 6 marzo scorso e ripreso il 29, secondo cui, in sinergia con una politica di bilancio necessariamente espansiva, lo Stato italiano dovrebbe emettere titoli di debito “*Perpetuity*” a tasso zero o poco sopra lo zero, che dovrebbero essere sottoscritti dalla BCE, per finanziare programmi di investimento legati al green deal, alla ricostruzione del SSN, nonché la spesa corrente per il sostegno del reddito dei lavoratori, per la cancellazione di imposte dovute, per le contribuzioni previdenziali figurative, per il pagamento di rate di mutui dovute da famiglie e da imprese, e, aggiungo, per tutte le altre misure necessarie al sostegno delle imprese. Titoli che potrebbero essere interessanti anche per i privati, cittadini italiani, che detengono oltre 4.000 miliardi di fondi liquidi o semi liquidi a basso o nullo rendimento⁴. Questa direzione apparirebbe perfettamente in linea con le affermazioni di Mario Draghi nella lettera al *Financial Times* del 25.3.2020, secondo cui la risposta a “una tragedia umana di proporzioni potenzialmente bibliche” “deve comportare un aumento significativo del debito pubblico” e che “livelli di debito pubblico molto più elevati diventeranno una caratteristica permanente delle nostre economie e saranno accompagnati dalla cancellazione del debito privato”, posto che “è il ruolo proprio dello stato impegnare il proprio bilancio per proteggere i cittadini e l’economia dagli shock di cui il settore privato non è responsabile e che non può riassorbire”, “l’alternativa - una distruzione permanente della capacità produttiva e quindi della base imponibile fiscale - sarebbe molto più dannosa per l’economia e alla fine per lo stesso bilancio pubblico”.

L’ex presidente della BCE non individua specifici strumenti tecnici da adottare, è vero, ma definisce un indirizzo preciso e, secondo la mia personale interpretazione, privilegiando un intervento “in solitario” dei singoli Stati, laddove afferma che “se i singoli paesi europei hanno differenti strutture finanziarie e industriali, l’unico modo efficace per entrare immediatamente in ogni falla dell’economia è di mobilitare i loro interi sistemi finanziari al completo: mercati obbligazionari, principalmente le grandi società, sistema bancario e in alcuni paesi anche postale”.

Basta però che il “fare da soli” non debba essere realizzato con “risorse limitate” solo perché il nostro debito pubblico è elevato (135% del PIL) e non ci consentirebbe adeguati spazi di manovra, come qualche economista ha ritenuto bene di affermare in un articolo pubblicato su un prestigioso quotidiano nazionale proprio lunedì 30 marzo. Con questa visione non c’è alcun futuro, anzi, l’unico orizzonte possibile è il fallimento economico dopo avere vissuto una lenta agonia.

³ A. Giunta, *Lo shock da offerta. GVC, COVID 19 e le imprese italiane, in Menabò di Etica ed Economia del 27.3.2020.*

⁴ Come sembra sostenere A. Giovannini, *L’Italia in guerra e le conseguenze economiche, in l’Opinione delle Libertà, del 27.3.2020.*

Quale manovra servirebbe all'Italia?

Fino a questo momento l'importo delle misure contenute nel decreto "Cura Italia", che dovrà essere finanziato in deficit, è pari a 20 miliardi di euro, l'1,1% del PIL, che nel 2019 è stato pari a 1.787.664 milioni di euro calcolato a valori di mercato.

Se osservassimo i primi interventi posti in essere da altri governi europei, sintetizzati in un recente rapporto dell'OCPI - Università Cattolica ⁵, dovremmo concludere che i valori in gioco nell'immediato futuro non potranno che essere molto diversi dal primo stanziamento.

Al netto delle minori entrate legate al rallentamento dell'economia, le spese per fronteggiare l'emergenza e che si riconducono a quelle sanitarie e di sostegno al reddito di famiglie e imprese, si collocano tra i 45 miliardi (solo per adesso) della Francia (1,9% del Pil), ai 112,5 del Regno Unito (in euro) (4,4%), ai 123 miliardi della Germania (3,6%), oltre a garanzie sui finanziamenti bancari alle imprese che variano tra il 12,4% del Pil della Francia a un rapporto "illimitato" della Germania. Per la Spagna i numeri e percentuali sono molto diverse (rispettivamente l'1,5% e l'8% del Pil), ma se non verranno incrementate il futuro si presenterà a tinte molto fosche.

Considerato che tra le misure per uscire presto dalla recessione più pesante degli ultimi due secoli, dovrebbero rientrare anche le riforme del sistema fiscale (sulle quali mi sono ampiamente soffermato nel mio libro *Giù le tasse, ma con stile!* ed. F. Angeli, 2019), non è fantascientifico immaginare un impegno di spesa compreso tra i 150 e i 200 miliardi di euro (tra l'8 e il 10% del Pil), oltre ad una cifra superiore di almeno il 50% per le garanzie bancarie ⁶.

Conclusioni

Quello che dovrebbe essere certo è che in una situazione realmente drammatica come l'attuale e di ormai certa nuova recessione economica non si possono lasciare i singoli Paesi, e in particolare quelli che si trovano in maggiori difficoltà, ad affrontare da soli gli effetti della nuova emergenza facendo ricorso a nuovi consistenti deficit che potrebbero scatenare rialzi sconsiderati dello spread che innescherebbero, a loro volta, contraddittorie manovre di austerità. Equivarrebbe a disattendere in modo colpevole l'art. 222 del TFUE che prevede l'attivazione della clausola di solidarietà in condizioni di emergenza dettate da una "calamità naturale" (o prodotta dall'uomo).

Così come non si può continuare a fare ricorso a strumenti standardizzati lievemente aggiustati che non sarebbero in grado di fornire una risposta adeguata all'eccezionalità del momento.

Ma, probabilmente, e in alternativa, dovremmo prendere atto degli infiniti limiti che governano questa Europa, compreso quello per cui "il popolo europeo non esiste, ciascun popolo ha un segno nazionale distintivo e prevalente. La solidarietà necessaria richiede legami di comunità che sono inadeguati o assenti tra le nazioni della moneta unica" ⁷. Per cui se oggi sono sospese le clausole di stabilità e la limitante disciplina sugli aiuti di Stato, l'adozione quasi obbligata del metodo del "fare da soli", dovrebbe condurci ad acquisire la consapevolezza che, per coerenza, domani le relazioni nei confronti delle istituzioni europee non potranno mai più essere come prima.

In ogni caso credo sia giunto il tempo del coraggio per adottare qualunque soluzione sia necessaria, anche quella più dirimpante, perché "il costo dell'esitazione può risultare irreversibile" e perché questa volta sì che il baratro è realmente di fronte a noi.

⁵ F. Angeri, E. Frattola e P. Mistura, *Quanto spendono gli altri paesi per l'emergenza coronavirus?, del 25.3.2020.*

⁶ Da ricordare che secondo una analisi del Cerved Industry Forecast, sulla quale si è soffermata C. Luise, nell'articolo *Ecco regioni e settori che saranno più devastati dalla Covid-19*, in Startmag.economia, del 26.3.2020, la perdita di fatturato potrebbe oscillare tra i 270 e i 600 miliardi per il 2020, a seconda dei due scenari ipotizzati. Mentre per il CNDCEC la perdita di Pil che si potrebbe registrare per ogni mese di lockdown nell'assetto attuale oscillerebbe tra gli 85 e i 100 miliardi di euro, Comunicato stampa del 27.3.2020.

⁷ S. Fassina, da una intervista di S. Maggi, pubblicata su affaritaliani.it del 27.3.2020.