



Audizione

Dott. Vladimiro Giacché

Presidente del Centro Europa Ricerche

presso la

Commissione XIV della Camera dei Deputati

11 Giugno 2020

1. Premessa

La diffusione della pandemia da Covid-19 ha radicalmente mutato le prospettive dell'economia mondiale, traducendosi nella recessione più profonda sperimentata dopo la fine della seconda guerra mondiale. Le stime convergono, in particolare, nell'indicare una caduta del prodotto sensibilmente più accentuata di quella registrata nel 2009, quando la crisi finanziaria bloccò il funzionamento dei mercati (grafico 1 e grafico 2). Per l'Italia, nelle previsioni correnti sembra stemperarsi addirittura la consueta distinzione fra tempi di pace e di guerra, dal momento che la flessione prospettata per il 2020 sarebbe inferiore solo a quelle degli anni 1943-1945, in cui il conflitto mondiale si estese al territorio nazionale (grafico 3).

Nella sua profondità inusitata, la recessione in corso dev'essere ricondotta a cause del tutto particolari. La generalizzata contrazione della domanda non è infatti innescata da patologie di natura economica (accelerazione dell'inflazione, accumulo di disavanzi esteri, perdita di competitività, sopravvenute condizioni di insolvenza del debito sovrano, indisponibilità del credito bancario etc.), bensì dai provvedimenti di distanziamento sociale e di blocco delle attività produttive adottati per favorire il rientro dell'emergenza sanitaria. Nel nostro Rapporto "*L'economia razionata*" abbiamo a tal riguardo evidenziato come l'odierna recessione debba essere letta alla luce del razionamento amministrativo imposto alle libere scelte di spesa e produzione degli agenti economici, risultando di contro insufficienti le letture che rimandano alla tradizionale differenza fra shock di offerta piuttosto che di domanda¹. Nell'Audizione del dott. Fantacone, Direttore della ricerca del CER, presso il Cnel dello scorso 15 aprile, sottolineavamo altresì come le dimensioni dell'attuale recessione coincidessero, o addirittura

¹ Rapporto CER, *L'economia razionata*, Marzo 2020.

superassero, il limite superiore dell'intervallo degli impatti economici che la letteratura attribuisce ai fenomeni epidemici. Un elemento sorprendente, se si considera che questo limite superiore è computato in riferimento al *worst case* rappresentato dalla grande influenza spagnola del 1919-21, che contagiò un terzo della popolazione mondiale, provocando un numero di decessi oltre 100 volte superiori a quelli oggi attribuiti al Coronavirus (il cui contagio interessa meno dello 0,1% della popolazione mondiale). Nella nostra valutazione, questa apparente incoerenza fra numeri della pandemia e dimensioni della recessione trova composizione proprio nel carattere estremo delle misure di razionamento amministrativo, calibrate sulla prospettiva di una crescita esponenziale dei contagi, quindi di un potenziale avvicinamento del fenomeno odierno a quello di un secolo fa.

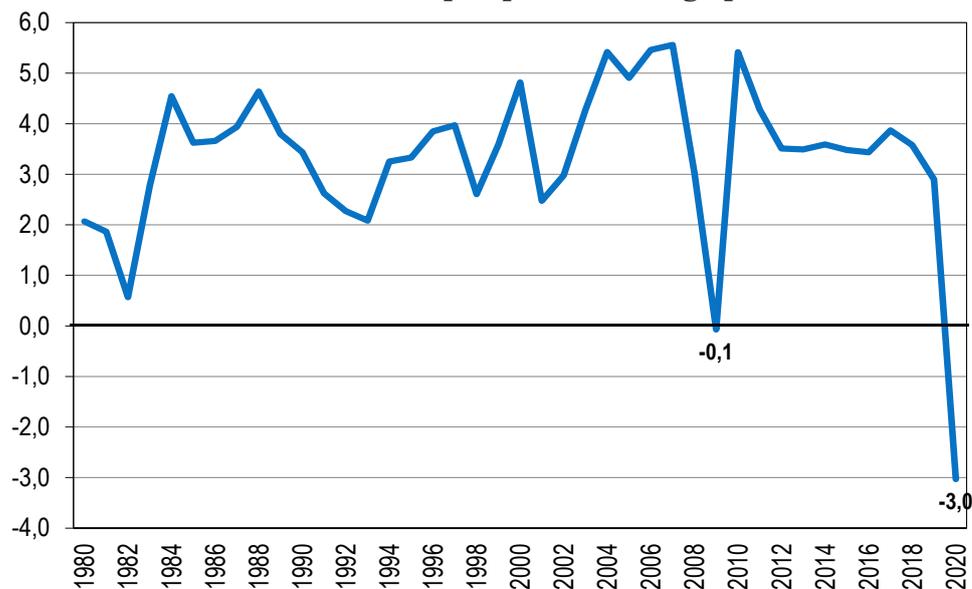
Le analisi presenti in letteratura consentono altresì di modellare le scelte compiute in tema di contenimento dell'epidemia all'interno di un momentaneo conflitto fra obiettivi di salute pubblica ed economici. La considerazione di un simile *trade-off* consente di rilevare come l'appiattimento della curva pandemica rappresenti un miglioramento del benessere sociale, tanto più rilevante quanto maggiore è il peso che viene assegnato all'obiettivo "salute pubblica" rispetto all'obiettivo "crescita economica".

In queste condizioni del tutto particolari, in cui una recessione viene consapevolmente imposta al sistema economico per favorire un miglioramento del benessere sociale, tutti i maggiori paesi si sono mossi nella stessa direzione: evitare che un fenomeno sperabilmente temporaneo come il Covid sia seguito da un abbassamento permanente del prodotto potenziale. Da parte delle organizzazioni internazionali, univoco è stato l'appello per orientare in senso marcatamente espansivo le politiche monetarie e di bilancio, ristorando in tal modo le perdite subite da lavoratori e imprese a causa del blocco delle attività

economiche.

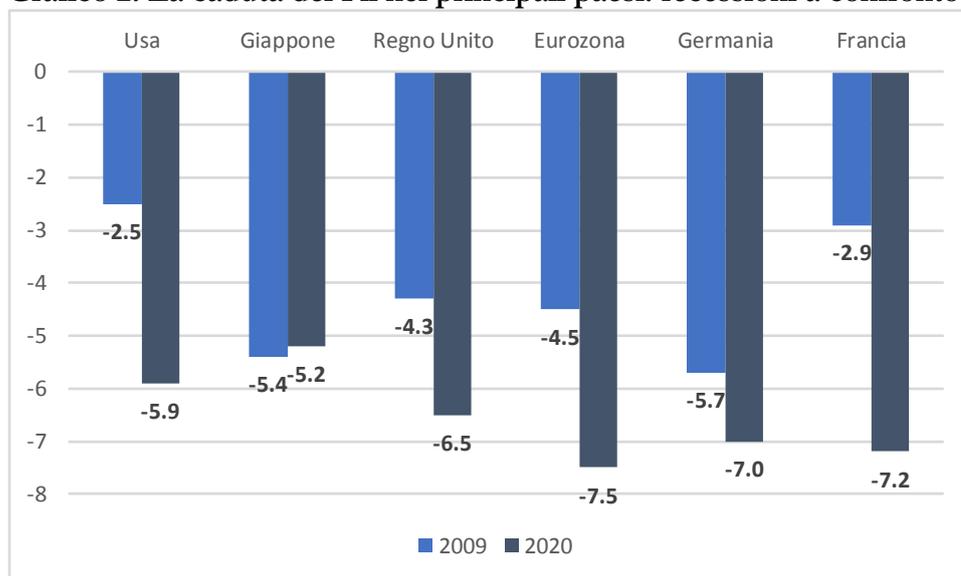
D'altronde, il fatto che nell'attuale recessione non vi siano fattori di innesco legati a patologie economiche consente alle autorità di dispiegare appieno i propri strumenti di intervento, di fatto sostituendosi temporaneamente ai mercati nella funzione di generazione di redditi. Per questo è ipotizzabile che l'episodio odierno possa rivelare un grado di persistenza più basso rispetto alle recessioni passate, con un rimbalzo della crescita nella seconda parte dell'anno.

Grafico 1. Il Pil mondiale in una prospettiva di lungo periodo



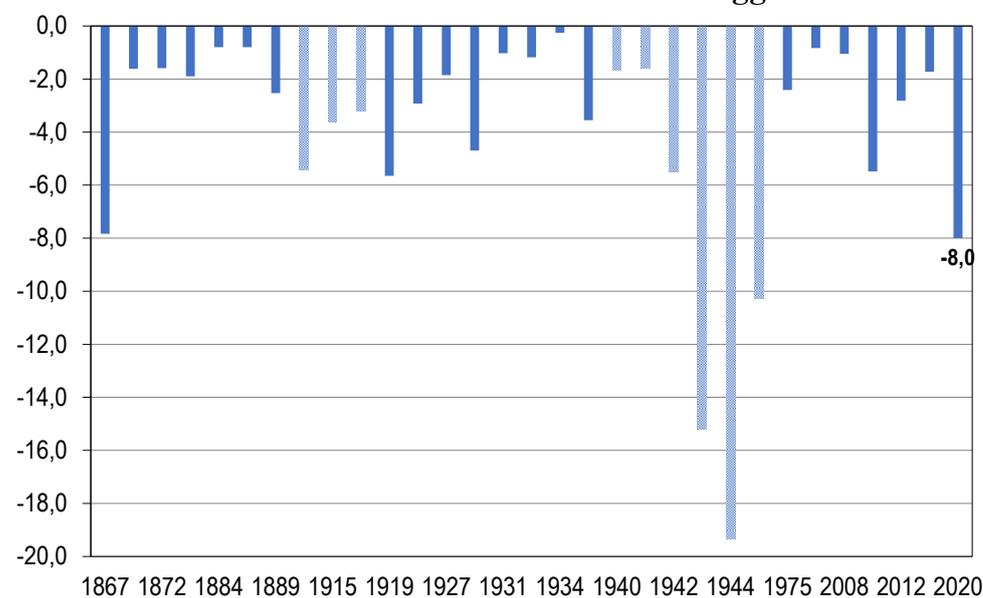
Fonte: FMI.

Grafico 2. La caduta del Pil nei principali paesi: recessioni a confronto



Fonte: FMI.

Grafico 3. Le riduzioni del Pil in Italia dall'Unità ad oggi



Fonte: Banca d'Italia e MEF.

2. La reazione delle Istituzioni europee

Per i paesi aderenti alla moneta unica, il contrasto della recessione pandemica passa necessariamente per due livelli: quello nazionale e quello comune. La dimensione nazionale ha finora prevalso dal lato del bilancio pubblico, mentre l'allentamento monetario è stato condotto su base europea. Questo doppio livello riflette la configurazione istituzionale dell'Eurozona, i cui membri condividono la moneta, ma non si sono dotati di una struttura federale per la gestione del bilancio.

2.1. La politica monetaria

Il contrasto agli effetti economici negativi collegati alla pandemia da coronavirus è stato attuato a livello mondiale *in primis* attraverso imponenti misure di politica monetaria. Le banche centrali hanno modificato rapidamente l'impostazione delle loro politiche per ridurre, nell'immediato, le tensioni sui mercati finanziari e per creare, a più lungo termine, un contesto tale da rendere la ripresa economica più robusta.

Nelle pagine seguenti si descrive in primo luogo la situazione della politica monetaria all'inizio del 2020, poi si propone una disamina dei principali interventi varati dalla Federal Reserve (FED), dalla Banca Centrale Europea (BCE) e dalla Bank of England (BOE) e, a seguire, sono esaminati i dati più recenti relativi all'attività delle due principali banche centrali, con un focus particolare sulle politiche della BCE.

2.1.1. Il contesto pre Covid-19

A inizio 2020 le banche centrali erano intente a modificare con estrema cautela la politica monetaria e si trovavano a fronteggiare cicli economici diversi: negli Stati

Uniti il ciclo sembrava non aver subito gli effetti negativi della guerra commerciale del 2019. Inoltre, l'accordo con la Cina e l'approssimarsi delle elezioni presidenziali lasciavano intravedere una tenuta della crescita economica. La FED aveva ridotto i tassi sui fondi federali cedendo alle richieste del Presidente Trump e modificando in modo sostanziale nel corso del 2019 la forward guidance, ma sembrava aver raggiunto un livello ottimale nell'impostazione della politica monetaria, considerando il livello molto basso di disoccupazione, un'inflazione abbastanza vicina all'obiettivo e una ripresa che avrebbe accelerato nel corso dell'anno per i fattori summenzionati. La BOE si trovava in una situazione di stallo, ingabbiata nel processo di uscita del Regno Unito dall'Unione Europea. La politica monetaria era sostanzialmente stabile e il governatore Carney si dichiarava pronto ad agire sia aumentando che riducendo i tassi di policy, in base a quelli che sarebbero stati gli effetti sull'economia della Brexit. Nell'Area euro la BCE aveva riattivato sul finire del 2019 gli acquisti di titoli, per un ammontare di 20 miliardi di euro al mese, e dichiarava di voler lasciare inalterati i tassi di policy per un periodo tale da poter sostenere il riavvicinamento dell'inflazione al valore obiettivo.

Questo scenario ha cominciato a mutare sul finire del mese di febbraio, quando, dapprima in Italia e poi in altri Paesi europei, si è diffuso il contagio del nuovo coronavirus. Le misure di distanziamento sociale e il lock-down attuati in molti Paesi, prima in Europa e poi in altri continenti, hanno trasformato un lento ciclo di espansione in una recessione molto profonda. Le principali banche centrali sono, quindi, intervenute varando nuove misure di stimolo di portata straordinaria.

2.1.2. Gli interventi varati dalle Banche Centrali

1) Tassi di policy

-La FED è stata la prima banca centrale ad intervenire sul livello dei tassi di interesse. Il 3 marzo, pur in presenza di un contagio ancora molto limitato, il board della FED ha deciso di ridurre il tasso sui federal funds di 50 punti base (riducendo la banda da 1,5-1,75% a 1-1,25%) in una riunione straordinaria. Dopo qualche giorno, il 15 marzo, nuovamente in un meeting straordinario, è stata approvata un'ulteriore riduzione dei tassi di policy, di ben 100 punti base, riducendo la banda di oscillazione del federal funds rate a 0-0,25%.

-Il primo intervento della BOE è stato annunciato il 10 marzo, quindi 7 giorni dopo la Fed. Il Monetary Policy Committee in uno special meeting ha deciso di ridurre i tassi di policy di 50 punti base, da 0,75% a 0,25%. Un secondo intervento è stato deciso il 19 marzo, quando la BOE, in un nuovo meeting straordinario, ha deciso di ridurre il Bank rate di 15 punti base, portandolo al minimo storico dello 0,1%.

-La BCE nella prevista riunione del 12 marzo non è intervenuta sui tassi di interesse: il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è già da molto tempo allo 0% e gli altri due tassi che formano il corridoio non sono stati ulteriormente modificati.

2) Allentamento quantitativo

-Nella riunione del 15 marzo, oltre alla riduzione dei tassi summenzionata, la FED ha deciso di incrementare il suo portafoglio di Treasury securities di almeno 500 miliardi di dollari e il portafoglio di attività garantite da mutui emesse da agenzie di almeno 200 miliardi di dollari. Il 23 marzo sono state varate ulteriori misure di stimolo con i seguenti obiettivi: favorire il credito a imprese e famiglie attraverso nuovi programmi che consentono di aumentare i finanziamenti di 300 miliardi di dollari; attivare la Primary Market Corporate Credit Facility e la Secondary Market Corporate Credit Facility per favorire nuove emissioni di

obbligazioni da parte delle imprese e garantire la liquidità nei mercati secondari; attivare la Term Asset-Backed Securities Loan Facility per favorire il credito verso consumatori e imprese stimolando l'emissione di ABS garantiti da prestiti agli studenti, prestiti su carte di credito e altre tipologie di prestiti garantiti; espansione della Money Market Mutual Fund Liquidity Facility e Commercial Paper Funding Facility per facilitare i flussi di credito verso le municipalità. Inoltre, sempre il 23 marzo, è stato eliminato l'obiettivo precedentemente indicato di incremento del portafoglio titoli posseduto dalla FED (500 miliardi in più di Treasury e 200 miliardi in più di attività garantite da mutui) per permettere di incrementare il bilancio della FED senza limiti.

-La riunione straordinaria del 19 marzo del Monetary Policy Committee della BOE è stata l'occasione per annunciare l'aumento di 200 miliardi di sterline del portafoglio di bond governativi e di corporate bond detenuti dalla banca centrale.

-Nella riunione del 12 marzo la BCE ha deciso di incrementare di 120 miliardi, da utilizzare nel 2020, gli acquisti netti di attività previsti dai programmi già operativi. Si è trattato di un rafforzamento delle misure che erano già state riattivate nel novembre 2019. A distanza di pochi giorni, il 18 marzo, dopo un meeting straordinario, l'espansione quantitativa tramite l'acquisto di titoli è stata enormemente rafforzata avviando un nuovo programma di acquisto di attività (PEPP-Pandemic Emergency Purchase Programme) per un totale di 750 miliardi di euro da utilizzare entro la fine del 2020. In questo programma rientrano anche i titoli greci, fino ad ora esclusi dai vari programmi di acquisto di attività, è stato previsto un alleggerimento dei vincoli per l'acquisto delle attività emesse dalle imprese ed un allentamento degli standard per le garanzie, al fine di migliorare il flusso di fondi verso il settore imprenditoriale. Inoltre, attraverso il PEPP la BCE potrà acquistare titoli nazionali e sovranazionali superando i limiti massimi attualmente previsti, pari, rispettivamente, al 33% e 50% dei titoli in circolazione.

Infine, nella riunione del 4 giugno la Presidente Lagarde ha comunicato tre novità riguardanti il PEPP: a) una estensione temporale fino a giugno 2021; b) un incremento degli acquisti di 600 miliardi, che portano il totale a 1350 miliardi di euro; c) il reinvestimento, almeno fino alla fine del 2022, del capitale rimborsato dai titoli scaduti.

3) Ulteriori misure di supporto alla liquidità delle banche e al credito

-Il 15 marzo la FED ha varato una serie di misure volte a migliorare la condizione di liquidità delle banche: il coefficiente di riserva obbligatoria è stato azzerato; il tasso sui prestiti alle banche è stato ridotto di 150 punti base fino allo 0,25% (primary credit rate delle discount window) per favorire eventuali richieste di liquidità da parte degli istituti; si è incoraggiato l'utilizzo del credito giornaliero sia garantito che non garantito per supportare la liquidità di famiglie e imprese e migliorare il funzionamento del sistema dei pagamenti; è stato permesso l'utilizzo di buffer di capitale e di liquidità per favorire l'erogazione di prestiti soprattutto verso famiglie e imprese colpite dal contagio.

-Nella riunione del 10 marzo in cui la BOE ha ridotto per la prima volta i tassi, sono state approvate altre importanti misure per supportare il sistema bancario e il credito: una Term Funding scheme for Small and Medium-sized Enterprises TFSME che serve a fornire fondi alle banche per la durata di quattro anni a tassi prossimi al Bank rate, da utilizzare per fornire fondi a famiglie e imprese, in modo particolare PMI; riduzione allo 0% del countercyclical capital buffer sulle esposizioni verso debitori del Regno Unito per supportare l'attività di credito delle banche, si stima un valore di 190 miliardi di Sterline di crediti aggiuntivi grazie alla possibilità di utilizzare il capitale aggiuntivo ora richiesto dal countercyclical buffer.

Inoltre, il 17 marzo la BOE e il Ministero del Tesoro hanno lanciato la Covid Corporate Financing Facility per supportare la liquidità delle grandi imprese attraverso l'acquisto di commercial paper a breve termine emesse dalle stesse imprese.

-La BCE, nella riunione del 12 marzo, ha varato due misure per fornire liquidità al sistema bancario: 1) aste a lungo termine, previste ogni settimana, tutte con scadenza 24 giugno 2020 e con tassi pari a quello sulla deposit facility (ora a -0,5%). Queste aste servono per fornire ulteriore liquidità alle banche che ne avessero bisogno e per accompagnarle verso la nuova prima asta mirata a lungo termine (TLTRO III) prevista proprio il 24 giugno; 2) le condizioni delle TLTRO III sono state ulteriormente allentate prevedendo adesso come tasso dell'operazione un tasso minimo di 25 punti base inferiore al tasso di policy (quindi -0,25%) e la possibilità di scendere fino a 25 base al di sotto del tasso sulla deposit facility (quindi si scenderebbe al -0,75%) tra giugno 2020 e giugno 2021 se la banca supera i parametri previsti dalle TLTRO III sui flussi di erogazione del credito. È stato innalzato il valore complessivo dei fondi che possono essere presi a prestito e non vi è più un limite di fondi che la singola banca può chiedere in prestito in ogni singola asta TLTRO III.

La riunione del 30 aprile è servita per modificare ulteriormente le condizioni delle TLTROIII e per varare nuove operazioni a più lungo termine. Nello specifico, le novità introdotte sono le due seguenti: 1) è stato deciso un ulteriore allentamento delle condizioni applicate alle TLTRO III prevedendo come tasso base dell'operazione un tasso di 50 p.b. inferiore al tasso di policy (prima erano 25 p.b.) e la possibilità di scendere fino a 50 p.b. al di sotto del tasso sulla deposit facility (prima erano 25 pb) tra giugno 2020 e giugno 2021 qualora la banca superi i parametri previsti dalle TLTRO III sui flussi di erogazione del credito. Quindi, poiché attualmente il tasso di policy è allo 0% e il tasso sulla deposit facility al -

0,5%, il tasso di queste operazioni oscillerebbe tra -0,5% e -1,0% nel periodo indicato; 2) si è deciso di condurre una serie di nuove operazioni di finanziamento denominate PELTROs (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations) per sostenere ulteriormente le condizioni di liquidità del sistema finanziario. La prima PELTRO è stata condotta a maggio, ne seguiranno altre sei fino a dicembre 2020 e avranno durata gradualmente decrescente, con maturity date concentrate nel terzo trimestre 2021. Le PELTRO saranno aste a tasso fisso e con piena aggiudicazione della liquidità richiesta. Il tasso applicato sarà pari a 25 punti base inferiore al tasso di policy medio del periodo dell'operazione (poiché il tasso di policy dovrebbe rimanere allo 0% fino a fine anno, i fondi attinti tramite le PELTRO saranno prestati ad un tasso pari a -0,25%).

Infine, la Vigilanza della BCE ha comunicato che le banche possono usare a pieno i buffer di capitale e di liquidità: le banche potranno temporaneamente operare non rispettando i requisiti previsti dal Pillar 2 Guidance, dal Capital Conservation buffer e dal Liquidity Coverage Ratio. Anche queste misure servono a liberare risorse utili per stimolare l'attività creditizia. Purtroppo non risultano ad oggi modificate le normative – di cui a suo tempo avevamo denunciato la caratteristiche di pro-ciclicità – entrate in vigore di recente e inerenti gli accantonamenti a copertura dei crediti problematici: è evidente, in particolare, che sarebbe necessario quantomeno dilazionare l'avvio del *calendar provisioning* al fine di evitare un impatto sul capitale delle banche del probabile lievitare di crediti di difficile esigibilità.² Va osservato, per contro, che si è provveduto ad alleggerire i criteri inerenti la valutazione del rischio di mercato, di particolare interesse per le grandi banche francesi e tedesche. Il CER evidenzia da anni l'eccessiva focalizzazione del regolatore e della vigilanza europea sul rischio di credito, a

² Non si è intervenuti, in particolare, sul Regolamento (UE) 2019/630 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 17 aprile 2019, che modifica il Regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda la copertura minima delle perdite sulle esposizioni deteriorate (GU L 111 del 25.4.2019, p.4).

scapito del rischio di mercato³. Questa eccessiva focalizzazione non soltanto sfavorisce il sistema bancario italiano rispetto ad altri, ma ha il risultato di lasciare insufficientemente presidiata la maggiore fonte potenziale di rischio sistemico.⁴ È sicuramente opportuno che, passati questi mesi di emergenza, questo aspetto sia attentamente riconsiderato dai regolatori e dalla vigilanza europea.

2.1.3. Confronto FED-BCE

Come si può desumere dai dettagli sopra esposti, l'intervento delle banche centrali è stato imponente. In questa sezione si analizzano i dati più recenti confrontando i bilanci della FED e della BCE per distinguere l'approccio delle due banche centrali.

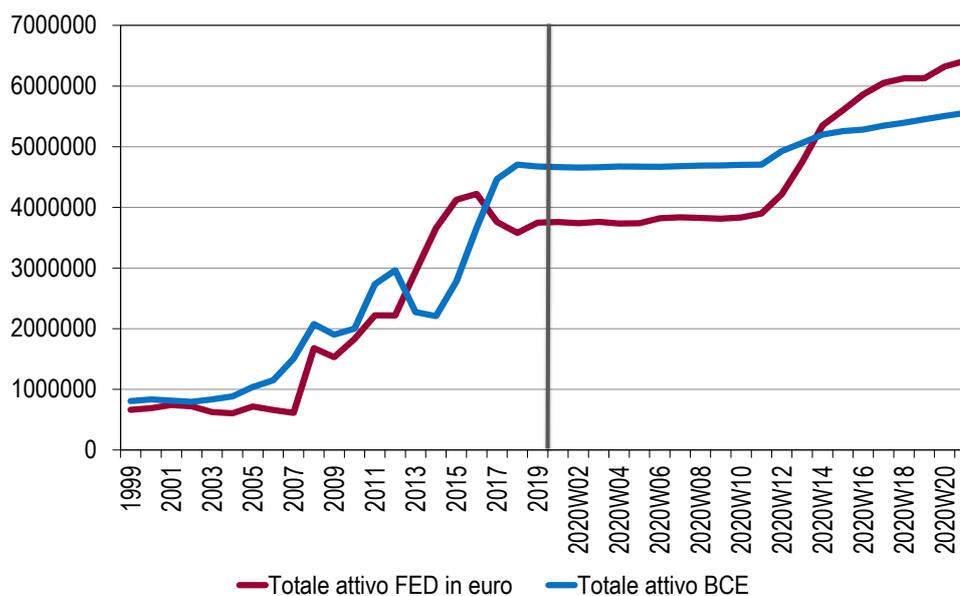
In primo luogo, per osservare la dimensione complessiva degli interventi, si può analizzare la variazione dell'attivo della BCE e della FED. Il grafico 4 mostra il valore assoluto del totale attivo di queste due banche centrali a partire dal 1999 ed espresso in euro. A partire dal 2007-8, con la crisi finanziaria legata ai mutui sub-prime, prende avvio l'incremento delle attività totali. Nel corso degli anni tale tendenza continua, anche se in modo non lineare, e a fine 2019 il totale attivo della BCE era pari a poco più di 4650 miliardi di euro, mentre quello della FED era di 3750 miliardi di euro. Nel corso delle prime settimane del 2020 il valore del totale attivo è rimasto sostanzialmente immutato. Da metà marzo, in concomitanza con il varo delle misure di stimolo summenzionate, si nota un rapido incremento del totale attivo del bilancio della FED che, in sole tre

³ In merito si vedano le seguenti ricerche del CER: "Le asimmetrie nella nuova regolamentazione bancaria europea: analisi e proposte", gennaio 2017; "Gli approcci alternativi nell'attuale impianto di Basilea", dicembre 2017; "Per una regolamentazione finanziarie efficace ed efficiente", febbraio 2018; "Asimmetrie regolamentari derivanti dall'Unione Bancaria Europea", novembre 2018; "Le conseguenze di arbitraggi e asimmetrie regolamentari sull'approccio al rischio delle banche europee", dicembre 2018.

⁴ In merito si veda A. Forte, "Rischio di mercato e rischio sistemico ai tempi del Coronavirus", CER Current issues, marzo 2020..

settimane, ha superato il valore dell'attivo della BCE. Quest'ultima, pur avendo varato misure di stimolo ingenti, non è riuscita a far crescere il totale attivo con lo stesso ritmo della banca centrale statunitense. Nella seconda metà di maggio il totale attivo della BCE è arrivato a sfiorare i 5600 miliardi di euro, in crescita del 20% rispetto al dato di fine 2019, mentre il totale attivo della FED è arrivato a 6470 miliardi di euro, in crescita del 73% rispetto a fine 2019. Nello stesso periodo di tempo, cioè da fine 2019 a fine maggio 2020, la BOE ha visto crescere il totale attivo, espresso in euro, del 18%.

Grafico 4. Totale attivo BCE e FED, in migliaia di euro

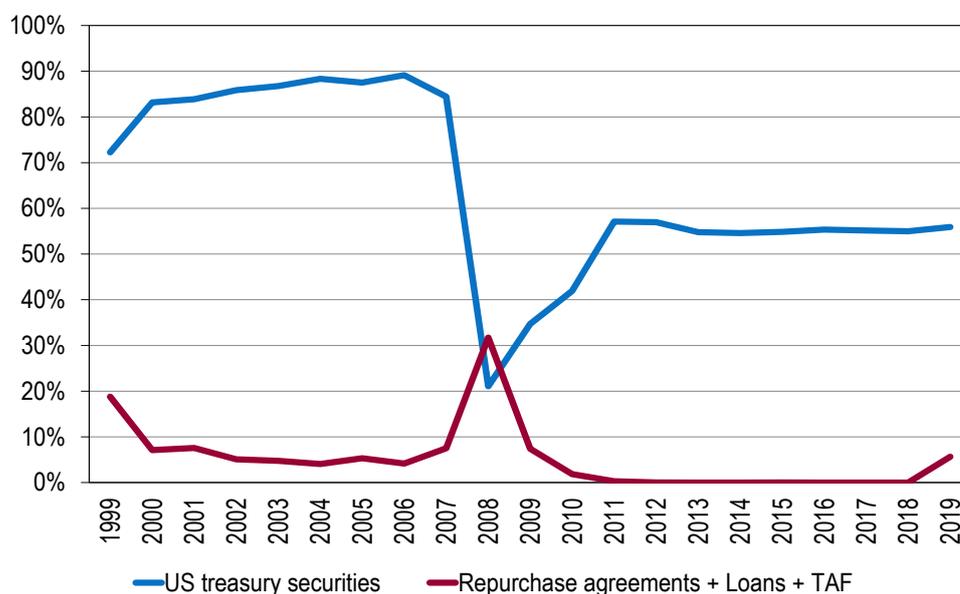


Fonte: elaborazioni su dati BCE e FED.

Il grafico 5 mostra l'andamento nel tempo di due componenti fondamentali del bilancio della FED: i titoli di stato detenuti in portafoglio e i prestiti concessi in varie forme alle banche. L'andamento dei treasury in portafoglio è molto particolare: prima della crisi sub-prime essi rappresentavano una quota decisamente elevata del totale attivo, nel corso del 2008 il loro peso si è molto

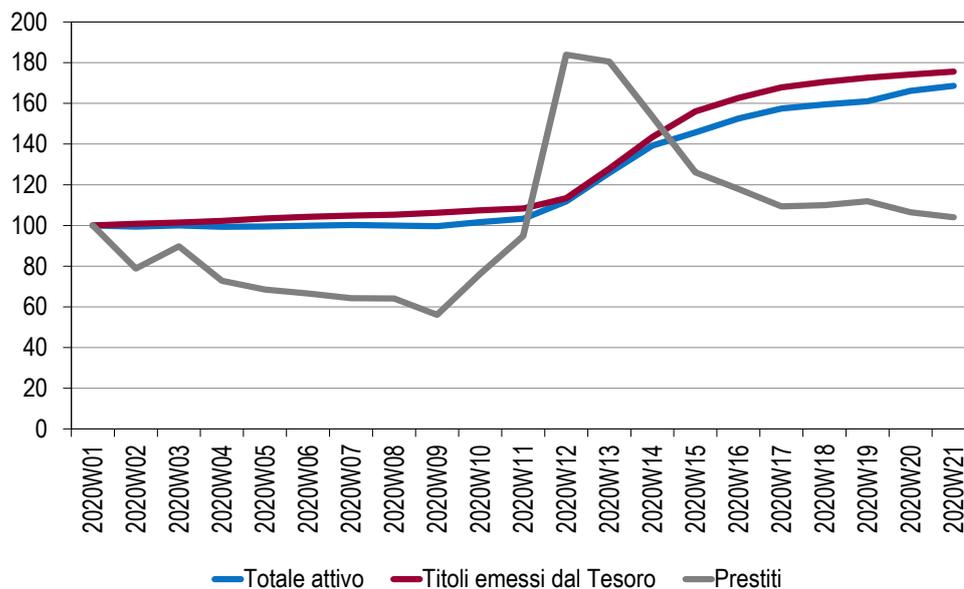
ridotto, poiché ad una loro riduzione in valore assoluto si è affiancata una crescita del totale attivo, e negli anni successivi, nonostante la marcata crescita in valore assoluto (tra 2008 e 2013 sono cresciuti del 365%) il loro peso sul totale attivo è rimasto intorno al 55% dal 2011 in poi. La liquidità concessa dalla FED alle banche, attraverso i repo, le misure straordinarie come il TAF e gli altri prestiti, hanno raggiunto un valore massimo nel 2008, intorno al 30%, ma poi hanno rappresentato una quota del tutto marginale. Evidentemente, il QE della FED forniva sufficiente liquidità alle banche, che non necessitavano di altri prestiti da parte della FED. Sul finire del 2019, a causa di particolari problemi nei mercati interbancari, la liquidità fornita dalla FED è tornata a crescere, ma il suo valore rispetto al totale attivo è rimasto marginale.

Grafico 5. Titoli di stato e liquidità concessa alle banche in percentuale del totale attivo, bilancio FED



Fonte: elaborazioni su dati FED.

Grafico 6. Totale attivo, titoli di stato e liquidità concessa alle banche, bilancio FED, I settimana di gennaio=100



Fonte: elaborazioni su dati FED.

Il grafico 6 si concentra sugli andamenti più recenti di queste tre voci del bilancio FED, esaminando i dati settimanali del 2020 e utilizzando il valore della prima settimana come riferimento. Da inizio anno e fino alla metà di marzo il totale attivo e il totale dei Treasury in portafoglio avevano mostrato una dinamica sostanzialmente piatta. In riduzione fino a fine febbraio erano risultati i prestiti, anche perché il dato di inizio anno scontava le misure varate dalla FED nella seconda metà del 2019 per ripristinare maggior liquidità nei mercati interbancari. I prestiti (repurchase agreements e loans) hanno cominciato a crescere per primi, già tra fine febbraio e inizio marzo, per poi mostrare un balzo a metà marzo, con una crescita di oltre 120 punti in poche settimane. La reazione del totale attivo e dei titoli del Tesoro è stata più ritardata, ma già ad inizio aprile l'incremento da inizi 2020 dei Treasury era diventato più marcato rispetto a quello registrato dai prestiti, che, dopo il picco di metà marzo, stavano rapidamente diminuendo. A

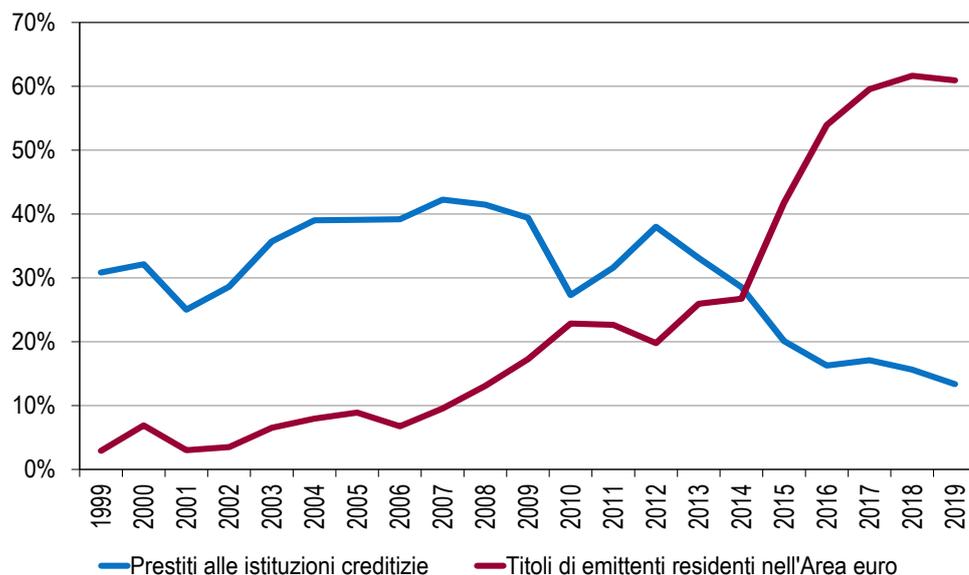
fine maggio i prestiti sono ritornati al livello di inizio anno, mostrando una normalizzazione della situazione della liquidità, mentre gli acquisti di titoli di stato e il totale attivo mostravano una crescita rispettivamente del 75% e 69%.

Un'analisi speculare è condotta sul bilancio BCE attraverso i grafici 7 e 8.

Il grafico 7 mostra il peso percentuale dei titoli di stato e della liquidità immessa dalla BCE rispetto al totale attivo dell'istituto di Francoforte. Tra 1999 e 2013 i prestiti effettuati con le operazioni di mercato aperto hanno rappresentato una quota compresa tra il 30 e il 40% del totale attivo. Al contrario, il peso dei titoli emessi da residenti nell'Area euro è cresciuto in modo deciso a partire dalla crisi sub-prime per poi mostrare un balzo deciso dal 2014. Si consideri che in questa voce rientrano gli acquisti sia dei titoli pubblici che di quelli privati. Si ricorda che risalgono al 2009 le prime misure specifiche di acquisto di titoli (il primo Covered Bond Purchase Programme), mentre i titoli pubblici furono acquistati per la prima volta attraverso il Securities Markets Programme a metà 2010. A fine 2019 i prestiti rappresentavano il 13% del totale attivo mentre i titoli erano pari al 61%.

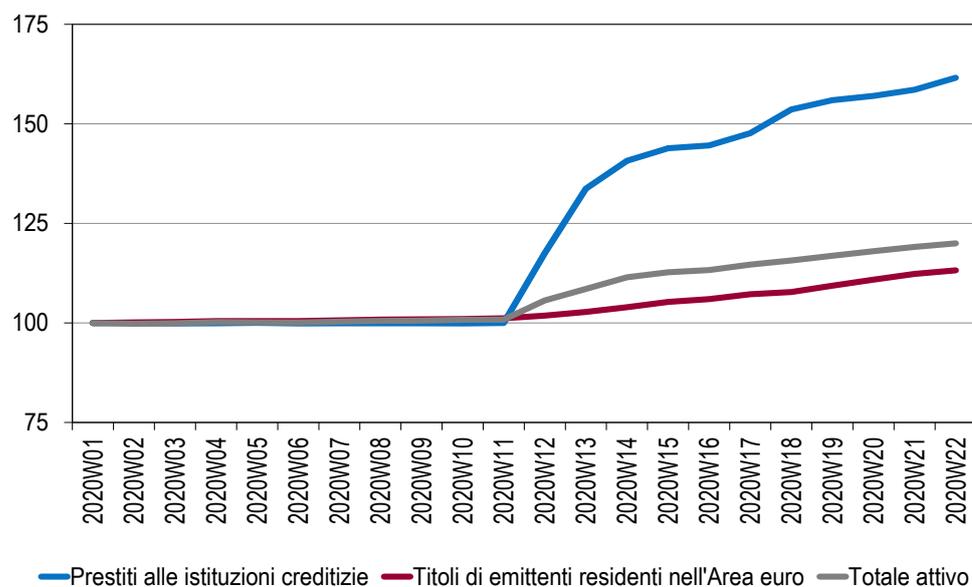
Questa situazione è rimasta pressoché immutata fino alla seconda settimana di marzo 2020, come mostrato nel grafico 8. A partire dalla terza settimana dello stesso mese (la dodicesima settimana dell'anno) si nota un break strutturale nell'andamento delle serie. La liquidità prestata dalla BCE alle istituzioni creditizie mostra un balzo di quasi 50 punti in poche settimane per arrivare ad una crescita di oltre 60 punti percentuali a fine maggio rispetto al dato di inizio 2020. Tempistica identica, ma con passo decisamente più lento, per gli acquisti di titoli e per il totale attivo che a fine maggio mostrano una crescita rispettivamente del 20 e del 13%.

Grafico 7. Titoli di stato e liquidità concessa alle banche in percentuale del totale attivo, bilancio BCE



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

Grafico 8. Totale attivo, titoli di stato e liquidità concessa alle banche, bilancio BCE, I settimana di gennaio 2020=100



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

Analizzando i dati emersi in questi grafici è possibile evidenziare le diversità tra FED e BCE nella risposta alla crisi da Covid-19:

- La FED è stata più rapida e aggressiva negli interventi, tanto da colmare in poche settimane il gap esistente con la BCE nel valore assoluto del totale attivo (grafico 4);
- La FED ha inizialmente aumentato la liquidità prestata alle banche per evitare crisi di brevissimo termine e ha poi cominciato ad acquistare i titoli emessi dal Tesoro statunitense (grafico 6);
- La BCE ha incrementato in modo repentino la liquidità per poi continuare a pompare moneta in modo più graduale fino a fine maggio ed è stata molto più misurata nell'acquisto di titoli, pubblici e privati (grafico 8).

Questi risultati sono in linea con quanto evidenziato nella sezione descrittiva: la FED si è mostrata più pronta ad intervenire, anche organizzando riunioni straordinarie per varare le misure di stimolo, e i suoi interventi sono stati di entità maggiore rispetto a quanto fatto dalla BCE.

2.1.4. Politiche monetarie espansive: due obiezioni e due risposte

Si è in altri termini riproposto durante questa crisi quanto osservato in occasione della precedente: la BCE è stata meno tempestiva nei suoi interventi, e anche da un punto di vista quantitativo essi sono stati sulle prime meno significativi di quelli posti in essere dalla FED.

D'altra parte, il dibattito sui pro e i contro delle politiche monetarie espansive, sia convenzionali (riduzione dei tassi d'interesse) che non convenzionali (acquisto titoli), è da sempre particolarmente vivace proprio all'interno dell'Unione Europea.

Le principali obiezioni economiche mosse dai critici di queste politiche sono state (e sono) le seguenti:

- 1) si tratta di un trasferimento mascherato dal Nord al Sud dell'Unione Europea (e in particolare dell'eurozona);
- 2) si tratta di misure che comportano limitati benefici in termini di crescita economica e che per contro comportano un rischio elevato di alimentare l'inflazione.

Alcune ricerche empiriche recenti smentiscono entrambe queste obiezioni.

1) Al fine di valutare a chi siano andati i maggiori benefici della politica monetaria espansiva della BCE, è possibile calcolare il risparmio sulla spesa per interessi passivi che gli Stati dell'Area euro hanno registrato grazie a essa. Per questa Audizione abbiamo effettuato tale elaborazione misurando il tasso implicito pagato nell'anno 2006 da ogni Stato (interessi passivi effettivamente pagati in rapporto al debito pubblico) e calcolando il pagamento di interessi passivi nel periodo 2007-2019⁵ imponendo tale tasso fisso per tutto il periodo⁶. La differenza tra quanto effettivamente pagato e quanto calcolato con il tasso fisso è il risparmio registrato nella spesa per interessi passivi.

Per l'intera Area euro il risparmio di spesa tra 2007 e 2019 è di 1.393 miliardi di euro, cumulando i risparmi di tutte le nazioni che utilizzano la moneta unica. In valore assoluto, le cinque nazioni che hanno registrato il maggior risparmio sono le seguenti: Germania -406 miliardi, Francia -353 miliardi, Italia -197 miliardi, Spagna -97 e Olanda -91 miliardi. Il valore assoluto del risparmio, pur fornendo

⁵ Questa elaborazione aggiorna i dati presentati in "Non tutte le crisi vengono per nuocere. Per la Germania un assegno da 280 miliardi di euro", C. Milani, CER Current Issues, febbraio 2018.

⁶ Nella simulazione si aggiunge-sottrae annualmente al debito effettivamente registrato la differenza tra gli interessi passivi effettivamente pagati e quelli calcolati con il tasso fisso. In questo modo si tiene conto dell'aumento di debito che si sarebbe verificato a seguito di una spesa per interessi maggiorata.

una visione già indicativa della situazione delle diverse nazioni, può non essere l'indicatore più preciso per considerare quale sia stata la nazione ad aver beneficiato maggiormente dalla politica monetaria espansiva. Per questo motivo, i grafici 9 e 10 mostrano il risparmio della spesa per interessi in rapporto al Pil e al debito, in modo tale da fornire un quadro più completo e mostrare il risparmio da interessi in relazione alla dimensione delle economie e dei debiti pubblici.

Il grafico 9 mostra il risparmio calcolato per l'anno 2019 rispetto al Pil 2019. In questo caso la nazione che ha più beneficiato è la Grecia che, tuttavia, è in una situazione del tutto particolare poiché è stata sottoposta a più interventi di salvataggio, a ristrutturazioni del debito ed è soggetta a controlli rafforzati da parte delle istituzioni europee. In seconda posizione troviamo la Francia che, in base ai calcoli descritti in precedenza, nel 2019, in assenza della politica monetaria espansiva, avrebbe speso in più per il pagamento degli interessi passivi una somma pari al 2,4% del Pil. Un aggravio di spesa identico rispetto al Pil si sarebbe registrato anche in Belgio, mentre in Italia il risparmio di spesa per interessi è stato pari al 2,2% del Pil. Considerando le altre due grandi nazioni dell'Area euro, sia in Germania che in Spagna il risparmio da spesa per interessi nel 2019 è calcolato pari all'1,6% del Pil.

Il grafico 10 mostra il rapporto tra il risparmio cumulato sulla spesa per interessi nel periodo 2007-19 e lo stock del debito pubblico a fine 2019. La nazione che primeggia in questa classifica è l'Estonia, Stato in cui il risparmio da interessi passivi rispetto ad una situazione di tassi fermi al valore del 2006 è calcolato pari al 23,9% del debito pubblico. In seconda, terza e quarta posizione ci sono tre nazioni usualmente restie ad accettare politiche europee espansive: l'Olanda ha registrato un risparmio di interessi pari al 23,0% del debito, in Germania il valore è pari al 19,8% e in Austria il rapporto è pari al 18,4%. Considerando le altre tre

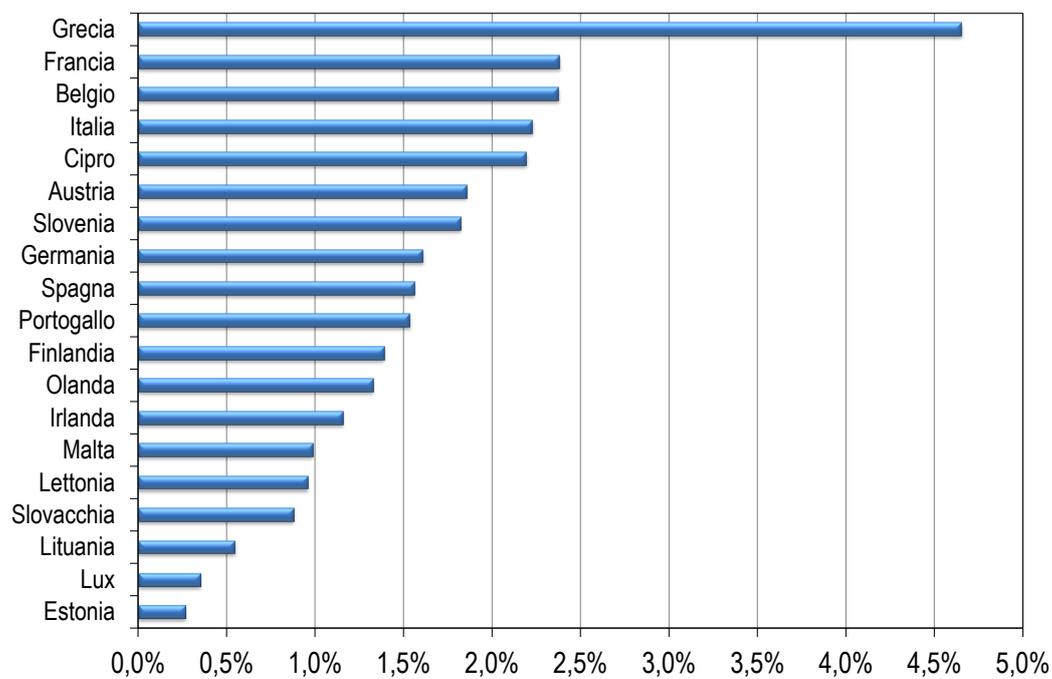
grandi economie dell'Area euro, in Francia il rapporto è stato pari al 14,9%, in Italia all'8,2% e in Spagna all'8,1%.

Un ultimo dato interessante è quello inerente il livello dei tassi di interesse impliciti pagati dai principali Paesi. Nel 2006 la differenza tra le nazioni era relativamente contenuta: in Olanda il tasso era pari al 4,4%, in Italia al 4,2%, in Germania e Spagna al 4,1% e in Francia era pari al 4,0%. L'anno scorso questi valori erano scesi all'1,3% in Germania (-2,8 punti rispetto al 2006), all'1,5% in Francia (-2,5 punti rispetto al 2006), all'1,6% in Olanda (-2,8 punti rispetto al 2006) al 2,4% in Spagna (-1,7 punti rispetto al 2006) e al 2,5% in Italia (-1,7 punti rispetto al 2006).

Questi dati evidenziano che alcune delle nazioni usualmente più restie ad appoggiare politiche espansive da parte della BCE e delle altre istituzioni europee sono, in realtà, tra i Paesi che più hanno beneficiato nell'ultimo decennio dall'impostazione ultra espansiva della politica monetaria.⁷

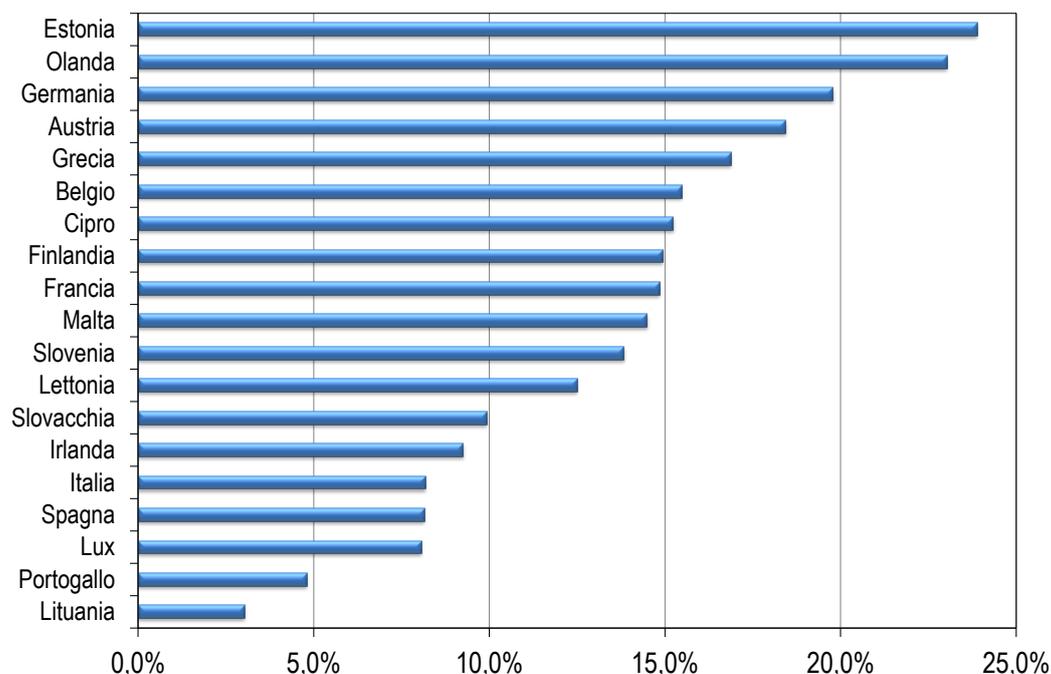
⁷ È interessante osservare come con le risultanze del nostro computo siano coerenti i calcoli periodicamente effettuati dalla Bundesbank, e resi noti da ultimo nel gennaio scorso dal quotidiano "die Welt": cfr. K. Seibel, *Staat freut sich über 436 Milliarden Euro – „während Sparer leiden“*, "die Welt", 20 gennaio 2020. Per un'analisi quantitativa degli effetti del QE della BCE sul prezzo dei Bund si può vedere K. Schlepper, H. Hofer, R. Riordan e A. Schrimpf, "Scarcity effects of QE: A transaction-level analysis in the Bund market", BIS Working Paper No 625, April 2017.

Grafico 9. Risparmio spesa interessi passivi 2019 in rapporto al Pil 2019, valori in percentuale



Fonte: elaborazione su dati Eurostat.

Grafico 10. Rapporto tra risparmio spesa interessi 2007-2019 e debito pubblico 2019, valori in percentuale



Fonte: elaborazione su dati Eurostat.

2) Gli effetti delle politiche monetarie espansive della BCE, ed in particolare dell'acquisto titoli, su crescita economica e inflazione sono state misurate da una recente ricerca condotta all'interno della Bundesbank.⁸ Più in particolare, la ricerca in questione ha stimato gli effetti dell'acquisto titoli (Asset purchase programme) dal 2015 al 2018 sul pil reale, i prezzi al consumo e il credito alle imprese non finanziarie nei quattro maggiori Paesi dell'eurozona (Germania, Francia, Italia e Spagna). Il risultato dell'indagine ha evidenziato con forza effetti positivi sulla crescita e sul credito alle imprese. Inoltre, come rilevato dagli autori, "gli effetti sull'inflazione sono generalmente più deboli di quelli sulla crescita del prodotto",

⁸ M. Mandler, M. Scharnagl, *Estimating the effects of the Eurosystem's asset purchase programme at the country level*, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper No 29/2020.

e molto modesti dopo il secondo anno.⁹ Di fatto l'indagine “suggerisce che gli effetti espansivi del QE in termini di output si trasferiscono solo in parte sull'aumento dei prezzi al consumo”. È interessante notare che il minore incremento di inflazione si registra in Italia.¹⁰

Il timore che le misure di QE comportino limitati benefici in termini di crescita economica e che implicino per contro rischi elevati di alimentare l'inflazione non appare pertanto confortato dalle evidenze empiriche.

2.1.5. Importanza di una politica monetaria espansiva nel momento attuale

Il conforto delle ricerche ora ricordate è tanto più importante in una fase come l'attuale, in cui le finanze pubbliche di tutti gli Stati dell'Unione Europea sono sottoposte a forti pressioni ed è quindi quanto mai opportuno sgombrare il campo da falsi problemi circa gli effetti delle politiche monetarie espansive.

È oggi più che mai essenziale il contributo della BCE alla riduzione degli oneri connessi al debito pubblico, tanto più che esso viene ora contratto non a seguito di politiche economiche sbagliate, bensì per evitare che un'emergenza derivante da un'esternalità gravissima e imprevedibile arrechi danni di lungo periodo, se non irreparabili, al tessuto produttivo. Inoltre, visto il contemporaneo intervento delle banche centrali in tutte le aree del mondo a sostegno delle rispettive economie, il necessario sostegno della politica monetaria all'economia europea non può per definizione rappresentare una svalutazione competitiva occulta della propria moneta – accusa che in passato era stata mossa alle politiche di QE poste in essere a seguito della crisi del 2008/9 negli Stati Uniti e dal 2015 anche in Europa.

⁹ M. Mandler, M. Scharnagl, op.cit., p. 13.

¹⁰ M. Mandler, M. Scharnagl, op.cit., p. 25.

L'azione della BCE è oggi, e continuerà a essere per lungo tempo, il contributo più significativo a livello UE ai fini della positiva risoluzione della crisi derivante dalla pandemia.

2.2. *L'utilizzo della leva di bilancio*

L'allentamento monetario ha ovunque accomodato una rilevante espansione dei bilanci pubblici. Con riferimento alle azioni intraprese dai singoli paesi europei, ci si è mossi con manovre che, oltre a contemplare misure di rafforzamento dei servizi sanitari, hanno introdotto interventi di sostegno diretto alle imprese e alle famiglie. Sono stati inoltre rafforzati i sistemi di garanzie pubbliche per il credito. La dimensione finanziaria degli interventi è ingente, tale da contribuire a elevare il deficit 2020 dell'area all'8,3% del Pil (0,6% nel 2019), con un aumento della spesa pubblica corrente dal 43.4 al 50.9% del prodotto. Non è materia di questa Audizione entrare nel dettaglio degli interventi nazionali, che pur rispondendo a una stessa matrice di intervento sembrano differenziarsi in misura significativa per entità, per efficacia e rapidità di attuazione. Un aspetto che non andrà tuttavia trascurato in prospettiva, potendo accentuare fenomeni di divergenza fra le posizioni competitive dei paesi membri.

Oggetto della presente analisi sono invece gli interventi che, pur in assenza di una struttura federale, sono stati proposti a livello comune. L'origine extra-economica della recessione ha infatti reso necessario l'allontanamento da una strumentazione prevalentemente finalizzata al conseguimento del pareggio di bilancio, considerato come uno dei capisaldi del buon funzionamento dell'economia della moneta unica. In una situazione in cui i mercati sono stati bloccati per esigenze di salute pubblica, non avrebbe avuto senso restare ancorati a un simile obiettivo, essendo state interrotte le traiettorie economiche all'interno deve necessariamente

isciversi un percorso di rientro dei disavanzi. Da parte delle autorità europee sono state dunque proposte tre diverse linee di azione (quattro ove si volessero includere anche finanziamenti BEI), che fanno riferimento a nuovi strumenti o alla rivisitazione di strumenti già esistenti. Rientrano nel primo campo lo strumento programma SURE e il costituendo Recovery Fund, mentre nella seconda fattispecie ricade l'utilizzo del MES per il finanziamento della spesa sanitaria.

SURE e MES sono accomunati dall'essere strumenti di debito utilizzabili a fronte di destinazioni specifiche dei fondi ottenuti. Di portata più ampia è il Recovery Fund, anch'esso attivabile a fronte di una preventiva identificazione dei progetti di spesa a cui destinare le risorse, ma all'interno di confini di intervento più ampi. Anche in una prospettiva di avanzamento del processo di integrazione europea, il Recovery Fund assume un rilievo che non può essere attribuito agli altri due strumenti.

2.2.1. Il Recovery Fund

La proposta avanzata lo scorso 23 maggio dalla Commissione comincia a definire nei dettagli la forma che assumerà il nuovo strumento di cui intende dotarsi l'Europa. Nella proposta, quello che nel dibattito continua a essere definito come Recovery Fund, diventa il programma Next Generation Eu, la cui dotazione secondo la proposta raggiungerebbe i 750 miliardi.¹¹ Il programma è articolato su tre pilastri e 11 tipologie di intervento, la più importante e innovativa delle quali è la Recovery and Resilience Initiative. Più importante perché assorbe il 75% delle

¹¹ Tale ammontare è peraltro tuttora oggetto di dibattito tra i Paesi membri, come conferma la presa di posizione del ministro delle finanze tedesco Scholz, che il 9 giugno scorso ha proposto di contenere l'intero programma in 500 miliardi di euro. Per un esame di dettaglio delle proposte attualmente sul tappeto quanto al Recovery Fund si fa rinvio all'audizione del prof. Lorenzo Codogno tenutasi il 3 giugno scorso innanzi a questa Commissione.

risorse del programma (560 miliardi) e più innovativa, sia perché prevede esplicitamente la concessione di finanziamenti a fondo perduto (grants, per un totale di 310 miliardi) da affiancare ai più tradizionali prestiti (loans, per complessivi 250 miliardi), sia perché le risorse affluirebbero ai singoli paesi in base al danno effettivamente subito a causa della recessione e non al loro peso sul Pil comunitario.

Rilevante è altresì la linea d'intervento denominata React-EU Initiative, che mette a disposizione delle nazioni più colpite fino a 55 miliardi attraverso un arricchimento della dotazione finanziaria della politica di coesione.

La novità più rilevante del programma Next Generation EU sta tuttavia nella proposta di raccogliere i 750 miliardi di risorse direttamente sul mercato, attraverso l'emissione di apposite obbligazioni da parte della Commissione (nel periodo 2020-24 e con scadenze comprese fra il 2028 e il 2058). Il costo dell'emissione verrebbe accollato direttamente al bilancio Ue, che a tal fine dovrebbe essere elevato al 2% del Pil (oggi 1.1%) in base alle vigenti regole di contribuzione. Un'ulteriore e alternativa fonte di finanziamento può essere costituita dall'aumento delle risorse proprie, ossia da forme di tassazione (diritti all'emissione di Co2, carbon tax; digital tax; imprese multinazionali) che affluiscono direttamente al bilancio Ue.

Nella proposta della Commissione, il programma Next Generation EU sembra assumere dunque un ruolo di apripista verso una configurazione federalista del bilancio comunitario e la creazione di un *safe asset* comune. Sarebbe per questo improprio considerare il programma come uno strumento adatto a gestire le situazioni di emergenza create dalla recessione pandemica. Le risorse mobilitate attraverso Next Generation EU sono, al contrario, finalizzate a obiettivi di medio-lungo termine e ricondotte all'interno di strategie già adottate dall'Unione europea, quali la transizione green o la trasformazione digitale. A tal fine, l'accesso

alle risorse resterebbe subordinata alla necessità, da parte del paese beneficiario, di predisporre piani di spesa e riforme capaci di garantire la convergenza sugli obiettivi concordati a livello europeo, come già avviene, ad esempio, per le politiche di coesione. La stessa disponibilità di risorse è distribuita su un arco di tempo lungo, per minima parte (11.5 miliardi) anticipata attraverso una maggiore spesa sul bilancio comunitario 2020.

Sembra dunque riduttivo assimilare Next Generation EU a un programma di mera natura emergenziale, essendo piuttosto vero che la Commissione tenta, con esso, di collocare l'emergenza all'interno di una visione strategica capace di rafforzare e guidare nei prossimi anni il processo di costruzione europea. Gli elementi di novità proposti da tale visione paiono importanti e sembra opportuno che su di essi, ossia sulle possibili direttrici di approfondimento dell'integrazione europea, si orienti anche la discussione nel nostro paese, a prescindere dall'ammontare di risorse di cui potremmo beneficiare.

2.2.2. SURE

Più circoscritte sono le finalità degli altri strumenti. Per quanto riguarda lo strumento SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*), si tratta di possibili prestiti concessi dall'Unione europea per finanziare programmi nazionali di sostegno dell'occupazione, resi necessari dalla recessione pandemica. I prestiti sono attivabili su richiesta dei singoli Stati, che devono offrire adeguata garanzia sul suo rimborso. Con una dotazione di risorse di 100 miliardi, lo strumento è considerato “una seconda linea di difesa per finanziare i regimi di riduzione dell'orario lavorativo e di misure analoghe”. L'intervento è riferito a “un repentino e severo aumento della spesa pubblica effettiva ed eventualmente anche programmata per preservare l'occupazione causata dalla pandemia”. Si consideri

al riguardo che, secondo le stime della Commissione europea, i trasferimenti sociali ricompresi nella fattispecie dello strumento SURE salirebbero quest'anno al 19,7% del Pil, a fronte del 16,7% del 2019 e del 17% che venne raggiunto nella recessione finanziaria del 2009. Per il nostro paese, i soli interventi per la CIG già approvati hanno un costo di 25,5 miliardi. La presenza dello strumento SURE potrebbe garantire il finanziamento delle ulteriori esigenze che si presenteranno nei prossimi mesi per il mantenimento dei livelli di occupazione.

2.2.3. *MES*

Venendo infine al MES, dopo l'ampio dibattito sviluppatosi sulla proposta di una sua riforma - a cui non si è peraltro più dato seguito, nonostante l'apparente urgenza che aveva portato alla sua formulazione - si acconsente oggi a un suo utilizzo limitato nel tempo e per un ammontare di risorse fino al 2% del Pil, per finanziare programmi di spesa sanitaria resi necessari dalla pandemia. In tal modo, si intende mettere a disposizione dei paesi che ne facciano richiesta risorse immediatamente disponibili, perché parte delle linee di credito che il MES può già attivare. Anche in questo caso il finanziamento avverrebbe sotto forma di prestito concesso a condizioni più favorevoli di quelle di mercato. L'unica condizionalità richiesta in partenza per l'accesso a questa forma di credito è l'impegno, che sarà monitorato dalla Commissione, a utilizzare le risorse per le specifiche finalità indicate. Sono sospese, esclusivamente per gli importi in oggetto, le altre condizionalità di accesso al MES, essendo peraltro già stata effettuata, da parte della Commissione, un'analisi di eleggibilità ai fondi, senza che siano emerse ragioni di esclusione per nessun paese. In ogni caso appare condivisibile quanto riferito dal prof. Moavero Milanese nella sua audizione del 9 giugno scorso dinanzi a questa Commissione, ossia che "accedere a qualunque tipo di supporto ci porta nella 'sorveglianza rafforzata'".

Nel complesso, sia lo strumento SURE, sia il MES, costituiscono due possibili strumenti di debito alternativi al ricorso diretto al mercato. In altre parole, entrambi possono abbassare il fabbisogno, ma non l'aumento del debito. Il loro eventuale utilizzo andrà considerato alla luce degli effettivi benefici che possono portare rispetto all'emissione di titoli di debito pubblico. Al riguardo giova rammentare che non soltanto il nostro Paese non patisce alcun problema di accesso al mercato, ma le due più recenti aste di titoli di Stato, in cui l'ammontare complessivo dei titoli assegnati è risultato grosso modo equivalente alla dotazione potenziale massima del MES per il nostro Paese, hanno visto un considerevole eccesso di domanda rispetto ai titoli offerti.