

**Luiss**  
School of European Political Economy

# **L'economia ai tempi del coronavirus: I diversi limiti della politica monetaria e delle politiche fiscali**

**Marcello Messori**

Policy Brief 8/2020

**LUISS**



March 15, 2020

## **L'economia ai tempi del coronavirus: I diversi limiti della politica monetaria e delle politiche fiscali**

**Marcello Messori<sup>1</sup>**

### **1. Il problema economico**

La drammatica pandemia del coronavirus minaccia di avere pesanti e prolungati effetti recessivi sull'economia europea e internazionale. Diversamente da quanto sembrava lecito sperare fino a qualche settimana fa, sta tramontando l'ipotesi di uno *shock* intenso ma di breve termine che avrebbe dato spazio a una rapida e robusta ripresa macroeconomica (una cosiddetta 'crisi a **V**'). Lo sfasamento temporale del picco sanitario fra Cina, parte dell'Asia, Italia, resto dell'Unione europea e Stati Uniti rischia di posporre il ritorno alla 'normalità' nella vita quotidiana delle maggiori aree economiche mondiali almeno fino all'estate del 2020; e un impatto così prolungato suggerisce una ben più temibile 'crisi a **L**', ossia una fase di drastica caduta del PIL nelle aree economiche avanzate, seguita da una stagnazione economica di lunga durata.

Paradossalmente, lo stesso sfasamento temporale dei picchi sanitari fra le maggiori aree economiche mondiali e all'interno di alcune di esse offre anche l'opportunità per abbassare le probabilità che una 'crisi a **L**' sia così grave da tradursi in una recessione o in una depressione internazionale. Per sfruttare questa opportunità, l'economia mondiale dovrebbe porsi in condizione di compensare con flessibilità le 'strozzature' nelle catene globali del valore, che si sono già manifestate e che si continueranno a manifestare con lo spostarsi geografico dei picchi epidemici. Si tratta di attenuare le 'strozzature' produttive aumentando il coinvolgimento di imprese succedanee, localizzate in aree che – di volta in volta – si trovano in fasi successive (o precedenti) la massima diffusione del coronavirus. L'attuazione di tale flessibilità richiede il rapido realizzarsi di progetti adeguati di investimento e di adattamenti produttivi efficaci; e, al riguardo, una condizione necessaria (anche se non sufficiente) è che le imprese più coinvolte nelle 'strozzature' dispongano di abbondante liquidità. Il problema è che queste stesse imprese sono, per definizione, in transitoria difficoltà perché necessitano di trasformazioni; ed è improprio pensare che il normale funzionamento dei meccanismi di mercato spinga banche e altri intermediari, anche molto liquidi, a sostenere finanziariamente le riconversioni di imprese in transizione.

---

<sup>1</sup> Si ringraziano Ignazio Angeloni, Carlo Bastasin, Sergio De Nardis e Giuseppe Pisauro per gli utili commenti a una precedente versione del presente scritto.

Almeno fino all'inizio di marzo, i settori bancari delle principali aree economiche non hanno certo sofferto per carenza di liquidità. Per esempio: anche trascurando per il momento le decisioni assunte dalla Banca Centrale Europea (BCE) nella riunione del 12 marzo 2020 (cfr. i successivi paragrafi 5 e 6), i principali gruppi bancari nell'area dell'euro hanno indirettamente beneficiato di un terzo programma di "quantitative easing" (QE3), pur se di portata mensile ridotta rispetto ai precedenti (20 miliardi di euro), e hanno direttamente beneficiato di generosi ri-finanziamenti (T-LTRO) a tassi anche negativi (- 0,5%). Inoltre, molte delle grandi imprese nazionali o sovranazionali efficienti hanno avuto posizioni finanziarie nette positive e sono state oggetto di massicce offerte di credito che hanno, spesso, rifiutato. Nonostante i venti di recessione, vi sono quindi ampie disponibilità liquide nel sistema economico. Nondimeno, dopo la crisi finanziaria internazionale del 2007-'09, la regolamentazione del settore bancario è diventata più severa. I più stringenti e discrezionali requisiti patrimoniali, i maggiori vincoli nella composizione delle passività, gli obblighi per una più rapida liquidazione dei crediti e di altre attività finanziarie problematiche hanno accresciuto la selettività nell'offerta di prestiti discriminando le imprese di piccola e piccolo-media dimensione con problemi di transizione o con problemi – anche temporanei – di redditività. Il fenomeno è particolarmente preoccupante nell'area dell'euro che è fortemente banco-centrica: tale tipologia di imprese ha difficoltà a reperire fonti non-bancarie di finanziamento esterno.

L'impatto economico del coronavirus sta appesantendo gli ultimi problemi descritti. La pandemia rafforza la discriminazione finanziaria, in quanto amplia il numero di piccole e piccolo-medie imprese con interruzioni produttive e con profittabilità insufficiente o addirittura negativa. Inoltre, causando il collasso dei mercati azionari e – soprattutto – dei prezzi azionari delle banche quotate, essa incide negativamente sui coefficienti di capitale e finisce, così, per rafforzare ed estendere la selettività dei finanziamenti bancari. Questa selettività colpisce anche – se non soprattutto – le piccole e piccolo-medie imprese che dovrebbero perseguire rapide riconversioni per superare le 'strozzature' nelle catene globali del valore. Se ciò prolungasse i blocchi nelle catene globali del valore, sarebbero colpite anche la redditività e la liquidità nel resto dei settori internazionali della manifattura e dei servizi.

## 2. L'inefficacia delle politiche monetarie

Le precedenti considerazioni mettono in dubbio l'efficacia di limitarsi al rafforzamento delle politiche monetarie espansive. Se usano i canali monetari di trasmissione (mediante qualche forma di QE), tali politiche non sono in grado di distribuire in modi selettivi l'accresciuta liquidità immessa nel sistema economico; se usano i canali bancari di trasmissione (mediante qualche forma di T-LTRO), esse possono condizionare la destinazione dei nuovi afflussi di liquidità ma solo per mezzo di incentivi *ex ante* e *ad hoc* e per mezzo di costosi controlli *ex post* di difficile attivazione. Pertanto, se l'obiettivo è di aumentare i finanziamenti alle piccole e piccolo-medie imprese – specie a quelle cruciali per superare le 'strozzature' nelle catene globali del valore, appare poco efficace rafforzare solo la politica monetaria espansiva. Ciò è particolarmente vero nel caso dell'Unione economica e monetaria europea (UEM): ulteriori incrementi nel livello assoluto dei tassi negativi di interesse potrebbero avere effetti distorsivi e – addirittura – recessivi per i sistemi economici nazionali, spingendo i risparmiatori ad aumentare la loro già eccessiva tesaurizzazione monetaria. Inoltre, data la scarsa offerta potenziale di titoli del debito pubblico di vari

stati-membri ‘virtuosi’ e i vincoli di composizione degli acquisti nell’ambito dei programmi di QE (il rispetto della cosiddetta *capital key*), un’accresciuta domanda di titoli da parte della BCE si dovrebbe concentrare su obbligazioni private e avrebbe, così, l’effetto indesiderato di avvantaggiare le grandi imprese emittenti di *corporate bond* che – almeno per ora – hanno abbondante liquidità.

La limitata efficacia di ulteriori espansioni nelle politiche monetarie ha trovato un recente riscontro nella negativa reazione degli investitori statunitensi e internazionali rispetto all’inatteso taglio di 50 punti base nei tassi di interesse di *policy* da parte della Federal Reserve (Fed). Oltre ad apparire sovradeterminata dalle pressioni politiche dell’Amministrazione Trump, una riduzione tanto drastica è stata difficile da giustificare rispetto al suo preteso impatto positivo sull’economia statunitense.

Questa difficoltà di giustificare simili iniziative di politica monetaria ha, del resto, un fondamento analitico che riguarda la natura peculiare della crisi in corso. Diversamente da quanto avvenuto in altri momenti di rottura (per esempio, la recente crisi del 2007-‘09)<sup>2</sup>, il coronavirus ha prodotto uno *shock* esogeno che non ha colpito direttamente i mercati finanziari e/o la domanda aggregata finale bensì l’offerta aggregata e la domanda di specifici servizi (tipicamente, quelli legati al turismo, ai trasporti e a larga parte della distribuzione commerciale). Solo come conseguenza l’impatto negativo diretto sull’offerta aggregata si sta propagando ai redditi e alle posizioni occupazionali precarie e stabili di vari dipendenti e, in modo contraddittorio e particolarmente ‘irrazionale’, ai comportamenti quotidiani dei consumatori e alle decisioni degli investitori finanziari. Drastici rafforzamenti dell’espansione monetaria, specie se precipitosi e finalizzati a sostenere tutti i redditi (sia quelli già colpiti che quelli non ancora colpiti dalla crisi) mediante – per esempio – una qualche forma di ‘elicottero’ monetario (come sperimentato a Hong Kong), avrebbero il risultato di accentuare i temporanei squilibri fra il lato ‘corto’ dell’offerta e la domanda e di produrre ulteriori distorsioni nell’apparato produttivo e nella stessa gestione sanitaria del problema.

Quanto detto non significa, ovviamente, che iniziative espansive di politica economica siano superflue. Nei paesi colpiti per primi dalla diffusione del coronavirus (molti Stati asiatici), il sistema economico è entrato in fase di recessione o di severa stagnazione; e, nel caso dell’Italia, l’epidemia ha aggravato una recessione già in atto. Per giunta, l’elevatissima probabilità (99,9%?) che tale epidemia si propaghi, con analogo intensità, in molti altri paesi delle aree economiche più forti comporta il grave rischio di una pesante recessione internazionale. E’ quindi essenziale attivare con urgenza sostegni generalizzati all’offerta aggregata e, in particolare, sostegni selettivi e risorse finanziarie ai comparti di attività (per esempio: turismo, trasporti e gran parte della distribuzione commerciale) e alle imprese fortemente coinvolte dall’epidemia e, quindi, in temporanea difficoltà. E’ altrettanto urgente tutelare i redditi e l’occupazione dei lavoratori coinvolti in questi settori, al fine di limitare l’impatto sociale del coronavirus e una caduta della domanda aggregata. Queste iniziative dovrebbero incominciare a essere attuate nelle aree e nei paesi oggi più sotto pressione.

---

<sup>2</sup> Un parallelo andrebbe, semmai, istituito con le crisi petrolifere degli anni settanta (in particolare, la prima). In quel frangente, lo *shock* petrolifero si accompagnò peraltro ad altri gravi *shock* simmetrici o a *shock* specifici ed endogeni a singoli paesi (per esempio, le lotte operaie in Italia).

### 3. Politiche fiscali espansive

Per concretizzare i sostegni e le tutele indicate alla fine del precedente paragrafo, è necessario fare ricorso ad almeno tre strumenti: l'espansione delle politiche di bilancio pubblico, il disegno di incentivi fiscali *ad hoc*, l'alleggerimento dei requisiti di capitale e dei vincoli sulla contabilizzazione e liquidazione dei prestiti problematici per le banche disposte a finanziare imprese in transizione o in temporanea difficoltà. Tali strumenti vanno, peraltro, declinati nei loro specifici contenuti. Ecco perché, in questo paragrafo e nei tre successivi, si concentrerà l'analisi sull'Italia e sull'area europea. In particolare, le considerazioni relative alla politica e agli incentivi fiscali assumono come riferimento la situazione italiana e – solo quando sottolineato esplicitamente – chiamano in causa le istituzioni europee. Viceversa, dato l'accentramento della politica monetaria così come della regolamentazione e della vigilanza bancaria nella UEM, le relative considerazioni si riferiscono all'area dell'euro e – solo quando necessario – ai principi internazionali di Basilea.

La risposta delle politiche fiscali italiane al coronavirus dovrebbe finanziare i costi crescenti degli stabilizzatori automatici in essere (in particolare, cassa integrazione in deroga e altri sostegni ai redditi della popolazione) e dovrebbe estendere tali stabilizzatori ai comparti di attività oggi non coperti ma più colpiti dall'impatto del coronavirus. In via immediata, queste politiche fiscali dovrebbero anche effettuare quegli investimenti pubblici nella sanità (e nella relativa 'ricerca e sviluppo') che sono richiesti per gestire al meglio e arginare la pandemia. Le stesse politiche dovrebbero, poi, disegnare incentivi fiscali *ad hoc* per quelle imprese nell'industria e nei servizi che sono costrette ad attuare rapide e parziali riconversioni al fine di adattarsi alle 'strozzature' del loro ciclo produttivo e a inattesi vincoli tecnico-organizzativi. Esse dovrebbero, inoltre, evitare la bancarotta delle imprese che hanno subito blocchi repentini della loro attività ma che hanno realizzato risultati positivi nel recente passato e che mantengono potenziali di profittabilità per il futuro. Infine, le politiche fiscali avrebbero il compito di assicurare le condizioni per una pronta ripresa dell'economia italiana, una volta superato il picco dei contagi, limitando la caduta degli investimenti privati indotta dalla paura dell'epidemia, dalla recessione e dall'incertezza circa il futuro. A tale fine, esse dovrebbero realizzare due obiettivi: selezionare quegli investimenti pubblici che offrono la più efficace combinazione fra risultati di breve termine e riduzione dei costi per gli investimenti privati; predisporre incentivi fiscali a favore di quegli investimenti privati che siano in grado di rafforzare la struttura dell'offerta in tempi rapidi ma con prospettive di medio-lungo termine.

Sotto molti aspetti le iniziative, che il governo giallo-rosso sta assumendo, vanno nella direzione qui suggerita. Il Presidente del Consiglio e il Ministro dell'Economia si sono, infatti, impegnati a: effettuare interventi nel settore sanitario per superare le crescenti carenze di personale, di macchinari e di infrastrutture; salvaguardare il potenziale dell'offerta di beni e servizi nelle zone geografiche e nei comparti di attività più colpiti dall'epidemia mediante sospensioni di imposte, sostegni finanziari, garanzie e altri incentivi; assicurare redditi, sgravi fiscali e una riduzione di vari oneri ai lavoratori che rischiano l'interruzione o la perdita delle loro attuali occupazioni. Per tradurre questi impegni in immediate azioni concrete, il governo italiano ha deciso di accrescere la spesa pubblica netta per il 2020 di poco più di 15 miliardi di euro. Tenendo conto dei connessi assestamenti dal lato delle entrate del bilancio pubblico (in particolare, maggiori imposte), tale incremento porterebbe il rapporto atteso fra deficit nominale e PIL dell'Italia per l'anno in corso appena al di sotto della soglia del 3%.

Va tuttavia notato che, rispetto agli interventi sopra suggeriti, il primo pacchetto governativo non comprende adeguati interventi di breve termine per la realizzazione di investimenti pubblici e per un più robusto sostegno degli investimenti privati. Questi interventi sono presumibilmente posposti a una seconda fase (con una spesa prevista di circa 10 miliardi di euro). L'ordine dell'impegno governativo complessivo è, quindi, stimabile in circa 25 miliardi di euro. Esso rimane al di sotto di quello richiesto per realizzare la politica fiscale delineata nel presente lavoro (cfr. sopra). Anche se un calcolo accurato richiederebbe un esame puntuale delle singole voci, l'incremento approssimativo della spesa pubblica per la realizzazione della proposta di politica fiscale qui suggerita ammonta a circa 35 miliardi di euro sotto l'assunto che – verso la fine di maggio – l'economia italiana inizi un graduale processo di ritorno alla normalità. Sia che si adotti tale suggerimento sia che si opti per la politica governativa, se affidata solo al livello nazionale, l'attuazione dell'espansione fiscale comporterebbe un ampio sfioramento della regola europea del 3% quale soglia massima del rapporto *deficit* nominale/PIL.

#### 4. Le controindicazioni delle politiche discrezionali

Si ritiene che, data l'eccezionalità della situazione economica nazionale e internazionale indotta dalla pandemia del coronavirus, la Commissione europea e il Consiglio dell'Unione europea giudicheranno il possibile sfioramento italiano della soglia del 3% come non in contrasto con i Trattati europei<sup>3</sup>. Si ritiene però anche che, nonostante la probabile flessibilità dei vincoli europei, il governo italiano non sia in grado di attuare efficacemente né il suo pacchetto complessivo né la politica fiscale qui suggerita per almeno tre motivi.

Primo: soprattutto in quest'ultima versione, la politica delineata prevede interventi molto discrezionali. Non essendosi dotata di una preventiva e credibile strategia di sviluppo dell'economia nazionale nell'area dell'euro e nel lungo termine, la frammentata coalizione giallo-rossa finirebbe per utilizzare tale discrezionalità in modo distorsivo e per rafforzare le posizioni di rendita; d'altro canto, trattandosi di una *policy* applicata a una situazione in rapido mutamento, la rinuncia a una forte discrezionalità dilaterrebbe la spesa richiesta da ogni singola iniziativa e alimenterebbe i comportamenti opportunistici dei beneficiari. Secondo: in Italia, le inefficienze della pubblica amministrazione sono un pesante ostacolo alla rapida e rigorosa realizzazione di investimenti pubblici decisi. Pertanto, come è accaduto nel recente passato rispetto al nostro utilizzo della flessibilità concessa dalla Commissione europea (*Comunicazione* del gennaio 2015), le *policy* varate si ridurrebbero a un inefficiente profluvio di spesa corrente in grado, forse, di mitigare le emergenze ma non di preparare l'economia italiana per il dopo crisi. Terzo: anche come effetto del primo e – soprattutto – del secondo punto, l'impatto di un rapporto *deficit* pubblico nominale/PIL al di sopra del 3% mette seriamente a rischio la sostenibilità dell'ingente *stock* di

---

<sup>3</sup> Si ricordi che l'Italia si trova nel braccio preventivo del patto di Stabilità e Crescita e che, nel 2020, il PIL italiano registrerà una variazione negativa. Pertanto, le regole europee non richiedono alcun aggiustamento nel *deficit* pubblico strutturale per quello stesso anno. Ne deriva che il governo italiano potrebbe rispettare le regole europee e, al contempo, realizzare un rapporto fra *deficit* pubblico nominale e PIL superiore al 3%. Come si ribadirà nel prosieguo di questo lavoro, il problema è che un aumento del *deficit* pubblico e una caduta del PIL farebbero aumentare in notevole misura il rapporto debito pubblico /PIL; e, nel caso italiano, ogni aumento significativo di tale rapporto crea gravi problemi di sostenibilità del debito pubblico dato l'abnorme *stock* accumulato.

debito pubblico italiano accumulato fino a oggi (più del 135% del PIL); il che comprometterebbe la ripresa economica futura e la stessa stabilità del nostro paese.

Questi tre motivi raccomandano di limitare la politica fiscale, varata autonomamente dal governo italiano, alle effettive spese di emergenza che sono dettate dalla gravità dell'attuale situazione sanitaria ed economica. Anche in tale caso è difficile effettuare una stima precisa del fabbisogno totale richiesto, senza un elenco dettagliato e un esame puntuale dei singoli interventi da realizzare. Appare tuttavia ragionevole ritenere che l'incremento delle spese pubbliche correnti e dei correlati incentivi fiscali possa essere contenuto entro i 10 miliardi di euro, così da indurre aumenti nel rapporto *deficit* pubblico nominale/PIL poco al di sopra di 0,5 punti percentuali e da causare, così, un non trascurabile ma gestibile aumento del nostro debito pubblico per il 2020.

E' però evidente che questi interventi di emergenza non sarebbero sufficienti per arginare la recessione dell'economia italiana e per preparare il nostro apparato produttivo alla fase successiva rispetto al picco epidemico. D'altro canto, si è già sottolineato che un programma di espansione fiscale pari a 35 miliardi di euro non sarebbe realizzabile a livello nazionale. La proposta è quindi che la differenza fra i 35 miliardi di euro da stanziare per il programma fiscale ed espansivo qui suggerito e i 10 miliardi di euro delle spese di emergenza diventi oggetto di un accordo di cooperazione con le istituzioni europee. Tale accordo, che non comporterebbe l'attivazione né di uno schema europeo di aiuto né di una linea precauzionale del Meccanismo europeo di stabilità (ESM) ma che tenderebbe piuttosto a rispolverare la vecchia idea dei *contractual arrangements* (2012-2013), dovrebbe sfociare in un programma efficace per il raggiungimento di tre risultati: il rapido superamento della recessione economica italiana, che è aggravata ma non causata dalla epidemia di coronavirus; il varo di programmi concreti, disegnati e co-gestiti con le istituzioni europee, per investimenti pubblici e per incentivi agli investimenti privati; il coinvolgimento delle stesse istituzioni europee nel finanziamento di questi programmi. Rinunciando a parte della sua sovranità nazionale in materia di politiche fiscali e di bilancio, l'Italia userebbe l'attuale emergenza per gettare le basi del suo sviluppo sostenibile nel dopo crisi da coronavirus.

Nei giorni scorsi, la Commissione europea ha aperto uno spiraglio per procedere in questa direzione. La presidente von der Leyen si è, infatti, impegnata a proporre alle altre istituzioni europee (Consiglio europeo, Parlamento e Consiglio dell'Unione europea) il varo di un fondo di 37 miliardi di euro per contrastare l'impatto della pandemia del coronavirus sulle economie dei paesi dell'Unione europea. Si tratta di un piccolo fondo, specie se si considera che ha come base risorse già allocate o accantonate nei bilanci europei e che prevede un generoso *leverage*. Eppure, sarebbe incongruo se l'Italia non mettesse un suo piede nello spiraglio europeo che si è così aperto.

## 5. La necessità dell'intervento europeo

Uno degli obiettivi della cooperazione fra il governo italiano e la Commissione e/o altre istituzioni europee (per esempio, la Banca europea per gli investimenti) per la definizione e l'attuazione nel nostro paese di una politica fiscale espansiva, incentrata su investimenti pubblici e su incentivi agli investimenti privati, è di condividere gli

oneri finanziari per l'attuazione dei diversi interventi. L'auspicio è pertanto che il modesto fondo, lanciato dalla Presidente von der Leyen, rappresenti solo il primo passo per l'attivazione di un impegno europeo ben più consistente e temporaneamente finanziato mediante *deficit* accentrati (emissione di *euro-coronavirus-bond*) o stabilmente finanziato mediante l'attivazione di nuove risorse proprie nel bilancio finanziario pluriennale (per esempio, consistenti imposte per la lotta al cambiamento climatico). Tuttavia, anche se il coinvolgimento finanziario diretto dell'Unione europea fosse limitato a una frazione del nuovo fondo proposto da von der Leyen (per esempio, 7,5 miliardi di euro), all'Italia converrebbe rinunciare a un po' della sua autonomia per condividere la responsabilità delle iniziative di politica fiscale nazionale con le istituzioni europee.

La gestione del bilancio pubblico italiano nel corso degli anni ottanta del ventesimo secolo e del primo decennio del Duemila (2002-2007) è stata dissennata; e i mancati aggiustamenti del debito pubblico italiano fra il 2015 e il 2017 hanno impedito di sfruttare l'opportunità offerta dai livelli minimi nella struttura dei tassi nominali e 'reali' di interesse. Di conseguenza, oggi la capacità fiscale del nostro paese è molto limitata e la sostenibilità del nostro debito pubblico è subordinata all'intonazione espansiva della politica monetaria. Pertanto, in Italia, tutti i significativi allentamenti fiscali e i connessi aumenti del *deficit* pubblico rispetto al PIL creano minacce di instabilità. Data la necessità urgente di progettare e lanciare una politica del genere, la cooperazione con le istituzioni europee equivarrebbe a un avallo esplicito della scelta italiana da parte della Unione europea; in particolare, essa offrirebbe una preziosa, anche se debole e informale, garanzia che gli interventi fiscali espansivi rafforzeranno la crescita italiana e che, quindi, la dinamica del nostro debito pubblico rimarrà sotto controllo.

Per giunta, tale cooperazione darebbe vantaggi non solo al governo italiano ma anche alle istituzioni europee. Nell'attuare politiche fiscali discrezionali, vi è un forte rischio di commettere errori o di assecondare posizioni di rendita e di generare, così, squilibri nell'economia e maggiori disegualianze sociali. Come si è già detto, una gestione solo italiana di queste politiche renderebbe il rischio molto elevato a causa delle inefficienze politico-istituzionali. Lo stesso varrebbe nel caso di una gestione solo accentrata a livello europeo a causa di un'insufficiente informazione di dettaglio su varie situazioni specifiche. La cooperazione fra livello accentrato e livello locale potrebbe attenuare le debolezze delle due precedenti soluzioni e ridurre, così, i rischi per l'economia italiana; il che garantirebbe alle istituzioni europee una riduzione della potenziale instabilità di uno degli stati membri più rilevanti dell'area dell'euro.

Anche se fosse solida ed efficiente, la cooperazione fra istituzioni europee e governo italiano per la realizzazione di una politica fiscale espansiva non risolverebbe però tutti i problemi. Almeno nel breve termine, tale politica sarebbe facilitata se le imprese italiane (ed europee), che operano in 'strozzature' dei cicli produttivi e che necessitano di riconversioni, superassero i loro problemi di liquidità. Come si è sopra notato (cfr. par. 1 e 2), il mero rafforzamento di politiche monetarie espansive (convenzionali e non-convenzionali) non è adatto allo scopo perché incapace di discriminare rispetto all'allocazione della liquidità. E' invece necessario rendere conveniente ai mutuanti (ossia alle banche), che hanno una posizione dominante nei mercati finanziari europei e che sono costretti a soddisfare severi requisiti patrimoniali e stringenti tempi di liquidazione dei loro prestiti problematici, di erogare crediti a questa tipologia rischiosa di imprese.

Nonostante l'errata e maldestra comunicazione, secondo cui la banca centrale dovrebbe essere indifferente rispetto all'andamento dei cosiddetti *spread* fra gli stati membri dell'area dell'euro<sup>4</sup>, le decisioni assunte dal Consiglio direttivo della stessa BCE nella riunione del 12 marzo scorso hanno tenuto conto degli attuali limiti della politica monetaria europea e hanno utilizzato gli spazi disponibili per gettare le basi di promettenti soluzioni. La BCE ha, infatti, deciso di non modificare i tassi di interesse di *policy* e di aumentare in misura modesta gli acquisti di titoli nel già vigente programma di QE3 (un ammontare aggiuntivo di 120 miliardi di euro da effettuare entro la fine dell'anno corrente), ma di rafforzare in misura rilevante il programma di T-LTRO (fra giugno 2020 e giugno 2021) e di colmare il divario temporale fra la metà di marzo e giugno 2020 con il lancio di un nuovo intervento di LTRO.

## 6. Politica monetaria e vigilanza bancaria

Come è stato sottolineato dalla presidente Lagarde nel suo intervento introduttivo, le due ultime iniziative menzionate (ossia, il nuovo LTRO e il rafforzato T-LTRO3) sono rilevanti. In analogia alle due precedenti operazioni (LTRO di dicembre 2011 e febbraio 2012), la nuova operazione temporanea offre un ammontare di finanziamento al settore bancario europeo che sarà determinata dalla domanda totale dei mutuatari a un tasso di interesse fisso; per di più, tale tasso è uguale al "tasso medio sui depositi presso la banca centrale", che può arrivare fino al -0,5%. Ne deriva che il nuovo LTRO sarà in grado di risolvere qualsiasi vincolo di liquidità che possa pesare sulle componenti più deboli del settore bancario europeo nel prossimo trimestre. In seguito, nei dodici mesi intercorrenti fra giugno 2020 e giugno 2021, il rafforzato T-LTRO3 sarà pronto a rifinanziare ogni banca europea per un ammontare massimo determinato dal 50% dello *stock* di prestiti, che rispondono agli abituali requisiti di queste operazioni e che erano contabilizzati nei bilanci della specifica banca a fine febbraio 2019. Su tale rifinanziamento sarà richiesto un tasso di interesse inferiore di 25 punti base rispetto al tasso medio applicato sulle "principali operazioni di rifinanziamento" della BCE; e i mutuatari potranno abbassare la qualità delle garanzie (collaterali) fornite. Pertanto, il nuovo T-LTRO3 incentiverà tutte le banche a finanziare il sistema economico a costi negativi. In particolare, le banche europee che hanno mantenuto almeno invariato il loro ammontare di credito offerto beneficeranno di un tasso di interesse negativo pari al -0,75%, le altre di un tasso negativo pari al -0,25%.

Il comunicato della BCE sostiene che il rinnovato T-LTRO3 sarà esplicitamente disegnato per sostenere i crediti bancari a favore delle imprese "più colpite dal coronavirus" e delle piccolo-medie imprese. Tuttavia, nel corso della sessione di "domanda e risposte" con la stampa del 12 marzo scorso, la presidente Lagarde ha implicitamente o

---

<sup>4</sup> La frase incriminata è stata pronunciata dalla presidente della BCE (Christine Lagarde) durante la sessione di 'domande e risposte' con la stampa che, come al solito, ha concluso la riunione del 12 marzo 2020. Tale affermazione è il frutto di un vero e proprio errore tecnico, in quanto gli aumenti negli *spread* fra titoli pubblici di diversi stati membri dell'area dell'euro sono imputabili sia a rischi specifici di ciascun paese sia alla 'fuga verso la qualità' degli investitori finanziari durante una crisi. In quest'ultimo caso che rispecchia l'impatto della pandemia del coronavirus, l'ampliarsi degli *spread* toglie efficacia alla politica monetaria della BCE in quanto ne distorce i canali di trasmissione. Si tratta, dunque, di una materia di stretta competenza della BCE. Il punto è stato, del resto, ammesso dalla presidente Lagarde in una sua successiva e imbarazzante intervista.

esplicitamente ammesso che questa allocazione selettiva potrà essere realizzata solo se agenti europei o nazionali offriranno alle banche garanzie *ad hoc* oppure se i regolatori (l'Autorità bancaria europea: EBA) o i supervisori (il Meccanismo unico di vigilanza: SSM) saranno disposti ad allentare in modo anche temporaneo ma appropriato l'applicazione degli *standard* europei e internazionali.

A tale proposito, SSM ed EBA hanno assunto importanti decisioni in parallelo alla riunione della BCE. Sempre il 12 marzo 2020, EBA ha posteso l'esercizio in corso degli *stress test* al 2021. Dal canto suo, SSM ha temporaneamente autorizzato le banche dell'area dell'euro a utilizzare la loro liquidità e le loro riserve di capitale così come l'eccedenza di capitale per coprire le loro perdite, attese o effettive, sui prestiti. Inoltre, SSM ha temporaneamente consentito alle stesse banche di: utilizzare strumenti del tipo Tier1 e Tier2 per "soddisfare i requisiti di secondo pilastro"; soddisfare la soglia minima dei requisiti di capitale anche mantenendosi al di sotto della soglia che deriverebbe dalla somma fra i coefficienti discrezionali di secondo pilastro, gli accantonamenti di protezione precauzionale e quelli anti-ciclici e la copertura di liquidità. Infine, SSM si è impegnata e ha impegnato le autorità nazionali di vigilanza sotto il suo diretto controllo (per l'Italia, la vigilanza della Banca d'Italia) a mitigare le richieste nei confronti delle singole banche dell'area dell'euro durante l'annuale supervisione (il cosiddetto SREP). Questa mitigazione si applicherebbe, in particolare, alle valutazioni relative alla contabilizzazione e alla liquidazione dei crediti e delle esposizioni problematiche.

E' importante notare che tale insieme di iniziative, che non sono in contrasto né con le attuali regole europee né con l'applicazione di Basilea 3, è circoscrivibile all'interno dei poteri discrezionali dei supervisori e può avere impatti molto positivi e significativi sui prestiti bancari. Questi impatti sarebbero ulteriormente rafforzati se, nell'esercizio dei loro poteri discrezionali, SSM e i supervisori nazionali si impegnassero a privilegiare le banche pronte a utilizzare il nuovo T-LTRO3 della BCE per aumentare i prestiti a quell'insieme di piccole e piccolo-medie imprese particolarmente colpite dal coronavirus.

Le iniziative, assunte dalla BCE nella sua recente riunione di marzo, hanno anche compreso un modesto rafforzamento del QE3. Come si è notato nel paragrafo 5, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare gli acquisti di titoli pubblici e privati per un ulteriore ammontare di 120 miliardi di euro. Tale incremento di domanda sarà realizzato entro la fine del 2020, secondo una scansione temporale non ancora specificata. In base all'analisi svolta in questo lavoro (cfr. paragrafo 2), la scelta può apparire superflua in quanto vi è un'abbondante disponibilità di liquidità nel sistema economico nel suo complesso. Tuttavia, in queste situazioni di crisi, la BCE sta probabilmente perseguendo strategie di medio-lungo periodo e ha forse aperto uno spiraglio per un'auspicabile utilizzazione più selettiva del QE.

Con riguardo al primo aspetto, la BCE è probabilmente preoccupata che una 'crisi a L' possa sfociare in una deflazione e in una connessa carenza di liquidità circolante nel futuro. Oggi, la sospensione nelle attività produttive e le difficoltà nei trasporti potrebbero portare a fiammate inflazionistiche. Tuttavia, il tracollo nei mercati finanziari e l'aumentata avversione al rischio dei consumatori potrebbe anche indurre carenze di domanda aggregata una volta che il picco epidemico sia superato e le imprese riprendano la loro normale attività. In una situazione del genere, l'attuale intensità espansiva della politica monetaria potrebbe risultare insufficiente. E', pertanto,

opportuno preparare munizioni in anticipo. Con riguardo al secondo aspetto, nel rispondere a varie domande sulla composizione della domanda aggiuntiva di titoli pubblici da parte della BCE, la presidente Lagarde ha avallato margini di flessibilità. Affermando che la cosiddetta regola del *capital-key* risulterà pienamente rispettata solo a consuntivo, ella ha infatti aperto la possibilità di temporanee ma esplicite e significative deviazioni da tale regola nei prossimi mesi. Dal momento che i picchi epidemici hanno sfasamenti temporali nei vari stati membri, questo uso flessibile potrebbe generare inattese e virtuose interazioni fra QE e politiche fiscali nazionali. I maggiori beneficiari di un simile uso flessibile del QE sarebbero i paesi dell'area dell'euro con limitata capacità fiscale, come l'Italia.

## 7. Qualche conclusione

Le considerazioni, svolte in questo scritto, hanno varie implicazioni che sono spesso problematiche. Qui ci si limita a porne in evidenza tre.

In primo luogo, nel caldeggiare una stretta cooperazione fra istituzioni europee e stati membri per la realizzazione di politiche fiscali espansive, si è insistito sul necessario carattere discrezionale di tali politiche. Viceversa, fino a qualche tempo fa, molti economisti hanno raccomandato politiche basate sul prevalere delle regole. Si è consapevoli che non è quasi mai opportuno spostare il pendolo fra regole e discrezionalità in modo troppo violento. Eppure, l'impatto dell'epidemia di coronavirus ha portato a una situazione così grave e peculiare da accreditare una (pur rischiosa) eccezione.

In secondo luogo, e a maggior ragione (dopo la crisi internazionale del 2007-'09), la regolamentazione dovrebbe essere applicata con particolare rigore ai mercati finanziari. Viceversa, l'analisi del precedente paragrafo è sfociata nella richiesta di ampliare i margini di discrezionalità della vigilanza bancaria al fine di indebolire i criteri da essa adottati e di incentivare le banche a finanziare imprese con alta rischiosità. Nel caso, i richiami alla peculiarità e alla gravità dell'attuale situazione sanitaria ed economica servono anche a giustificare un esito indesiderato della proposta fatta: l'indipendenza del Meccanismo europeo di vigilanza (SSM), accuratamente salvaguardata nella *governance* della Bce grazie alla separazione di competenze fra il *Governing Council* della stessa Bce e lo SSM, è qui almeno in parte sacrificata in quanto le scelte di vigilanza sono influenzate dalle esigenze di efficacia della politica monetaria e di quella fiscale.

Questa seconda implicazione porta alla terza. Il ricorso alla discrezionalità del supervisore per allentare alcune regole di vigilanza crea un rinnovato spazio alle politiche monetarie. Si è sopra sottolineato che, di per sé, il canale di trasmissione bancario non consente al T-LTRO di allocare liquidità aggiuntiva a favore di determinate tipologie di imprese. Eppure, se una parte almeno delle banche fosse incentivata dalla vigilanza a finanziare proprio tali imprese, il rafforzamento del T-LTRO ridarebbe efficacia alla politica monetaria come strumento per allentare la recessione economica. Ecco perché si auspica che l'irrobustimento del programma di T-LTRO, il *Governing Council* si fondi sulle iniziative dello SSM. Così dicendo, si compie però una lesione di *governance* ancora più

grave di quella indotta dal secondo punto: si subordinano le scelte di vigilanza alle esigenze di efficacia della politica monetaria.

In circostanze normali, queste tre implicazioni sarebbero state sufficienti per troncare sul nascere l'analisi sopra proposta. Oggi però l'epidemia di coronavirus è così minacciosa da legittimare forzature. Lo spettro di strumenti, qui analizzato, appare adeguato per contrastare quantomeno l'impatto economico del coronavirus e per permettere una promettente ripresa della economia italiana e delle altre economie europee, una volta superati i picchi epidemici.