

COMMENTI

OPINIONI

Linee di credito a lungo termine per convincere i rigoristi del nord

Uno shock come il covid-19 impone di superare i vincoli di Bce e Mes

di Nicola Borri, Salvatore Nisticò e Pietro Reichlin



Secondo le stime più accreditate, l'aumento di spesa pubblica necessario a contenere l'epidemia del Covid-19 e il conseguente danno economico a imprese e famiglie potrebbe essere nell'ordine di 80-100 miliardi di euro, che porterebbe il rapporto debito-Pil dell'Italia oltre il 150 per cento. Il timore è che una ulteriore crescita del debito pubblico, in un momento in cui misure di analoga portata saranno probabilmente necessarie negli

altri Paesi dell'Eurozona, possa generare un aumento dei tassi d'interesse che si aggiungerebbe al costo fiscale complessivo.

Sembra importante, quindi, esplorare strade che rendano interventi di questa grandezza politicamente ed economicamente sostenibili. La Commissione europea ha proposto l'attivazione della "clausola generale di fuga", che implica la sospensione del Patto di stabilità e attribuisce ai Paesi coinvolti dalla pandemia tutta la flessibilità di bilancio; due giorni prima la Banca centrale europea aveva annunciato un programma emergenziale di acquisto di titoli pubblici e privati (*Pandemic emergency purchase programme*, o Pepp) del valore di 750 miliardi fino a fine 2020, che si aggiunge agli ulteriori 120 miliardi di *Quantitative easing* già annunciato il 12 marzo come prima risposta all'emergenza.

Secondo una recente proposta di un gruppo di economisti europei, il Meccanismo europeo di stabilità (Mes) dovrebbe aprire una "linea di credito dedicata" (Lcd) per fornire un prestito "a lungo termine" agli Stati europei. Per contenere i rischi finanziari del prestito, i Paesi beneficiari avrebbero l'obbligo di utilizzare i fondi esclusivamente per gli scopi connessi alla pandemia. La proposta presenta almeno quattro vantaggi:

Comporta una condizionalità molto limitata e ragionevole, per esempio non implica l'imposizione di riforme strutturali;

Poiché tutti gli Stati colpiti dalla pandemia avrebbero accesso al finanziamento in condizioni di trasparenza, la Lcd non costituirebbe un segnale di maggiore rischiosità idiosincratICA;

Non prevede la creazione di bond europei o la monetizzazione dei debiti nazionali, misure su cui esiste una forte

resistenza dei Paesi del Nord Europa;

La Lcd sarebbe virtualmente sotto l'ombrello dell'Omt, il programma emergenziale di acquisto di titoli del debito pubblico nazionale della Bce, e ciò consentirebbe al Mes di pagare interessi di mercato più bassi, con ovvio beneficio per i Paesi debitori.

Naturalmente, la natura del finanziamento richiede che l'Omt possa essere attivato anche per emissioni a lungo e lunghissimo termine, mentre attualmente è pensato per il tratto a breve termine della curva dei rendimenti. La proposta di Lcd lascia anche aperti punti che andrebbero affrontati e chiariti, per renderla più efficace e più accettabile in sede europea.

1 Attualmente il Mes ha una capacità di credito pari a circa 400 miliardi, mentre il costo della pandemia è potenzialmente molto superiore. Per superare questo limite si potrebbe naturalmente aumentare il capitale del Mes e quindi la sua capacità di raccolta sul mercato, ma questa appare una strada politicamente difficile da percorrere in questa fase.

2 I tassi a cui si finanzia il Mes riflettono necessariamente i rischi dei Paesi che beneficiano dei finanziamenti. Il fatto che la Lcd sia usata esclusivamente per lo scopo di contenere gli effetti negativi della pandemia non garantisce, di per sé, l'affidabilità, o la sostenibilità dei crediti concessi. Nel caso specifico, le misure per contenere la pandemia saranno soprattutto trasferimenti che coprono le perdite incompressibili causate dallo shock e spese per il rafforzamento dei presidi ospedalieri e sanitari, cioè interventi che verosimilmente non aumenteranno il tasso di crescita di lungo periodo, anche se sono necessari ad alleviare le sofferenze delle persone e prevenire un circolo vizioso tra domanda e offerta che rischia di trasformare uno shock temporaneo in un disastro permanente.

3 Non è del tutto chiaro se il Mes potrà godere di un tasso d'interesse sulla raccolta inferiore a quello medio che otterrebbero i Paesi se si finanziassero direttamente senza il suo supporto. Prima di questa crisi, lo spread incorporato dai titoli del Mes rispetto a quelli tedeschi era nell'ordine di 60 punti base, ma è difficile prevedere che tipo di valutazione del merito di credito deriverebbe da un intervento della scala e diffusione richiesta. D'altra parte, la solidità dei bilanci pubblici dei Paesi del Nord Europa consente loro di muoversi in autonomia e a costi minori e, quindi, potrebbe accrescere la rischiosità della Lcd, che sarebbe concentrata sui Paesi periferici. Anche rispetto a questa dimensione, le vie di fuga sembrano essere due: un meccanismo esplicito di condivisione del rischio tra i Paesi dell'Eurozona o un esplicito coordinamento con il braccio monetario della politica economica, che offra un ombrello in grado di proteggerci contro le crisi di fiducia.

Queste considerazioni suggeriscono che la proposta di Lcd è tanto più efficace quanto più riflette la consapevolezza che uno shock imponente come quello del Covid-19 richiede un insieme di attori e interventi che superino i vincoli che oggi sono di ostacolo alla Bce e al Mes nel contribuire – singolarmente – al finanziamento degli interventi necessari. In particolare, la Bce deve superare, almeno temporaneamente, il limite sugli acquisti alla percentuale del 33% sull'emissione e in rapporto alle quote di capitale.

Per aggirare questo ostacolo si dovrebbe consentire al Mes di emettere titoli in stretto coordinamento con un programma di acquisto della Bce, sullo stile dell'Omt, per poter superare la sua attuale capacità debitoria, che rischia di essere insufficiente, e allo stesso tempo dissuadere eventuali attacchi speculativi che ne facciano lievitare il costo. Un meccanismo di questo tipo ha diversi vantaggi, rispetto al ricorso all'Omt dei singoli governi:

consente un'amministrazione centralizzata degli interventi necessari, e condizionata alla sola gestione della crisi in atto, che tranquillizzi i Paesi che temono il *moral hazard*;

rende più credibile il carattere di eccezionalità del ruolo della Bce come acquirente di ultima istanza del debito sovrano;

promuove le condizioni per un percorso verso la costruzione di un bilancio europeo.

Oggi l'unica alternativa a importanti salti in avanti è una caduta rovinosa all'indietro. Si tratta allora di accelerare verso il completamento del processo di integrazione europea, dotando finalmente le istituzioni dell'Eurozona di un attore fiscale che possa, quando necessario, mettere in campo quel coordinamento con la politica monetaria la cui mancanza, se già limitante in tempi normali, diventa esiziale in momenti in cui è in gioco la sopravvivenza della Comunità europea.

Riproduzione riservata ©

P.I. 00777910159 | © Copyright Il Sole 24 Ore Tutti i diritti riservati

Il Sole **24 ORE**