

Coronavirus, come la BCE può trasferire subito la liquidità necessaria all'economia reale

di Giuseppe Di Gaspare

17 marzo 2020

1. Per contrastare l'effetto domino sull'economia reale del coronavirus non sono sufficienti e neppure appropriati gli strumenti monetari e finanziari messi in campo per disinnescare la crisi finanziaria del 2009. Strumenti volti essenzialmente a fornire liquidità al mercato interbancario per consentirgli di smaltire i prodotti finanziari tossici (derivati) e per acquistare titoli di stato sotto pressione per l'incremento della spesa pubblica e del deficit per i salvataggi bancari - meno in Italia, almeno all'inizio - ed evitare che con il fallimento delle banche la crisi finanziaria si ripercuotesse anche sull'economia reale. Questa volta è molto diverso. L'approccio va capovolto. Bisogna far fronte con urgenza ad una crisi che si è generata nell'economia reale per impedire che avvittandosi in una spirale economica recessiva determini la caduta verticale delle attività economiche, dei redditi da lavoro, dell'occupazione e del PIL con tutto quello che questa caduta comporterebbe anche sulla finanza pubblica. La recessione colpisce tutta l'economia globalizzata. La caduta del PIL, nell'eurozona, è stimata per l'anno in corso anche al 10% del PIL. È necessario intervenire subito assicurando in particolare alle piccole e medie imprese la liquidità necessaria a tenerle a galla. Solo la BCE ha la potenza di fuoco necessaria nell'ordine di mille, forse duemila mld di euro per tutta l'eurozona nel corso dell'anno. Le misure aggiuntive di 35 mld di maggiore spesa del bilancio UE, sottratti dalla Commissione ad altre destinazioni e da ripartire tra tutti i consociati, sono poca cosa. Insufficiente anche la flessibilità accordata al patto di stabilità per stati membri che devono comunque fare i conti con bilanci pubblici sotto pressione per la riduzione delle entrate fiscali e aumento della spesa pubblica da finanziarsi in deficit. Rischio di downgrading dei titoli di stato. Le cifre per misure tampone di cui si discute in Italia nell'ordine di 35 mld sono modeste rispetto alla ampiezza dell'impatto della crisi nel nostro paese. Il solo settore del turismo che vale il 17% del PIL potrebbe essere dimezzato. La Germania è intenzionata a mettere a disposizione 500 mld di euro a sostegno dell'economia tedesca. Ha le risorse per farlo e lo spread a suo favore. Ma un intervento isolato così massiccio a favore della propria economia è in contrasto con la regola fondamentale del divieto di aiuti di stato all'economia nazionale. Alla recessione si accompagnerebbe la regressione della

costruzione comunitaria. La Germania però non può illudersi di salvarsi da sola (con Olanda e forse Francia). La recessione investe tutta l'economia dell'eurozona e non si può fare affidamento sull'azione combinata del BAIL-IN del MES per contenere, come nel caso di una crisi finanziaria e fiscale di uno stato, la manifestazione della crisi nel singolo paese. Un'implosione circoscritta allo stesso. La recessione dell'economia reale, in mercato unico integrato ed interconnesso ormai da 70 anni, sarebbe piuttosto una esplosione che coinvolgerebbe tutti. In questo quadro se si vuole mantenere la coesione istituzionale e politica, la sola Istituzione in grado di farsi carico della situazione e di generare liquidità necessaria non è il Meccanismo Europeo di Stabilità ma la Banca Centrale Europea.

Non è semplice però per la BCE intervenire per l'economia reale, la sua operatività è limitata infatti per statuto al canale del credito interbancario. Essa può compiere operazioni non convenzionali solo con interventi nel mercato secondario per acquisto di titoli già in circolazione del debito pubblico e titoli di agenzia emessi da entità anche private, come ha fatto con i QE a partire dal 2012. La Banca Centrale non dispone di altri canali che trasferiscono liquidità all'economia reale come fa la FED tramite entità finanziarie controllate o sponsorizzate GSE (Government Sponsored Enterprise) con il cosiddetto "keynesianesimo finanziario". Un meccanismo che trasferisce liquidità all'economia reale senza transitare - come il classico modello keynesiano - attraverso il deficit spending. Il "keynesianesimo finanziario" dunque non incrementa la spesa ed il debito pubblico mentre al contempo fa crescere il PIL. Il tasso di inflazione risente moderatamente delle iniezioni di liquidità nell'economia reale supera o si aggira negli Usa intorno al 2% e conseguentemente la FED ha più agio anche nella manovra del tasso di interesse. Non possiamo certo replicare il modello.

2. Dobbiamo però capire la lezione americana e domandarci, tenendo conto dei vincoli statuari della BCE, come far arrivare liquidità all'economia reale servendoci necessariamente del canale del credito bancario. Il rischio è che in questo canale la liquidità rimanga all'interno del mercato finanziario. A riprova della difficoltà di trasferire liquidità all'economia reale tramite le banche, basti considerare che nonostante i circa 10.000 mld di euro immessi dalla BCE nell'eurosistema dal 2012 ad oggi, acquistando titoli di agenzia e del debito pubblico, ben poca di questa potenziale alluvione monetaria si è in effetti riversata nell'economia reale. Rivoli inconsistenti, verrebbe da dire, a guardare l'impatto dei QE sulla dinamica dei prezzi al consumo che sono rimasti stazionari senza mai raggiungere il target di inflazione - pervicacemente quanto vanamente perseguito dalla BCE - del tasso di inflazione al 2%. Non si può fare affidamento solo sulla spesa pubblica né saturare la BCE di titoli del debito pubblico di alcuni stati. È vietato dalle sue regole di funzionamento. Per superare l'impasse la Banca Centrale ha a disposizione due strumenti che in questa sede possono essere presentati solo come concept. Con il primo strumento la BCE dovrebbe

accettare come garanzia titoli derivanti dalla cartolarizzazione delle sofferenze bancarie per crediti all'economia reale (NPL) così come già accetta in garanzia o acquista titoli di agenzia (derivati finanziari) in possesso delle banche tedesche francesi e olandesi.

3. Un altro strumento, più rapido e a maggiore impatto anche sulla stabilità finanziaria degli stati, potrebbe essere costituito dall'apertura di un canale di credito tramite le banche le quali "scontino" con liquidità messa a disposizione dalla BCE, titoli di imposta, cioè il debito verso il fisco delle imprese nei settori in crisi. L'apertura di questo canale di credito dovrebbe ovviamente riguardare tutte le imprese della zona euro e non solo quelle italiane e essere ripartito tra gli stati dell'eurozona in misura percentuale rapportata al loro PIL. L'impegno finanziario della BCE potrebbe essere perciò nell'ordine anche di qualche migliaio di mld di euro. La disponibilità di tale liquidità aggiuntiva dovrebbe essere finalizzata al sostegno delle PMI, del lavoro dipendente e autonomo. Con questo strumento le banche nazionali fungono da "sostituti di imposta". Esse corrispondono al fisco, con la liquidità messa a disposizione dalla BCE, le tasse dovute dalle imprese e dai lavoratori autonomi prendendo a loro carico i "cunei fiscali" per i lavoratori dipendenti e i versamenti di IVA e le imposte sui redditi dovute da piccole e medie imprese e lavoro autonomo. Queste misure avrebbero l'effetto di alleggerire i conti delle imprese nei settori in crisi, consentendo loro di rimanere a galla vincolandole però, per usufruirne, al mantenimento dei rapporti di lavoro in essere sia con lavoratori dipendenti sia con gli autonomi, obbligandosi a pagare gli stipendi e i corrispettivi defiscalizzati. Il riconoscimento degli esoneri sarebbe automatico non discriminatorio e sottratto a logiche clientelari. La funzione di sostituto di imposta, svolta dalle Banche fino a termine del periodo emergenziale, avrebbe al contempo l'effetto - non secondario - di assicurare la permanenza del gettito fiscale in modo da fare fronte all'incremento della spesa pubblica per l'emergenza sanitaria e alla CIG anche in deroga, senza gravare oltremodo sul deficit. Con la fine dell'emergenza, la ripartenza economica, l'intervento della BCE dovrebbe diminuire progressivamente fino a cessare presumibilmente entro l'anno. La recessione incombente non è solo affar nostro. Si potrebbe creare un fronte comune degli stati a tutela dell'economia reale. Non credo che saremo a questo punto isolati.