

I vantaggi del finanziamento diretto del debito da parte della BCE. Risposta all'Osservatorio dei Conti Pubblici Italiani

Amedeo Argentiero, Paolo Polinori - 05/06/2020 [social and political notes]

La situazione di crisi legata alla pandemia e le possibili ripercussioni economiche globali, stimate su livelli nettamente più alte rispetto alla crisi del 2008 ed alla relativa coda, hanno determinato un intenso dibattito sulle modalità dell'intervento pubblico in economia. In pochi giorni due importanti fonti informative, il Financial Times (FT) e il Project Syndicate, hanno affrontato alcune delle problematiche economiche sottese alla crisi. Sul sito del "Project Syndicate", il 9/4/2020, Willem Buiter conia il termine "Pandemic Socialism" per sottolineare quello che sarà il probabile crescente intervento degli Stati in tutti i settori economici, mentre, il 6/4/2020, sulle pagine del FT, l'intero Editorial Board firma l'articolo: "Printing money is valid response to coronavirus crisis" corredato da un'affascinante e geniale foto in cui le effigi della Regina Elisabetta e di George Washington, sulle relative banconote, sono munite di mascherina.

L'opinione pubblica italiana, al pari di quella europea, discute di forme di intervento monetario, di mercati primari e secondari e anche la nostra esperienza di docenti conferma l'enorme interesse, durante le lezioni online, per questi argomenti.

Questa nota nasce dalla convinzione che mai come oggi sia il tempo della consapevolezza e sia importante discutere in modo aperto e trasparente di questi temi in quello che, purtroppo, è uno dei paesi con i più bassi tassi di alfabetizzazione economica e finanziaria.

Il 5 maggio 2020 l'Osservatorio dei Conti pubblici italiani ha pubblicato un'analisi curata da Giampaolo Galli, Fabio Angei ed Edoardo Frottola, (da ora in poi Autori), sul tema della differenza tra gli acquisti di titoli di stato sul mercato primario e secondario da parte della Banca Centrale Europea (BCE). Le argomentazioni fornite dallo studio conducono ad una differenza tra le due procedure di acquisto essenzialmente di tipo formale ai fini dell'impatto sulle condizioni di indebitamento del settore pubblico, ma non di tipo sostanziale. Infatti, come sostenuto dagli Autori, gli effetti indiretti in termini di prezzo/rendimento sulle nuove emissioni di titoli di stato, generati dai programmi di acquisto sul mercato secondario, faciliterebbero il finanziamento del debito pubblico senza alterare l'efficienza nella formazione dei prezzi sul mercato dei titoli. Inoltre, gli Autori evidenziano come la scelta di acquistare sul mercato primario sarebbe lesiva dell'indipendenza e della credibilità della BCE.

A tale riguardo, nonostante riteniamo fondate buona parte delle istanze menzionate nel lavoro, crediamo che non siano sufficienti per archiviare il dibattito sul ruolo degli acquisti sul mercato primario da parte della BCE, specie in una fase di severa recessione, come quella attuale.

In quanto segue, cercheremo di evidenziare come i vantaggi di un programma di acquisti di titoli di stato da parte della BCE sul mercato primario siano anche da ricercare nel maggiore e più rapido grado di liquidità fornito al sistema economico rispetto al mercato secondario; e di questo vantaggio discuteremo.

Il crescente grado di incertezza sulle decisioni europee in materia di sostegno alle politiche fiscali anticicliche sta spingendo i Governi nazionali a provvedere da sé, attraverso la creazione di nuovo debito per finanziare i piani di ripresa economica. Pertanto, al netto delle importanti assicurazioni fornite dal piano di acquisti straordinario della BCE in occasione della pandemia, PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program), pari a 750 miliardi di euro e che durerà per tutto il 2020 e anche oltre se necessario andando ad aggiungersi al piano APP (Asset Purchase Program) già in vigore, resta comunque il problema di avere aste di collocamento dei debiti pubblici in cui le quantità offerte dagli Stati non eccedano le richieste^[1] dei *primary dealers*. La possibile realizzazione di questo scenario non è da giudicarsi improbabile, specie in contesti quali quello italiano, con elevati debiti pubblici a rischio di insostenibilità che sono attesi in crescita per finanziare le politiche fiscali anti cicliche. Da ciò discende come l'effetto indiretto su prezzi/rendimenti dei titoli svolto dagli acquisti sul mercato secondario della BCE sia una

condizione necessaria ma non sufficiente a garantire una adeguata condizione di *market clearing* sul mercato primario.

Un altro fronte importante su cui monitorare attentamente il basso grado di liquidità degli acquisti sul mercato secondario rispetto al mercato primario è da ricercarsi nel settore bancario. Infatti, gli acquisti sul mercato secondario, al pari di tutte le operazioni di mercato aperto, hanno come controparte le banche e si pongono l'obiettivo di fornire un maggior grado di liquidità alle attività di stato patrimoniale delle banche affinché queste, a loro volta, la trasmettano al sistema economico mediante il credito.

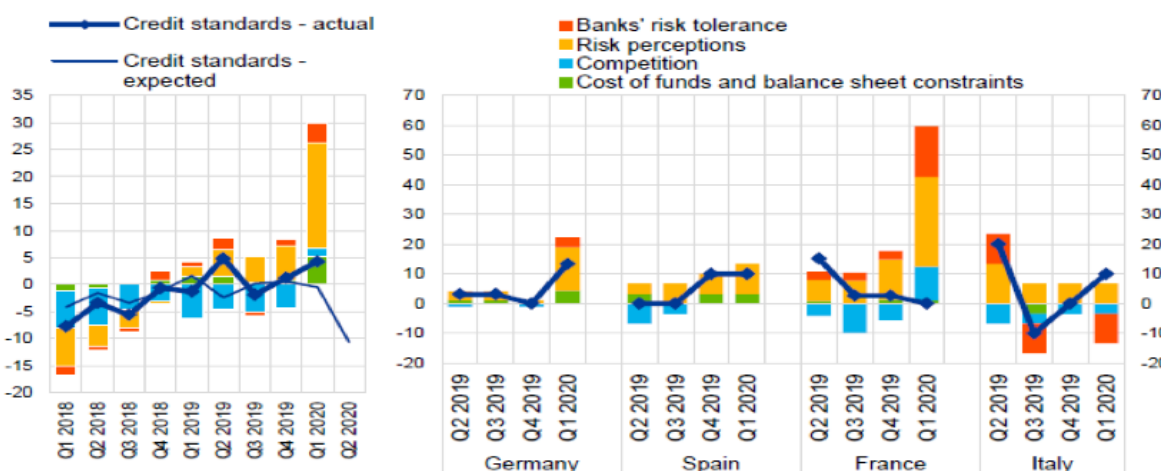
Ma il credito bancario è un efficace circuito di trasmissione della politica monetaria sia nelle espansive che restrittive di quest'ultima?

Per rispondere a questo quesito ci siamo affidati ai risultati dell'indagine sul credito bancario svolta dalla BCE (The Euro Area Banking Lending Survey) nel primo trimestre del 2020, una fase in cui, sebbene fosse solo agli inizi il piano PEPP, le politiche monetarie accomodanti legate al *quantitative easing* erano ampiamente decollate.

I dati fanno riferimento ad interviste condotte tra il 19 marzo 2020 e il 3 aprile 2020 su un campione di 144 banche europee con un tasso di risposta pari al 99% e si basano su quanto realizzatosi nei primi tre mesi del 2020 e sulle aspettative per il secondo trimestre 2020. Ci concentreremo sui risultati relativi al comparto delle imprese.

Dal lato dell'offerta di credito, i criteri di approvazione dei finanziamenti sono stati valutati come più stringenti da un 4% del campione di banche intervistate in ambito europeo, mentre nel quarto trimestre tale valore era intorno all'1%. Per le piccole-medie imprese (PMI) tale valore è del 4%, per le grandi imprese leggermente più basso (3%); per il credito a lungo termine si attesta intorno al 5%, mentre per i finanziamenti a breve resta sostanzialmente stabile. In Germania la quota di banche che ritiene più stringenti i criteri di scelta di finanziamento è salita dalla fine del 2019 al 2020 dallo 0% al 13%, in Spagna è rimasta stabile al 10% e in Italia è cresciuta dallo 0% al 13%. Le attese per l'area euro nel secondo trimestre 2020 sono di una flessione dell'indicatore in questione, ma a pesare sulle scelte di offerta del credito del primo trimestre resta principalmente il rischio percepito dei prenditori di fondi (è indicato dal 19% delle banche del campione per l'area euro, dal 30% in Francia, dal 14% in Germania, dal 10% in Spagna e dal 7%, con valori tutti in salita salvo che per l'Italia in cui c'è stabilità rispetto al quarto trimestre 2019).

Figura 1: variazioni negli standard creditizi richiesti alle imprese e fattori che ne contribuiscono



Fonte: The Euro Area bank lending survey

A rendere il quadro più incerto, contribuisce la crescita del tasso di rifiuto sui prestiti, rilevato principalmente in Spagna e Germania. Poiché la domanda di credito è ovviamente attesa in forte espansione, vista la crisi di liquidità generata dalla crisi pandemica, si rende necessaria una politica monetaria espansiva che attraverso il moltiplicatore monetario del credito faccia

crescere quest'ultimo limitandone il più possibile il razionamento.

Resta solo da chiedersi, date le premesse fin qui descritte: ha senso che questa liquidità transiti attraverso il circuito bancario, tramite l'acquisto di titoli sul mercato secondario, oppure è più celere ed efficace un finanziamento diretto del debito pubblico, tramite la sottoscrizione dei titoli effettuata sul mercato primario?

Per rispondere all'interrogativo può venirci in soccorso la teoria dei moltiplicatori monetari, in base alla quale la creazione di moneta da parte del sistema bancario, tramite credito e depositi, è strettamente influenzata dai coefficienti di riserva del settore bancario oltretutto dalla quota di circolante detenuta dal pubblico. Per quanto concerne il credito, in particolare, è predominante il ruolo delle riserve bancarie: al crescere di queste ultime, la crescita monetaria conseguente alla funzione creditizia sarà sempre più indebolita. Nonostante le riserve bancarie a cui fa riferimento la teoria dei moltiplicatori siano da intendersi una quota immobilizzata di attivo di stato patrimoniale, è possibile assimilare allo status di riserve *de facto* tutti gli accantonamenti patrimoniali imposti dalla normativa di Basilea sulla base del merito creditizio dei debitori. Pertanto, sebbene gli acquisti di titoli di stato dal sistema bancario allentino i requisiti patrimoniali legati anche al declassamento dei titoli italiani, i potenziali prenditori di fondi che andrebbero a beneficiare della nuova liquidità immessa dalla BCE non è detto che presentino un merito creditizio superiore a quello dei titoli di stato venduti, specie in presenza di un ciclo economico sfavorevole come quello legato al contesto pandemico attuale.

Infatti, in una situazione, come la attuale, in cui il costo del denaro è nullo a livello del tasso di policy (zero lower bound), fare espansioni monetarie sul mercato secondario, nella speranza di stimolare l'inflazione per avere tassi reali negativi volti ad incrementare gli investimenti privati, si è rivelata finora un'opzione debole. Peraltro, lo stesso Friedman sosteneva come in un simile contesto l'unica strada praticabile per la banca centrale, sarebbe stato l'*helicopter drop*, ovvero erogando moneta direttamente nei portafogli degli individui.

Una simile opzione, sebbene suggestiva da un punto di vista scientifico, sarebbe di difficile attuazione, visti i problemi soprattutto legati ai differenti importi che si dovrebbero rendere necessari agli individui per garantire una qualche forma di progressività.

Tuttavia è possibile pensare ad una forma di *helicopter drop* che canalizzi l'offerta di moneta^[2] direttamente nel bilancio pubblico, ad esempio fornendo liquidità al Governo sul conto di Tesoreria. È quanto fatto dalla Royal Bank of England mediante il rafforzamento della *Ways and Mean Facility*, una linea di scoperto destinata al Governo britannico dalla Banca Centrale volta a coprire le spese pubbliche senza generare un incremento del debito. Le risorse prese a prestito dovranno essere restituite entro l'anno.

Una politica monetaria che invece accomodi direttamente la politica fiscale, sottoscrivendo titoli del debito pubblico senza passare attraverso il canale bancario, si collocherebbe invece a metà strada tra l'*helicopter drop* e l'acquisto di titoli sul mercato secondario.

Come noto, fino al 1981, anno del *divorzio* tra Banca d'Italia e Ministero del Tesoro, la Banca d'Italia aveva l'obbligo di acquistare *sistematicamente* i titoli di debito pubblico non collocati presso il mercato: ciò rendeva di fatto la politica monetaria sempre al servizio della politica fiscale con i costi legati alla perdita di credibilità e fiducia scontati dagli elevati saggi di inflazione. Questi ultimi venivano generati soprattutto dalla svalutazione conseguente al deficit della bilancia dei pagamenti innescato dalle espansioni monetarie. Queste, infatti, riducendo i tassi di interesse e generando deflussi di capitale, producevano saldi negativi della bilancia dei pagamenti che venivano contrastati attraverso politiche valutarie volte al deprezzamento del cambio. La conseguenza di ciò era la perdita di competitività legata all'aumento dei prezzi dei beni importati, da cui la spirale svalutazione-inflazione.

Lo Statuto attuale della BCE vieta espressamente l'acquisto di titoli sul mercato primario, in nome della tutela dell'indipendenza e della credibilità della Banca Centrale.

L'eccezionalità del contesto economico attuale^[3], garantendo la temporaneità del finanziamento, oltre al rimborso dei titoli a scadenza e la corresponsione degli interessi dovuti, non genererebbe problemi di credibilità. Vale la pena ricordare i principali modelli economici volti a dimostrare come la credibilità della politica monetaria ne influenzi l'efficacia nelle azioni, basandosi su aspettative razionali, indicano come erratiche e non prevedibili le azioni che non vengono percepite come sistematiche.

Un'azione di politica monetaria, che, sebbene in deroga allo statuto attuale, sia volta a contrastare la crisi peggiore dal secondo dopoguerra, rappresenta a nostro parere quanto di meno prevedibile e sistematico oltre che temporaneo possa esistere in una strategia di politica monetaria.

Peraltro, nel contesto attuale di palese trappola della liquidità keynesiana in cui con tassi ufficiali nulli le scelte di investimento sono inibite, la politica monetaria dovrebbe operare da "collante" nel sostenere la ricostruzione di una fiducia che dovrebbe avvenire principalmente ad opera di politiche fiscali espansive molto coraggiose e coordinate a livello europeo.

Semmai ciò che rischia di minare la credibilità della Banca Centrale Europea sono dichiarazioni come quelle del suo Presidente il 12/3/2020 in relazione agli spread, dichiarazioni smentite a pochi giorni di distanza dal proprio capo economista oppure possono essere eventi come la possibilità che una sentenza della Corte costituzionale tedesca possa avere effetti sulle decisioni di politica monetaria della BCE.

La storicità del momento che viviamo impone anche all'UE delle scelte coraggiose e tempestive, perseguire ancora una volta la strada del "too little to late" potrebbe non offrire una seconda chance al progetto europeo.

Bibliografia e sitografia

- Coppola, F. (2020). Is 'helicopter money' the answer to the looming economic crisis?
<https://www.opendemocracy.net/en/oureconomy/helicopter-money-answer-looming-economic-crisis/>
- Daniele, V. (2020). L'emergenza coronavirus rende necessarie politiche economiche eccezionali. *Economia e Politica, social and political notes*.
- European Central Bank (2020). Euro area bank lending survey.
https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/index.en.html
- <https://www.ft.com/content/fd1d35c4-7804-11ea-9840-1b8019d9a987>
- Galli, G., Angei, F. e Frottola, E. (2020). Banca centrale: c'è davvero differenza tra acquisti di titoli di Stato sul mercato primario e sul secondario? *Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani, Università Cattolica del Sacro Cuore*
- <https://www.milanofinanza.it/news/l-italia-torna-in-asta-e-paga-un-extra-rendimento-unicredit-troppo-carta-sul-mercato-202004211024319137>
- <https://www.project-syndicate.org/commentary/covid19-pandemic-requires-socialism-by-willem-h-buiter-1-2020-04>

[1] Tale preoccupazione è stata peraltro recentemente evidenziata in un'intervista al quotidiano Milano-Finanza da parte degli analisti della banca Unicredit (<https://www.milanofinanza.it/news/l-italia-torna-in-asta-e-paga-un-extra-rendimento-unicredit-troppo-carta-sul-mercato-202004211024319137>).

[2] Per una visione critica dell'*helicopter drop* si veda Coppola (2020).

[3] Sulla necessità di politiche eccezionali, si veda Daniele (2020).