LA BCE SALVA IL DEBITO EUROPEO PER TANTI ORA VA MONETIZZATO

di Gloria Valdonio

Il Recovery Fund da 750 miliardi di euro sposta per la prima volta la sfida del debito dai singoli Stati membri dell'Eurozona a un soggetto unitario, l'Unione. Ma crea pur sempre altro debito che comunque, in ultima istanza, graverà sull'Unione stessa. E dall'Italia alla Spagna alla Francia alla Polonia, tutti i Paesi dell'euro già molto indebitati prima del Covid-19, usciranno dalla crisi con sulle spalle un onere debitorio senza precedenti. Quando e come potranno rimborsare tanti debiti? Ne saranno in grado o finiranno sotto i colpi delle agenzie di rating, con i loro bond ridotti a livello spazzatura?

Se lo chiedono in tanti, anzi tutti, sui mercati. Perfino George Soros, appannato "guru" della finanza internazionale, l'ha ripetuto molte volte: dal superindebitamento non si potrà uscire se non trasformando una parte dell'onere in bond "perpetual", capaci di pagare per sempre buone cedole ma destinati a non essere mai rimborsati. Nella storia italiana un prestito irredimibile si ricorda, datato 1942, per importo di 42 miliardi ai valori di oggi. E di ipotesi del genere risuona ormai il dibattito economico internazionale. Il problema che si pongono tutti i Paesi infettati dal Coronavirus è lo stesso: finanziare rapidamente necessità di spesa senza precedenti per rispondere alla crisi sanitaria, e contemporaneamente cercare di tenere il debito pubblico entro livelli sostenibili evitando la deflazione. Gli economisti si chiedono se la monetizzazione di quella parte del debito legato alla pandemia non sarebbe il modo migliore, se non l'unico, per risolvere questi due problemi, accettando il rischio di oltrepassare in futuro il livello target di inflazione.

Per intenderci, la monetizzazione del debito si verifica quando un governo finanzia le proprie spese emettendo titoli privi di valore intrinseco che il settore pubblico è costretto ad accettare, di fatto stampando moneta: in ipotesi, titoli perpetui a tasso di interesse nullo emessi dal Tesoro e acquistati per esempio dalla Federal Reserve costituirebbero monetizzazione del debito. Non è invece monetizzazione l'emissione sul mercato di titoli di debito pubblico, che generano l'obbligo di pagamenti futuri dello stesso valore dei titoli emessi. Così come non lo è il Quantitative easing, benché dilatato nel tempo e nelle dimensioni. «A volte si confonde la monetizzazione del debito tramite QE con il concetto di helicopter money», spiega **Andrea Delitala**, head of euro multi asset di Pictet AM. «Nel caso di helicopter money, la Banca centrale finanzia il Tesoro direttamente, e non c'è nessuna aspettativa che lo Stato ripaghi il suo debito. È in sostanza come se la Banca centrale cancellasse il debito dello Stato. Non è detto che non ci si arrivi un giorno, ma non è quello che sta succedendo ora».

Monetizzazione indiretta

Da un punto di vista formale, dunque, quello che sta avvenendo oggi per contrastare gli effetti del Covid-19, non è monetizzazione del debito, decisione che tra l'altro difficilmente potrebbe essere presa da una singola economia. «In questo momento non stiamo assistendo a decisioni simultanee, bensì a decisioni concomitanti e, per ora formalmente indipendenti, di politica monetaria e fiscale», spiega Delitala. «Si tratta di una forma di cooperazione il cui risultato non è sostanzialmente molto diverso dal finanziamento monetario: io la definirei una forma di monetizzazione 'indiretta'". Ma come si è arrivati a questo forma così spinta di politica monetaria? Secondo gli strategist, ben prima del virus e dell'emergenza sanitaria: il passo preparatorio sarebbe stata la rinuncia all'Exit Strategy dalla stagione del Quantitative Easing apertasi dopo la Grande Recessione del

SOROS PROPONE LA SOLUZIONE BOND PERPETUAL CONTRO IL SUPERINDEBITAMENTO

A sinistra George Soros. A destra Christine Lagarde

2008, una rinuncia che è iniziata con l'inversione di rotta della Fed a inizio 2019 e sancita dalla ripresa del QE da parte della Bce a settembre dello stesso anno. D'altro canto – sottolinea Delitala - il Giappone attua già da tempo questo mix: l'espansione monetaria degli ultimi anni viaggia a un ritmo di circa 15mila miliardi di yen, che corrisponde all'andamento del deficit pubblico del Paese. Mentre in America si prevede che la Fed immetta oltre 4mila miliardi di dollari di liquidità entro la fine dell'anno, cifra che supera il deficit di bilancio atteso a 3.500 miliardi. «Quindi abbiamo monetizzazione 'indiretta' totale del deficit: ovvero il mercato non dovrà assorbire debito aggiuntivo a causa del deficit pubblico, poiché sarà più che assorbito dalla Fed», sostiene Delitala. Ed è certo che oggi la combinazione di maggiore spesa pubblica e liquidità, ancorché derivanti da scelte autonome e indipendenti delle diverse autorità di politica economica, sono in assoluto la ricetta più efficace di cui disponiamo per stimolare l'economia.

Il debito sovrano

Secondo **Pasquale Diana**, macro strategist di AcomeA Sgr, la potenza di fuoco che stanno mettendo in campo le autorità monetarie in queste settimane è qualcosa che si avvicina molto alla monetizzazione. «Considerati gli ingenti acquisti di titoli governativi da parte delle Banche centrali nelle ultime settimane, siamo già di fatto entrati in una fase di monetizzazione del debito sovrano», afferma Diana. Vediamo perché. Il primo elemento da considerare - come spiega lo strategist - è che ci troviamo nel mezzo della peggiore recessione dalla Grande Depressione del '29. Il Pil mondiale scenderà quest'anno del 3% (stime Fmi), una performance ben peggiore della crisi del 2009 che tutti ben ricordano. In questo contesto, il compito principale delle autorità è aiutare le aziende e i lavoratori in questi mesi di lockdown ed evitare per quanto possibile la chiusura di imprese e la perdita di posti di lavoro. «La necessità di una risposta urgente da parte dei governi si è manifestata in uno stimolo fiscale che non ha precedenti nel Dopoguerra», dice lo strategist. «Questo è vero in particolare negli Stati Uniti, dove il deficit potrebbe superare il 20% del Pil nel 2020». «Anche tra le nostre economie», aggiunge Diana, «abbiamo visto pacchetti di sostegno importanti per esempio in Germania, Uk, Francia e Italia, anche se va detto che, data la natura banco-centrica dell'economia europea, queste manovre consistono in gran parte di garanzie statali sui crediti, piuttosto che stimolo diretto. In generale però, sono certo che vedremo un allargamento dei deficit fiscali pari ad almeno il 7% del Pil nell'Eurozona».

Repressione finanziaria

Il luogo nel quale per il momento il volume degli interventi e il rapporto tra misure monetarie e fiscali sono più bassi è l'Europa, dove i Trattati sull'Unione monetaria vietano espressamente il finanziamento monetario del deficit/debito e dove la Corte Costituzionale tedesca ha appena ricordato che l'attività della Bce è tenuta anche a rispettare una serie di vincoli quantitativi relativi alla composizione, entità e durata del Qe su titoli pubblici dei Paesi membri dell'unione monetaria. L'Europa in altre parole rischia di essere penalizzata dal proprio assetto istituzionale incompleto nella capacità di reazione anticongiunturale rispetto a un'emergenza senza precedenti, proprio nel momento in cui sarebbe vitale utilizzare l'artiglieria pesante. Ma l'opinione di Delitala è che, "alla fine l'Ue seguirà un'onda lunga e globale di forte spinta fiscale e monetaria che dovrà necessariamente comprimere i tassi di interesse reali in territorio fortemente negativo, anche al fine di rendere sostenibile il nuovo debito creato dagli interventi pubblici. Anche per questo, le Banche centrali ne compreranno ancora molto e difficilmente lo reimmetteranno sul mercato", dice Delitala.

E' questo ciò che viene definita la Repressione Finanziaria 2.0. La gestione della crisi lascerà i governi molto più indebitati rispetto ad oggi e, oltre a possibili inasprimenti fiscali, ciò renderà necessari tassi di interesse bassi a lungo. «Alcuni economisti descrivono questa strategia come "repressione finanziaria" in quanto implica la riduzione dei rendimenti percepiti dagli investitori che, loro malgrado, si fanno così carico di una parte dei costi», spiega **Matteo Ramenghi**, chief investment officer di Ubs Wm Italy. Che conclude: «L'inflazione accompagnata a tassi bassi a medio termine potrebbe rendere più agevole la gestione dei debiti, a patto però che le Banche centrali mantengano bassi i rendimenti nonostante la crescita dei prezzi al consumo. Affinché ciò avvenga occorre tuttavia che vi sia la volontà politica, più difficile da raggiungere nella zona euro rispetto agli Stati Uniti».