

XIV Commissione della Camera dei Deputati
(Politiche dell'Unione europea)

Audizione nell'ambito dell'esame del
Programma di lavoro della
Commissione europea per il 2020
e della
Relazione programmatica sulla partecipazione dell'Italia
alla Unione europea nell'anno 2020

Testimonianza del Capo del Dipartimento
Economia e statistica della Banca d'Italia

Eugenio Gaiotti

Camera dei Deputati
Roma, 25 giugno 2020

Signor Presidente, Onorevoli Deputati,

ringrazio la XIV Commissione della Camera dei Deputati per avere invitato la Banca d'Italia, nell'ambito dell'esame del "Programma di lavoro della Commissione europea per il 2020" e della "Relazione programmatica sulla partecipazione dell'Italia all'Unione europea nell'anno 2020", a fornire elementi conoscitivi sulle politiche europee alla luce della pandemia in corso.

Nel mio intervento mi soffermerò su tre aspetti: un aggiornamento delle prospettive dell'economia italiana ed europea, alla luce delle informazioni più recenti; un approfondimento sulla risposta della politica monetaria; qualche considerazione sulle risposte delle istituzioni dell'Unione europea.

1. Le prospettive dell'economia dopo la pandemia

L'area dell'euro e l'Italia stanno attraversando una contrazione economica senza precedenti, le cui ripercussioni saranno protratte nel tempo. Nel primo trimestre la flessione del PIL è stata la più ampia finora registrata (del 3,6 per cento nell'area e del 5,3 per cento in Italia). Le nostre valutazioni più recenti indicano che la contrazione sarebbe ancora più ampia nella media del secondo trimestre.

Questo andamento risente soprattutto dell'effetto delle misure di contenimento del contagio in aprile (quando la produzione industriale è scesa del 17,1 nell'area dell'euro e del 19,1 per cento in Italia). In maggio sono emersi primi segnali di recupero, ma ancora incompleti e disomogenei.

In Italia gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese hanno recuperato buona parte del calo di marzo e aprile nella manifattura, ma si mantengono molto bassi nei servizi. Sono parzialmente risaliti i consumi di gas per uso industriale (a metà aprile erano caduti di oltre il 30 per cento al di sotto del livello di un anno prima; nella seconda settimana di giugno erano inferiori solo dell'8 per cento), il traffico autostradale e i consumi elettrici. Secondo i nostri modelli, la produzione industriale dovrebbe essere aumentata in maggio, di quasi il 30 per cento rispetto ad aprile, ma resterebbe ancora di circa il 25 per cento al di sotto del livello precedente il diffondersi del contagio.

Dalle nostre indagini emergono una forte cautela nei comportamenti delle famiglie, molte delle quali si attendono un deciso peggioramento delle proprie condizioni economiche e prevedono di ridurre i consumi, e una caduta nei prossimi mesi della propensione a investire delle imprese, che pianificano una riduzione dell'accumulazione di circa l'8 per cento nell'anno, anche se una ripresa delle vendite è attesa per il secondo semestre.

Tra la fine di aprile e l'inizio di maggio di quest'anno la Banca d'Italia ha svolto un'indagine straordinaria su un campione di oltre 3.000 individui al fine di rilevare informazioni sulla loro situazione economica e sulle loro aspettative¹. La metà degli intervistati si attende un peggioramento della condizione reddituale della propria famiglia a un anno dall'intervista. Anche una volta terminate l'epidemia di Covid-19 e le connesse limitazioni, le famiglie prevedono una ricomposizione dei propri consumi. Il 70 per cento dei nuclei in maggiore difficoltà economica intende ridurre gli acquisti considerati comprimibili, come viaggi, vacanze, ristoranti, cinema e teatro (pari al 22 per cento del paniere di spesa), al di sotto dei livelli precedenti l'epidemia; la percentuale è elevata, superiore al 40 per cento, anche per le famiglie più abbienti, per quelle che non hanno subito perdite di reddito ingenti, né si aspettano di doverle fronteggiare in futuro.

Tra la fine di gennaio e la metà di maggio le Filiali della Banca d'Italia hanno condotto la consueta Indagine sulle imprese industriali e dei servizi con almeno 20 addetti operanti nell'industria in senso stretto e nei servizi privati non finanziari (Invind)². Dal 16 marzo all'indagine è stato affiancato un questionario straordinario (Indagine straordinaria sugli effetti del coronavirus, Iseco), finalizzato a raccogliere informazioni riguardo agli effetti della pandemia sull'attività economica. I risultati delineano una situazione di forte difficoltà, caratterizzata da un deciso calo degli investimenti previsti per il 2020 e da una caduta del fatturato nella prima parte dell'anno. Le attese delle aziende prefigurano però una parziale ripresa delle vendite nel secondo semestre.

A inizio giugno la Banca d'Italia ha pubblicato uno scenario di base per l'economia italiana – fondato sull'ipotesi che la pandemia rimanga sotto controllo in Italia e nel mondo –, che resta nel complesso valido alla luce delle ultime informazioni. È un quadro in cui il PIL si riduce quest'anno del 9,2 per cento e ha poi una ripresa parziale nei due anni successivi (del 4,8 per cento nel 2021 e del 2,5 nel 2022), favorita dal venir meno degli effetti delle misure di contenimento, ma ancora frenata, da un lato, dalla caduta della domanda estera e dei flussi turistici e, dall'altro, da comportamenti più cauti di famiglie e imprese.

Sono sostanzialmente analoghe, per quanto riguarda l'ampiezza della flessione e il profilo temporale della ripresa, le prospettive per l'area dell'euro prefigurate nell'esercizio pubblicato dall'Eurosistema a inizio giugno, che incorpora una flessione del prodotto dell'8,7 per cento quest'anno, poi un aumento graduale nei due successivi (rispettivamente del 5,2 e del 3,3 per cento). In tutta l'area, alla fine del 2022 il PIL sarebbe ancora inferiore al livello del quarto trimestre del 2019.

Non sono da escludere andamenti più sfavorevoli a seguito di ipotesi meno ottimistiche sull'evoluzione della pandemia. Abbiamo pubblicato uno scenario più severo caratterizzato dal verificarsi di nuovi contagi nel corso dell'anno; in questo caso, la caduta del prodotto quest'anno potrebbe essere del 13,1 per cento in Italia e del 12,6 nell'area dell'euro.

Nelle nostre valutazioni le misure di sostegno diretto alla domanda, incluse nei decreti legge “cura Italia” e “rilancio”, fornirebbero un contributo significativo a mitigare la contrazione del PIL nel 2020, valutabile in oltre 2 punti percentuali.

¹ Cfr. il riquadro: *Valutazioni e aspettative delle famiglie italiane nell'attuale fase di emergenza sanitaria*, Banca d'Italia, Relazione Annuale sul 2019.

² Cfr. il riquadro: *Gli effetti della pandemia di Covid-19 secondo le indagini presso le imprese*, Banca d'Italia, Relazione Annuale sul 2019.

Alcune misure, come la moratoria sul credito e le garanzie sui nuovi prestiti sarebbero inoltre essenziali a scongiurare il materializzarsi di possibili effetti non lineari associati a gravi conseguenze finanziarie, evitando una crisi di liquidità.

Non sono invece considerate in questo scenario le misure ulteriori che potranno essere finanziate nel corso dei prossimi mesi nell'ambito delle iniziative adottate a livello comunitario in risposta alla crisi pandemica (cfr. paragrafo 3). Lo scenario, inoltre, non tiene conto degli ingenti pacchetti di bilancio annunciati nella prima metà di giugno in Francia e, soprattutto, in Germania, che potrebbero riverberarsi favorevolmente anche sulla nostra economia per via dei forti legami produttivi e commerciali con quelle tedesca e francese.

Questo andamento dell'economia si sta traducendo anche in un deciso peggioramento per le prospettive dei prezzi. L'inflazione si è praticamente azzerata a maggio nell'area dell'euro (0,1 per cento; -0,3 in Italia); la dinamica sottostante potrebbe essere anche più debole, data l'impossibilità di misurare molti prezzi a causa del *lockdown*, che gli istituti di statistica hanno dovuto imputare sulla base dei tassi di crescita osservati in passato.

Le previsioni dell'Eurosistema indicano che l'inflazione nell'area dell'euro si collocherà allo 0,3 per cento nella media di quest'anno, allo 0,8 nel 2021 e all'1,3 nel 2022 (per l'Italia rispettivamente -0,1; 0,0; 0,8); complessivamente si tratta di una revisione al ribasso di 1,7 punti percentuali rispetto allo scorso marzo.

Sulle prospettive della ripresa grava un'incertezza molto elevata, che riflette innanzitutto variabili non economiche, come l'andamento del contagio nei diversi paesi, ma anche la misura in cui l'esperienza della pandemia potrà modificare in modo persistente i comportamenti individuali o la struttura dell'economia nazionale e globale. Nel complesso, tutti gli scenari indicano che gli effetti si estenderanno oltre il breve periodo; che riguarderanno tutti gli Stati Membri dell'Unione; che sarà essenziale la capacità delle politiche economiche adottate di influenzare i redditi, la fiducia e i consumi delle famiglie e le aspettative e gli investimenti delle imprese.

Passata l'emergenza l'azione pubblica resterà necessaria per assicurare il rilancio dell'economia. Si tratta di un contesto in cui la politica monetaria e quella di bilancio possono rafforzare a vicenda la propria efficacia e in cui è richiesta una sostanziale azione comune a livello europeo.

2. La politica monetaria

Il Consiglio direttivo della BCE ha adottato un ampio ventaglio di misure monetarie per contrastare le conseguenze della pandemia. È intervenuto nell'ambito del suo mandato per sostenere l'economia di fronte a uno shock senza precedenti, contrastare il rischio che la caduta dell'attività si traduca in un riemergere della minaccia di deflazione (con l'avvio di un circolo vizioso tra onere del debito, attività economica e prezzi), preservare la trasmissione della politica monetaria in tutta l'area dell'euro, che è stata messa in pericolo dalle forti tensioni e frammentazioni nei mercati finanziari che hanno fatto seguito al diffondersi del contagio e in particolare dall'ampliarsi dei differenziali di rendimento tra attività finanziarie in molti paesi.

Lo stimolo monetario in questa fase è fornito soprattutto da due strumenti. Il primo sono gli acquisti di titoli pubblici e privati, che sono stati ampliati sostanzialmente, rafforzando per 120 miliardi il programma già esistente (*Asset Purchase Programme*, APP) e introducendo il nuovo programma straordinario, destinato a fronteggiare le conseguenze della pandemia (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP). La dotazione complessiva del PEPP ammonta, dopo le ultime decisioni di inizio giugno, a 1.350 miliardi; si prevede che gli acquisti continueranno almeno sino alla fine di giugno 2021, e in ogni caso fino a quando non sarà conclusa la crisi pandemica; il capitale rimborsato sui titoli in scadenza continuerà a essere reinvestito almeno sino alla fine del 2022, e comunque tenendo in considerazione la necessità di evitare ripercussioni sull'orientamento della politica monetaria.

Il PEPP è stato introdotto il 18 marzo, con una dotazione iniziale di 750 miliardi e un orizzonte fino a dicembre 2020; il 4 giugno è stato rafforzato per far fronte al peggioramento delle prospettive di inflazione nel medio termine e al persistere di condizioni finanziarie più restrittive di quelle prevalenti prima dell'emergenza pandemica: l'importo complessivo è stato aumentato di 600 miliardi; la durata attesa estesa di sei mesi.

In precedenza, nella riunione del 12 marzo, era stata ampliata la dotazione complessiva del programma già in corso (APP); l'incremento, pari a 120 miliardi fino alla fine del 2020, si è aggiunto agli acquisti di 20 miliardi al mese avviati già a novembre del 2019 (portando quindi gli acquisti complessivi nel 2020 a 360 miliardi). Per l'APP, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza sarà reinvestito per un periodo esteso dopo i primi aumenti dei tassi di interesse, che avverranno solo dopo aver osservato la convergenza dell'inflazione verso valori sufficientemente vicini al 2 per cento.

Il nuovo programma ha un duplice obiettivo: accrescere lo stimolo monetario e contrastare la frammentazione sui mercati finanziari, salvaguardando la trasmissione della politica monetaria in tutti i paesi.

Rispetto ai programmi precedenti, il PEPP si caratterizza soprattutto per la flessibilità degli acquisti, che è possibile calibrare intervenendo quando serve e dove è più necessario, nel corso del tempo, tra le varie classi di attività finanziarie e tra i paesi dell'area; è una caratteristica che il Consiglio direttivo ha considerato di importanza critica. Di questa flessibilità è stato già fatto uso lungo tutte le sue dimensioni; ad esempio gli acquisti sono stati concentrati nei periodi di maggiori tensioni (a fine maggio erano stati acquistati titoli per 235 miliardi, circa un terzo del totale della dotazione iniziale del programma) e nei paesi più colpiti: il parametro di riferimento per la ripartizione degli acquisti di titoli pubblici tra diverse giurisdizioni è la quota di partecipazione al capitale della BCE, ma è possibile discostarsene quando necessario.

Tra l'avvio del programma e la fine di maggio gli acquisti di titoli pubblici italiani nell'ambito del PEPP sono stati pari a 37 miliardi (34 miliardi effettuati dalla Banca d'Italia): a questi si sono aggiunti quelli nell'ambito dell'APP, pari a 26 miliardi tra inizio marzo e fine maggio (23 della Banca d'Italia).

Alla fine di maggio il valore di bilancio dei titoli pubblici e privati acquistati con l'APP e il PEPP dall'Eurosistema era pari rispettivamente a 2.743 e 235 miliardi (di cui 407 e 35 detenuti dalla Banca d'Italia); quello dei soli titoli pubblici a 2.218 e 187 miliardi (di cui 345 e 34 detenuti dalla Banca d'Italia).

La nostra evidenza indica che gli interventi delle banche centrali dell'Eurosistema sono stati efficaci nel contrastare le tensioni sui mercati finanziari. Gli indici di liquidità e di volatilità del mercato dei titoli di Stato, che si erano eccezionalmente deteriorati in marzo, sono migliorati significativamente. Gli spread sovrani si sono ridotti in tutti i paesi (il differenziale di rendimento tra i titoli italiani e quelli tedeschi, che aveva toccato un massimo di oltre 300 punti a metà marzo, nella prima metà di giugno è stato pari, in media, a circa 180 punti base).

Rispetto ai livelli raggiunti prima dell'annuncio del PEPP, alla metà di giugno gli indici di volatilità dei titoli di Stato, ricavati dai prezzi delle opzioni sui rispettivi future, si sono più che dimezzati in Germania, Francia e Italia. La liquidità sul mercato dei nostri titoli di Stato – secondo una misura che sintetizza l'ampiezza del differenziale bid-ask, lo spessore, i volumi scambiati e la volatilità – è migliorata di oltre il 50 per cento.

Il secondo strumento di stimolo monetario sono le misure con cui le banche centrali dell'Eurosistema forniscono liquidità al sistema bancario a condizioni molto favorevoli, con l'obiettivo di sostenere l'erogazione del credito a famiglie e imprese (a fronte di un fabbisogno di liquidità accresciuto in misura eccezionale dalla riduzione delle entrate), in maniera complementare alle garanzie pubbliche introdotte dal Governo e alle misure adottate dalle autorità di vigilanza europee.

Sono state aumentate le risorse disponibili per le banche nell'ambito delle operazioni mirate a lungo termine (TLTRO3), fino a 3.000 miliardi, con un costo che può scendere fino a -1,0 per cento. Sono state introdotte anche operazioni "ponte" condotte a frequenza settimanale e operazioni per garantire anche alle banche che non partecipano alle TLTRO3 di avere accesso a fondi più abbondanti.

L'importo di fondi erogabili con le Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO3) è stato aumentato dal 30 al 50 per cento della consistenza dei prestiti in essere per le singole controparti; il loro costo è stato ridotto, fino a -1,0 per cento tra giugno 2020 e giugno 2021 per le banche che raggiungeranno l'obiettivo di credito stabilito dal meccanismo di incentivi. Nell'operazione condotta il 18 giugno le controparti dell'area hanno raccolto fondi per un ammontare pari a 1.308 miliardi (548,5 al netto delle concomitanti restituzioni); di questi, 249 miliardi (40 al netto delle concomitanti restituzioni) sono stati ottenuti da controparti della Banca d'Italia.

Sono state introdotte anche nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (Longer-Term Refinancing Operations, LTRO), a un costo pari al tasso medio sulla deposit facility (-0,5 per cento), pieno soddisfacimento della domanda e scadenza nel mese di giugno 2020, in concomitanza con il regolamento della quarta operazione TLTRO3. I fondi presi in prestito dalle controparti dell'area a queste operazioni sono stati pari a circa 390 miliardi (di cui circa 80 dalle controparti della Banca d'Italia). Inoltre, dalla fine di maggio è stata avviata una nuova serie di operazioni di rifinanziamento per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations, PELTRO), con scadenza nel terzo trimestre del 2021 e a un tasso inferiore di 25 punti base rispetto a quello medio sulle operazioni di rifinanziamento principali (attualmente pari a 0,0%).

Al fine di consentire agli intermediari di beneficiare appieno di questi prestiti e contenere le possibili conseguenze pro-cicliche sulla disponibilità di collaterale di eventuali declassamenti di titoli privati e pubblici da parte delle agenzie di rating, sono anche stati allentati i criteri di idoneità e le misure di mitigazione dei rischi applicate alle attività conferibili in garanzia.

I dati disponibili per il mese di aprile confermano che, rispetto al mese di febbraio, l'erogazione di credito alle imprese è aumentata in misura molto significativa.

In Italia il credito alle società non finanziarie, che era in diminuzione nei precedenti dieci mesi, in marzo e aprile è aumentato complessivamente di 22 miliardi, quasi il 17 per cento in ragione d'anno e al netto della stagionalità. Nell'area dell'euro i flussi nel bimestre hanno superato i 200 miliardi, con una crescita di quasi il 30 per cento in ragione d'anno.

Nell'indagine sul credito bancario condotta alla fine di marzo dalla Banca d'Italia, le banche operanti nel nostro paese hanno confermato un significativo aumento della domanda di prestiti nel corso del secondo trimestre, per effetto del maggiore fabbisogno di liquidità connesso col deterioramento dell'attività.

Nell'indagine è stato anche chiesto agli intermediari di valutare l'impatto delle misure di politica monetaria adottate dalla BCE, comprese quelle introdotte nel marzo 2020 in risposta all'emergenza pandemica. Secondo le banche, le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO 3) e i programmi di acquisto di attività finanziarie (APP e PEPP) hanno migliorato le condizioni di finanziamento e di liquidità degli intermediari e favorito l'espansione dei volumi e l'allentamento dei termini e delle condizioni applicate al credito erogato nel semestre terminato a marzo 2020; secondo le previsioni delle banche, l'effetto positivo di tali misure sarebbe più elevato nei sei mesi successivi.

Nel complesso, le misure adottate dal Consiglio direttivo dall'inizio dell'anno hanno avuto un impatto sostanziale sulle condizioni monetarie. Gli effetti sull'attività economica e sui prezzi si trasmetteranno gradualmente nel tempo, ma è stato contrastato il rischio grave di un collasso del sistema finanziario, del riemergere di frammentazione dei mercati lungo confini nazionali e della deflazione. Al contempo, date le incertezze che ancora gravano sul quadro congiunturale, il Consiglio direttivo ha ribadito di essere pronto a utilizzare tutti gli strumenti a sua disposizione, nell'ambito del suo mandato, che richiede di assicurare il rientro dell'inflazione verso l'obiettivo di medio termine e la trasmissione delle misure di politica monetaria a tutti i settori e a tutti i paesi dell'area dell'euro.

Negli ultimi anni il Consiglio direttivo ha posto molta attenzione all'analisi delle misure introdotte, per assicurarsi che siano efficaci e proporzionate per il perseguimento degli obiettivi dell'Eurosistema e che non diano luogo a effetti collaterali controproducenti. Numerosi studi sono stati condotti e messi a disposizione del pubblico dalle banche centrali dell'Eurosistema, inclusa la Banca d'Italia; essi indicano che gli strumenti monetari messi in campo negli ultimi anni sono stati necessari ed efficaci nel trasmettere il loro effetto all'economia, hanno contrastato i rischi di deflazione, hanno sostenuto l'attività e l'occupazione e mantenuto condizioni finanziarie distese. Le analisi hanno anche attentamente esaminato la possibilità che la lunga fase di tassi di interesse molto bassi e di operazioni 'non convenzionali' possa determinare effetti sfavorevoli, come comportamenti destabilizzanti sui mercati finanziari, ripercussioni negative sulla capacità delle banche di

erogare credito o di selezionare le imprese più valide, un aumento della disuguaglianza; questi timori, espressi a più riprese da alcuni osservatori, non hanno trovato conferma alla luce dell'evidenza raccolta³.

3. La risposta delle istituzioni europee

Il rafforzamento della capacità di intervento a sostegno dell'economia a livello europeo può essere decisivo per mettere in campo politiche economiche che, al pari delle misure monetarie, siano proporzionali alla gravità della crisi.

La Commissione europea ha modificato la versione iniziale del programma per il 2020 presentato a gennaio, adottando molte iniziative di risposta immediata alla crisi⁴.

In marzo la Commissione ha sfruttato le possibilità previste dalle norme comunitarie per aumentare i margini di intervento dei singoli paesi: ha consentito l'utilizzo dei fondi strutturali per attenuare gli effetti della pandemia; ha adottato un quadro temporaneo di regole sugli aiuti di Stato per permettere interventi più ampi a favore delle imprese; ha valutato, assieme al Consiglio della UE, la sussistenza delle condizioni previste dalla clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita, che consente di deviare dal percorso di rientro verso l'obiettivo di bilancio di medio termine in presenza di una grave recessione.

In questo quadro di maggiore flessibilità, i governi dei paesi europei hanno definito misure discrezionali di notevole entità, per potenziare i servizi sanitari nazionali, sostenere il reddito dei lavoratori e delle famiglie e alleviare i problemi di liquidità delle imprese. Secondo le stime della Commissione pubblicate all'inizio di maggio, gli interventi discrezionali nell'area dell'euro superavano il tre per cento del PIL⁵;

³ Cfr. ad esempio i lavori citati in P. Hartmann, F. Smets (2018), "The first twenty years of the ECB: monetary policy", ECB *Working Paper Series*, n. 2219; M. Rostagno et al. (2019), "A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20", ECB *Working paper series*, n. 2346. Tra i lavori della Banca d'Italia si vedano tra gli altri: S. Siviero, S. Neri (2018), "The non-standard monetary policy measures of the ECB: motivations, effectiveness and risks", *Credit and Capital Markets*, vol. 51(4); M. Casiraghi et al. (2016), "ECB unconventional monetary policy and the Italian economy during the sovereign debt crisis", *International Journal of Central Banking*, 12(2); L. Esposito et al. (2020), "The impact of TLTRO2 on the Italian credit market: some econometric evidence", Banca d'Italia, *Temi di Discussione*, n. 1264; M. Bottero et al. (2020), "Expansionary yet different: credit supply and real effect of negative interest rate policy", Banca d'Italia, *Temi di Discussione*, n. 1269; G. Ferrero et al. (2019), "Credit risk-taking and maturity mismatch: the role of the yield curve", Banca d'Italia, *Temi di Discussione*, n. 1220; M. Casiraghi et al. (2018), "A 'reverse Robin-Hood'? The distributional implications of non-standard monetary policy for Italian households", *Journal of International Money and Finance*, 85(C).

⁴ Commissione europea, *Programma di lavoro adattato 2020*, COM (2020) 440 final, Comunicazione del 27 maggio 2020.

⁵ Commissione europea, *European Economic Forecasts*, Spring 2020.

queste stime sono destinate ad aumentare, poiché da allora alcuni paesi, tra i quali la Germania e la Francia, hanno annunciato ulteriori misure.

Gli effetti della forte contrazione macroeconomica e le misure discrezionali di bilancio hanno determinato un aumento significativo delle previsioni del disavanzo per l'anno in corso: nei Programmi di stabilità presentati alla fine di aprile, la Germania ha stimato un indebitamento netto pari a circa il 7 per cento del PIL per il 2020 (a fronte di un avanzo di quasi un punto previsto lo scorso autunno), la Francia al 9 (contro circa il 2 stimato in autunno), la Spagna e l'Italia oltre il 10 (a fronte di circa il 2 dello scorso autunno).

I governi hanno anche introdotto misure di sostegno finanziario alle imprese con impatto immediato nullo o molto contenuto sul disavanzo. Di particolare importanza è stato il rafforzamento del sistema delle garanzie pubbliche, con interventi che, sulla base delle informazioni fornite con i Programmi di stabilità, ammontano potenzialmente a circa il 25 per cento del PIL in Germania, al 14 in Francia e a oltre il 9 in Spagna; superano il 30 per cento nel nostro paese.

Le misure adottate sono necessarie a ridurre il rischio che difficoltà temporanee di imprese e famiglie si trasformino in situazioni di insolvenza, determinando un impatto duraturo sulla crescita dell'economia.

Vi sono tuttavia molte ragioni che indicano che le ripercussioni della pandemia, che rappresenta uno shock esterno, comune, di grande portata, le cui conseguenze saranno protratte nel tempo, non possono essere affrontate in modo efficace solo con la politica monetaria o con le politiche dei singoli paesi, ma richiedono anche una risposta di bilancio comune.

Il mancato recupero di una parte dell'area si ripercuoterebbe su tutta la regione, considerate le strette interconnessioni tra le economie europee attraverso i legami commerciali e finanziari e le catene di produzione internazionali. Inoltre, in presenza di spazi di bilancio dei singoli paesi molto diversi, affidarsi solo alle politiche nazionali rischierebbe di accentuare le divergenze all'interno dell'area, minando il principio della parità delle condizioni competitive (*level playing field*), che è essenziale per il funzionamento del mercato unico.

Vanno in questa direzione le iniziative comunitarie già approvate e la più recente proposta della Commissione.

Lo scorso aprile⁶ il Consiglio europeo ha raggiunto un accordo su tre interventi: uno strumento di finanziamento per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE); un fondo di garanzia gestito dalla Banca europea degli investimenti (BEI) per erogare risorse alle imprese (*Pan-european guarantee fund*); una nuova linea di credito

⁶ Consiglio europeo, *Conclusioni del presidente del Consiglio europeo a seguito della videoconferenza dei membri del Consiglio europeo*, 23 aprile 2020, comunicato stampa del 23 aprile 2020.

precauzionale del Meccanismo europeo di stabilità (MES) per le spese connesse con il contrasto della pandemia (*Pandemic Crisis Support*).

Con lo SURE, che ha una capacità massima di prestito pari a 100 miliardi, per la prima volta si introduce uno strumento comune, che fornisce risorse ai paesi colpiti in modo asimmetrico da uno shock macroeconomico. È un regime temporaneo; potrebbe tuttavia costituire la base per un vero e proprio stabilizzatore automatico a livello europeo che, come rilevato anche in analisi della Banca d'Italia⁷, è uno strumento necessario per il funzionamento di un'unione monetaria.

Lo SURE si finanzia attraverso il ricorso al mercato da parte della Commissione europea, garantito dal bilancio della UE e dai paesi membri; sarà operativo quando tutti i paesi si saranno impegnati per la loro quota di garanzie⁸ (per complessivi 25 miliardi) e potrà concedere finanziamenti fino alla fine del 2022, con la possibilità di un'estensione se, nelle valutazioni della Commissione europea, persisteranno gli effetti economici causati dall'epidemia. Attraverso lo SURE potranno essere concessi ai paesi della UE prestiti a condizioni agevolate (da definirsi caso per caso) in relazione alle spese sostenute a partire dal 1° febbraio 2020 per gli schemi di integrazione salariale (o per regimi analoghi previsti per i lavoratori autonomi). Nel corso degli ultimi mesi per fronteggiare l'emergenza l'Italia ha rafforzato ed esteso i propri schemi di integrazione salariale e ha varato misure di sostegno al reddito per i lavoratori autonomi. È probabile che il nostro paese sia tra i tre maggiori beneficiari dei fondi SURE, ai quali possono essere complessivamente concessi finanziamenti fino a un massimo di 60 miliardi.

Il fondo gestito dalla BEI sarà dedicato in particolare alla concessione di garanzie su prestiti a piccole e medie imprese con problemi di liquidità legati alla pandemia. Nelle stime della BEI questo strumento potrebbe mobilitare risorse per circa 200 miliardi.

Il fondo di garanzia avrà una dotazione di 25 miliardi; sarà operativo non appena saranno stati conferiti i contributi di Stati membri che rappresentino almeno il 60 per cento del capitale della BEI⁹ e sarà attivo fino alla fine del 2021, data prorogabile dietro approvazione degli Stati Membri. L'attività del fondo riguarderà principalmente la concessione di garanzie su prestiti erogati da intermediari finanziari a imprese – soprattutto piccole e medie – caratterizzate da un rischio elevato e con problemi di liquidità legati alla pandemia da Covid-19, ma potenzialmente redditizie nel lungo periodo.

La nuova linea di credito precauzionale del MES potrà erogare complessivamente finanziamenti fino a circa 240 miliardi con la sola condizione di utilizzare le risorse per far fronte ai costi dell'emergenza sanitaria. L'ammontare di prestiti per ciascun paese potrà raggiungere un importo pari al 2 per cento del

⁷ A. Brandolini, F. Carta e F. D'Amuri (2016), "A Feasible Unemployment-Based Shock Absorber for the Euro Area", *Journal of Common Market Studies*, vol. 54(5), pp. 1123-1141; F. Balassone, S. Momigliano, M. Romanelli e P. Tommasino (2018), "Just Round the Corner? Pros, Cons, and Implementation Issues of a Fiscal Union for the Euro Area", *Economia Pubblica*, vol. 2018(1), pages 5-34.

⁸ Le garanzie saranno fornite dai singoli paesi in proporzione ai loro redditi nazionali lordi. Con il DL 34/2020, cosiddetto "rilancio", sono stati autorizzati la partecipazione dell'Italia allo SURE e il rilascio delle relative garanzie (3,2 miliardi).

⁹ Con il decreto "rilancio", sono state autorizzate la partecipazione al *pan-european guarantee fund* e il rilascio delle relative garanzie (4,7 miliardi).

PIL del 2019 (per l'Italia si tratta di circa 36 miliardi). Non è richiesta l'adozione di un programma di correzione macroeconomica e la sorveglianza, nell'ambito del semestre europeo, sarà limitata all'effettiva destinazione delle risorse utilizzate agli scopi indicati.

Il Pandemic Crisis Support del MES è operativo dallo scorso 15 maggio e sarà attivabile fino alla fine del 2022. I prestiti concessi avranno una durata media fino a dieci anni e un tasso di interesse che rifletterà, oltre al costo di finanziamento del MES, un margine di 10 punti base in ragione d'anno, una commissione una tantum iniziale di 25 punti base e una annuale di 0,5 punti base. Su una durata di dieci anni la maggiorazione sarebbe dunque pari in media a 13 punti base; all'inizio di questa settimana, il rendimento sul mercato secondario delle obbligazioni del MES con scadenza residua di 7 anni era pari a circa -0,3 per cento, a quasi -0,2 per cento per quelle a 10 anni. Si può valutare che, per il nostro paese, tenendo conto del differenziale tra il tasso di interesse sui titoli di Stato decennali italiani e quello applicato sulla linea di credito del MES, il pieno utilizzo di tale linea di credito permetterebbe una minore spesa per interessi dell'ordine di 500 milioni in media all'anno nell'arco di un decennio.

Lo scorso maggio¹⁰ la Commissione ha proposto la creazione dello strumento *Next Generation EU*. La proposta, che è stata discussa dal Consiglio europeo dello scorso 19 giugno ma non è ancora stata approvata e potrebbe essere modificata, rafforzerebbe significativamente la capacità di spesa del bilancio comunitario.

La proposta prevede che l'Unione europea possa indebitarsi sul mercato fino a 750 miliardi e utilizzare le risorse raccolte per erogare prestiti (fino a 250 miliardi) e trasferimenti per 500 miliardi ai paesi membri, soprattutto a quelli più colpiti dalla pandemia. Il rimborso del debito si avvierebbe non prima del 2028 e terminerebbe entro il 2058; vi contribuirebbe, nella proposta, un aumento delle risorse proprie del bilancio comunitario, anche attraverso l'istituzione di nuove imposte europee¹¹.

I paesi beneficiari dovrebbero impegnare i fondi entro il 2024, utilizzandoli per progetti di investimento o di riforma in linea con le raccomandazioni della Commissione nell'ambito del semestre europeo: la preferenza dovrebbe andare a iniziative volte ad accelerare la transizione verde e digitale, a incentivare gli investimenti privati e a rafforzare i sistemi sanitari e la cooperazione in materia di salute pubblica.

Next Generation EU non è pensato come uno strumento permanente; tuttavia, la possibilità di aumentare la spesa pubblica europea mediante il ricorso al debito comunitario, da rimborsare anche attraverso maggiori entrate proprie, per intervenire dove più necessario è un notevole passo in avanti, che può

¹⁰ Commissione europea, *Il momento dell'Europa: riparare i danni e preparare il futuro per la prossima generazione*, COM (2020) 456 final, Comunicazione del 27 maggio 2020.

¹¹ La Commissione propone in particolare di estendere il sistema di scambio di quote di emissioni della UE (il primo e più esteso mercato mondiale della CO₂) al settore marittimo e a quello aereo, di introdurre un meccanismo di tassazione che penalizzi le importazioni a maggiore contenuto di carbonio e un'imposta sulle operazioni delle società che traggono significativi benefici dal mercato unico dell'Unione europea, oltre che un'imposta "digitale" sulle imprese con un fatturato globale annuo superiore a 750 milioni. Tali modifiche sono in linea con quelle proposte già nel maggio del 2018, ai fini della revisione del bilancio 2021-27 della UE (per una valutazione di tale proposta, cfr. *Audizione sul quadro finanziario pluriennale 2021-2027 dell'Unione Europea*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura Economica della Banca d'Italia P. Sestito, Roma, 3 aprile 2019).

contribuire a riportare l'economia europea su un sentiero di crescita stabile dopo la pandemia, assicurando che politica monetaria e politica di bilancio operino in modo complementare; rappresenta un cambio di paradigma nel dibattito europeo.

La proposta della Commissione non specifica la ripartizione dei fondi tra paesi. L'ammontare di risorse di cui l'Italia potrà beneficiare in concreto dipenderà dalla capacità di proporre riforme e progetti di investimento validi; sarà necessario un notevole sforzo tecnico e di progettazione.

La parte erogata come trasferimento non andrebbe ad accrescere il nostro debito pubblico. Al servizio di un debito europeo l'Italia, come tutti i paesi membri, dovrà nel tempo comunque contribuire attraverso il bilancio comunitario.

La convenienza finanziaria che caratterizza questi strumenti è comunque notevole; discende anche dal fatto che essi offrono la possibilità di far fronte alle esigenze poste dalla pandemia distribuendone gli oneri su un periodo lungo e con un costo che si manterrebbe basso e non soggetto alle oscillazioni del mercato. I benefici vanno però valutati soprattutto con riferimento alla possibilità di inserire le iniziative nazionali in una strategia comune di sviluppo e di risposta alle sfide poste dalla pandemia.