

31 marzo 2020

Lesson of economics 1

Partiamo dal presupposto che siamo di fronte a una recessione economica (non ancora finanziaria), causata da entrambi: un calo **dell'offerta aggregata** (e.g. imprese che non producono o non riescono a produrre per via dello sfaldamento della cosiddetta *global value chain*), e della **domanda aggregata** (e.g. consumatori che posticipano gli acquisti, per esempio di beni durevoli, perché temono il peggio nel breve periodo, come la perdita di lavoro; imprese che non investono perché, non vendendo i loro prodotti, non hanno nemmeno flussi di cassa (= liquidità) necessari per poter investire etc). La situazione è dunque differente rispetto a quella del 2008, dove c'è stata una crisi finanziaria (del mercato finanziario e delle banche). Non si tratta di una banca che è fallita e ha generato il panico o di una bolla speculativa sul mercato azionario (e.g. la bolla dei prezzi delle case), ma di un virus che **sta rallentando gli spostamenti e gli scambi economici** (devi considerare che la produzione di oggi è molto integrata a livello globale, ecco perché ho parlato di sfaldamento della *global value chain*. Per produrre un'automobile servono pezzi intermedi, prodotti attualmente in Cina. Se la Cina non fa pervenire questi pezzi all'Europa, perché la produzione in Cina si ferma, l'Europa non riesce a realizzare la macchina).

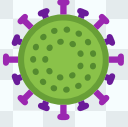
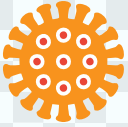
Questo calo negli spostamenti e scambi economici, lo possiamo vedere dalla reazione delle borse e dei titoli legati al settore aereo, industriale e distributivo. A fronte dei cali sostenuti, si è poi generato il cosiddetto *panic-selling*. Anche settori che non sarebbero così esposti ai contraccolpi del virus (e.g. le utilities) hanno subito cali del 30% due settimane fa, all'incirca.

L'Europa, per affrontare questa recessione, ha due strade: (i) o i paesi che presentano un basso rapporto debito/PIL lanciano un massiccio programma di investimenti facendo deficit; (ii) o l'Europa (paesi aderenti all'euro in questo caso) deve mettere in campo un programma di emissione di *eurobond* (* penso che li chiamino ora *coronabond*), garantito da tutti i Paesi, per finanziare un **programma europeo di investimenti**.

Cosa sono gli *eurobond*? Non sono nient'altro che dei **titoli di debito sovrano** (equiparabili ai BTP italiani, al Bund tedeschi etc.) emessi, non da uno Stato Membro della moneta unica (=euro area), ma dalle stesse Istituzioni Europee, in questo caso dalla Commissione. Funzionerebbero come i normali titoli di stato. Il problema però è questo: i titoli di stato sono emessi da Stati Sovrani (Italia, Germania etc.), che hanno **un bilancio e soprattutto delle entrate fiscali**, che ne garantiscono il valore e di conseguenza il rimborso alla scadenza (oltre al pagamento degli interessi). Per gli *eurobond*, non sarebbe così, perché:

L'Unione Europea non ha entrate fiscali. Non vengono riscossi *tributi* che finanziano il bilancio europeo. Sono i *contributi* degli Stati Membri che vengono versati a garantire il funzionamento delle Istituzioni. Emettendo *eurobond*, chi ne andrebbe a garantire il rimborso alla scadenza e il pagamento degli interessi? Ora come ora, se la Commissione non dovesse riuscire a far fronte ai rimborsi, a metterci la garanzia sarebbero gli Stati Membri, in primis la Germania. In altre parole, *eurobond* emessi senza che la Germania ne faccia da garante sarebbero carta straccia. Ecco perché la Germania in primis è contraria a questa condivisione del rischio sovrano che si avrebbe con gli *eurobond*.

Non c'è una politica economica europea. Ognuno, come vedi, sta agendo a modo suo. Quindi, anche a volerli emettere, cosa vai e soprattutto dove vai a spenderli? Non credo che i tedeschi siano favorevoli a farsi carico del debito europeo che va a finanziare opere in Italia o in Spagna.



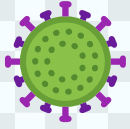
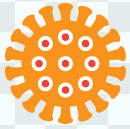
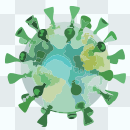
Inoltre, in caso di emissione di *eurobond*, gli stessi potrebbero essere oggetto del Quantitative Easing (QE) della BCE, andando così a creare ulteriore liquidità nelle banche e altri enti che ne sono in possesso (= che detengono nei loro bilanci (tra gli *assets*) questi titoli).

NB. La BCE non può finanziare direttamente gli Stati Membri. Cosa significa? Se un Paese emette titoli di stato per finanziare il suo debito, questi titoli 'vanno' sul cosiddetto **mercato primario** degli strumenti finanziari (= titoli, azioni etc). La BCE non può assolutamente comprare questi titoli sul mercato primario. Saranno altre banche (locali e internazionali) e grandi fondi d'investimento-pensione che potranno comprare i titoli di stato di prima emissione, andando così a finanziare (= dare liquidità) direttamente lo Stato che li ha emessi. Quello che la BCE fa con il QE è andare a comprare i titoli di stato che sono già nel bilancio di queste banche e fondi d'investimento-pensione (= si dice che la BCE acquista titoli di stato sul **mercato secondario**). Acquistandoli così sul mercato secondario, non va a finalizzare direttamente lo Stato che li ha emessi. Ma, è un modo per far continuare a funzionare il sistema di acquisto-vendita di tali titoli di stato e dare liquidità all'economia.

In che senso dare liquidità all'economia? Una volta che le banche hanno ricevuto liquidità dalla BCE in cambio dei titoli di stato che avevano nei loro bilanci, il loro compito è quello di utilizzare tale liquidità per concedere prestiti a imprese e famiglie (= la liquidità va investita/data all'economia e non andrebbe tenuta in bilancio a 'far muffa'). Questo, però, non è avvenuto durante la crisi del 2008 e anni successivi (magari più attorno al 2011). La BCE, in quegli anni, ha 'inondato le banche di liquidità', ma le banche stesse non l'hanno riversata sul sistema economico reale (= le banche non hanno trasformato questa abbondante liquidità in prestiti a famiglie e imprese, per il timore che questi stessi soggetti non fossero in grado di ripagare tali debiti, contratti con la banca). Così facendo la crisi del 2008 che, originariamente era nata come crisi del sistema finanziario, è divenuta crisi economica, vale a dire una crisi che colpisce variabili come investimenti pubblici, privati e consumo e, infine, incide sul PIL [Si inizia a parlare di **recessione economica quando la crescita del PIL è negativa per due trimestri consecutivi**].

Tornando alla BCE, riformulo il concetto spiegato nei paragrafi sopra. Le banche e i fondi investimento-pensione hanno in bilancio titoli di stato. La BCE li può comprare dando in cambio liquidità ai soggetti da cui li compra. Nel bilancio (tra gli *assets*) di queste banche e fondi investimento-pensione, non avremo più tali titoli di stato, ma avremo tanti solidi (= liquidità), proveniente dalla BCE. Così facendo, (i) i soggetti che hanno ricevuto tale liquidità dovrebbero utilizzarla per continuare il *business-as-usual*, ovvero concedere prestiti a imprese e famiglie, e (ii) la BCE con il suo acquisto titoli, permette al prezzo del titolo stesso di non ridursi troppo (e.g. quando c'è tanta domanda per il bene X, il suo prezzo aumenta; viceversa, quando la domanda cala, anche il prezzo scende). Se gli investitori pensano che non sia più sicuro e redditizio investire nei titoli di stato e.g. italiani, e iniziano a venderli (= sbarazzarsi dei titoli italiani che hanno nei loro bilanci) in grandi quantità, il prezzo di quel titolo scende bruscamente o, in altre parole, il rendimento di quel titolo sale vertiginosamente. Che significa? Che essendo il titolo percepito come più rischioso, gli investitori vorranno/chiederanno dei rendimenti maggiori per investire/comprare ancora quel titolo.

Ma dal punto di vista dello Stato Italia, concedere rendimenti più alti su i titoli di stato che emette per finanziare il suo debito, significa pagare più interessi agli investitori.



Con l'intervento della BCE, che potrebbe acquistare questi titoli di stato italiani, come ho già detto sul mercato secondario, che tutti stanno vendendo, controbilancia questa vendita (*panic-selling*) di titoli di stato italiano, impedendo così che il loro prezzo scenda troppo o, in altre parole, che il rendimento salga troppo. E qui, possiamo collegarci allo spread (= la differenza di rendimento tra i titoli di stato, per esempio italiani, e quelli tedeschi BTP – Bond).

Come dice la Lagarde, il compito della BCE **non è quello di chiudere gli spread**. Quando la BCE acquista sul mercato secondario i titoli di stato italiani, il fatto stesso dell'acquisto controbilancia la vendita all'ingrosso da parte di quei investitori, che se ne vogliono sbarazzare. Acquistando così i titoli di stato italiani - sul mercato secondario -, permette che il loro rendimento non aumenti vertiginosamente, e dunque fa sì che lo spread non aumenti troppo (= uno spread alto dà segnali negativi ai mercati finanziari, di instabilità, incertezza, rischiosità (rischio di default)).

Il compito della BCE è quello di **mantenere la stabilità nei prezzi** (= inflazione annua vicino, ma sotto al 2%). Come? Sempre acquistando e vendendo titoli (si chiamano operazioni sul mercato aperto OMA), ma con una differenza d'obiettivi: mantenere la stabilità nei prezzi e non mantenere allineati i rendimenti degli stati membri con il rendimento dei titoli di stato emessi dalla Germania.

Ti stavo parlando anche della possibilità per uno Stato EU di chiedere un **programma** (= aiuto finanziario) **all'European Stability Mechanism (ESM)**. Questo però potrebbe essere, in tale situazione, controproducente per l'Italia: a fronte del suo intervento, il Paese interessato dovrebbe, in contropartita, attuare un piano di austerità per riordinare i conti pubblici (= deficit, debito) [la stessa cosa succede quando gli Stati chiedono un programma/un aiuto finanziario al Fondo Monetario Internazionale, come Grecia, Portogallo, parzialmente la Spagna durante la crisi del 2008, e nel 2018 l'Argentina]. In questo momento, non possiamo permetterci austerità (e.g. aumentare le tasse e ridurre la spesa pubblica), anzi dobbiamo fare esattamente il contrario (e.g. aumentare la spesa pubblica e differire le tasse) per supportare le imprese e le famiglie. Inoltre, chiedere aiuto all'ESM (così come chiedere aiuto all'IMF) significa davvero essere in una situazione estrema, e dare un segnale molto negativo agli investitori e ai mercati finanziari (= ci potrebbe essere, per esempio, il rischio di una *fuga di capitali* dall'Italia perché il Paese verrebbe considerato troppo rischioso per investire i propri capitali). In questo momento, ogni Stato EU – non solo l'Italia – ha bisogno dell'intervento dello Stato e di **politiche fiscali espansive** per supportare l'economia reale (famiglie e imprese).