



## **REInnovation**

REAL VALUE, REAL INNOVATION, REAL ESTATE

**Gli impatti della pandemia nel breve e medio periodo**

**REInnovation Lab Webinar Series**

**Gli strumenti fiscali e monetari per affrontare l'emergenza economica**

**Francesco Giavazzi**

**Professore Ordinario, Dipartimento di Economia, Università Bocconi**

**Milano, 15 aprile 2020**

“Che cosa può fare la politica economica per consentire all’Italia e all’Europa di affrontare l’emergenza legata al Covid-19? Utilizzare il debito in maniera intelligente, approfittando di una fase storica in cui, a parte il 2020, il tasso di crescita è superiore al tasso di interesse”. Questa la riflessione che **Francesco Giavazzi**, Ph.D. in Economia al MIT di Boston e **Professore presso il Dipartimento di Economia dell’Università Bocconi** ha lanciato ai partecipanti alla REInnovation Lab Webinar Series, una serie di Forum finalizzata a comprendere le implicazioni economiche di breve e medio periodo della pandemia.

Il REInnovation Lab, una piattaforma di ricerca e formazione nata per iniziativa di **SDA Bocconi School of Management** e **Assoimmobiliare**, finanziata dai principali player internazionali dell’industria del real estate come **BNP Paribas RE Italy, CBRE, Colliers International, Cushman&Wakefield, Deloitte, Duff&Phelps, Generali Real Estate, GVA Redilco, JLL, PWC, e Sigest**, ha l’obiettivo di contribuire all’evoluzione del settore creando un «laboratorio» di conoscenza indipendente in grado di rielaborare i dati primari e le esperienze dei diversi player dell’industria trasformandoli in strumenti operativi. La serie su “gli impatti della pandemia nel breve e medio periodo” ha l’obiettivo di raccogliere e dibattere “in tempo reale” le opinioni di accademici, policy-maker e Chief in merito alle dinamiche e alle interrelazioni dal punto di vista economico, strategico e finanziario con particolare focus sugli impatti nel real estate. La formula di discussione moderata con l’obiettivo di trattare precisi pilastri dello specifico special seminar, prevede una struttura fortemente interattiva di dibattito.

Sollecitato da **Andrea Beltratti**, Full Professor nel Dipartimento di Finanza dell’Università Bocconi, Ph.D. a Yale, e Direttore assieme ad **Alessia Bezzecchi**, Associate Professor of Practice Corporate Finance e Real Estate SDA Bocconi, del REInnovation Lab, il Prof. Giavazzi non ha minimizzato i rischi, specie di breve periodo, per i mercati finanziari e le economie, ma allo stesso tempo ha presentato argomenti convincenti a favore della ripresa “a V”, a condizione che la politica italiana superi le contrapposizioni che caratterizzano il dibattito delle ultime settimane, in modo da consentire alla Banca Centrale Europea di utilizzare davvero il bazooka da quasi un trilione di euro che è stato caricato durante il mese di marzo. “Gli strumenti di politica monetaria e fiscale sono pronti. Adesso sta ai Governi nazionali farne l’uso migliore possibile” ha affermato Giavazzi, auspicando che la politica italiana sia guidata dalla razionalità e non dalle polemiche.

### **Perché la riunione del Consiglio Europeo del 23 aprile 2020 è così importante?**

Ci sono momenti in cui un incontro tra capi di Stato è cruciale per il futuro, come l’accordo del Plaza di New York del 22 settembre 1985, in cui le potenze mondiali decisero di intervenire sul mercato valutario per indebolire il dollaro, o quella delle autorità americane che la domenica del 14 settembre 2008 decisero quali istituzioni finanziarie americane salvare e quali lasciar fallire. Guardiamo con attenzione a quello che succederà al prossimo Consiglio Europeo, perché le decisioni prese (o quelle non prese) potrebbero avere un effetto decisivo sull’area dell’euro, sull’Europa e di conseguenza sul mondo intero. Perché questa riunione è uno spartiacque?

“Per capirlo, dobbiamo fare riferimento al quadro macroeconomico attuale, e soprattutto alle previsioni sulla crescita. Le recenti previsioni del Fondo Monetario Internazionale attribuiscono all’Italia una caduta del Prodotto Interno Lordo del 10%, equivalente a una minore creazione di valore pari a circa 180 miliardi di euro” ricorda Giavazzi, “ma il prolungamento del lockdown, probabilmente auspicabile per evitare che una ripartenza affrettata costringa a una nuova chiusura, potrebbe provocare una caduta ben più ampia, anche sino a -15%”.

Uno scenario da far tremare i polsi? Giavazzi è preoccupato, ma mostra l'ottimismo della ragione: "ciò che veramente rileva è la velocità della ripresa. La situazione attuale è molto diversa da quella mondiale del 2008-2009 in cui erano saltati i bilanci di alcune banche, con conseguenze negative sui bilanci pubblici, come ad esempio in Irlanda, e anche da quella giapponese alla fine degli anni ottanta. La situazione attuale non è ascrivibile ad un eccesso di leva finanziaria, anche grazie all'azione di regolamentazione prudenziale delle banche. E' certamente un colpo duro al normale funzionamento del sistema economico, ma potrebbe ricordare quello che era successo nel 1918-1920 quando l'influenza "spagnola" provocò una recessione dura ma di durata inferiore all'anno. La ripresa quindi non richiederà dieci o vent'anni come per le crisi precedenti. Nel caso attuale la ripresa può avere la "forma della V" grazie all'azione preventiva di banche centrali e Governi che stanno aiutando la posizione finanziaria delle famiglie e delle imprese.

"Certamente" – riconosce Giavazzi in risposta a una domanda del **Presidente di Assoimmobiliare e Amministratore Delegato di Morgan Stanley Real Estate SGR Silvia Rovere** - "non sappiamo se la "V" finirà vicino al punto iniziale, o se lascerà una strascico di perdita di reddito pro-capite che potrà essere colmato solo in molti anni. Alcune attività saranno colpite in modo importante, e dovranno per forza trasformarsi per mantenere la loro centralità, come ad esempio il turismo. Ma anche qui "il futuro non è scritto", e trasformazione potrebbe essere opportunità. Pensiamo a Venezia: con il modello attuale di turismo, la città potrebbe avere una vita di pochi decenni, ma con un diverso sistema di servizio, meno basato sulla quantità e maggiormente attento alla qualità in senso globale e sostenibile, potrebbe invece prosperare anche nel lungo periodo".

### **Quali i punti di discussione della riunione del Consiglio Europeo del 23 aprile 2020?**

I punti fondamentali di discussione nella prossima riunione del Consiglio Europeo riguardano: il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES), la riassicurazione del sistema nazionale dei sussidi di disoccupazione, e la creazione di un nuovo "Fondo Europeo".

"L'utilizzo del MES ha causato tanto clamore nel nostro paese." – commenta Giavazzi – "Varie forze politiche di Governo e di opposizione sono contrarie al suo utilizzo, ma sarebbe sbagliato non approfittare dei fondi disponibili. Negli anni scorsi, il MES ha utilizzato la propria dotazione di capitale per emettere 400 miliardi di debito, spesi solo in minima parte per la ricapitalizzazione delle banche spagnole. Mentre durante la crisi periferica l'utilizzo del MS aveva una connotazione negativa, perché caratterizzava uno Stato che non era in grado di gestire da solo le proprie finanze pubbliche, adesso la situazione è cambiata. Il paese che ottiene i fondi del MES non diventa un "sorvegliato speciale" da parte della troika. Si tratta di una semplice linea di credito che può essere utilizzata per spese legate alla gestione dell'emergenza-Covid19. Dato che i fondi in dotazione al MES sono utilizzabili dai vari paesi in misura proporzionale alle quote di capitale proprio, l'Italia ha circa 37 miliardi di euro a propria disposizione".

"Il sistema di riassicurazione dei sussidi di disoccupazione concessi a livello nazionale non è così rilevante a livello economico, ma estremamente importante a livello politico e simbolico, anche se non si tratta di un vero e proprio sistema europeo di sussidi di disoccupazione. Il suo impatto concreto è la riduzione del costo dei programmi nazionali", spiega Giavazzi.

Molto più rilevante è la proposta francese di creazione di un nuovo veicolo tramite una dotazione di capitale proprio iniziale, una specie di "MES 2.0", che non dovrebbe comprendere necessariamente tutti i paesi, anche se

sarebbe cruciale avere la partecipazione tedesca. Come nel caso del MES, il nuovo fondo di finanzierebbe soprattutto con nuovi titoli, che nella sostanza sarebbero assimilati agli eurobond tanto cari agli italiani.

Ecco i punti di discussione tra i “paesi del Club-Med” e i “paesi del Nord”: i primi vorrebbero gestire la situazione con gli strumenti esistenti, i secondi preferirebbero introdurne di nuovo. Il dibattito tra MES e MES 2.0 è un semplice dibattito di marketing nazionale? Non proprio secondo Giavazzi: “Il MES ha emesso titoli di durata media, mentre la situazione attuale richiede, come spiegherò meglio tra poco, titoli di durata molto lunga. Sarebbe ideale poter emettere dei titoli di durata infinita, ma per favorire la migliore interazione tra politica monetaria e politica fiscale è opportuno emettere titoli molto lunghi ma a durata finita, ad esempio cinquant’anni, che potrebbero essere emessi dal MES 2.0. Inoltre, il MES ha uno Statuto complicato per quanto riguarda la governance e l’utilizzo ei fondi, e un nuovo veicolo potrebbe essere creato con regole di funzionamento più semplici e flessibili”.

Prima di approfondire ulteriormente la cornice della politica economia europea, Giavazzi ricorda ancora l’esistenza di un altro strumento, tipicamente dimenticato nel dibattito attuale: la Commissione Europea ha da decenni uno strumento che era stato originariamente creato per aiutare i paesi con “difficoltà nella bilancia dei pagamenti”. L’Italia chiese ed ottenne la possibilità di usare tale linea di credito nell’autunno del 1993, quando il Governo Amato intervenne con una manovra di emergenza, anche se poi non fu costretta ad utilizzarlo.

Come si potrebbe chiudere quindi il Consiglio Europeo? “Lo scenario migliore è quello di una negoziazione in cui l’Italia non pone il veto all’utilizzo del MES da parte degli altri paesi (utilizzo che richiede l’unanimità) e il Consiglio decide di dare attuazione al MES 2.0 con l’associata emissione di titoli europei” risponde Giavazzi.

### **Il gioco di squadra tra politica monetaria e politica fiscale**

E’ tutto così semplice? Dobbiamo solo preoccuparci di emettere nuovi titoli di debito? La domanda sarà creata dall’offerta, con una riedizione del XXI secolo della “legge di Say”? “No, non è tutto così semplice” risponde Giavazzi. “In primo luogo, dobbiamo essere convinti dell’opportunità di emissione di nuovo debito. In secondo luogo, per affrontare una situazione così difficile occorre in primo luogo il coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale. La Banca Centrale Europea è l’architrave che può dare ai mercati la fiducia in merito alla permanenza dell’euro.”

Cerchiamo di comprendere meglio i due punti del ragionamento dell’economista della Bocconi. Emettere debito oggi ha un profondo senso economico. In presenza di un crollo del reddito e quindi della domanda, l’emissione di debito è ciò che consente di attutire la caduta di benessere della generazione corrente e di coinvolgere le generazioni future nella soluzione del problema. Alcuni hanno paragonato la situazione corrente a una guerra: la guerra è infatti l’esempio classico di finanziamento di spesa tramite il debito.

“Per una fortunata coincidenza, siamo in un momento particolare del mondo in cui i tassi di interesse sono nulli e il tasso di crescita è positivo. Come ci insegna la macroeconomia, in queste condizioni il debito conviene. Certo, se nel futuro il tasso reale salisse allora la situazione potrebbe cambiare radicalmente, ma questo non sembra probabile nei prossimi 10 anni”.

Ma, e questo è il secondo punto del ragionamento, alcuni paesi tra cui l'Italia partono già con tanto debito. E' quindi necessario non spaventare il pubblico degli investitori internazionali, per evitare che i mercati si allarmino e si crea una situazione di crisi finanziaria. La soluzione è pronta, e si chiama banca Centrale Europea. Nell'ottica di coordinamento tra politica fiscale e politica monetaria (negli anni settanta si sarebbe parlato di "monetizzazione del debito") la BCE acquirerà tutto il nuovo debito emesso, riacquistando dalle banche commerciali lo stock di titoli da queste acquistato sul mercato primario, purché i titoli siano liquidi (e quindi non abbiano durata infinita). Il programma lanciato dalla BCE lo scorso 13 marzo ha un totale di 930 miliardi di euro di disponibilità. Per il solito meccanismo delle quote, l'Italia potrà beneficiare di circa il 13% vale a dire 100-120 miliardi di euro, che grosso modo equivale all'80% dell'incremento di deficit pubblico che potrebbe esserci in Italia nel 2020, dal 2% al 10%.

"Esiste certo un elemento di preoccupazione: che cosa succederebbe se il deterioramento del clima politico europeo al Consiglio del 23 aprile potesse indurre la BCE a non usare il suo bazooka? La BCE è indipendente, ma non agisce nel vuoto politico. Qualsiasi incertezza nel momento di premere il grilletto potrebbe essere fatale. Per questo non contano i dettagli dell'accordo del 23 aprile, ma conta l'espressione di una visione politica comune, che consenta alla BCE di procedere ad acquistare i titoli pubblici" spiega Giavazzi, ricordando anche come la BCE potrà acquistare i nuovi titoli, ma il mercato deve rinnovare la detenzione di quelli esistenti, molti dei quali scadranno nel corso del 2020.

Ma perché l'Italia si intestardisce sui dettagli tecnici invece che sulla big picture? Si tratta di un gioco perverso tra Governo e opposizione. L'opposizione rifiuta il MES per motivi politici, anche per cavalcare il ricordo presente nell'opinione pubblica sulla sorte dell'economia e della società greca (che però dopo un decennio ha ricominciato a crescere). Il Governo sbaglia a dividersi nel rispondere a questa sollecitazione dell'opposizione: dovrebbe spiegare le ragioni dell'importanza dell'accordo europeo, invece di dare parzialmente ragione agli avversari politici.

In risposta a una domanda, Giavazzi riconosce che il MES non è comunque sufficiente. I 37 miliardi di euro per l'Italia sono il 2% del PIL, del tutto insufficienti a fronteggiare una caduta del 10-15%.