

L'Europa ci aiuta?

Paolo Bosi
28/4/2020

Il contesto

La più grande crisi da un secolo ad oggi
Con uno shock simmetrico, di imprevedibile
durata

In una fase già straordinaria (tassi negativi,
pericoli di stagnazione secolare)

Necessità di

Governare **l'emergenza:**

shock di **offerta** (blocco della produzione, crisi di liquidità) e di **domanda** (crollo dei redditi disponibili, degli investimenti)

Politiche monetari e fiscali straordinarie, che comporteranno **aumenti dei debiti e problemi di stabilità dei mercati finanziari**

L'Europa può/deve aiutare?

Le regole dell'Ue e dell'UM devono essere modificate?

Con quali attori e strumenti?

Bce

Commissione/Consiglio europeo/Parlamento

Mes

Bei

Sure

Recovery Fund?

Banca Centrale Europea

Rifinanziamento delle banche. E' lo strumento normale di controllo dei tassi **a breve**. Ha come destinatari le **banche**

TLTRO *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*,. In vigore dal 2014 in varie serie di aste. Prestiti di **durata** pluriennale alle banche a tassi simili a quelli del rifinanziamento. Non è detto che le banche li usino per aumentare il credito.

OMT (*Outright Monetary Transactions*). Nate nel 2012 dopo il *whatever it takes* di Draghi. Mai utilizzate. Consistono in **acquisti di titoli di Stato** sul mercato secondario finalizzate alla stabilità dei prezzi, e perciò rientranti nelle competenze della Bce, senza limiti né temporali né di importo. La moneta creata con tali strumenti sarà sterilizzata dalla Bce. La messa in atto di Omt è liberamente decisa dalla Bce, ma tali interventi potranno avvenire solo se saranno soddisfatte **condizioni rigorose da parte dei paesi che devono farne richiesta attivando un programma di aiuto finanziario del tipo ME**. La possibilità di adottare interventi di questo tipo (illimitati nella durata e nell'importo) fornisce una garanzia molto **elevata contro rischi di attacchi speculativi** e dovrebbe quindi avere effetti positivi sulla stabilità finanziaria dell'area euro

Banca Centrale Europea

QE (Quantitative easing) . Nato nel 2015. **Acquisto di titoli del debito pubblico ma anche di obbligazioni di società private**. Per i titoli pubblici in base alla *capital key* proporzionale al Pil. La quota del capitale della BCE sottoscritta da ciascuna BCN (inclusi paesi non nell'UM) è ponderata in base al peso percentuale dello Stato membro di appartenenza nella popolazione totale e nel prodotto interno lordo (PIL) dell'UE in pari misura*. (Italia è pari a 11,8, Germania è 18,3) derogabile in modo imprecisato, transitorio. Impegno a rinnovare i titoli già acquistati. Si tratta di **monetizzazione** se non ci sono impegni. del programma . verificare bene come si ripartisce l'onere in caso di fine dell'euro. Ripreso nel settembre 2019 .

PEPP. (Pandemic Emergency Purchase Programme). Il 18 marzo 2020 nasce il nuovo Programma di acquisto per l'emergenza pandemica con una dotazione finanziaria complessiva di **750 miliardi** di euro. Gli acquisti saranno condotti **sino alla fine del 2020** e includeranno tutte le categorie di attività ammissibili nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) in corso. Per quanto riguarda gli acquisti di titoli del settore pubblico, il benchmark per **la ripartizione fra i vari paesi continuerà a essere lo schema di partecipazione delle banche centrali nazionali al capitale della BCE (capital keys)**. Gli acquisti nell'ambito del nuovo PEPP saranno **condotti in maniera flessibile**, in modo da consentire fluttuazioni nella distribuzione dei flussi di acquisti nel corso del tempo, fra le varie classi di attività e i vari paesi. Si estende la gamma delle attività ammissibili nell'ambito del programma di acquisto per il settore societario (*corporate sector purchase programme, CSPP*) alla carta commerciale emessa da società non finanziarie, considerando idonee all'acquisto nell'ambito del CSPP tutte le tipologie di carta commerciale di adeguata qualità creditizia.

Commissione/Consiglio europeo/Parlamento

- **Sospensione del PSC.** On 23 March, Ministers of Finance agreed with the assessment of the Commission that the conditions for the use of the *general escape clause* of the EU fiscal framework, a severe economic downturn in the euro area or the Union as a whole, are fulfilled.
- **Attenuazione della disciplina degli aiuti di stato**
- [Risoluzione del Parlamento europeo del 17 aprile](#) . Molto articolato...

.. invita la Commissione europea a proporre un massiccio pacchetto di investimenti per la ripresa e la ricostruzione a sostegno dell'economia europea dopo la crisi, che vada al di là di ciò che stanno già facendo il meccanismo europeo di stabilità, la Banca europea per gli investimenti e la Banca centrale europea e che si inserisca nel nuovo quadro finanziario pluriennale (QFP); ritiene che detto pacchetto dovrebbe essere messo in atto per tutto il perdurare delle perturbazioni economiche provocate da questa crisi; ritiene che gli investimenti necessari potrebbero essere finanziati attraverso un QFP ampliato, i fondi e gli strumenti finanziari dell'UE esistenti e obbligazioni a sostegno della ripresa garantite dal bilancio dell'UE; ritiene che tale pacchetto non dovrebbe comportare la mutualizzazione del debito esistente e dovrebbe essere orientato a investimenti futuri;

II MES

- **Accordo intergovernativo.** Creato nel 2012 con proposte di modifiche, in attesa di sanzione definitiva, ora congelate. Finanziato dagli stati membri (UM) l'Italia per 14 mld. Concede **prestiti con condizionalità** da definire nel programma . Possibilità di indebitarsi a condizioni probabilmente inferiori a quelle a cui lo stato richiedente potrebbe ottenere sul mercato. E' un vantaggio in termini di flussi di interessi e una copertura rispetto al default (sempre che il richiederli non ne aumenti la probabilità nella valutazione del mercato). In passato usato solo da Grecia Cipro Spagna e Irlanda.
- *9 aprile 2020. Propose to establish a **Pandemic Crisis Support, based on the existing ECCL precautionary credit line and adjusted** in light of this specific challenge, as a relevant safeguard for euro area Member States affected by this external shock. It would be **available to all euro area Member States** during these times of crisis, with standardised terms agreed in advance by the ESM Governing Bodies, reflecting the current challenges, on the basis of up-front assessments by the European institutions.*
- *The only requirement to access the credit line will be to use this **credit line to support domestic financing of direct and indirect healthcare, cure and prevention related costs due to the COVID 19 crisis.** The provisions of the ESM Treaty will be followed. **Access granted will be 2% of the respective Member's GDP as of end-2019, as a benchmark.***
- *With a mandate from the Leaders, we will strive to make this instrument available within two weeks, while respecting national procedures and constitutional requirements. **The credit line will be available until the COVID 19 crisis is over. Afterwards, euro area Member States would remain committed to strengthen economic and financial fundamentals, consistent with the EU economic and fiscal coordination and surveillance frameworks, including any flexibility applied by the competent EU institutions***
- **La partecipazione al Mes è condizione per usufruire eventualmente dell' OMT**

La BEI

Strengthening EIB activities.

- Creation of a pan-European guarantee fund of EUR **25 billion**, which **could support EUR 200 billion** of financing **for companies with a focus on SMEs**, throughout the EU, including through national promotional banks. **The €25 billion guarantee fund would be funded by EU Member States pro rata to their shareholding in the EIB and/or other institutions.**
- Most of the financing will be made available through financial intermediaries in all the EU countries; that means either through commercial banks or National Promotional Institutions. Once the funds are available, companies can file requests with the participating banks and intermediaries.
- A majority of the funding made available would likely be requested by **companies in the hardest-hit member states and most heavily affected sectors.**

II SURE

Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency

- [Proposta](#) di una **Council regulation** di assicurazione integrativa della disoccupazione. 100 miliardi di € sotto forma di **prestiti**, concessi dall'UE **agli Stati membri** a condizioni favorevoli. I prestiti concorreranno a coprire i costi connessi all'istituzione o all'estensione di regimi nazionali di riduzione dell'orario lavorativo e di altre misure analoghe per i lavoratori autonomi introdotte in risposta all'attuale pandemia di coronavirus. Non vi sono dotazioni prestabilite per i singoli Stati membri. **La Commissione contrarrà prestiti sui mercati finanziari per finanziare con prestiti gli Stati membri, concessi a condizioni favorevoli:** gli Stati membri beneficerebbero quindi del buon rating di credito dell'UE e di bassi costi di finanziamento.
- I **prestiti saranno basati su garanzie volontarie degli Stati membri** nei confronti dell'UE. **Lo strumento entrerà in funzione una volta che tutti gli Stati membri si saranno tal fine le garanzie devono raggiungere un importo minimo (il 25 % dell'ammontare massimo dei prestiti di 100 miliardi di €).**no impegnati in relazione a tali garanzie.
- Il nuovo strumento avrà carattere temporaneo

II RECOVERY FUND

Dichiarazioni alla fine del meeting del 23 aprile

“We also agreed to work towards **establishing a recovery fund**, which is needed and urgent. This fund shall be of a **sufficient magnitude, targeted towards the sectors and geographical parts of Europe most affected**, and be dedicated to dealing with this unprecedented crisis.

We have therefore tasked the **Commission to analyse the exact needs** and to urgently come up with a proposal that is commensurate with the challenge we are facing.

The Commission proposal should **clarify the link with the MFF (Multiannual Financial Framework)** , which in any event **will need to be adjusted** to deal with the current crisis and its aftermath.”

Finanziato con euro bond? Cioe' titoli garantiti dall'insieme dei paesi UM o UE? In che modo esattamente? A che scadenza? Con quali tassi ? Prestati a paesi che lo chiedono? O investimenti pubblici europei cioè inseriti nel bilancio europeo?

Non si sa..ma there will be a temporary increase of the EU's budget, perhaps from 1.2 to 2 per cent of the EU's gross domestic product. This money will not be paid in cash, but will come in the form of guarantees (Muchau,FT, ieri)

Proposte varie

Proposta Spagna

Fondi per la ricostruzione da costituire dal 1 giugno, per **Trasferimenti diretti limitati alla durata della crisi**. L'ammontare di questi trasferimenti - non rimborsabili - non è legato al reddito dei paesi, ma al modo in cui il coronavirus li colpisce (in relazione a criteri quali la percentuale di popolazione colpita, il calo del PIL o l'aumento della disoccupazione). Il Fondo per la ricostruzione "deve essere **finanziato attraverso il debito perpetuo**, sostenuto dai meccanismi legali esistenti». Il debito perpetuo implica che si pagherebbero solo gli interessi, e si assumerebbe in solidarietà.

Questo debito avrebbe il **rating AAA** che tutte le istituzioni europee hanno sui mercati, il che equivale a un interesse molto basso. Inoltre, "la Bce dovrebbe continuare a svolgere un ruolo chiave nel garantire la stabilità finanziaria". Gli interessi sulle emissioni potrebbero essere pagati, almeno in parte, da eventuali tasse a livello europeo, come una tassa sulle emissioni di CO2 o una tariffa sulle importazioni che penalizzerebbe le emissioni eccessive. Inoltre il Fondo di recupero, dovrebbe essere finanziato attraverso una parte parte del bilancio Ue.

Madrid propone quindi di portare la dotazione complessiva del bilancio Ue a carico dei vari Paesi dall'1,2% al 2%. Questo significherebbe aumentare il bilancio Ue dello 0,8%, portandolo al 2% del Pil. Si tratterebbe di una cifra pari a circa 110 miliardi di euro in più, che potrebbero andare a garanzia del fondo. E questo consentirebbe di avere a disposizione un fondo di circa 1.550 miliardi di euro.

Proposte varie

Proposta Francia

Emissione di debito comune solo per il futuro, per un periodo limitato e per un obiettivo specifico: gli investimenti”

“Il punto chiave è creare **debito comune per futuri investimenti**, tralasciando terminologie controverse come eurobond e coronabond

I soldi saranno raccolti dalla Commissione o da una società veicolo ad hoc. Poi, alla fine, dovranno essere rimborsati, ma la restituzione avverrà in base al Pil. Tu ottieni i soldi in base a quanto sei stato colpito dalla crisi e li restituisci in base al Pil” ovvero alla capacità economica.

Proposte varie

Proposta Italia

Un fondo di solidarietà gestito dalla Commissione Ue con l'implicita garanzia del budget europeo ma includendo garanzie comuni di tutti gli Stati membri. Le garanzie sono definite come "incondizionate e irrevocabili".

I fondi raccolti dalla commissione Ue sui mercati finanziari, e i corrispondenti prestiti "back to back" agli Stati membri, nella proposta italiana, hanno "scadenze il più possibile a lungo termine".

non come uno strumento di mutualizzazione dei debiti nazionali arretrati" ma come "uno strumento temporaneo che la Commissione Ue, con l'implicita garanzia del budget europeo, prende in prestito sui mercati per finanziare prestiti "back to back" ai Paesi membri.

Per aumentare la potenza di fuoco del piano tutti i Paesi membri forniscono garanzie comuni all'Ue che possono essere gradualmente sostituite da, nuove, proprie risorse"

Proposte varie

Corona bonds (Bofinger et al. 2020)

I paesi della zona euro dovrebbero **emettere obbligazioni comunitarie pari a 1000 miliardi di euro** (circa l'8% del prodotto interno lordo della zona euro) limitate a questa crisi. The allocation of funds to the euro countries should be based on the severity of the crisis, but debt servicing obligations should be based on the ECB capital shares, so that unlike the other solutions there would be a partial transfer element.

Questo pool può essere utilizzato per **sostenere gli Stati membri quando rischiano di perdere l'accesso al mercato dei capitali**. A causa della responsabilità congiunta, il debito dei paesi più colpiti aumenterebbe relativamente poco. È fondamentale che si tratti di un fondo di emergenza per la gestione delle crisi, vale a dire **una misura una tantum**, come il legame congiunto dal momento della crisi petrolifera. **Il termine delle obbligazioni dovrebbe essere il più lungo possibile. Gli interessi e gli obblighi di rimborso dovrebbero basarsi sulle azioni detenute dagli Stati membri nel capitale della BCE.**

Altre proposte

- **Francesco Giavazzi, Guido Tabellini**, 24 March 2020 - *Issuing irredeemable or very long maturity Eurobonds. They should be backed by the ECB to keep the financing burden low.*
- **Sebastian Grund, Lucas Guttenberg, Christian Odendahl**, 5 April 2020, **Sharing the fiscal burden of the crisis: A Pandemic Solidarity Instrument for the EU** - *(EU give member states €440 billion in grants to support health care, liquidity to the private sector, short-time work schemes and stimulus packages. The EU should raise the funds in bond markets backed by guarantees. It also shows how this is could work under EU law.*

....

L'Europa ci aiuta?

Quanto?

Per cosa?

Come?

Chi ci aiuta?

Quando?

Quanto:

25, 36, 500, 1000, 1500 miliardi?

Cifre di difficile comprensione e interpretazione

Mescolano flussi e stock, flussi di spesa (stanziamenti relativi a garanzie su prestito da emettere) e potenzialità di credito (leva).

Aggregano finanziamenti che dipendono da istituti molto diversi, la cui attuazione prevede vincoli di vario tipo (durata del prestito, forma di indebitamento, vincoli alla tipologia della spesa, ecc.).

Non è sempre chiaro a quale periodo le cifre si riferiscono.

Probabilmente l'aiuto programmato è ancora insufficiente; ma è importante distinguere gli aiuti di liquidità da quelli a sostegno dei redditi o degli investimenti.

Per cosa?

Breve periodo per superare crisi di liquidità,

Breve periodo per dare sostegno ai redditi bassi,

Breve/medio periodo per sostenere la domanda aggregata.

Medio/lungo periodo per sostenere la capacità produttiva di un paese

Breve/Medio/lungo periodo per rendere sostenibili i debiti pubblici dei paesi

Bce per liquidità,

Governi nazionali, garantiti nel loro indebitamento, per sostegno dei redditi bassi e della domanda interna,

Fondi sovrani e Bilancio europeo per investimenti europei,

Commissione/Consiglio/Parlamento per **nuove regole riguardanti la monetizzazione e mutualizzazione dei debiti sovrani**

L'ultimo punto è quello più drammatico

Come?

Si può aiutare in molti modi:

**trasferimento,
prestito,
sospendendo regole esistenti**

Come?

Trasferimento

“I paesi del nord non vogliono tassare i loro cittadini per i paesi del sud spreconi”.

In senso stretto **nulla di cui si parla qui è un trasferimento diretto tra stati membri dell'UE o dell'UM**. Il trasferimento può esserci indirettamente, realizzato attraverso un'istituzione (la commissione, il bilancio europeo, la Bei, la Bce, il Fmi o altro) che fornisce un vantaggio ad un soggetto o a uno stato che genera, prima o poi, un costo a carico dei soggetti responsabili della gestione dell'istituzione erogante.

Il **Bilancio dell'UE** è alimentato da contributi dei paesi membri e questi fondi sono distribuiti agli stessi stati sulla base di criteri diversi da quelli di contribuzione (per la politica agricola, per le politiche industriali, ecc.). C'è trasferimento, ma il bilancio dell'Ue è piccolo: circa l'1% del Pil europeo. Inoltre non è nemmeno molto facile avere un'idea chiara di quanto sia il **trasferimento netto**. (Lo stesso, in modo diverso accade anche quando all'interno di un singolo stato si cerca di sapere e calcolare quanto dallo stato ricevono le diverse regioni, il c.d., *residuo fiscale*).

Attualmente quindi l'UE aiuta ma lo fa in misura molto limitata.

L'Italia, dopo l'allargamento a 27, versa più di quanto riceve.

Come? Prestito.

Se ad esempio la Bei fa un prestito ad un paese e questo paese non lo rimborsa (perché fa default), la BEI ha una perdita che ne riduce gli utili e costringe a modificazioni del proprio stato patrimoniale. Forse potrà/dovrà ricapitalizzarsi e quindi gli azionisti dovranno sborsare fondi per ristabilire l'equilibrio della Bei. Il vantaggio per lo stato che si indebita con la Bei è nel minore costo del debito. Questo vantaggio nasce dalla garanzia che la Bei fornisce, una riduzione del rischio.

A tale vantaggio vi è come contropartita un costo per chi presta?

E' un costo *atteso*, che diverrà *effettivo* se ci sarà default; potrebbe anche non verificarsi affatto ex post. Sinora l'unico default do un qualche rilievo e quello parziale della Grecia

Ma in che senso nel vantaggio sopra descritto c'è un costo per chi fa prestiti? In fondo è come un'assicurazione: fanno il contratto (unione europea) se pensano che nel corso del tempo vantaggi e perdite si compenseranno, riducendo il grado di rischio dell'attività economica.

E' un pasto gratis, sotto forma di minore rischio sistemico, non un trasferimento.

Come?

Sospensione delle regole

L'Unione europea ha **sospeso il PSC**, temporaneamente.

In che senso è un aiuto? Consente a un paese dell'UM di indebitarsi e fare disavanzi in misura superiore a quella consentita dai trattati.

Se non lo avesse fatto, ci sarebbero costi per il paesi che faceva disavanzi?

Direttamente no. Le sanzioni del PSC sono limitate e remote. Il paese sarebbe però messo sotto sorveglianza più stretta, rischiando alla fine di essere espulso dall'UE (potrebbe davvero accadere? Non credo..).

Un paese indisciplinato sarebbe però preso di mira dai "mercati", dalle agenzie di rating... pronte a punire chi non sta alle regole. Quindi un aiuto? Non è detto che, anche se fai disavanzi autorizzati dall'Um, le agenzie non modifichino il rating. Il disavanzo è fatto e se ti sei indebitato dovrai comunque fare fronte ai tuoi debiti.

Per questo è importante domandarsi cosa si deciderà quando sarà passata l'emergenza, ad esempio nel 2021.

Chi ci aiuta?

«L'Europa», ma in Europa vi sono attori diversi.

Una cosa è la BCE

una cosa la Commissione/Consiglio europeo,

una cosa la Bei,

una cosa un accordo intergovernativo (Mes).

Nell'assetto attuale le decisioni sono alla fin fine dipendenti dal

Consiglio europeo (cioè i governi dell'UE e dell'UM), ma

nell'evolversi della crisi **è importante sapere chi prende le decisioni, con quali maggioranze, nei diversi casi.**

Importanza degli aspetti giuridici

Quando?

Prima di gennaio era abbastanza condivisa l'idea che la **politica monetaria** avesse fatto tutto quello che poteva fare e che per l'Europa, fosse necessaria una **politica fiscale** espansiva per evitare il ristagno secolare.

A maggior ragione ora dopo la crisi Covid19.

Il virus ha cambiato un poco i termini del problema a causa della **velocità con cui si è piombati nella crisi** e quindi forse l'affermazione non è più del tutto vera.

Diventa importante non solo quanti aiuti avere, ma con che tempi, Gli stati nazionali possono spendere più in fretta della Commissione europea.

Necessitano però di finanziamenti, che la Bce può fornire più in fretta di qualunque altra istituzione; o che comunque può garantire con la sua azione.

Quindi nell'emergenza la politica monetaria resta ancora molto importante.

Ma la politica monetaria non ha grande efficacia diretta sulle esigenze delle imprese e delle famiglie: può pensare anzitutto alle banche e ai Governi

Spread

Monetizzazione e/o

Mutualizzazione del debito

Nel dibattito si sentono spesso utilizzare questi tre termini.

Che relazione c'è tra di loro?

La presenza dello **spread** rende più fragili i paesi più deboli, che trarrebbero vantaggio da politiche monetarie di **monetizzazione** e/o di **mutualizzazione** del debito che si creerà.

Eliminare lo spread?

Consentire prestiti con protezione dell'UM con condizionalità?

Monetizzare i disavanzi?

Mutualizzare i debiti degli stati, trasferendoli in parte all'UE o all'UM ?

Spread, monetizzazione e/o mutualizzazione del debito

In uno sistema monetario in cui vi sia un unico stato sovrano (ad es. Usa, Uk, Giappone, Cina), i concetti di spread e mutualizzazione non sono rilevanti.

Le possibilità di monetizzazione sono definite dalle relazioni tra Governo e Banca centrale. Negli ultimi decenni è prevalso l'orientamento di forte indipendenza della Banca Centrale nella gestione della politica monetaria. La ragione di questo orientamento può essere discussa e tocca problemi di fondo sul funzionamento delle democrazie rappresentative.

In tempi normali la monetizzazione si attua attraverso diversi canali: contro corrente di tesoreria, acquisti di titoli sul mercato secondario, rapporto tra Banca centrale e banche nel garantire a queste ultime accesso al credito della Banca centrale, Helicopter Money (mai attuata in realtà).

In caso di emergenza (guerra, gravi crisi come quelle del 2008 e quella attuale)

la Banca centrale dipende dal potere politico e quindi la monetizzazione del debito, vale dire il finanziamento del disavanzo pubblico mediante emissione di moneta ,è sempre possibile.

Spread, monetizzazione e/o mutualizzazione del debito

Con l'UM le cose vanno diversamente:

una sola moneta e molti stati sovrani e una Banca centrale fortemente indipendente, con obiettivo della sola stabilità monetaria (inflazione inferiore al 2%).

Il Trattato di Maastricht prevede la clausola del ***no bail out***: la BC non può, di norma, acquistare titoli pubblici degli stati dell'UM. Può partecipare al mercato secondario se tale intervento è reso necessario per realizzare la missione della Bce stessa.

Possono esistere ***spread*** (cioè tassi diversi per titoli dello stesso tipo emessi da stati diversi appartenenti alla UM)

Spread, monetizzazione e/o mutualizzazione del debito

Nell'ottica di **revisione dei Trattati**

si potrebbero avere forme di mutualizzazione e/o di monetizzazione?

Ovviamente sì.

Mutualizzazione

Si potrebbe immaginare una *diversa disciplina del bilancio europeo* (attualmente predisposto dalla Commissione ed approvato dal Consiglio europeo e dal Parlamento e gestito dalla Commissione) che consenta l'approvazione di un bilancio (ora pari a circa l'1,2% del Pil europeo) anche in disavanzo con l'emissione di titoli europei, a cui fa fronte l'Unione europea stessa (potrebbero farvi parte anche paesi che non sono nell'UM).

Sulla base del bilancio si potrebbero attuare politiche di vario tipo: investimenti europei, trasferimenti, in analogia a quanto attualmente la UE sta già facendo (politica agricola, fondi comuni, ecc.).

La revisione dei Trattati è difficile, lunga, ma possibile.

Monetizzazione

Ridefinire la missione della BCE e la regola del *no bail out*

Spread, monetizzazione e/o mutualizzazione del debito

Senza modificare i trattati,

si potrebbe pensare a emissioni di titoli da parte di una istituzione finanziaria (ad esempio la Bei), controllata dalla Commissione/Consiglio/Parlamento europeo o dagli stati nazionali che emette obbligazioni e utilizza il ricavato per politiche di vario tipo. Impostante è chiarire chi è responsabile del pagamento degli interessi e della restituzione del capitale.

- La Bei/o altra ist. potrebbe emettere titoli a proprio nome, ma con **garanzia del pagamento degli interessi e del rimborso fornito dall'Unione europea e/o dagli stati nazionali** che parteciperanno all'utilizzo dei fondi ricavati con l'emissione dei titoli. Garanzie di questo tipo consentono emissioni a tassi più bassi
- Delicati problemi di interpretazione giuridica dei trattati per evitare che le garanzie risultino come debito degli stati
- La Bei/o altra ist. potrebbe emettere **titoli a lunghissima scadenza al limite perpetuità**. In tal caso si eliminerebbe il problema del rimborso del debito e le garanzie sarebbero solo sugli interessi.

Spread, monetizzazione e/o mutualizzazione del debito

I proventi delle emissioni potrebbero essere usati

- per realizzare **progetti di investimento di interesse comune dell'Europa** Questa strada secondo la Merkel richiederebbe la revisione dei trattati (Eurobond) [Però nella raccomandazione del Parlamento si accenna a misure all'interno del budget UE per concedere sussidi/trasferimenti a paesi che hanno avuto maggiori difficoltà a causa della crisi covid19]
- per concedere **trasferimenti** a paesi che hanno avuto maggiori difficoltà a causa della crisi covid19.
- per **prestiti ai paesi (UE o UM) che ne fanno richiesta per affrontare la crisi** . I paesi sarebbero responsabili del pagamento di interessi e rimborso (Il SURE è di questo tipo).

Nella direzione degli ultimi due punti si muove la proposta del *Recovery Fund*, che resta da definire in quasi tutti gli aspetti relativi a responsabilità e garanzie economiche. Resta quindi imprecisata la natura implicita della eventuale mutualizzazione dei debiti così creati.

Spread, monetizzazione e/o mutualizzazione del debito

La Bce ha un ruolo chiaro e importante per la **monetizzazione**, vale dire il finanziamento monetario dei disavanzi degli stati.

In parte questa strada è già stata battuta come deroghe straordinarie e temporanee (OMT e soprattutto QE e ora PEPP).

Come si correla la monetizzazione con lo spread e con la mutualizzazione?

Spread, monetizzazione e/o mutualizzazione del debito

- **Spread.** La Bce potrebbe porsi l'obiettivo di azzerarlo, comprando nella misura necessaria i titoli dei paesi con spread positivo. Questi acquisti sarebbero (come nel QE) rinnovati allo scadere dei titoli acquistati e mantenuti anche per sempre nel bilancio della Bce, purché tale attività rientri nei limiti della missione della Bce stessa (inflazione $\leq 2\%$). Se si creasse una ripresa dell'inflazione dovrebbe vendere i titoli (come? In che proporzione? Sarebbe discrezione della Bce)
- **La politica di azzeramento dello spread comporta con quasi assoluta certezza una forma della monetizzazione.**
- **La monetizzazione potrebbe però essere anche più ampia .** Se la Bce decidesse di continuare a monetizzare anche dopo averlo azzerato o acquistando il debito dei paesi in modo differenziato e in misura tale da lasciare lo spread.
- ***Esiste quindi uno spazio di discrezionalità della Bce, nell'ambito del suo mandato di fondo.*** Che è ancorato per ora alle *capital keys*, seppur flessibilizzate.
- **La politica della Bce può implicare mutualizzazione** dei debiti degli stati? Nell'immediato no. Ma potrebbero porsi problemi nel caso in cui un paese decidesse di uscire (o fosse espulso) dall'UM.
- Nell'immediato la politica della BCE è quella più importante, ma non si sa quale sarà l'assetto finita l'emergenza

Concludendo

**Pluralità di obiettivi e quindi di strumenti: è normale sia così
Per lo più prestiti, molti ancora immaturi**

Importanza del tempismo degli interventi per alcuni degli obiettivi.

**Difficoltà a trovare soluzioni compatibili coi Trattati:
Deroghe temporanee sulla monetizzazione, nessuna convergenza sulla
mutualizzazione. Importanza degli aspetti legali**

Il vero dilemma è quanta solidarietà i paesi del Nord sono disposti ad accettare

Comunque insufficienza degli interventi: rischio di *too little, too late*

**Se una profonda revisione dell'UM non accadrà neppure in questa storica ed
estrema occasione,
è difficile sperare che si abbiano avanzamenti verso l'unione politica europea .**