



UN ELICOTTERO ANCHE PER OCCUPAZIONE E INVESTIMENTI

GIORGIO DI GIORGIO*

GUIDO TRAFICANTE **

Il dibattito sulle risposte di policy appare oggi troppo concentrato sugli strumenti e poco sugli obiettivi da raggiungere. Con tassi di interesse negativi, se la banca centrale vuole davvero stimolare l'economia, l'helicopter money potrebbe essere indirizzato non solo alle famiglie, ma anche alle imprese ed eventualmente per il finanziamento di alcuni "mirati" investimenti pubblici.

La diffusione pandemica del nuovo Coronavirus ha prodotto, oltre a drammatiche conseguenze dal punto di vista sanitario, rilevanti rischi legati al benessere sociale ed economico della popolazione mondiale. La chiusura forzata di stabilimenti produttivi ed attività imprenditoriali e commerciali ha agito come un potente shock negativo dal lato dell'offerta. La domanda di consumi e beni di investimento viene depressa dalla

* Università LUISS Guido Carli e Casmef - gdg@luiss.it

** Università Europea di Roma, e LUISS Casmef

Come evidenziato in audizione presso la Camera dei deputati da Fabrizio Balassone, capo del servizio Struttura Economica della Banca d'Italia, "Una parte delle perdite subite dalle imprese non sarà recuperabile e non tutti i debiti (assistiti da garanzie pubbliche) accesi per far fronte alla crisi saranno immediatamente ripagati al termine dell'emergenza sanitaria. Ne risentiranno la leva finanziaria delle imprese, la loro vulnerabilità e, in ultima analisi, la loro capacità di intraprendere gli investimenti necessari ad accelerare la ripresa economica".



perdita di posti di lavoro (immediata o in prospettiva) e dall'incertezza sulle modalità della ripresa, oltre che dalle restrizioni imposte (o fortemente raccomandate) alla libera circolazione individuale.

Governi e banche centrali hanno prontamente risposto, seppure in contesti con elevato indebitamento lo "spazio fiscale" venga naturalmente limitato. Le principali banche centrali hanno reagito alla crisi con ingenti programmi d'acquisto di titoli di Stato, riducendo le condizionalità degli stessi e garantendo liquidità al settore bancario e finanziario per consentire l'accesso alle necessarie fonti di finanziamento a famiglie e imprese. Tuttavia, questa crisi si manifesta alla fine di un decennio post grande recessione, le cui eredità rimangono una domanda effettiva insufficiente (savings glut) e investimenti a livelli sub-ottimali. Anche negli USA, che hanno vissuto una espansione ciclica tra le più lunghe del dopoguerra, l'aumento complessivo del prodotto interno lordo è stato caratterizzato da una dinamica moderata e meno intensa rispetto ad altre fasi di crescita.

Le risposte di policy sono probabilmente ancora insufficienti, da entrambi i lati dell'Atlantico, per affrontare uno shock macroeconomico comune di entità così rilevante

L'area euro si trova, inoltre, con armi spuntate per rispondere alla crisi, in particolare per la mancanza di una politica fiscale comune. Infatti, il bilancio annuale dell'UE ammonta solamente a circa l'1 per cento del reddito nazionale lordo complessivo degli Stati Membri, e all'UE non sono consentite politiche in deficit. In un contesto in cui gli organi decisionali sono dilaniati da conflitti e discussioni politiche a tutela di interessi di breve periodo, spesso limitati ai confini nazionali, i primi passi per una risposta comune, coordinata e solidale, non appaiono sufficienti per raggiungere gli obiettivi. La sospensione del Patto di Stabilità, il programma Sure e l'intervento della BEI a favore delle piccole e medie imprese lasciano ancora il maggior peso della risposta fiscale alla crisi ai singoli Stati membri.



Data la straordinarietà della situazione, le difficoltà istituzionali e politiche di una rapida attivazione di un significativo bilancio comune europeo, il ruolo di autorità fiscale europea potrebbe, seppure a tempo determinato e a certe condizioni, essere svolto anche esso dalla BCE, che sta comunque continuando a introdurre misure straordinarie di politica monetaria (come le recentissime *pandemic emergency longer-term refinancing operations* (PELTROs), con cui finanziare senza limiti di importo e fino a settembre 2021, a tassi negativi di 75 basis points, le proprie controparti, purché dotate delle garanzie previste).

Come già evidenziato in un precedente intervento (Di Giorgio e Zito, 2020, sempre su FCHUB), la BCE potrebbe sopperire alla mancanza di una politica fiscale comune attraverso un programma di *helicopter money*. Se tipicamente l'*helicopter money* è una policy pensata per sostenere la domanda aggregata, occorre sottolineare che le conseguenze del lockdown potrebbero indurre uno persistente shock di produttività negativo, qualora molte aziende ed esercizi commerciali non riuscissero a ripartire pienamente nelle prossime settimane. Un *helicopter money* "tradizionale", che punta esclusivamente a sostenere la domanda, potrebbe risultare inefficace nel momento in cui la produzione, in molti settori e/o territori, non ripartisse affatto o, con il virus ancora in circolazione, non fosse possibile tornare a produrre alle stesse condizioni antecedenti l'emergenza sanitaria. Si rende quindi necessario adeguare rapidamente la struttura produttiva alle nuove condizioni, cercando di sopperire alle profonde ripercussioni che il virus ha determinato sul funzionamento dell'intera supply chain**. In un contesto in cui il mancato accordo a livello europeo o l'insufficienza dei fondi stanziati rendono difficoltoso seguire una politica fiscale condivisa, la banca centrale europea potrebbe assumersi la responsabilità di un semplice ed immediato trasferimento temporaneo avente natura "fiscale" anche alle imprese, a condizione che venga impiegato per far ripartire la struttura produttiva secondo canoni conformi alla convivenza con il virus. Tale transfer potrebbe ovviamente coesistere con



la versione “tradizionale” di *helicopter money* inteso come trasferimento diretto di cash dalla banca centrale ai privati per sostenerne i consumi. Una possibilità potrebbe essere quella di distinguere due fasi di *helicopter money*, con la prima destinata alle famiglie e la seconda destinata alle imprese.

Dato che l'*helicopter money* può essere considerato come una forma di politica fiscale, perché non prevedere che venga strutturato anche come una forma di sostegno pubblico agli investimenti, ma appunto come uno shock fiscale produttivo. In che forma? Nell'Eurozona il Trattato e lo Statuto della BCE vietano che tale trasferimento possa avvenire finanziando in base monetaria il disavanzo del Tesoro dei paesi membri, lasciando a questi ultimi la decisione sovrana su come impiegare le somme ricevute. Ma non esclude che possano trasferirsi risorse alle imprese a sostegno dell'occupazione e (almeno in parte) dell'ammmodernamento tecnologico necessario al mutato contesto produttivo, esattamente come non si esclude il trasferimento eccezionale di risorse alle famiglie a sostegno dei consumi. Data la natura (almeno in parte) di supply shock, i rischi inflazionistici potrebbero essere trascurabili.

Il superamento temporaneo dei vincoli del Trattato e dello Statuto della BCE potrebbe consentire anche il finanziamento eccezionale in base monetaria di un programma europeo di investimenti pubblici infrastrutturali, ad esempio in campo sanitario e nella ricerca scientifica, guidato dalla Commissione Europea. L'indipendenza della banca centrale sarebbe preservata dal fatto che le risorse sarebbero esplicitamente disponibili solo per gli obiettivi indicati e nella misura indicata dalla BCE stessa, al momento considerato opportuno. Ma ciò richiede una condivisione politica simile a quella che sta frenando il dibattito sugli *eurobonds*. Uno dei fini per i quali gli *eurobonds* sono stati spesso tirati in ballo è infatti quello di finanziare investimenti pubblici, ad esempio legati alle infrastrutture e all'energia sostenibile. Data l'impossibilità di arrivare in tempi brevi a degli *eurobonds* senza almeno una parziale centralizzazione europea delle



entrate fiscali nazionali e la necessità di limitare i danni della crisi sulla struttura produttiva, un *helicopter money* che sia anche finalizzato agli investimenti potrebbe consentire una risposta magari parziale ma rapida. Tra l'altro, la teoria economica sottolinea l'effetto fortemente espansivo degli investimenti pubblici in un contesto di bassi tassi d'interesse, come quello attuale, che riduce fenomeni di *crowding out*.

Il dibattito attuale sulle risposte di policy appare oggi troppo concentrato sugli strumenti e poco sugli obiettivi da raggiungere. Con tassi di interesse negativi, se la banca centrale vuole davvero stimolare l'economia, l'*helicopter money* potrebbe essere indirizzato non solo alle famiglie, ma anche alle imprese ed eventualmente per il finanziamento di alcuni "mirati" investimenti pubblici comuni.