

## Corte tedesca, peggio del Tar del Lazio

08.05.20

Angelo Baglioni

77

Un Commento

*I giudici tedeschi mettono i bastoni tra le ruote alla Bce, che sta usando la necessaria flessibilità per fronteggiare la crisi. Il programma di acquisto di titoli non è un finanziamento monetario del debito pubblico ed è pienamente giustificato dal mandato della Banca centrale.*

La recente sentenza della Corte costituzionale tedesca, ben riassunta e commentata dal punto di vista giuridico nell'articolo di Manzini, sembra trascurare alcuni punti cruciali sotto il profilo economico. Per chiarezza, è bene precisare che la sentenza riguarda il programma di acquisto di titoli di stato (Public Sector Purchase Program, Pspp) avviato dalla Bce nel 2015 e ripreso nel 2019 dopo una fase in cui era stato sospeso. Esso non è da confondere con quello appena lanciato per rispondere all'emergenza coronavirus: il Pandemic Emergency Purchase Program (Pepp) che pure prevede l'acquisto su larga scala di titoli pubblici, oltreché privati.

1) Il Pspp non fu introdotto per favorire il finanziamento del debito pubblico di qualche paese europeo ma per consentire alla politica monetaria della Bce di perseguire i suoi obiettivi finali (stabilità dei prezzi e, in subordine, crescita economica) in presenza di tassi d'interesse ormai a zero. Una volta che i tassi d'interesse hanno raggiunto il "pavimento" (*zero lower bound*, Zlb) la banca centrale non ha altra arma che aumentare la dimensione del suo bilancio acquistando titoli sul mercato. Lo hanno fatto, prima e in misura maggiore della Bce, altre banche centrali in giro per il mondo, passando dal controllo dei tassi d'interesse al cosiddetto *Quantitative Easing* (Qe). Adottando il Pspp, la Bce non ha fatto altro che dare attuazione al proprio mandato, utilizzando tutti gli strumenti a sua disposizione per raggiungere gli obiettivi assegnati dal suo statuto.

2) Il programma Pspp non costituisce un vero e proprio finanziamento monetario dei debiti pubblici dei paesi membri, se per "finanziamento monetario" si intende il finanziamento tramite emissione di moneta anziché tramite l'imposizione fiscale. È vero che la Bce acquista titoli del debito pubblico, ma è anche vero che quando questi titoli andranno a scadenza il Tesoro dei paesi emittenti dovrà restituire i soldi alla Bce, tranne nel caso in cui quest'ultima rinnovi i titoli in scadenza comprandone altri dello stesso importo (facendo così il *roll-over* dei titoli in portafoglio). La Bce ha assicurato che farà il *roll-over* per un periodo di tempo presumibilmente lungo ma non all'infinito. Quindi prima o poi i soldi andranno restituiti alla Bce, prelevando tasse a carico dei cittadini. Resta il vantaggio, per il settore pubblico dei paesi membri, di finanziarsi a costo nullo, poiché l'Eurosistema restituisce al Tesoro gli interessi ricevuti sui titoli pubblici in portafoglio. Ma questo vantaggio in conto interessi non va confuso con la possibilità di emettere moneta anziché prelevare tasse per finanziare la spesa pubblica.

3) Il programma che prevede l'acquisto di titoli pubblici a favore di un singolo paese, per contrastare eventuali attacchi speculativi non è il Pspp ma l'Omt: *Out-right Monetary Transactions*. Quest'ultimo fu introdotto nel 2012 in seguito alla celebre frase di Mario Draghi "*whatever it takes*" e trova la propria giustificazione nell'assicurare la trasmissione uniforme della politica monetaria in tutta l'area euro, evitando differenziali di tasso ingiustificati e distorsivi che potrebbero penalizzare non solo l'emittente pubblico ma anche i privati (imprese e famiglie). Com'è noto, questo programma (anch'esso oggetto di contestazioni teutoniche) non è mai stato attuato, pur avendo avuto una notevole efficacia nel ridurre gli spread di tasso tra un paese e l'altro, grazie a un potente effetto di annuncio. Una delle ragioni per cui non è mai stato usato è che, per accedere all'Omt, un paese deve prima concordare un programma di assistenza finanziaria con il Meccanismo europeo di stabilità (Mes). Finora questo comportava una pesante condizionalità: il tristemente famoso Memorandum of Understanding (MoU) concordato con la "Troika". Oggi potrebbe non essere così, a fronte di un'assistenza finanziaria destinata a finanziare le spese sanitarie dovute alla pandemia. Ecco, per inciso, perché all'Italia potrebbe convenire chiedere l'aiuto del Mes in questa fase di gestione della crisi sanitaria. Non è l'unica: un altro motivo è il risparmio in conto interessi, che potrebbe non essere trascurabile se il finanziamento erogato dal Mes avesse, com'è auspicabile, una scadenza lunga.

4) Il coronavirus è uno shock simmetrico, poiché la pandemia ha colpito tutti i paesi europei (e non solo), ma i suoi effetti finanziari sono più pesanti e destabilizzanti per quei paesi che già partono da un rapporto debito/Pil più alto e che devono

espandere considerevolmente il proprio debito pubblico per fare fronte all'emergenza economica e sanitaria: la Bce ha ora bisogno di intervenire in modo più flessibile che in passato. Può fare questo in due modi: l'attivazione dell'Omt dal preventivo ricorso al Mes (come suggerito [qui](#)); oppure attuare il Pspv deviando secondo cui gli acquisti di titoli dovrebbero essere proporzionali alla dimensione di ciascun paese (secondo la quota di ciascuna paese nel capitale della Bce). La Bce sta seguendo questa seconda strada: le informazioni disponibili indicano che negli ultimi due mesi gli acquisti di titoli di stato italiani sono ben superiori alla nostra paese, e lo stesso vale (seppure in misura minore) per Spagna e Francia. Al contrario, i titoli tedeschi pesati nel paniere di acquisti della Bce. La Bce ha lasciato intendere che la flessibilità potrebbe aumentare il programma di acquisti: il Pandemic Emergency Purchase Program (Pepp). La sentenza della Corte tedesca di ipoteca su questa flessibilità: il rispetto della *capital key* è uno dei paletti posti dalla Corte affinché si applichi il principio di "proporzionalità".

In conclusione: una sentenza veramente inopportuna, che mette in difficoltà la Bce in un momento in cui essa deve arginare gli effetti economici e finanziari di una crisi sanitaria gravissima, supplendo alle incertezze e ai governi europei. Nella gara tra Azzecagarbugli, solo il famigerato Tar del Lazio sembra essere in grado di battersi con la costituzionale tedesca.

In questo articolo si parla di: [Angelo Baglioni](#), [Bce](#), [Corte Costituzionale tedesca](#), [Europa](#), [Germania](#), [Maastricht](#), [Omt](#), [Pepp](#), [Pspv](#), [qe](#), [quantitative easing](#), [UE](#), [unione europea](#), [Ziletti](#)

#### BIO DELL'AUTORE

ANGELO BAGLIONI



È professore ordinario di Economia Politica presso l'Università Cattolica di Milano (Scienze Bancarie, Finanziarie e Assicurative). È membro del Banking Stakeholder Group della European Banking Authority. È direttore di Osservatorio Monetario e membro di comitato direttivo e scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria (Università Cattolica e Area per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa). Dal 1988 al 1997 è stato economista all'Ufficio Studi della Banca Commerciale Italiana (ora Intesa Sanpaolo). I suoi interessi si collocano nell'area dell'economia monetaria e finanziaria. Ha scritto numerosi articoli su riviste internazionali e libri; l'ultimo è *La rete bucata. Le regole e i controlli su moneta e credito* (Mondadori 2018). È laureato in Università Bocconi e ha conseguito il Master in Economics presso la University of Pennsylvania.

[Altri articoli di Angelo Baglioni](#)