

# Come ricostruire dopo la crisi?

Marco Pagano (Università di Napoli Federico II)

23 marzo 2020

Tutte le grandi crisi economiche pongono due sfide ugualmente importanti: prosciugano la liquidità necessaria al funzionamento delle imprese, e bruciano il loro capitale, o almeno una parte di esso. Entrambe vanno affrontate prontamente, ma tra le due la prima è quella più immediata: come in un organismo colpito da una malattia che lo disidrata, fornire liquidità alle imprese è la priorità assoluta per garantire la sopravvivenza; ma non ne garantisce la guarigione.

Oggi molte imprese hanno visto azzerarsi i propri ricavi. Nonostante l'estensione della cassa integrazione a tutti i lavoratori dipendenti, le imprese hanno altre spese improrogabili: canoni di locazione, bollette di elettricità, gas e acqua, debiti in scadenza verso fornitori e banche. Per far fronte a queste spese senza introiti, le imprese si trovano a dover chiedere liquidità alle banche, che però in una crisi come questa diventano più caute e severe nei criteri di concessione del credito. Di recente sono state fatte varie proposte "per tenere in vita il malato", cioè per far arrivare liquidità alle imprese prima che esse siano costrette a licenziare i lavoratori, disdire forniture e alla fine chiudere i battenti. Una di queste proposte l'ho avanzata anch'io sulle colonne di questo giornale venerdì 20 marzo: far arrivare liquidità alle imprese europee dalla Banca Centrale Europea (BCE) attraverso la Banca Europea degli Investimenti (BEI), attraverso prestiti a interesse zero e a lungo termine.

Ma questo non basta: fa sopravvivere il malato un po' più a lungo, ma non lo rimette in grado di riprendersi. Anzi, poiché questa liquidità arriva alle imprese attraverso crediti, fa crescere il loro debito, il che le lascia più esposte di prima al rischio di insolvenza e anche di fallimento. In altri termini, l'iniezione di liquidità, essendo finanziata con debito, rischia di lasciare il malato strutturalmente più fragile di prima: imprese che hanno bruciato capitale proprio e accumulato molto debito dovranno lavorare quasi soltanto per restituire i propri debiti e avranno ben poco spazio (e anche ben poco incentivo) a investire e crescere. Insomma, se l'Italia aveva già un problema di scarsi investimenti e bassa crescita, questo problema sarà ancora più grave se le sue imprese saranno a corto capitale di rischio, dopo la crisi.

Da dove può arrivare dunque la cura che può rimettere veramente in forze il malato – cioè l'iniezione di capitale di rischio necessaria? Difficilmente potranno essere le famiglie italiane, che stanno subendo anch'esse una tremenda perdita di ricchezza,

sia per il crollo dei prezzi delle azioni che perché a loro volta stanno intaccando il capitale per far fronte alla caduta delle proprie entrate. Difficilmente potrà essere lo Stato italiano (se non in misura molto modesta), già fortemente indebitato prima della crisi e ulteriormente stremato dalle spese e dalla caduta di gettito sopportate durante la crisi. La ricapitalizzazione da parte dello Stato sarà invece robusta nei paesi del Nord Europa. In particolare, lo Stato tedesco, avendo i conti in ordine ed essendo stato liberato (come tutti gli Stati della UE) dagli stringenti limiti comunitari contro gli aiuti di Stato, procederà a robuste iniezioni di capitale di rischio alle imprese tedesche, e in alcuni casi anche a nazionalizzazioni.

Quindi la prospettiva è che, dopo la crisi, imprese italiane sottocapitalizzate si trovino a dover affrontare la concorrenza di imprese nord-europee irrobustite da ingenti aiuti di Stato, con buona pace della parità di trattamento – il famoso *level playing field* -- necessario per una sana concorrenza, che finora le istituzioni comunitarie avevano strenuamente tutelato. È facile capire che questo sarà un ulteriore motivo di debolezza per l'economia italiana, e di divaricazione della sua crescita rispetto alla Germania e agli altri paesi del Nord Europa. Non solo: le imprese nord-europee potranno anche utilizzare la propria posizione di forza dovuta alla maggior capacità fiscale dei propri paesi per rilevare imprese italiane, così turbando la concorrenza anche sul mercato del controllo societario, e non solo sul mercato dei beni e servizi.

C'è un'alternativa a questo fosco scenario? L'unica è la possibilità di un intervento sovranazionale a livello europeo, attraverso la creazione di un fondo azionario pan-europeo, sul modello dei *sovereign wealth funds*, che sottoscriva emissioni di nuove azioni nelle imprese di tutta Europa, e che sia finanziato dal Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) in parte con capitale proprio e in parte con l'emissione di *eurobonds* a lunghissima scadenza. Ovviamente è cruciale stabilire regole severe per determinare come questo fondo debba scegliere in quali imprese investire. Primo, esso dovrà finanziare imprese che erano redditizie e in crescita prima di essere colpite dalla crisi del COVID-19, non imprese già in perdita e in declino. Secondo, le imprese finanziate dal fondo dovranno impegnarsi a non distribuire dividendi e non riacquistare azioni proprie, per evitare che l'iniezione di capitale di rischio vada a vantaggio di azionisti esistenti invece di essere incanalata verso nuovi investimenti. Terzo, il fondo dovrà sottoscrivere solo azioni di società che non hanno già ricevuto aiuti di Stato dai propri governi nazionali, perché il suo scopo deve essere quello di riequilibrare le iniezioni di capitale tra imprese sostenute dai propri governi e imprese che non lo sono, e quindi riequilibrare la concorrenza nel mercato del prodotto e nel mercato dei capitali. Infine, è cruciale che le scelte di questo fondo non siano asservite a interessi politici di questo o quel governo, ed evitare che acquisisca posizioni di controllo nelle società in cui investe.

La creazione di un fondo di questo genere si giustifica a livello economico perché consentirebbe alle imprese di tutta Europa di riequilibrare la propria struttura finanziaria e quindi di poter rilanciare investimenti e crescita, solo sulla base delle proprie prospettive di reddito e indipendentemente dalla capacità fiscale dei paesi a cui esse appartengono. E sarebbe il modo più serio e lungimirante di dar forma a quella condivisione dei rischi che nel contesto di una pandemia appare come la ragione d'essere più vera del progetto europeo.

Ovviamente la creazione di un fondo di questo genere richiede grande lungimiranza, coraggio politico e spirito di solidarietà europea, per superare le inevitabili obiezioni che gli egoismi nazionali porrebbero sulla sua strada. Per superare tali egoismi, basterebbe notare che i costi che attualmente ogni paese sta sostenendo nel combattere il COVID-19 con piani di *lockdown* sono utili a limitare la diffusione internazionale del virus e pertanto vanno anche a beneficio degli altri paesi. È giusto quindi che chi partecipa a questa guerra sia poi aiutato in misura delle perdite subite che non può autonomamente coprire.