

**BUSINESS
INSIDER**
ITALIA

Un piano in tre mosse per aumentare la condivisione dei rischi in Europa e la tenuta dell'Unione monetaria

di **Marcello Minenna**

1/7/2019



L'economista Marcello Minenna. Imagoeconomica

I dati rilasciati dalle principali organizzazioni sovranazionali sullo **stato dell'economia mondiale mostrano segnali allarmanti. Il rallentamento della crescita**, esacerbato dalle minacce di guerra commerciale tra Usa e Cina su

larga scala, si accentua, mentre **le aspettative di inflazione stanno crollando** nelle principali economie sviluppate.

Accantonati i tentativi di una normalizzazione della politica monetaria, **le banche centrali stanno mutando rapidamente posizione, annunciando possibili misure di espansione.** La *Federal Reserve* ha indicato come un **taglio dei tassi di interesse** a breve termine potrebbe essere appropriato, mentre la **Banca Centrale Europea** ha ventilato addirittura la **possibilità di riprendere il Quantitative Easing (QE)** interrotto a gennaio 2019 modificando le regole di ingaggio.

Tuttavia, le posizioni di partenza delle due principali banche centrali sono diverse: la **Fed parte con un margine di manovra dato da un livello dei tassi al 2,5%**, mentre **nell'area Euro i tassi sono negativi** e le probabilità di recessione sono più alte, visto lo stato di **contrazione allarmante della manifattura tedesca.** Insomma nell'Eurozona la politica monetaria potrebbe non avere abbastanza strumenti per contrastare il ciclo economico avverso che si prospetta.

Nella teoria economia keynesiana classica, quando i tassi di interesse sono a zero, **la politica fiscale deve contribuire al sostegno della domanda** aggregata ed alla protezione contro i rischi di deflazione. Questo perché è dimostrato che **la politica monetaria da sola non ce la può fare.** E' possibile che l'elasticità della domanda rispetto ai tassi di interesse declini nel tempo. O che un'aumentata avversione al debito o un calo della fiducia nel fatto limitino l'efficacia della politica monetaria stessa. Il vecchio quadro di riferimento insomma non è più valido.

Applicare le ricette classiche a questa situazione rischia di trasformare la persistente debolezza della domanda in una bassa crescita potenziale. Inoltre **nel mondo a tassi zero**, politiche fiscali restrittive di *austerity* possono provocare un aumento e non una riduzione dei rapporti Debito/Pil.

La politica fiscale può aiutare la politica monetaria a essere efficace, aumentando l'offerta di titoli governativi. Con tassi di interesse reali bassi, le banche centrali devono comprare grandi quantità di titoli governativi al fine di poter fornire uno stimolo sufficiente.

Però l'idea di un Qe potenziato si scontra con il fatto che **le istituzioni finanziarie vogliono preservare una certa quantità di titoli a tasso positivo in bilancio e sono riluttanti a vendere,** creando un effetto scarsità severo che

innesta un circolo vizioso, caratterizzato da tassi di interesse ancora più bassi e curve dei rendimenti appiattite. Il recente **cambiamento nella strategia della Bank of Japan**, che ha abbandonato il target di acquisti ad oltranza di titoli per raggiungere l'obiettivo di inflazione al 2% ed ha **rimodulato gli sforzi nella direzione del controllo dei tassi di interesse** (o *yield control*), è una **prova della crescente difficoltà che le banche centrali stanno incontrando** nel fornire il giusto grado di accomodamento monetario.

La strategia di focalizzarsi sulla politica monetaria per supportare la domanda può aver **contribuito al recente incremento della disuguaglianza** nelle economie sviluppate, dato che il meccanismo principale di trasmissione della politica monetaria con i tassi a 0 è stato **l'incremento di valore degli asset finanziari**, di cui hanno **beneficiato esclusivamente gli investitori**. Il recupero dell'occupazione è stato buono nell'ultima fase di ripresa economica, ma è stato caratterizzato da una **crescita dei salari stagnante**.

Per l'area Euro, considerata la presenza di 19 differenti strutture a termine per i rendimenti dei titoli governativi, una per ogni Stato membro, una *policy* di *yield control* risulta complessa. Nei fatti, essa si dovrebbe tradurre in un obiettivo di ripristino di una curva unica dei tassi, come sperimentato nei fatti nel periodo 1999-2007. Fu poi la crisi internazionale ad innescare il fenomeno di divergenza che divenne evidente dal 2010 a seguito dell'avallo politico all'esistenza degli *spread* dato dall'asse franco-tedesco a Deauville. Fino ad allora lo stesso Presidente BCE Trichet faceva riferimento ad un unico mercato, con un'unica moneta ed un unico tasso di interesse. **La persistenza decennale di spread significativi ha amplificato il problema della carenza nel sistema finanziario europeo di un c.d. safe asset** (titolo privo di rischio) utilizzabile a garanzia dei prestiti interbancari; allo stato attuale **questo ruolo è rivestito dai Bund** caratterizzati da un'offerta inadeguata per via di uno *stock* disponibile decrescente ed una forte domanda che spinge i rendimenti sotto lo zero.

In altri termini, **la Bce dovrebbe virare verso un obiettivo zero-spread**, che nel prevedibile futuro è **un tabù invalicabile** in tutti i circoli che contano delle istituzioni europee per via dell'evidente **trasferimento implicito dei rischi dai governi verso la banca centrale**.

Fare spazio alla **condivisione dei rischi all'interno di misure di politica monetaria** potrebbe essere una maniera diretta per migliorarne l'efficacia. L'approccio potrebbe essere graduale nel tempo, prevedendo diversi *step* intermedi che dovrebbero svilupparsi su un orizzonte di 10 anni circa.

Tre step di politica monetaria per fare spazio alla condivisione dei rischi

La prima, importante mossa nella giusta direzione potrebbe essere quella di **abbandonare il criterio della *capital key*** seguito dalla Bce nell'esecuzione del Qe. Un cambiamento simile potrebbe essere attuato modificando le regole di ingaggio della banca centrale nel programma di reinvestimenti di titoli tutt'ora in corso, **re-direzionando tutta la liquidità ottenuta dai rimborsi dei titoli in scadenza solo verso i Paesi con una più alta quota di debito.**

La Bce ha già messo in atto una simile misura con il *Securities Markets Programme* (SMP), anche se con un successo parziale per via dell'ampiezza limitata e per alcune criticità tecniche. Il successo di un SMP potenziato dipenderà da quanto *risk-sharing* verrà consentito. A tal fine, **un meccanismo che preveda la restituzione degli interessi al Paese emittente e l'acquisto da parte della BCN solo di titoli a lunghissimo termine** riuscirebbe nell'intento di ridurre sensibilmente gli *spread*. Si darebbe così un segnale implicito di condivisione dei rischi (*risk sharing*) all'interno dell'area euro, dando facoltà alle BCN dei paesi periferici di assumere più rischi sotto l'ombrello dell'Eurosistema.

I paesi indebitati – come l'Italia – sarebbero supportati nell'assorbimento dell'eccesso di offerta di titoli di Stato, mentre il calo nella domanda di *Bund* permetterebbe alla Germania di tornare a rendimenti positivi con beneficio per il sistema economico-finanziario.

L'impegno finanziario di questa rimodulazione degli acquisti verso i Paesi periferici a più alto *spread* non sarebbe rilevante come suggerirebbe una prima analisi dell'entità degli *spread sovereign*. Infatti, **una larga quota di questi spread sta prezzando un rischio di ridenominazione del debito in altra valuta dall'Euro.** In altri termini, **il mercato sta chiedendo un più alto premio sui titoli di Stato dei Paesi periferici per compensare un'augmentata percezione del rischio di uscita dall'Euro.** Questo rischio non è collegato a fattori strutturali delle singole economie, ovvero la bassa crescita, produttività o inflazione, elementi che possono condizionare la capacità di servire il debito; piuttosto è **un rischio politico, che può essere ridotto rapidamente attraverso un opportuno impegno da parte dei governi** a garantire l'unità dell'area valutaria unica. **Per l'Italia 1/3 dello *spread* identifica il rischio di *Eurexit*, il più alto dell'area Euro, circa il doppio della Grecia.**

Gli acquisti della Banca d'Italia punterebbero dunque a **ridurre solo la quota di rischio idiosincratca**, che rappresenta solo **1/3 dello spread** complessivo con un livello medio di acquisti più contenuto.

Un **secondo passaggio** prevedrebbe la **rimodulazione del programma di reinvestimenti del Qe** ed una nuova versione dello stesso **verso l'acquisto di titoli di Stato a lunghissimo termine** (oltre 30 anni), che potrebbe essere implementabile anche senza mettere mano al criterio della *capital key*, con minimi costi politici. Ove non disponibili sul mercato secondario, i titoli verrebbero emessi dalle agenzie/direzioni del debito dei vari Paesi dell'Eurozona; per via della dichiarazione di intenti della Bce i titoli sarebbero richiesti in sede di asta e collocabili senza difficoltà. Solo questo *tweaking* del Qe – prevedendo un secondo programma della durata di 24 mesi ad un ritmo di 45 miliardi di titoli acquistati al mese – equivarrebbe ad un “*freezing*” di circa 1.000 miliardi di debito pubblico nei bilanci delle BCN.

La reversibilità del *freezing* consentirebbe alla Bce di poter tentare un percorso di normalizzazione del bilancio laddove ritenuto necessario.

Un **programma più ambizioso richiederebbe necessariamente la centralizzazione degli acquisti connessi con un rilancio del programma** – come lasciato intuire dal presidente Draghi nel recente discorso di Sintra del 19 giugno – e dunque **una piena condivisione dei rischi** sui titoli detenuti ora dall'Eurosistema.

Aggredendo il problema alla radice si potrebbe scambiare tramite *swap* – sempre passando dal mercato – tutti i titoli di Stato già comprati nell'ambito del QE con Govies oltre i 30 anni di scadenza. I mercati finanziari interpreterebbero plausibilmente una simile decisione come una volontà di abbattimento, non contabile del rapporto debito/Pil.

La necessità di una politica fiscale attiva

In un contesto di politica monetaria che incorpori il principio di condivisione dei rischi, **un'espansione fiscale** potrebbe, in concomitanza con il necessario stimolo alla domanda, aumentare l'offerta di titoli governativi ed alleviare il problema della scarsità relativa.

La **composizione dello stimolo fiscale** sarebbe ovviamente di primaria importanza: un **programma massiccio di investimenti pubblici coordinato a**

livello europeo potrebbe incentivare la creazione di posti di lavoro ben remunerati ad aumentare la produttività.

D'altronde il numero degli economisti che invoca una **maggiore coordinamento delle politiche fiscali ed un più ampio risk-sharing** continua a crescere. Poche settimane fa l'ex capo economista del Fondo Monetario Internazionale **Blanchard** [ha ribadito la necessità di rivedere i parametri di Maastricht](#) su debito e *deficit* in rapporto al PIL, aumentando il livello ammissibile ma anche la velocità di aggiustamento (il famigerato criterio del “ventesimo di rientro”) e la flessibilità nel reagire a periodi protratti di bassa domanda. Questa richiesta di una mobilitazione della politica fiscale non è un segno di irresponsabilità nella gestione del bilancio pubblico, ma un **riequilibrio quanto mai necessario a fronte di una distorsione di policy verso l'austerità**.

Una politica fiscale a rischi condivisi

Secondo Blanchard infatti **un'espansione fiscale unilaterale da parte di un Paese sarebbe poco utile perché gran parte dello stimolo sarebbe trasferita all'estero tramite maggiori importazioni**. Lo stimolo fiscale dovrebbe pertanto essere **coordinato a livello europeo**; al fine di garantire un adeguato spazio fiscale è evidente che **bisognerebbe lavorare su una riforma appropriata delle istituzioni**.

L'unica soluzione passerebbe attraverso un budget centralizzato dell'Eurozona finanziato attraverso Eurobonds, cioè titoli di **debito garantito congiuntamente da tutti i Paesi dell'Eurozona**. Un'idea **combattuta dalla maggioranza dei Paesi dell'Unione**, a parte forse un sostegno in linea teorica della Francia.

La situazione attuale del processo di riforma delle istituzioni europee avviata dal Consiglio Europeo nel dicembre 2017 non appare promettente nella prospettiva di un utilizzo attivo del budget dell'area Euro. Eppure, bisognerebbe lavorare su soluzioni che possano rendere politicamente accettabile la condivisione dei rischi.

Da questa premessa nasce **l'idea sviluppata con gli economisti Giovanni Dosi, [Andrea Roventini](#) e Roberto Violi**, che punta ad una **graduale “condivisione dei rischi”** sul debito pubblico dell'Eurozona, da attuarsi **su un orizzonte di 10 anni tramite una riforma mirata del Fondo Esm**. In sostanza, se l'emissione di un debito condiviso è non praticabile dato il contesto

politico attuale, **l'ipotesi di un'assicurazione comune sul debito in rifinanziamento** ha sicuramente più *chances*. Ognuno paga da sé, come è ovvio che sia, il proprio debito ed un premio assicurativo determinato attraverso strumenti di mercato (i *credit default swap* o CDS), ma **la garanzia interviene in caso di difficoltà finanziarie**. In questa maniera **lo spread tra i titoli dei diversi Paesi tenderebbe a scomparire** nel tempo mentre le probabilità di un "cigno nero" per l'Eurozona si ridurrebbero vicino allo zero. Come si vede, non serve *ab origine* né un *budget* federale, né tantomeno l'Unione politica. In un'ottica negoziale **si può rinunciare anche al debito unico tenendo in piedi il meccanismo di assicurazione**.

L'unico requisito è la volontà politica di condividere gradualmente costi (che sarebbero di mercato) **e benefici**, implementando *de facto* **un minimo sistema di trasferimenti dai Paesi forti a quelli deboli** che rafforzerebbe le fondamenta dell'Unione. La remunerazione ottenuta dall'ESM attraverso i premi verrebbe usata a supporto di emissioni obbligazionarie funzionali ad avviare un grande piano di investimenti nell'Eurozona, in modo da creare *de facto* una *golden rule* per gli investimenti che integri costruttivamente l'algebra del *Six Pack* e del *Fiscal Compact*.

Meccanismi di assicurazione sono stati impiegati con successo durante le passate crisi bancarie, quando le banche negli Usa ed in Europa hanno approfittato delle garanzie pubbliche; peraltro ogni schema di assicurazione dei depositi bancari nazionali si basa sullo stesso principio. Per ridurre gli inevitabili problemi di *moral hazard* che sono intrinseci in ogni meccanismo di assicurazione, **ogni Paese dovrebbe aderire ragionevolmente ad una disciplina fiscale che ponga dei tetti di deficit ad un vero e proprio pareggio di bilancio**.

In definitiva **l'adozione a largo spettro del principio del *risk-sharing* aumenterà la resilienza dell'Unione monetaria**. In un'ottica pragmatica, **sarebbe nell'interesse di tutti i Paesi membri dispiegare un ombrello protettivo adeguato**.