

14 marzo 2022

Il Sole **24 ORE**

IN UN'EUROPA PIÙ UNITA, LA CONDIVISIONE DEI RISCHI SUI DEBITI PUBBLICI È POSSIBILE

di Marcello Minenna

Lo sconvolgimento geopolitico attuale dovuto alla guerra russo-ucraina sta cambiando le prospettive economiche per l'anno in corso ad una rapidità sconcertante.

Nell'area Euro stanno diventando verosimili scenari di prolungata stagflazione provocata dal rallentamento economico e dallo *shock* sui prezzi dell'energia, mentre sta scemando la probabilità di una normalizzazione monetaria entro il 2022 e di un ripristino delle regole di bilancio europee (anche se emendate) nel 2023. Sebbene sia assolutamente troppo presto per qualsiasi stima, anche *flash*, i recenti interventi del governo italiano e di Oli Rehn, governatore della Banca Centrale finlandese e *policymaker* della Banca Centrale Europea stanno puntando chiaramente in queste direzioni.

È plausibile dunque aspettarsi che i danni derivanti dalle sanzioni alla Russia, dalle connesse contro-sanzioni e dal rallentamento economico globale a seguito di questa crisi verranno affrontati mantenendo alti i livelli di supporto monetario e fiscale.

Tra le poche note positive di queste convulse settimane, si può annoverare una rinnovata unità di intenti da parte dei Paesi dell'Unione Europea (UE), coesi nell'adozione di un pacchetto di sanzioni economiche alla Russia senza precedenti e nel rendere il più rapido possibile il percorso di accesso all'Unione da parte dell'Ucraina. Altresì il contesto appare finalmente maturo per discutere alcuni aspetti sospesi della transizione verso un'Unione funzionalmente più completa, come la difesa comune.

Due anni di crisi pandemica ci hanno mostrato come i momenti di emergenza sono anche delle opportunità per accelerare sul processo di integrazione europea, conseguendo risultati ritenuti inconcepibili fino a poche settimane prima. Dal punto di vista della politica fiscale, i tempi di una riforma delle regole di bilancio verosimilmente si allungheranno se la sospensione del Patto di Stabilità e Crescita verrà prorogata. Tuttavia, a mio avviso, il percorso di integrazione economica non può realmente ripartire senza un'applicazione estesa del principio della condivisione dei rischi (*risk-sharing*) sul debito pubblico all'interno dell'Unione.

Il graduale accoglimento del principio della condivisione dei rischi nell'area Euro

Con il *Recovery Fund* ed il programma SURE (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) della Commissione Europea per il rifinanziamento delle Casse Integrazioni Guadagni dei Paesi membri più colpiti dalla pandemia, l'emissione di debito a rischi condivisi nell'area Euro ha mosso i primi passi concreti. Peraltro, qualche mese fa, l'ESM (il Meccanismo di Stabilità Europeo, anche noto come Fondo Salva-Stati dell'area Euro) ha proposto una riforma delle regole di bilancio, che prevede la modifica dei parametri-chiave sul debito definite nel Trattato di Maastricht che potrebbe ridurre molto le distanze ideologiche rispetto all'ipotesi di debito a rischi condivisi.

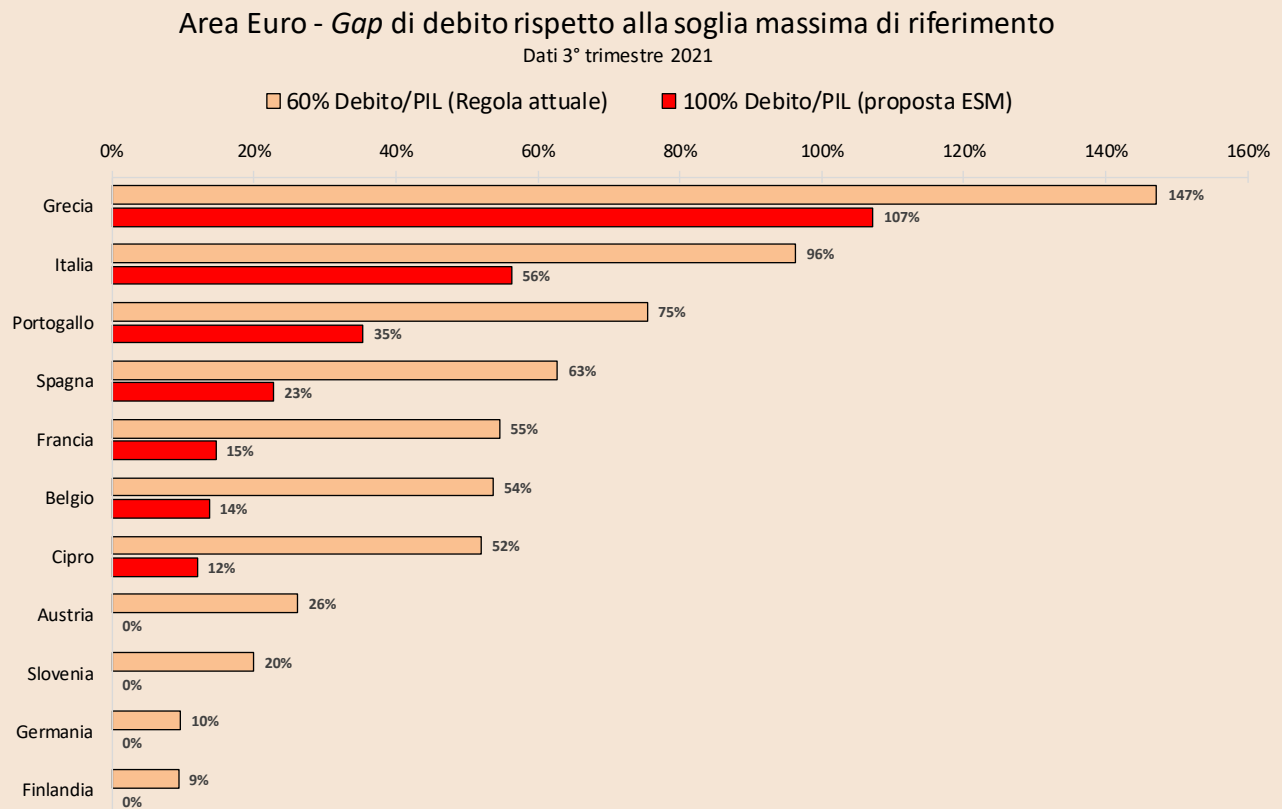
I 90 miliardi di € di prestiti SURE sono stati garantiti da tutti i Paesi dell'UE per 25 miliardi in maniera volontaria e proporzionale al PIL, ed erogati solo ad alcuni Paesi che hanno avuto oggettiva necessità per via dell'impatto sproporzionato che la pandemia ed i *lockdowns* hanno avuto sui mercati del lavoro domestici. Questa struttura asimmetrica, tale per cui alcuni Paesi hanno garantito prestiti di cui la loro economia non ha beneficiato direttamente, ha reso il programma SURE *de facto* il primo della storia dell'UE a rischi realmente condivisi.

Successivamente, a dispetto di quanto si riteneva impossibile qualche anno fa, l'approvazione del *Recovery Fund* ha poi implicato l'istituzione di un veicolo *ad hoc* (il Dispositivo per la ripresa e la resilienza), autorizzato ad emettere debito a rischi condivisi per oltre 600 miliardi di €, per quanto con obiettivi limitati e per una durata temporale al 2026. In questi giorni peraltro si parla insistentemente in ambienti istituzionali di un possibile “nuovo” programma di emissione di debito a rischi condivisi tramite un veicolo speciale che si preoccupi di finanziare progetti relativi alla difesa comune ed all'indipendenza energetica.

In parallelo occorre considerare che la mutata situazione di finanza pubblica dei Paesi Europei nel corso degli ultimi anni ci avvicina inevitabilmente ad una profonda revisione della disciplina di bilancio europea. Il periodo che è seguito alla crisi finanziaria internazionale ha visto un progressivo allontanamento dei livelli medi di debito/PIL dell'area Euro dalla soglia del 60%; infatti, nel decennio 2010-2019 il rapporto in questione ha oscillato intorno all'80%.

Nel 2020 la crisi pandemica ha impresso una nuova spinta verso l'alto, verso un livello medio del 90%. Le proposte dell'ESM di innalzare le soglie di debito ammissibili al 100% (vedi Figura 1), di eliminare l'utilizzo controverso di una misura instabile ed inosservabile come l'*output gap* e di istituire una semplice regola di controllo dei livelli di spesa corrente sono tutti segnali di un'apertura a modifiche innovative del quadro normativo che si stanno distanziando progressivamente dall'algebra del *Six Pack* e del *Fiscal Compact*.

Figura 1

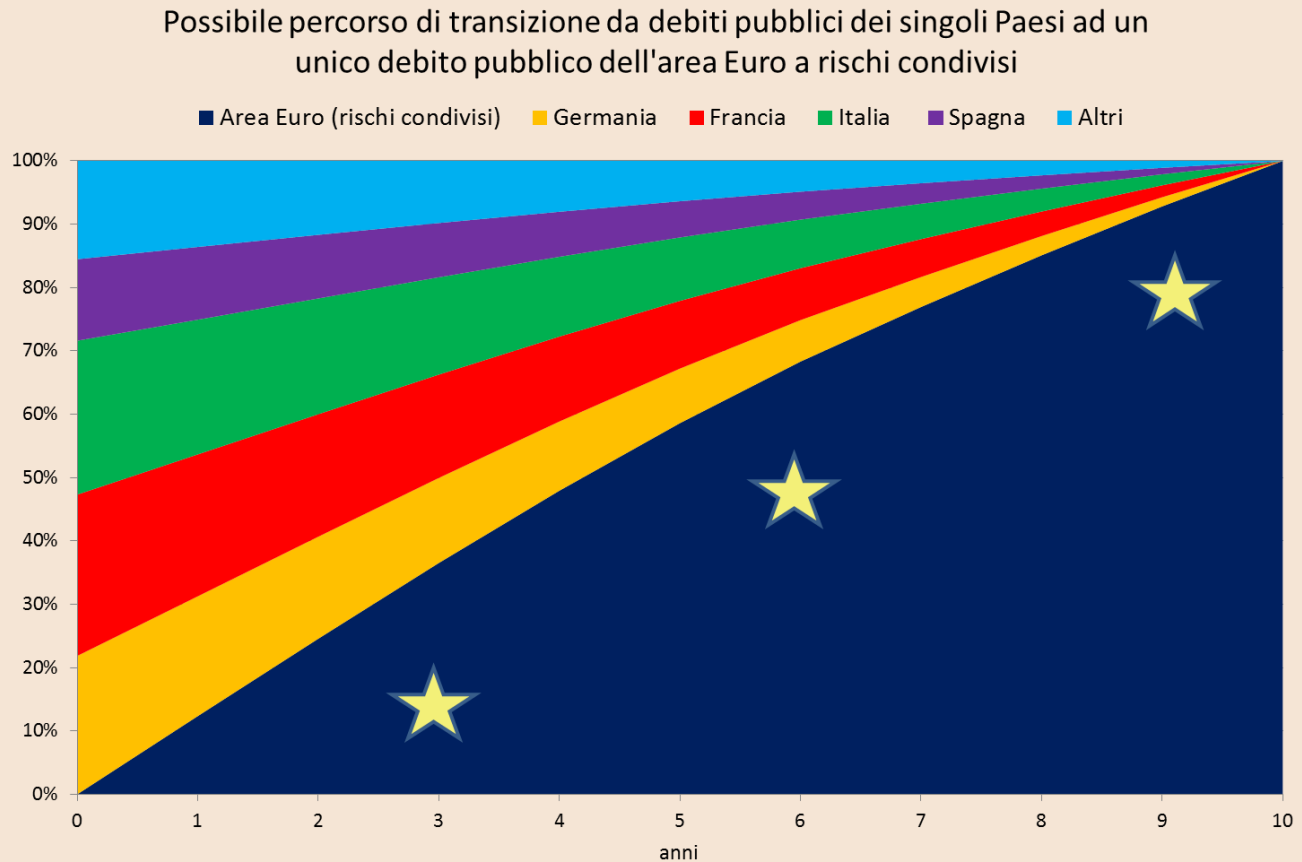


Fonte: Eurostat

La proposta originaria Dosi-Minenna-Roventini-Violi di condivisione dei rischi sul debito pubblico

In questo mutato contesto risulta più che mai attuale la [proposta di graduale “condivisione dei rischi” sul debito pubblico dell’area Euro](#) che elaborai alcuni anni fa insieme agli economisti Giovanni Dosi, Andrea Roventini e Roberto Violi. L’idea di fondo si basava su un’assunzione pragmatica: se l’emissione di un debito era da ritenersi difficile dato il contesto politico del tempo, l’ipotesi di un’assicurazione comune sul debito in rifinanziamento aveva sicuramente più *chances*. Pertanto, proponevamo di realizzare questa assicurazione attraverso una riforma mirata del Fondo ESM (vedi Figura 2), da attuarsi su un orizzonte temporale di almeno 10 anni.

Figura 2

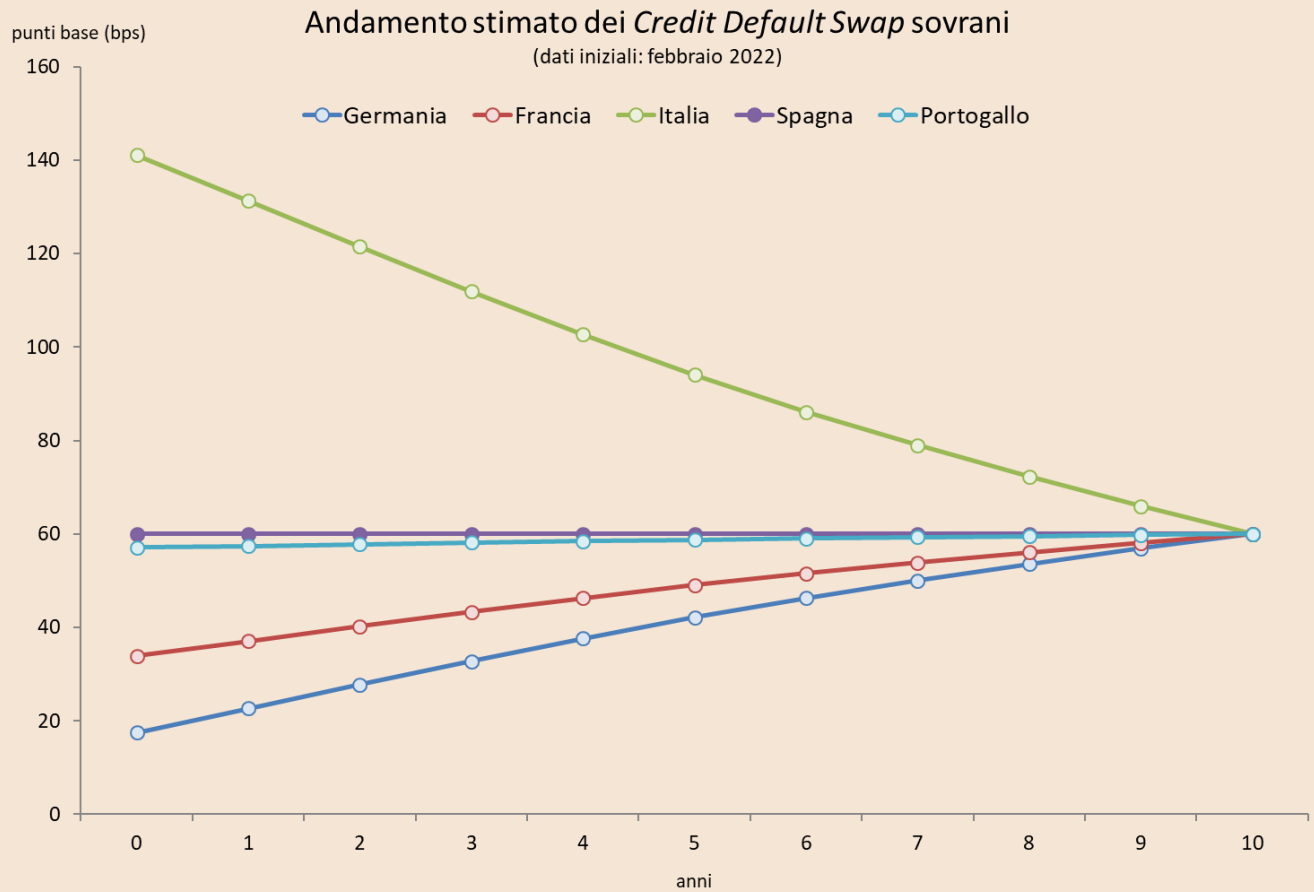


Fonte: Elaborazione dell'Autore su dati Eurostat

Ogni Paese avrebbe pagato da sé, com'è ovvio che fosse, il proprio debito ed il premio assicurativo sarebbe stato determinato attraverso strumenti di mercato (i *credit default swap* o CDS), ma in caso di difficoltà finanziarie sarebbe intervenuta la garanzia in solido.

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'area Euro si ridurrebbero significativamente (vedi Figura 3). La minore distanza nel *pricing* del merito di credito che si registra oggi tra i vari Paesi rispetto al 2018 renderebbe il percorso di transizione verso un debito comune europeo ancora meno impegnativo per tutti gli attori in campo dal punto di vista tecnico.

Figura 3



Fonte: Elaborazione dell'Autore su dati Bloomberg

Come si può intuire, non servono *ab origine* né un *budget* federale (su cui qualche passo in avanti in verità si è fatto), né tantomeno un'Unione politica. In un'ottica negoziale si potrebbe rinunciare anche al progetto di un debito unico tenendo in piedi il meccanismo di assicurazione, anche se è evidente che il progetto spinge verso la direzione di una piena integrazione fiscale nel lungo termine.

L'unico requisito essenziale rimane ancora oggi la volontà politica di condividere gradualmente costi (che sarebbero di mercato) e benefici, implementando *de facto* un sistema di trasferimenti rafforzato dai Paesi forti a quelli deboli che consoliderebbe le fondamenta dell'area Euro. La remunerazione ottenuta dall'ESM attraverso i premi nella migliore delle ipotesi verrebbe usata a supporto di emissioni obbligazionarie funzionali ad affiancare

il *Recovery Fund* con un grande piano di investimenti che guardi anche oltre l'orizzonte temporale dello stesso. In altri termini, una *golden rule* per gli investimenti che possa integrare costruttivamente l'algebra del *Six Pack* e del *Fiscal Compact*, nel caso in cui dovessero tornare pienamente operativi.

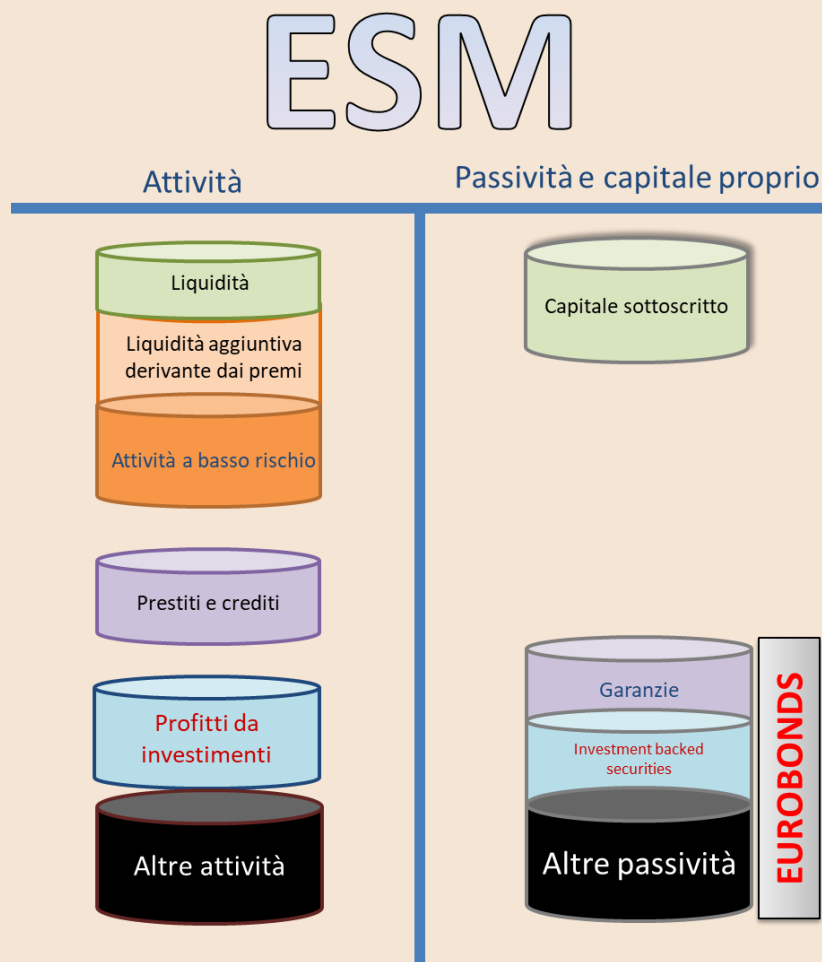
Un nuovo *Recovery Fund* di lungo periodo per il sostegno degli investimenti

La crescita indotta dai maggiori investimenti avrebbe il potenziale per innescare un circolo virtuoso capace anche di ridurre e non solo stabilizzare il debito.

Dal punto di vista contabile, il bilancio dell'ESM andrebbe incontro ad un significativo aggiustamento (vedi Figura 5): dal lato dell'attivo, comparirebbero introiti a lungo termine derivanti dall'attività di investimento, che affiancherebbero i più tradizionali *assets* costituiti da liquidità e titoli governativi a basso rischio, insieme alla liquidità aggiuntiva derivante dai premi di assicurazione versati dai Paesi membri beneficiari della garanzia.

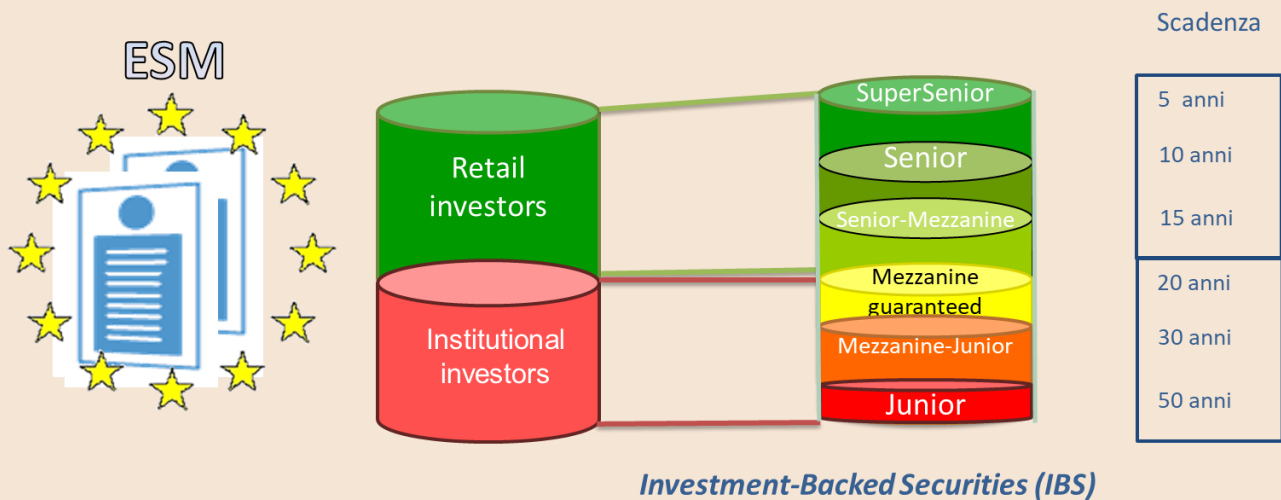
Dal lato del passivo, le passività finanziarie sarebbero costituite – oltre che dalle ovvie garanzie sul debito emesso dai Paesi membri – anche da specifici titoli emessi dall'ESM in corrispondenza dei crediti contabilizzati per attività di investimento, differenziati opportunamente per rischio/rendimento (c.d. *investment backed securities* o IBS).

Figura 5



A titolo esemplificativo, i titoli *investment-backed* (IBS) potrebbero essere strutturati in 6 *tranches* ordinate dalle meno rischiose alle più rischiose, con un profilo di rischio-rendimento strettamente correlato ai profitti derivanti dagli investimenti finanziati (vedi Figura 6). I titoli più rischiosi sarebbero classificabili come veri e propri *growth bonds* e sulle scadenze più lunghe sarebbero *de facto* assimilabili ad una partecipazione azionaria nell'investimento.

Figura 6



La condivisione dei rischi sul debito pubblico si può fare

Tecnicamente si può fare: meccanismi di assicurazione su vasta scala sono stati impiegati con successo durante la crisi pandemica del 2020 (1.500 miliardi di € nell'area Euro ed oltre 300 in Italia) e 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. Inoltre il c.d. “*credit enhancement*” – una forma di assicurazione di titoli governativi – è stato applicato alle obbligazioni greche ristrutturata dopo l'insolvenza del 2012.

Nella proposta originaria, al fine di ridurre al minimo gli inevitabili problemi di *moral hazard* che sono intrinseci ad ogni meccanismo di assicurazione, ogni Paese avrebbe dovuto aderire – senza riserve – ad una robusta disciplina fiscale che ponesse chiari limiti di *deficit* al netto dei premi di assicurazione versati, innalzabili teoricamente fino ad un vero e proprio pareggio di bilancio.

Ex post, il *design* della proposta appare ora anche troppo conservativo sugli aspetti di rigore fiscale a tutela dei Paesi *core*. Nei programmi a debito condiviso attualmente in esecuzione infatti il *moral hazard* non è stato considerato un problema particolarmente insormontabile.

Il mondo è cambiato e soluzioni di debito condiviso, impensabili fino a qualche anno fa, stanno diventando parte della modalità di funzionamento dell'area Euro. Facciamo un altro passo avanti.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Accise, Dogane e Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali