

RIVISTA  
TRIMESTRALE  
DI DIRITTO  
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA  
DI  
DOTTRINA  
E  
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI  
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK  
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

Supplemento al n. 1/2022

ISSN: 2036 - 4873

# TEMI E PROBLEMI DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

Publicazione degli atti del Convegno

“La Supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive” tenutosi il 17  
e il 18 giugno 2022 presso l’Isola di Capri e organizzato  
dall’Università degli Studi di Napoli “Parthenope”\*

*A cura di Diego Rossano*

---

\*Convegno di presentazione del PRIN 2020 dal titolo "*An analysis of the Italian financial legal framework vis-a-vis the Capital Markets Union action plan: the perspective of regulatory fragmentation and sustainability*" (Prot. 2020SMP7A7, *Principal Investigator*: Diego Rossano).

## PANDEMIA, DEBITI SOVRANI E POLITICHE DI BILANCIO: RISCHI E OPPORTUNITÀ NEL FUTURO DELL'EURO \* \*\*

*(Pandemic, sovereign debts and budget policies:  
risks and opportunities in the future of the euro)*

**ABSTRACT:** *In the complex global economic and geo-political scenario outlined by the pandemic and the Russian-Ukrainian conflict, the no-bail out clause enshrined in the European Treaties has become even more anachronistic with respect to the actual needs of the Eurozone. The global financial crisis and the subsequent balance of payments and sovereign debts crisis in the periphery of the Euro Area had already highlighted the unsustainability and fragility of this set-up. The recent pandemic crisis and the energy crisis triggered by the conflict in Ukraine have, however, made even more evident the indispensability of joint and coordinated action at the level of the entire monetary union to face the new challenges of the current era and definitively stem the differences between the individual Member States.*

*Some measures launched in recent years go in this direction and confirm that the time is now ripe to implement reforms capable of structurally improving the functioning of the Euro Area and increasing its resilience and stability. The first fundamental step is a transversal application of the principle of risk sharing between Member States, starting with the risks on the public debts of individual countries. A similar objective can be achieved through a revision of the architecture of the European Stability Mechanism which, in compliance with market logics, would allow the gradual transition towards a single European public debt and towards the creation of a European Agency for the management of public debt and investments. The future of the Eurozone is inextricably linked to the ability to successfully achieve the evolution from monetary union to monetary and fiscal union in a reasonably*

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

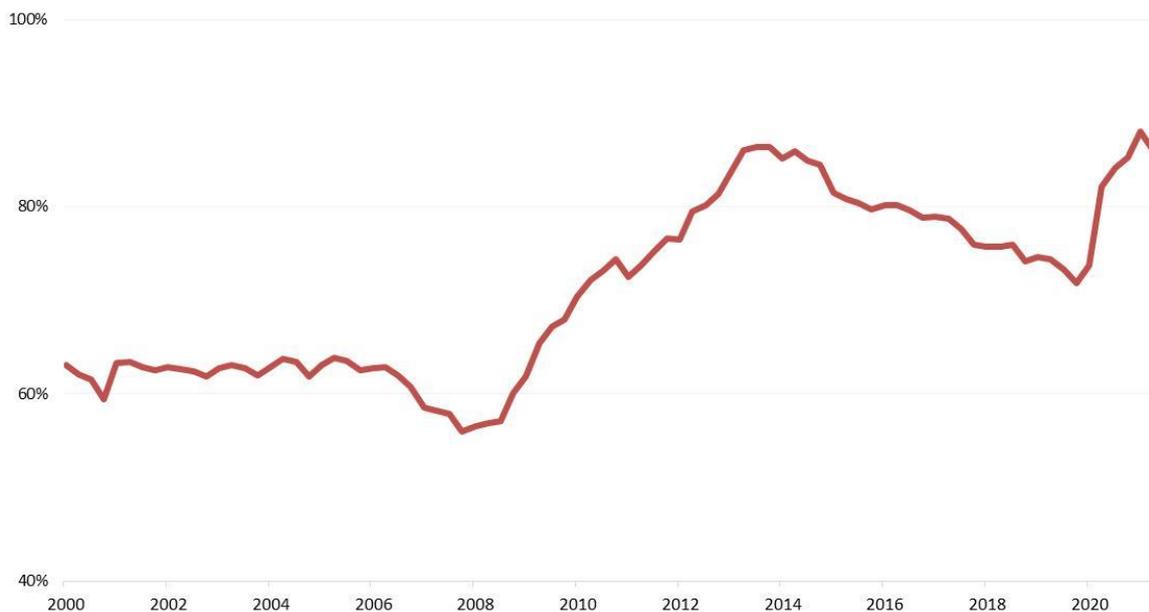
\*\* Le opinioni qui espresse sono quelle dell'autore e non riflettono necessariamente la posizione ufficiale delle istituzioni cui appartiene.

*short time.*

**SOMMARIO:** 1. La pandemia ed il debito pubblico nell'Area Euro. - 2. La revisione delle regole sui conti pubblici - 3. *Un nuovo ESM per il risk sharing sui debiti pubblici* - 3.1. L'assetto attuale dell'ESM – 3.2. La proposta Dosi-Minenna-Roventini-Violi - 3.3. ESM 2.0: ufficializzare il risk-sharing. –3.4. Usare la leva finanziaria per stimolare gli investimenti.

1. Esaminando il valore medio del rapporto debito pubblico-PIL dei Paesi appartenenti all'Eurozona dal 2000 ad oggi si riscontra agevolmente come, a seguito degli shock che si sono succeduti dal 2008 in poi (crisi finanziaria internazionale, crisi dei debiti sovrani dell'area Euro e crisi pandemica), tale valore sia passato da un livello intorno al 60% ad uno che ormai è prossimo al 90% (cfr. Figura 1).

Figura 1 – Area Euro: media dei rapporti Debito / PIL dei Paesi membri



Nel 2021, tuttavia, l'incremento del debito pubblico – nonostante il periodo pandemico – è stato mitigato da un'improvvisa fiammata dell'inflazione che ha portato in territorio profondamente negativo i tassi d'interesse reali.

In relazione all'Area Euro, osservando le variazioni percentuali trimestrali del debito con o senza deflatore, è evidente – specie per la Germania – la riduzione dello stesso laddove considerato in termini reali dovuta alle dinamiche inflattive (cfr. Figure 2 e 3).

Figura 2 – Area Euro: Variazioni % trimestrali del debito con o senza deflatore

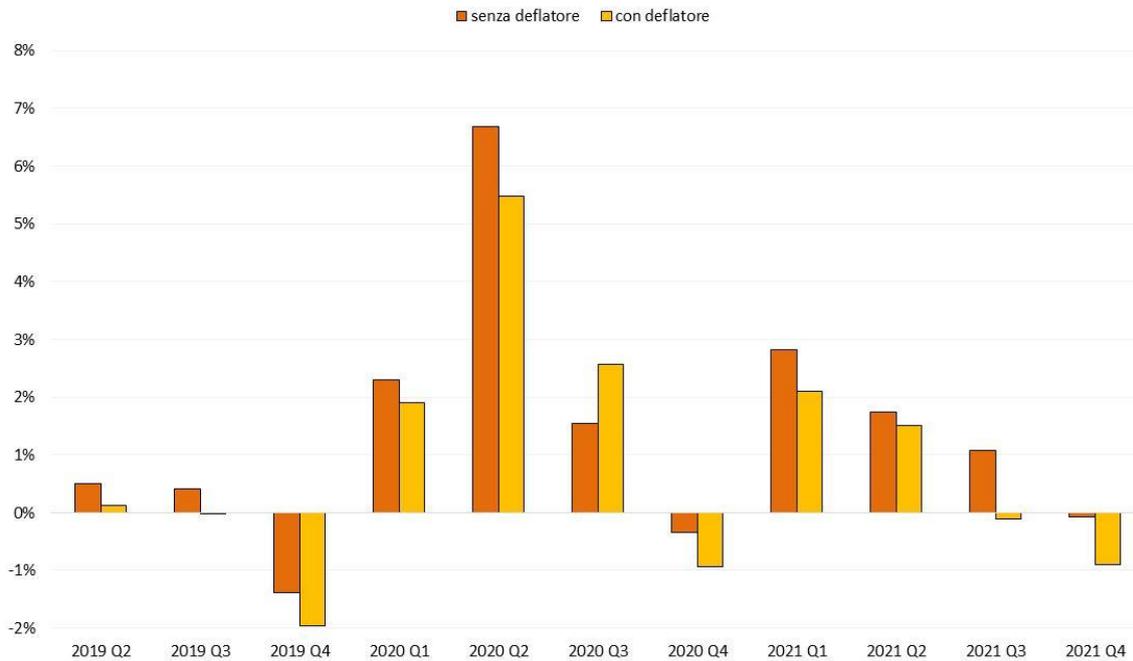
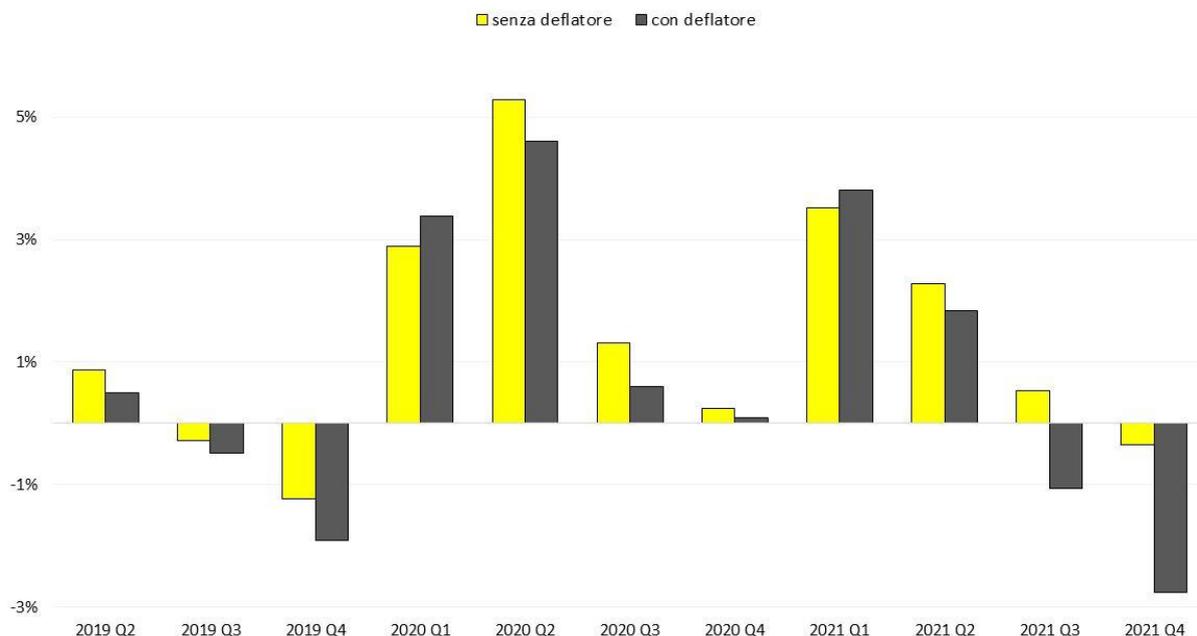
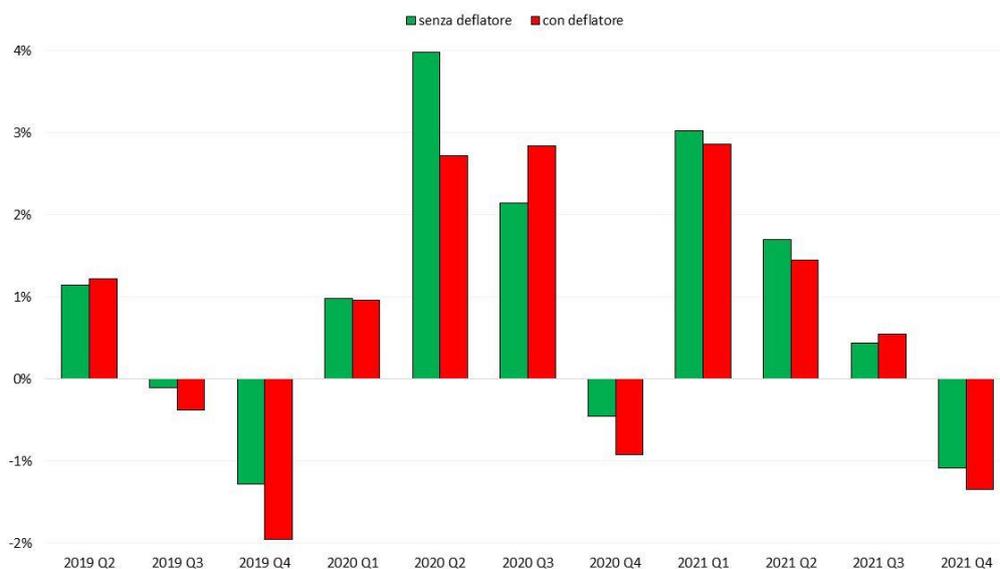


Figura 3 – Germania: Variazioni % trimestrali del debito con o senza deflatore



Anche per quanto riguarda l'Italia si registra un beneficio derivante dalla ripresa dell'inflazione. Infatti, l'aumento del debito pubblico, che in termini assoluti sarebbe preoccupante, è relativamente moderato (cfr. Figura 4) poiché, a determinate condizioni, in presenza di inflazione il rapporto debito-PIL ha la caratteristica di regolazione e automatica normalizzazione nel corso degli anni.

Figura 4 – Italia: Variazioni % trimestrali del debito con o senza deflatore

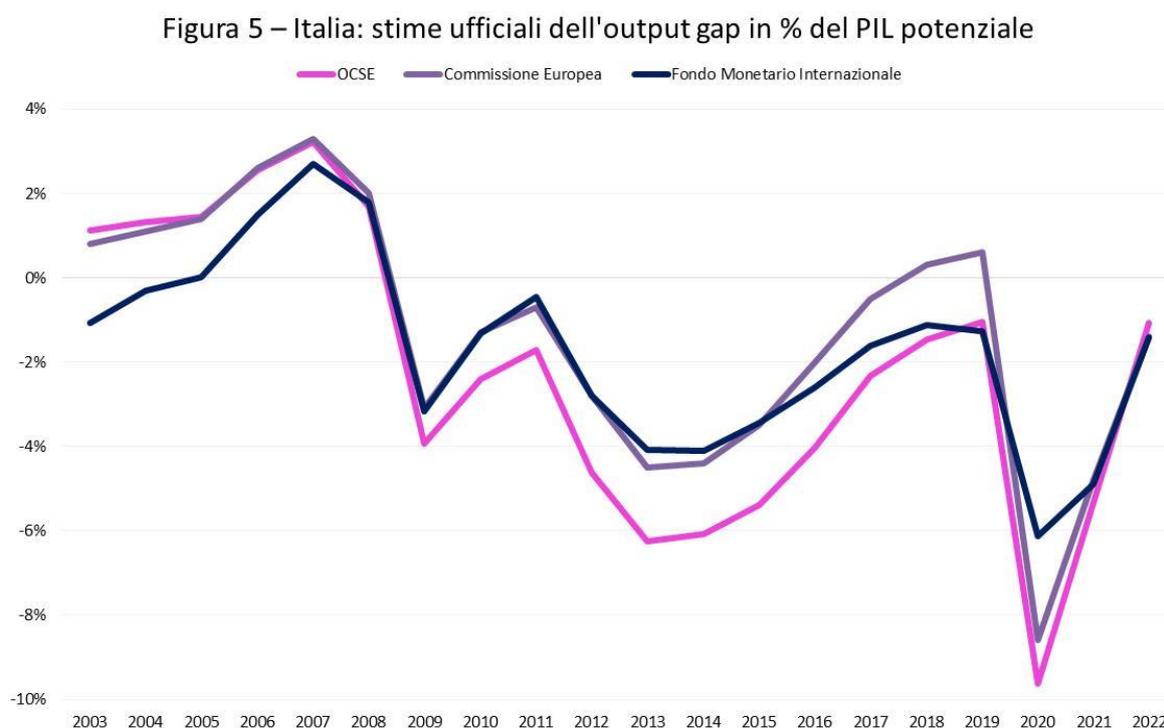


2. In merito alla revisione delle regole di bilancio Europee esistono ormai diverse proposte che mettono in discussione alcuni degli indicatori, anche statistici, che sono utilizzati per determinare la *compliance* o meno dei singoli Stati membri rispetto alla disciplina Europea.

Uno degli indicatori più controversi e criticati è l'*output gap*, che non è una grandezza osservabile bensì solo teorica la cui stima viene impiegata per quantificare la differenza tra il PIL effettivo e quello potenziale, cioè quello che si otterrebbe in un'economia nell'ipotesi di pieno utilizzo dei fattori produttivi e assenza di pressioni inflattive. L'*output gap* partecipa alla quantificazione del c.d. "saldo di bilancio strutturale" (ossia il saldo di bilancio pubblico al netto dell'effetto delle componenti *una tantum* e di quelle legate alla fase del ciclo economico), che a sua volta è una variabile-chiave per la determinazione dei margini di manovra fiscale a disposizione dei singoli governi.

Proprio per via della natura teorica dell'*output gap*, non esiste una metodologia univoca per la sua determinazione. Ne discende che metodologie differenti possono dare luogo a stime anche molto eterogenee dell'*output gap* che si traducono in spazi fiscali più o meno ristretti per un dato paese peraltro non di rado con indesiderate ripercussioni pro-cicliche.

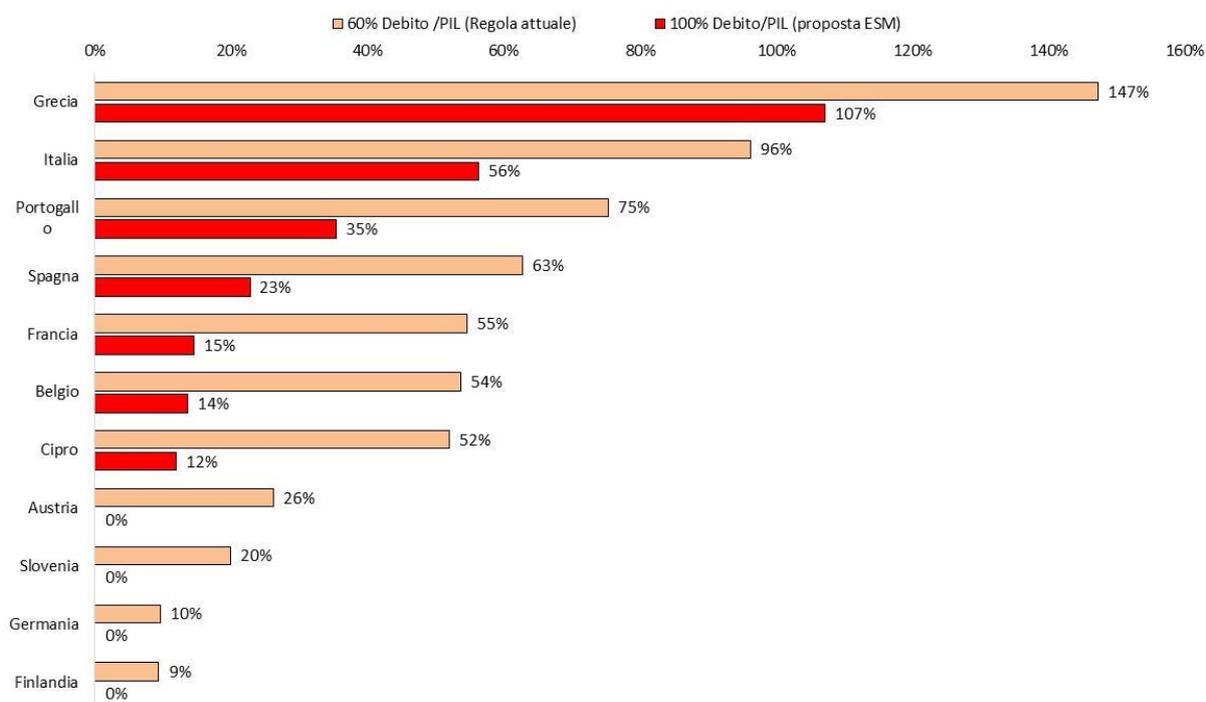
La Figura 5 riporta le stime dell'*output gap* dell'Italia effettuate da tre soggetti istituzionali differenti (OCSE, Commissione Europea e Fondo Monetario Internazionale): è immediato notare che vi sono sostanziali differenze tra le stime delle tre istituzioni, anche perché spesso le metodologie utilizzate si basano a loro volta su tecniche risalenti agli anni '30 come quelle della funzione di produzione Cobb-Douglas, rispetto alle quali andrebbe valutata la possibilità di un'evoluzione.



Di recente un *Discussion Paper* pubblicato dallo *European Stability Mechanism* (o ESM, anche noto come Fondo Salva-Stati dell'Eurozona) ha preso posizione sul tema evidenziando l'inopportunità della regola basata sul saldo di bilancio strutturale e sull'*output gap* e proponendo, in alternativa, una regola che stabilisca un limite massimo alla crescita della spesa pubblica pari alla crescita tendenziale del PIL con eventuali deroghe (maggiormente concessive) per paesi che sperimentino un *investment gap* certificato dalla Commissione Europea e dalla Banca Europea per gli Investimenti. Tale regola di spesa dovrebbe convivere con il limite massimo esistente del 3% al disavanzo pubblico, che si è mostrato empiricamente efficace, e con una più aggiornata soglia massima di riferimento per il rapporto tra debito pubblico e PIL.

In particolare, il *paper* sopra richiamato ritiene che un valore ragionevole per tale soglia sarebbe pari al 100%. La Figura 6 mostra l'impatto di una simile revisione rispetto al debito pubblico "in eccesso" dei diversi Stati Membri, chiaramente misurato rispetto alle dimensioni delle rispettive economie.

Figura 6 – Area Euro - Gap di debito rispetto alla soglia massima di riferimento  
Dati 2° trimestre 2021



3. L'esperienza pandemica e la crisi russo-ucraina hanno messo nuovamente in discussione i paradigmi di funzionamento dell'Eurozona, riportando il tema della condivisione dei rischi al centro del dibattito di economisti, mercati e *policymakers*. Tali esperienze hanno, infatti, confermato quanto già sostenuto da diversi osservatori sin dall'epoca della crisi dei debiti pubblici dell'Eurozona, vale a dire che l'incompletezza genetica dell'Unione economica e monetaria Europea derivante dalla mancanza di un'unione fiscale e di strumenti idonei a redistribuire le risorse, laddove necessario, tra i paesi membri costituisce il profilo di maggiore fragilità dell'Area Euro.

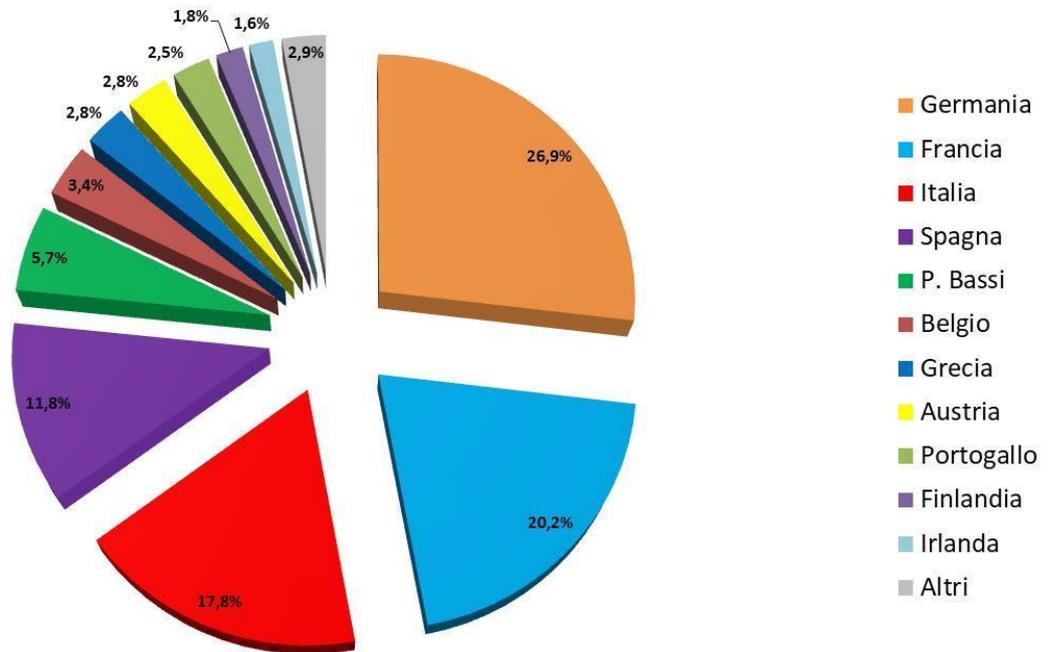
In un *paper* di alcuni anni fa (Dosi, Minenna, Roventini e Violi, 2019) si è proposta una riforma dell'architettura dell'ESM che mirava a risolvere in modo definitivo questa criticità. L'idea di base era che sia possibile porre in essere una graduale trasformazione del Fondo Salva-Stati in un garante del debito pubblico

dell'Area Euro con modalità tecniche rispettose delle regole di mercato. Nel medio-lungo termine l'ESM potrebbe altresì diventare l'istituzione preposta sia alla gestione del debito pubblico dell'Eurozona che alla funzione di *project financer* e gestore degli investimenti pubblici, di fatto qualificandosi come un Ministero dell'Economia federale dell'intera Unione Monetaria.

L'aspetto più delicato per una simile iniziativa di riforma sarebbe quello del possibile azzardo morale da parte dei paesi ad alto debito. Ciononostante, la proposta in argomento ritiene che questo tema potrebbe essere adeguatamente gestito grazie ai summenzionati meccanismi di mercato e a un *set* di stringenti regole di condotta (*covenants*) che renderebbero assai sconveniente per i paesi molto indebitati tanto l'uscita dallo schema di condivisione dei rischi quanto l'adozione di comportamenti opportunistici.

3.1. Nell'attuale *set-up* l'ESM ha un patrimonio azionario complessivo di 704,8 miliardi di euro sottoscritto dai paesi membri dell'Eurozona secondo quote di partecipazione molto simili a quelle della *capital key* della Banca Centrale Europea (cfr. Figura 7).

Figura 7 – Quote di partecipazione dei paesi dell'Eurozona al capitale dell'ESM



Solo l'11,4% del capitale sottoscritto è stato versato mentre il restante 88,6% non è stato ancora versato ed è rappresentato da *callable shares*, vale a dire azioni che possono essere "chiamate" dal Fondo Salva-Stati: ciò significa che il Fondo può chiedere ai propri azionisti-sottoscrittori di versare le corrispondenti quote di *equity* laddove così venga deciso in conformità a quanto previsto dalle regole di *governance* del Fondo medesimo.

Questa peculiare architettura fa dello *European Stability Mechanism* un veicolo finanziario esposto a elevati rischi di insolvenza/liquidità proprio nei momenti di maggiore criticità per via del grosso *gap* esistente tra capitale sottoscritto e capitale versato e della possibilità che i meccanismi decisionali del Fondo ne impediscano un'attivazione tempestiva. Al riguardo si noti che sui temi-chiave – come il richiamo delle *callable shares* o il via libera all'assistenza finanziaria ad un Paese membro in difficoltà – ciascuno dei tre maggiori azionisti del Fondo (Germania, Francia e Italia) può esercitare il diritto di veto.

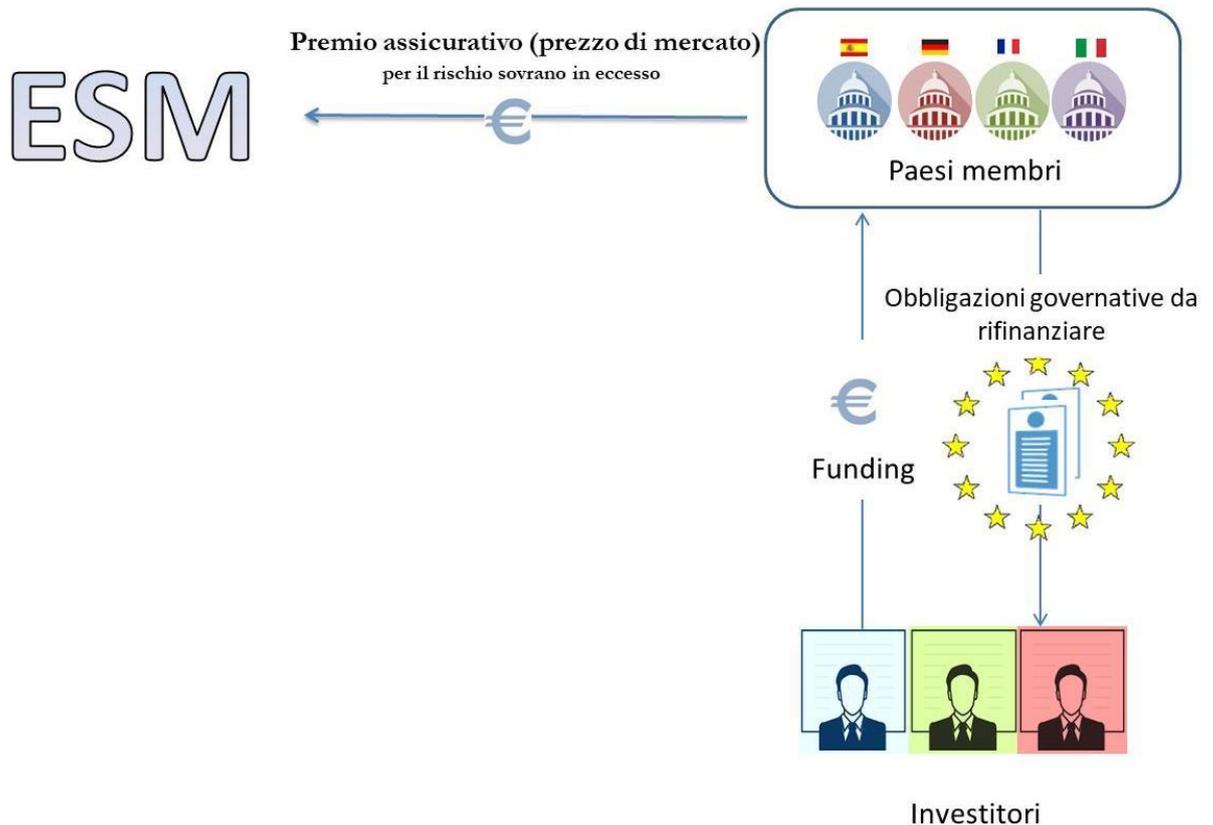
Si rammenta altresì che tutti i paesi che partecipano al capitale sociale dell'ESM hanno siglato anche il Patto di Bilancio (*Fiscal Compact*), ossia quell'accordo inter-governativo che impone ai paesi firmatari il rispetto del vincolo di pareggio del saldo di bilancio strutturale (v. sopra) o *golden rule*, inteso come un disavanzo di bilancio strutturale minore o uguale allo 0,5% del PIL (l'1% per i paesi il cui rapporto debito/PIL è inferiore al 60%).

Le suddette rigidità decisionali ed operative e le altre condizionalità associate al funzionamento dell'ESM fanno di questo strumento un meccanismo ormai obsoleto e inidoneo a tutelare in concreto la stabilità dell'Area Euro.

3.2. La riforma proposta da Dosi, Minenna, Roventini e Violi prevede che, man mano che i Paesi membri rifinanziano il debito pubblico in scadenza (per esempio, nel caso dell'Italia intorno ai 400 miliardi di euro ogni anno), gli stessi versino all'ESM un premio determinato secondo logiche di mercato per ottenere in cambio la garanzia del Fondo sul debito rifinanziato. Questa garanzia opererebbe come un derivato di credito (segnatamente un *Credit Default Swap* o CDS) sul debito sovrano rifinanziato e, pertanto, il premio a carico dello Stato-emittente sarebbe determinato secondo modalità simili a quelle utilizzate dai mercati finanziari per il *pricing* dei CDS sovrani (cfr. Figura 8).

In altri termini ciascuno Stato acquisterebbe un'assicurazione a copertura del proprio rischio di credito, in modo del tutto analogo a quello con cui due banche si accordano per la compravendita di un CDS sul rischio di credito di un determinato emittente sovrano. L'aderenza alle logiche di mercato impone che i paesi con un rischio di credito più alto paghino dei premi assicurativi più elevati e, per tale motivo, ciascun paese sarebbe chiamato a versare al Fondo Salva-Stati un premio direttamente proporzionale alla differenza (se positiva) tra il proprio CDS sovrano e la media dei CDS sovrani di tutti i paesi dell'Eurozona.

Figura 8 – il Meccanismo di garanzia dell’ESM a prezzi di mercato

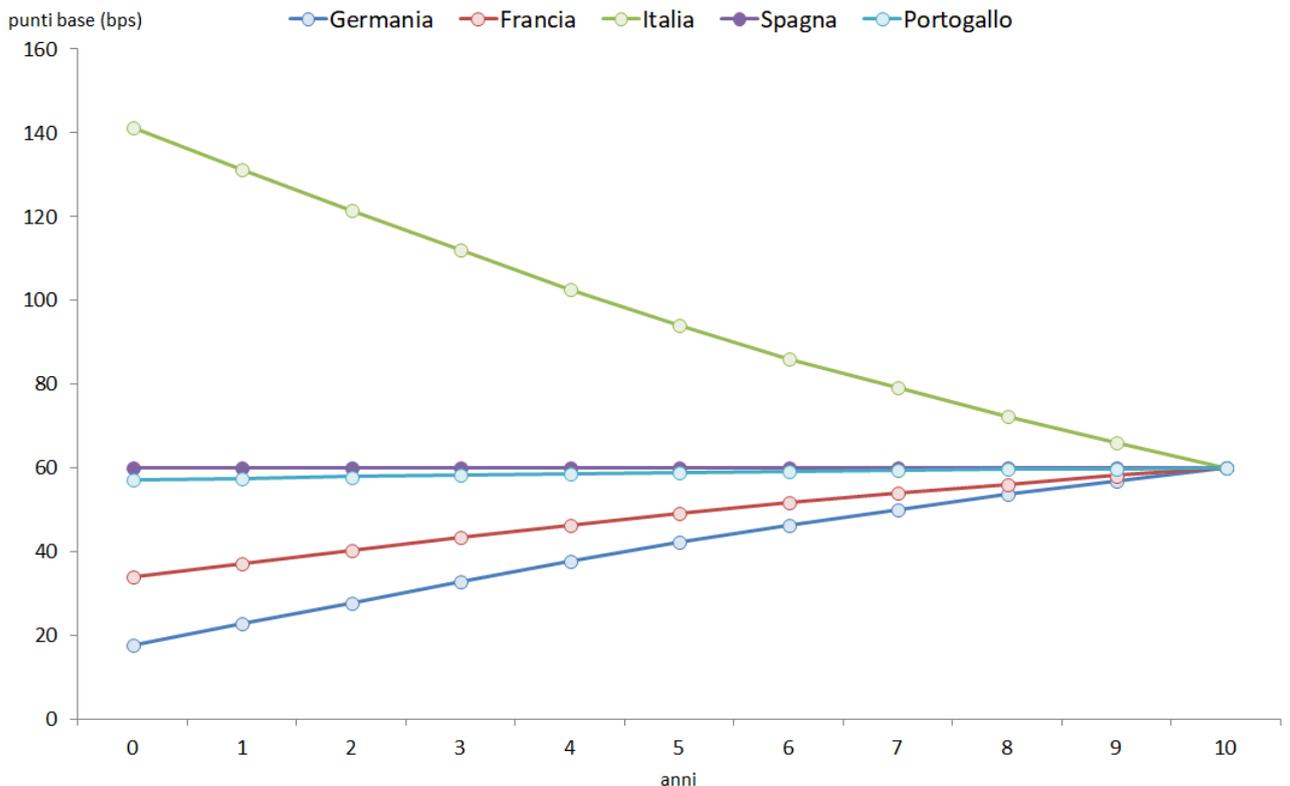


Qualora si dovessero verificare determinate condizioni di attivazione della garanzia acquistata (c.d. *triggers*), le condizioni d’intervento del Fondo Salva-Stati sarebbero già definite. Nel frattempo, grazie ai premi periodici versati da ciascuno Stato membro, il bilancio dell’ESM cambierebbe forma arricchendosi di capitale aggiuntivo per via della nuova liquidità ricevuta (lato dell’Attivo) e delle garanzie prestate (lato delle Passività e del Capitale Proprio).

3.3. Col passare degli anni, tutto il debito pubblico degli Stati membri verrebbe garantito da questa entità sovranazionale permettendo la graduale transizione verso un’unica curva dei tassi di interesse per l’intera Eurozona. Dalla rappresentazione del dato medio della simulazione mostrata nella Figura 9 con dati di input rilevati a febbraio 2022, si osserva come, a determinate condizioni, si realizzi la convergenza verso un unico valore per il premio relativo al CDS sovrano

di tutti i paesi membri, identificabile quale livello di rischiosità comune a tutta l'Area Euro.

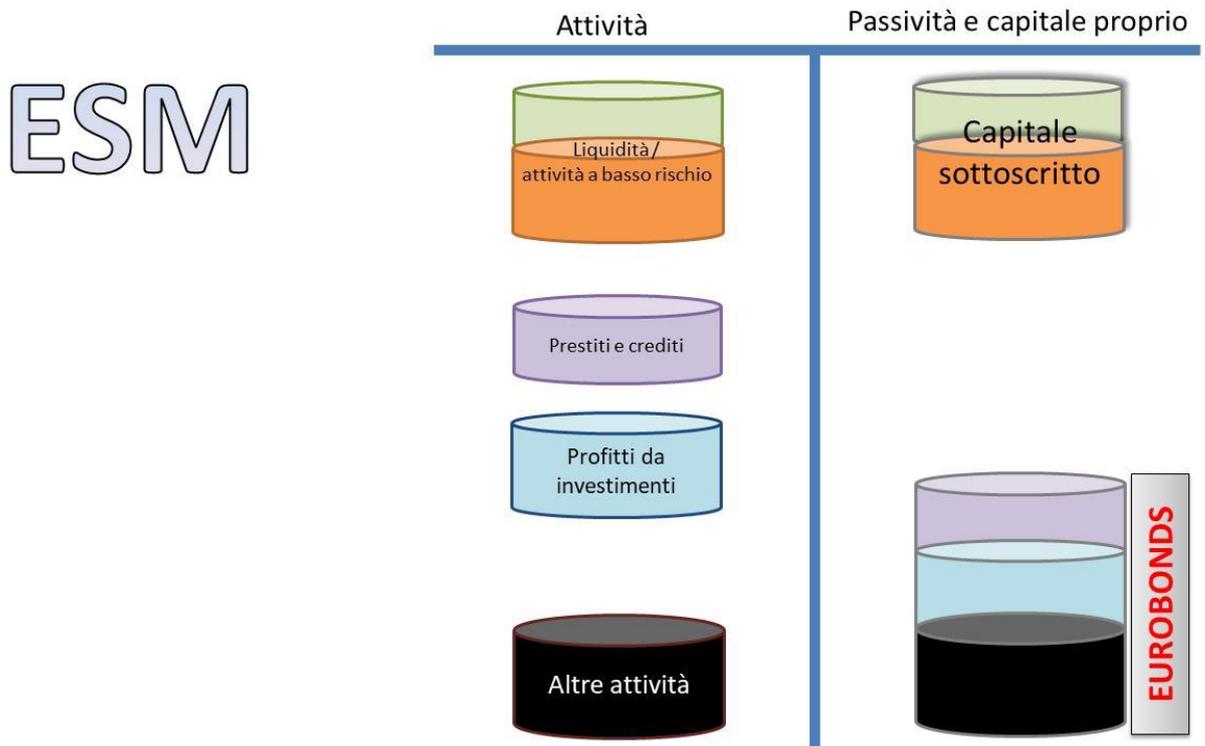
Figura 9 – Andamento stimato dei *Credit Default Swap* sovrani (dati iniziali: febbraio 2022)



Si creerebbe così un *safe asset* europeo, un polmone di titoli privi di rischio come lo sono i titoli del Tesoro USA per l'area dollaro e finalmente si avrebbe un titolo diverso dal *Bund*, (assolutamente insufficiente come *safe asset* per l'intera Eurozona) come supporto finanziario necessario all'operatività della nostra area valutaria.

Il bilancio dell'ESM cambierebbe strutturalmente perché, in base alle simulazioni fatte, al termine di un periodo di convergenza di 10 anni, l'intero debito pubblico dell'Eurozona sarebbe composto da titoli garantiti dal Fondo Salva-Stati (cfr. Figura 10).

Figura 10 – ESM 2.0: Ufficializzare il risk-sharing



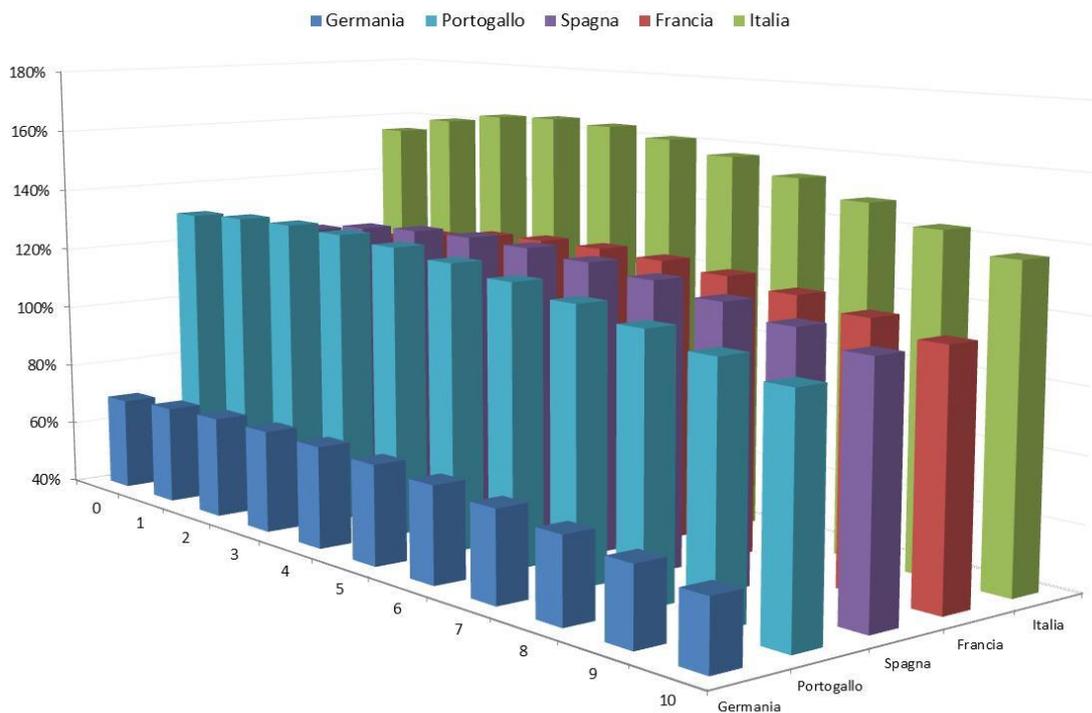
Quest'ultimo, a quel punto, diventerebbe il soggetto competente per la gestione del debito pubblico dell'Eurozona perché rifinanzerebbe il debito garantito attraverso l'emissione di titoli di debito a rischi condivisi (*Eurobonds*). Due esempi di avvicinamento a questa modalità operativa sono oggi rappresentati dai meccanismi previsti per il finanziamento dei prestiti SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) e di una parte (i *grants*) dei fondi stanziati dal piano *Next Generation EU*. È lecito, quindi, pensare che i tempi siano ormai maturi per una cessione di sovranità ad un ente terzo sovranazionale che diventerebbe l'agenzia del debito pubblico dell'Eurozona.

Esiste già, peraltro, un'agenzia del debito pubblico nell'Area Euro, sebbene all'interno di un solo Stato membro. Si tratta della *Finanzagentur* tedesca, istituita

dalla Germania nel settembre 2000 e che le consente tuttora di gestire tempi e modalità di collocamento del proprio debito pubblico.

La Figura 11 mostra come, con la riforma proposta per il Fondo Salva-Stati, i debiti pubblici dei vari Stati membri avrebbero una normalizzazione tale da arrivare – al termine del periodo di convergenza – ad un rapporto tra debito pubblico e PIL compatibile con la soglia massima di riferimento suggerita nel sopra menzionato *Discussion Paper* dell'ESM.

Figura 11 – Evoluzione del rapporto Debito/PIL nell'ipotesi di riforma dell'ESM

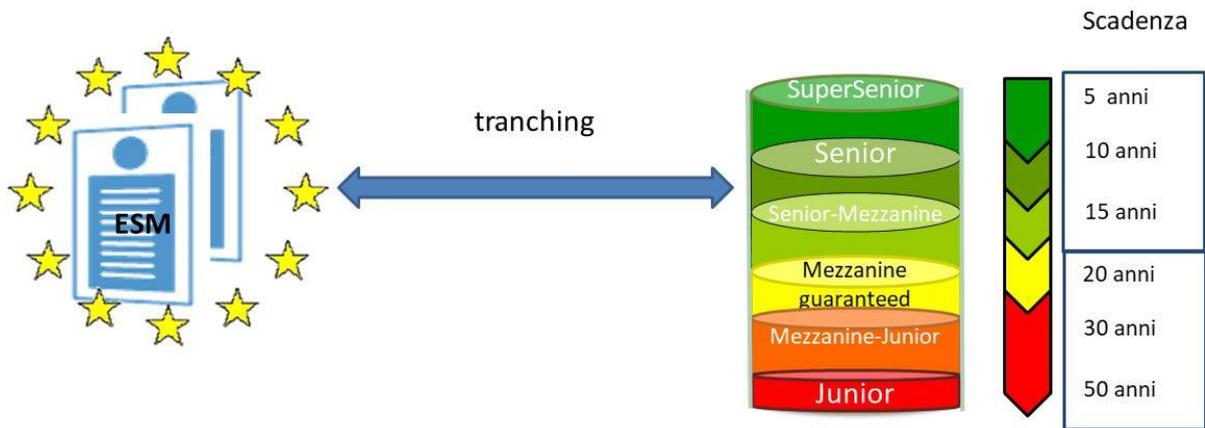


3.4. Qualora venisse riformato secondo le modalità indicate nella proposta di Dosi, Minenna, Roventini e Violi, il Fondo Salva-Stati – in virtù delle ulteriori disponibilità finanziarie rivenienti dai premi assicurativi corrisposti dagli Stati membri – potrebbe altresì diventare il soggetto deputato al finanziamento (eventualmente insieme alla Banca Europea per gli Investimenti) e alla gestione

degli investimenti infrastrutturali strategici dell'Eurozona, da selezionare in base alle finalità di modernizzazione e sviluppo infrastrutturale dell'Unione monetaria, avuto riguardo anche agli obiettivi della *green transition*, della digitalizzazione e della prevenzione dei rischi geopolitici ed energetici.

In questa nuova configurazione, l'ESM potrebbe emettere titoli di tipo *investment-backed* suddivisi in varie *tranches* con scadenze e con profili di rischio-rendimento differenti, dalla *tranche junior* fino alla *supersenior*. Alcune *tranches*, come quella mezzanina, potrebbero altresì beneficiare di garanzie aggiuntive prestate non solo da soggetti terzi ma anche dalla Banca Europea per gli Investimenti. Una simile cartolarizzazione (cfr. Figura 12) sarebbe uno strumento capace, tramite la reingegnerizzazione dei rischi e delle scadenze, di attrarre le risorse necessarie per il finanziamento dei progetti d'investimento selezionati coinvolgendo l'incredibile disponibilità di liquidità ferma nei conti correnti di molti cittadini Europei e che sinora non è riuscita a trovare adeguate opportunità d'impiego.

Figura 12 – Utilizzo della leva finanziaria per stimolare gli investimenti



**Investment-Backed Securities (IBS):**

**Profilo di rischio-rendimento strettamente correlato ai profitti derivanti dagli investimenti finanziati**

In sostanza:

- ✓ i titoli della *tranche* mezzanina garantita sarebbero equiparabili a dei titoli di Stato sintetici;
- ✓ le *tranches* meno rischiose potrebbero dare ossigeno alle strutture dei fondi di liquidità;
- ✓ le *tranches* più rischiose andrebbero a cartolarizzare le risorse generate dallo sfruttamento delle infrastrutture, quali le concessioni, anche per superare alcune lungaggini che sono collegate ai vincoli burocratici.

Si creerebbe quindi un nuovo soggetto che in alcuni anni potrebbe gestire il debito pubblico e le infrastrutture in maniera strategica diventando un'istituzione chiave per la realizzazione di una vera Federazione Europea.

Relativamente al problema dell'azzardo morale, la presenza di un adeguato

sistema di penalità –quali, ad esempio, l’interdizione da qualsiasi schema di supporto da parte delle istituzioni dell’Area Euro – inibirebbe alla base ogni possibilità di comportamenti opportunistici.

Bisogna quindi fissare un obiettivo e definire una *roadmap*, utilizzando i Trattati che a quello scopo erano stati concepiti ma che invece, prima della pandemia, sono diventati solo uno strumento per imporre patti di blocco o di sindacato alla libertà democratica degli Stati sovrani.

### **Bibliografia**

Francová O, Hitaj E. *et al.*, (2021), *EU Fiscal Rules: Reform Considerations*, European Stability Mechanism, Discussion Paper Series /17

Minenna M., Dosi G., Roventini A. e Violi R., (2019), *Making the Eurozone works: a risk-sharing reform of the European Stability Mechanism*, *Annals of Operation Research*, 299, pages 617–657

**Marcello Minenna**

*Direttore Generale dell’Agenzia  
delle Dogane e dei Monopoli*