

Riformare il sistema fiscale europeo: la gestione del debito

lavoce.info/archives/92568/riformare-il-sistema-fiscale-europeo-la-gestione-del-debito/

January 14, 2022



Negli ultimi anni, si è sempre più diffusa l'idea che le regole del Patto di stabilità e crescita siano datate. Una proposta per modificarle basata su due pilastri: la revisione delle regole fiscali e la creazione di un'Agenzia europea del debito.

In un [precedente contributo](#), abbiamo illustrato la nostra recente proposta sulla modifica delle regole fiscali del patto di stabilità e crescita. In questo articolo, presentiamo la seconda parte di questa proposta: il piano di spostare una parte del debito pubblico dei paesi Ue sotto l'ombrello di una Agenzia europea del debito (*European Debt Association*, Eda).

Nell'ultimo decennio, sono state discusse [diverse proposte](#) per risolvere un problema fondamentale dell'Unione europea: l'assenza di una grande entità fiscale centralizzata in grado di emettere titoli di debito pubblico denominati in euro. Questo problema presenta diversi aspetti, sia dal punto di vista finanziario sia da quello macroeconomico, ma c'è largo consenso su un punto cruciale: esiste un'ampia domanda potenziale di titoli di debito pubblico a basso rischio denominati in euro. La domanda per debito di entità sovranazionali è forte anche per titoli che non presentano garanzie intergovernative e/o che non presentano un meccanismo di rafforzamento del credito. Un fatto che si nota, per esempio, mettendo a confronto i titoli emessi dal Mes e quelli emessi per il finanziamento di Next Generation Eu (Ngeu). Il Mes può contare su una grande quantità di capitale, tanto che potrebbe riacquistare il 70 per cento delle proprie obbligazioni al valore nominale. Per questo motivo, non è sorprendente che le obbligazioni emesse dal Mes

abbiano un rating AAA. Anche i titoli emessi per finanziare Ngeu possono contare su un rating AAA, nonostante non siano protetti da garanzie reciproche o da riserve di cassa. Agli occhi degli investitori, quindi, ciò che garantisce le obbligazioni dell'Unione europea è solamente la sua capacità di recuperare le risorse dagli Stati membri – la sua *enforcement capacity*.

Questa situazione suggerisce l'esistenza di un potenziale inespresso da parte dell'Unione verso l'intermediazione del debito: spostare una quota delle entrate fiscali nazionali e una quota dei debiti dei paesi membri sotto l'ombrello di una istituzione europea, protetta dalla capacità di azione dell'Ue, può aumentare il potenziale di finanziamento dell'intera Unione europea.

I due principali vantaggi di questo piano sarebbero: 1. Ridurre il costo di finanziamento per l'intera Unione europea, e quindi aumentare la sostenibilità dello stock di debito esistente nell'Unione; 2. Aiutare la Bce nelle operazioni all'interno dei mercati del debito.

Negli scorsi anni, la Banca centrale europea si è presa la responsabilità di garantire lo stabile funzionamento dei mercati europei del debito pubblico. Una Agenzia europea per il debito lavorerebbe in maniera complementare alla Bce dal lato della politica fiscale. Questo schema porterebbe a una trasformazione graduale delle attività della Bce, da un'esposizione preponderante verso il rischio paese verso una configurazione più tradizionale – con caratteristiche simili alle omologhe banche centrali – che comprenda per la stragrande maggioranza titoli risk-free. Questo vantaggio potrebbe materializzarsi già nel prossimo futuro, qualora le esigenze di politica monetaria dovessero richiedere alla Bce una diminuzione graduale del programma di acquisto di titoli. In questo caso, la Bce potrebbe avviarsi verso questa diminuzione senza preoccuparsi di destabilizzare i mercati dei debiti sovrani.

Cominciamo con una breve descrizione del piano, per poi passare ad alcune domande e discutere di possibili criticità.

Nella nostra proposta, l'Eda dovrebbe acquistare in maniera graduale una certa quantità di debito pubblico, a prezzi di mercato e in proporzione al Pil di ciascuno Stato membro, finanziando l'acquisto con l'emissione di debito in capo all'Eda stessa. Al momento dell'acquisto, l'Eda andrà a cancellare l'obbligazione acquistata, sostituendola con un impegno da parte del paese a pagare un flusso di contributi al bilancio dell'Eda. I contributi verranno calibrati in modo da coprire i bisogni finanziari netti dell'Eda per gestire il debito di ciascun paese, mantenendo il rapporto debito-Pil costante dopo un primo periodo di transizione. La formula per calcolare i contributi è pari a $(r - g)d$, dove r rappresenta il tasso di interesse, g il tasso di crescita del Pil del paese e d è il debito emesso dall'Eda in proporzione al Pil del paese. Il tasso r è lo stesso per tutti i paesi e dovrà essere scelto con una stima conservativa per permettere all'Eda di accumulare riserve di liquidità. Il tasso di crescita del Pil g dovrà essere uguale alla crescita potenziale di ciascun paese (in modo da evitare la prociclicità dei contributi). L'ammontare di debito che l'Eda acquisterà per ciascun paese avrà una soglia pari alla crescita del debito pubblico durante il periodo di crisi pandemica. I contributi saranno

rivisti a intervalli regolari di cinque anni dall'organo di governo dell'Eda. Lo stesso organo deciderà come impiegare il surplus accumulato dall'Eda: se conservarlo come riserve, se restituirlo agli stati partecipanti o se dirigerlo verso progetti europei comuni.

Leggi anche: La Nedef libera risorse: come utilizzarle bene

Il vantaggio da questo piano deriva dall'aspettativa che il debito emesso dall'Eda possa godere delle stesse condizioni cui sono sottoposti i debiti pubblici meno rischiosi dall'Unione. Questo implica che i contributi e l'uso del surplus dell'Eda possono essere disegnati in modo tale da ottenere dei guadagni Pareto efficienti per tutti i paesi coinvolti. Da dove arriva questo vantaggio? Esistono tre ragioni per l'esistenza di condizioni di credito favorevoli per un debito dell'Unione europea. La prima è che il debito europeo riceverebbe sia *liquidity* che *safety premia* rispetto ai titoli di debito nazionale, dal momento che diventerebbe il titolo di riferimento per i debiti sovrani denominati in euro. La seconda è che l'Unione potrà rassicurare gli investitori sull'affidabilità dei flussi di contributi futuri grazie alla sua *enforcement capacity* verso i paesi membri. Infine, riconosciamo che esiste una terza, meno desiderabile, ragione che riguarda la percezione implicita di una mutualizzazione del debito, anche se questo strumento non prevede garanzie comuni. Riteniamo che questo sistema debba essere costruito in modo da potersi affidare solamente a queste prime due ragioni e debba minimizzare il rischio di una "mutualizzazione implicita". Questo può essere fatto in tre modi: 1. aumentando i contributi iniziali scegliendo un tasso di interesse conservativo, così da accumulare riserve di liquidità; 2. Considerando l'utilizzo di entrate fiscali dedicate anziché contributi generici; 3. Ultimo, ma non per importanza, inserendo questo schema all'interno di un solido sistema di governance fiscale. L'ultimo punto comporta chiaramente un importante elemento di complementarità tra le due parti della nostra proposta (modifica delle regole fiscali e creazione dell'Eda).

Il piano creerebbe maggior spazio fiscale?

Il piano non cancellerebbe il debito pubblico nazionale, ma lo sostituirebbe con un obbligo nei confronti dell'Eda. L'implicazione per i paesi europei nel loro complesso è una riduzione del costo dell'indebitamento, che allargherebbe lo spazio fiscale per l'Unione. Dal punto di vista delle regole fiscali, i titoli nazionali eliminati dall'acquisizione da parte dell'Eda verrebbero rimossi dal debito pubblico nazionale e il nuovo debito emesso dall'Eda verrebbe contabilizzato come debito europeo, con un meccanismo analogo a quello che accade con il debito europeo emesso per finanziare la parte relativa ai contributi a fondo perduto di Ngeu. Quel debito è in fin dei conti comunque garantito dalla capacità fiscale degli Stati membri, ma non verrebbe considerato come debito pubblico nazionale da Eurostat.

La proposta limiterebbe la capacità della Bce di intervenire sui mercati del debito pubblico nazionale?

No, vediamo la nostra proposta come complementare al ruolo della Bce, che verrebbe anzi rafforzato. Negli scorsi anni, la Bce ha deciso di acquistare titoli di debito nazionali per evitare la segmentazione dei mercati del debito, per prevenire il rischio di generare equilibri multipli e per porre avanti il *quantitative easing* (Qe). Sono stati tutti sviluppi

altamente desiderabili, ma sarebbe utile pianificare in anticipo cosa fare in situazioni in cui la necessità della politica monetaria sia quella di ridurre il ritmo degli acquisti. In una situazione di questo tipo, l'obiettivo di ridotta segmentazione in periodi non di crisi può essere perseguita in maniera migliore con un piano basato sull'emissione di debito europeo. Il piano lascia maggiore libertà di movimento alla Bce e permette di rimuovere il rischio paese dai bilanci delle banche centrali nazionali.

In generale, riteniamo che questo porti a un vantaggio in termini di chiarificazione delle dimensioni fiscale e monetaria nella condivisione del rischio in Unione europea. Reichlin e coautori hanno recentemente spinto per l'abbandono dello *status quo* fatto di "ambiguità costruttiva" in termini di responsabilità fiscali e monetarie all'interno dell'Eurozona. Ci sembra che la nostra proposta vada in quella direzione.

I contributi all'Eda sarebbero percepiti come *senior* rispetto al rimborso del debito tradizionale? In tal caso, questo non peggiorerebbe quindi la situazione dei debiti nazionali nei mercati?

I pagamenti all'Eda verranno probabilmente considerati come de facto *senior* dai mercati finanziari. Tuttavia, non riteniamo che questo avrà un impatto netto negativo sulla situazione nei mercati del debito. Il fatto che non abbiamo osservato un aumento degli Spread nei paesi ad elevato debito pubblico subito dopo che numerosi dettagli sulle modalità di emissione del debito per Ngeu fa pensare che, anche se una parte dei ricavi fiscali sarebbe stata a quel punto reindirizzata al servizio di un debito pubblico europeo, questa situazione non sia stata percepita come qualcosa che avrebbe peggiorato la capacità di questi paesi di rifinanziare il proprio debito. La nostra interpretazione è che, nel momento in cui la capacità fiscale dell'Unione viene rafforzata, tende ad avere ripercussioni positive sulla capacità di rifinanziamento degli Stati membri, superando eventuali effetti negativi derivanti dalla *seniority* degli obblighi verso l'Unione rispetto al debito nazionale.

Leggi anche: [Dopoguerra e dopo-pandemia: la differenza c'è](#)

Qual è il confronto tra questo piano e altri approcci per la creazione di asset sicuri?

La principale differenza con altre proposte di messa in comune e separazione del debito (come quelle di Brunnermeier e coautori, qui e qui, o quella di Wendorff and Mahle) sta nel fatto che l'Eda si comporterebbe più come un governo che come un'istituzione finanziaria: la sua capacità di ripagare il debito si basa sulla sua capacità di accumulare entrate fiscali e si appoggia esplicitamente sull'autorità dell'Unione europea sugli Stati membri. Il vantaggio di questo approccio è che mira in modo più diretto al rafforzamento della capacità fiscale dell'Eurozona. Per inciso, questo significa che l'Eda non avrebbe bisogno, in principio, di alcun capital (versato o richiamabile), dal momento che la sua attività fondamentale sarebbe data dal valore attuale dei contributi futuri versati dai paesi membri.

Ma non basta il fatto che il debito pubblico nazionale detenuto dalla Bce non comporta essenzialmente alcun peso per gli Stati membri, dal momento che ricevono indietro il tasso di interesse pagato tramite le banche centrali nazionali?

Nonostante questo sia vero, è anche vero che questo meccanismo può funzionare solo se la Bce continuerà indefinitivamente il proprio programma di acquisto dei titoli nazionali. Riteniamo che si ottenga un vantaggio sostanziale nel garantire che ci sarà una soluzione di lungo periodo per la riduzione del debito pubblico nazionale che non conti sul fatto che la Bce continui con il proprio programma di acquisti per un tempo indeterminato. È ragionevole preoccuparsi che, nel breve periodo, i contributi all'Eda possano aumentare le spese dei governi nazionali. Tuttavia, va notato che, in primo luogo, le risorse trasferite all'Eda possono comunque essere restituite ai paesi partecipanti. Inoltre, nell'attuale situazione di bassi tassi di interesse, l'Eda può decidere di emettere zero coupon bond a medio termine e non avere di fatto alcun bisogno finanziario nel futuro prossimo. Per cui i contributi degli Stati membri possono essere progettati in modo tale da poter replicare, nella fase di transizione, l'assenza di peso sulle finanze pubbliche del debito pubblico detenuto dalla Bce. In generale, il piano domina un'alternativa in cui la Bce rimarrebbe l'unico attore centrale in grado di acquistare debito pubblico, e la sua graduale implementazione lascerebbe maggiore flessibilità alla Bce per gestire la composizione del suo bilancio nel corso del tempo.

Non sarebbe meglio utilizzare l'emissione di debito europeo per finanziare spesa centralizzata e fare un ulteriore passo verso un'Unione fiscale?

Riteniamo che la nostra proposta sia un ulteriore passo verso un'Unione fiscale, non un'alternativa ad essa. Trattare il peso eccessivo del debito in alcuni Stati membri è un problema strategico che un'unione fiscale dovrebbe affrontare, così come altre sfide che richiederanno un impegno per investimenti comuni in futuro.

Concludiamo tornando al tema iniziale di questi due articoli: l'Europa ha mostrato forza nel corso della pandemia, e quella forza può essere sfruttata per migliorare la gestione delle politiche fiscali future. Regole migliori possono aumentare l'*enforcement capacity* dell'Unione e, a sua volta, una maggiore *enforcement capacity* può essere capitalizzata per gestire al meglio gli stock di debito ereditati dal passato.

La proposta di gestione del debito è stata costruita a partire da varie conversazioni con Massimo Rostagno, che ringraziamo profondamente. Le domande a cui rispondiamo in questo articolo sono state stimulate da utili commenti e critiche di Olivier Blanchard, Laurence Boone, Massimo Bordignon, Carlo Favero, Chiara Goretti, Silvia Merler, Gilles Moec, Jean Pisani-Ferry, Lucrezia Reichlin, Shahin Vallée, e Charles Wyplosz. Per questo li ringraziamo tutti. Le idee e le opinioni espresse in questo articolo sono da attribuire esclusivamente agli autori e non investono la responsabilità delle autorità francesi o italiane.

Tradotto dall'inglese da Massimo Taddei. L'articolo è uscito in contemporanea [in inglese su VoxEU](#).

Lavoce è di tutti: sostienila!

Lavoce.info non ospita pubblicità e, a differenza di molti altri siti di informazione, l'accesso ai nostri articoli è completamente gratuito. L'impegno dei redattori è volontario, ma le donazioni sono fondamentali per sostenere i costi del nostro sito. Il tuo contributo rafforzerebbe la nostra indipendenza e ci aiuterebbe a migliorare la nostra offerta di informazione libera, professionale e gratuita. Grazie del tuo aiuto!

SOSTIENI lavoce

-
-
-
-
-
-

Leggi anche: Indebitamento dei comuni: una regola per calcolarlo

-
-
-
-
-
-