

Considerazioni sul management comune del debito nell'eurozona.
Testo per l'audizione del 4 aprile 2022
Massimo Amato, Università Bocconi

Sommario

Considerazioni sul management comune del debito nell'eurozona. Testo per l'audizione del 4 aprile 2022.....	1
Introduzione.....	2
Lo schema di funzionamento della European Debt Agency	4
Qualche simulazione commentata.....	7
Conclusione: guardando al futuro.....	10

Introduzione

Il tema proposto dalla Commissione è molto ampio, giacché include sia la riforma delle regole fiscali sia la questione del finanziamento delle spese compatibili con tali nuove regole.

Ritengo che il mio contributo possa risultare maggiormente utile qualora il tema generale sia affrontato dalla specifica prospettiva del finanziamento. Mi concentrerò pertanto sulla questione dell'opportunità e fattibilità di un'Agenzia Europea del Debito (European Debt Agency, EDA), su cui lavoro dal 2020.¹

Parto da un punto che mi riservo approfondire ulteriormente, e che ho trattato in particolare nel mio contributo con Francesco Saraceno sulla riscrittura delle regole². Il punto è il seguente: minimizzando complessivamente il costo di finanziamento per gli Stati membri un'Agenzia Europea del Debito *ben strutturata* è uno strumento tecnico in grado di *efficientare qualunque insieme di regole*.

In altri termini: date le regole, essa riduce l'impatto sul costo del debito, *rafforzando la stabilità*; ma, data la sua capacità di ridurre il costo del debito, consente l'adozione di regole *più favorevoli alla crescita*. Ma questo significa che, con l'istituzione di un'Agenzia per la gestione collaborativa dei debiti, l'eurozona potrebbe dotarsi di uno strumento finalmente adeguato a gestire il trade-off fra stabilità e crescita che è al cuore di ogni strategia europea futura.

Di crescita nella stabilità, quindi di regole e di strumenti che rendano possibile una tale prospettiva, abbiamo sempre più bisogno. Se già con la pandemia i debiti pubblici sono aumentati, il quadro geopolitico in cui l'Europa dovrà muoversi nei prossimi anni richiederà ingenti investimenti infrastrutturali, sia da parte degli Stati sia da parte della Commissione, che comporteranno l'emissione di nuovo debito.

In questa prospettiva, pensare a forme più o meno marcate di esenzione degli investimenti dai vincoli di spesa è non solo comprensibile, ma anche ragionevole. Resta tuttavia il fatto che gli investimenti dovranno comunque essere finanziati e che, se tale spesa potrà generare una crescita, dovrà anche non mettere a repentaglio la stabilità dei mercati.

Possiamo vedere la questione della stabilità come una condizione necessaria per le politiche future, ma che non deve impedire la realizzazione della condizione sufficiente, ossia la crescita, giacché solo una crescita sostenuta può rendere sostenibile un elevato livello di debito.

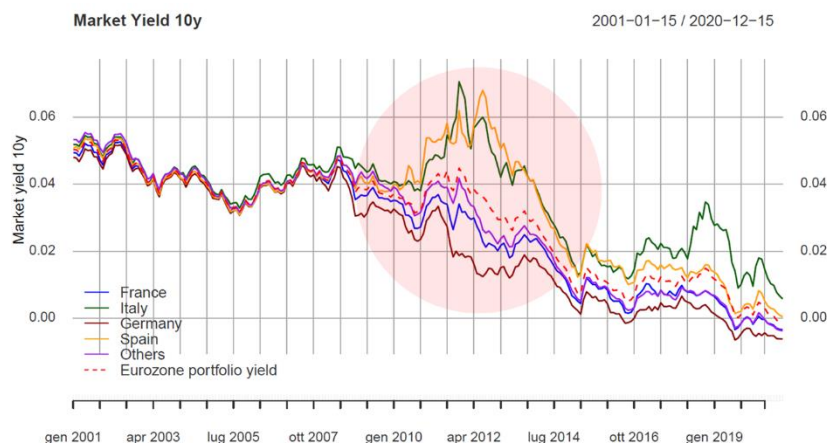
Come è stato recentemente osservato da Marco Buti, la stabilità dei mercati è stata negli anni scorsi messa a repentaglio dall'approccio austeritario adottato dopo la crisi del

¹ Cfr. Amato, Belloni, Falbo, Gobbi 2020; Amato, Belloni, Falbo, Gobbi 2021; Amato, Saraceno 2022, Amato, Favero, Saraceno 2022; Amato, Belloni, Favero, Gobbi forthcoming)

² Amato, Saraceno 2022

2007, e solo un intervento massiccio della BCE, guidata dal Presidente Draghi, ha potuto ridurre gli effetti negativi della crisi dei debiti sovrani.

Figura 1: andamento dei rendimenti sui titoli a 10 anni



Si tratta di trovare altre strade, che consentano di sfruttare una congiuntura di tassi bassi che potrebbe durare a lungo ma che è anche soggetta a incertezza per via di possibili dinamiche inflattive. Per questo sarebbe bene elaborare strumenti che consentano di ridurre al minimo, per gli Stati Membri e per l'eurozona nel suo complesso, il costo del debito, mantenendo un rapporto equilibrato con i mercati finanziari, grazie anche a un rapporto rinnovato fra Stati Membri e Commissione, di cui rielaborazione delle regole fiscali è un passaggio ineludibile.

Siamo in una fase in cui si tratta di immaginare una nuova normalità e una nuova norma. Proverò a illustrare quale sarebbe il contributo di una Agenzia ben concepita. E quindi prima ancora dovrò indicare i rischi a cui essa non deve esporsi:

- Il primo rischio è giuridico e politico, e ha a che fare con *il divieto di mutualizzazione espresso* dall'articolo 125 del TFUE. Nessuno, tantomeno un'Agenzia del debito, può introdurre forme di mutualizzazione, e tantomeno lo può fare surrettiziamente. Prima di tutto perché la mutualizzazione è espressamente vietata; in secondo luogo perché introdurrebbe elementi di azzardo morale, potendo indurre alcuni Stati Membri a perseguire politiche fiscali di cui non sopporterebbero interamente i costi; ma, infine, perché la mutualizzazione, *che non è in sé un male*, deve però essere il frutto di una scelta politica, ossia l'esito di un processo politico, e non una scorciatoia introdotta da un organismo tecnico quale un'Agenzia.
- Il secondo rischio è economico e finanziario, chiamiamolo "effetto juniority": un'Agenzia che non gestisse l'intero debito degli Stati Membri, opererebbe di fatto un *tranching*, ossia una differenziazione, tra debito "senior" e debito

“junior”. Così facendo, esporrebbe il debito non protetto dalla sua gestione a rischi speculativi sul mercato. In una formula, che ho utilizzato in un articolo con Favero e Saraceno (2022): “tutto è meno di poco”, ossia *la gestione di tutto il debito genera meno rischio della gestione di solo un parte di esso*.

Nel quadro di questi due importanti caveat, è però possibile pensare a forme di gestione collaborativa dei debiti pubblici nazionali, in vista di una loro protezione da eventuali episodi di irrazionalità, legati alla formazione delle aspettative, che, come un’ampia letteratura ha ormai mostrato, possono mettere in difficoltà anche Stati ampiamente solvibili e rendere inefficaci politiche fiscali espansive ma al contempo prudenti e rispettose delle regole.

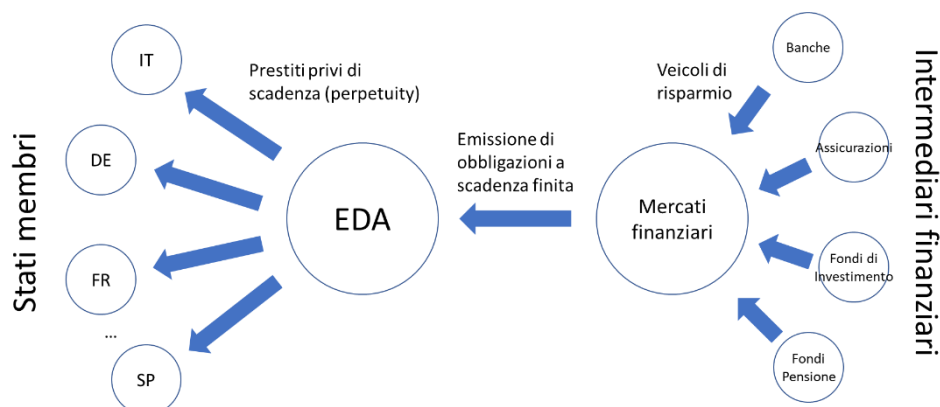
Nei prossimi due passi, vorrei innanzitutto illustrare alla Commissione i tratti principali della proposta che ho da tempo elaborato con un team di colleghi che si arricchisce costantemente di nuove competenze, e che al momento vede implicati l’Università Bocconi (M. Amato, C.A. Favero), il Politecnico di Milano (E. Belloni), l’Università di Trento (L. Gobbi) e SciencesPo (F. Saraceno).

Il secondo passo sarà di condividere con la Commissione i risultati di una simulazione che abbiamo appena portato a termine (Amato, Belloni, Favero, Gobbi, di prossima pubblicazione come WP SSNR e CEPR). Partendo dai dati storici su debiti e deficit primari, e applicando le regole delle European Debt Agency, la simulazione riscrive la storia del debito pubblico dell’eurozona a partire dalla ipotesi di una istituzione della EDA *contestuale alla nascita dell’euro*, e di un assorbimento da parte della EDA dell’intero debito dell’eurozona nel 2012.

Lo schema di funzionamento della European Debt Agency

La EDA raccoglie fondi liquidi sui mercati emettendo obbligazioni, e finanzia gli Stati membri con prestiti a scadenza infinita (perpetui), nel quadro di un piano di ammortamento infinito.

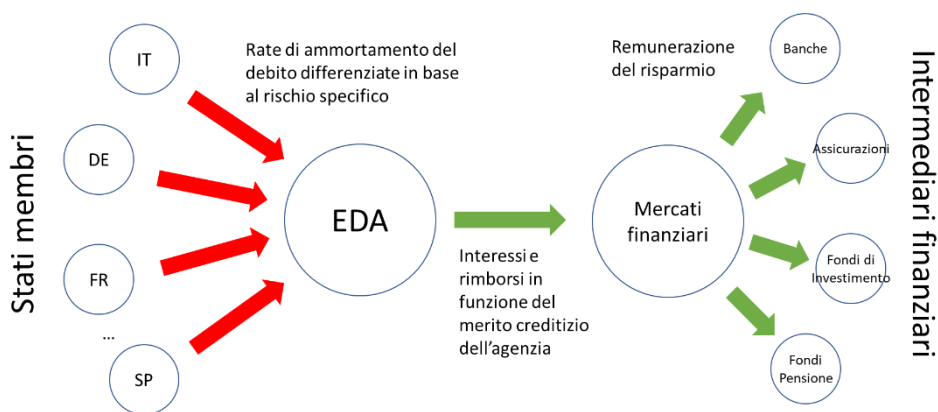
Figura 2: flussi finanziari dal mercato agli Stati



La EDA quindi *non emette titoli perpetui*, che i mercati difficilmente potrebbero accettare, ma usa la sua capacità di indebitamento per prestare agli Stati secondo schemi di prestito e di ammortamento infiniti, che quindi danno agli Stati molto più tempo, e migliori condizioni, per servire il loro debito.

La EDA è quindi *uno schermo protettivo*, che consente agli Stati di finanziarsi *come se* emettessero titoli perpetui, e ai mercati di finanziare un'Agenzia che, sia per la sua capitalizzazione sia per il modo in cui gestisce i suoi asset, è in grado di garantire un elevato merito di credito.

Figura 3: flussi finanziari dagli Stati ai mercati



La rata annuale del prestito a ogni Stato riflette il suo *rischio fondamentale*, cioè il rischio di insolvenza che corrisponde al possibile deterioramento dei fondamentali su cui si basa la sua economia. Quindi ogni Stato paga in proporzione al suo rischio, e la mutualizzazione è esclusa per principio.

La rata è calcolata secondo uno schema di ammortamento perpetuo, il quale permette alla EDA di ammortizzare i suoi prestiti registrando in bilancio una passività corrispondente alla perdita di credito attesa (*expected loss*) che è stata prezzata nella *perpetuity*.

Per dire la cosa ancora in un'altra maniera: per ogni Stato Membro il costo del debito è una funzione del costo di mercato del portafoglio di emissione dell'EDA, più un costo differenziale che riflette il merito di credito specifico dello Stato Membro.

La EDA finanzia solo il debito in scadenza e debito nuovo degli Stati Membri. Quindi *non compra titoli sui mercati*: presta agli Stati i soldi per il rimborso di titoli in scadenza o per il finanziamento di nuovo debito senza emissione di titoli sul mercato. In tal modo la EDA filtra il rischio di rifinanziamento del debito pubblico, garantendone al contempo il rollover a condizioni migliorative.

Prevedendo inoltre un piano di ammortamento dei prestiti agli Stati, che evita una crescita esplosiva dei prestiti perpetui, la EDA può permettersi di assorbire tutto il debito

finora emesso dagli Stati. E di farlo in modo che i mercati possano anticipare con certezza il ritmo di assorbimento del vecchio debito nella EDA.

Questo vale anche, come argomenta un nostro recente articolo, anche per debito acquisito dalla BCE con i programmi di emergenza (PSPP e PEPP), che prima o poi la BCE dovrà dismettere se vuole tornare a concentrarsi sulla sua missione statutaria³.

La EDA potrà agevolmente garantire un merito creditizio elevato alle proprie obbligazioni: lo schema utilizzato per il pricing *le consente infatti di accumulare riserve* che possono essere usate o per assorbire eventuali sospensioni dei pagamenti delle rata da parte di uno o più Stati Membri, o anche per ridurre il suo stesso debito nei confronti dei mercati.

In altri termini le riserve, a cui va ovviamente aggiunto un capitale iniziale, consentono alla EDA di gestire il default di tutti gli Stati membri, trasformandolo in un periodo gestione controllata (“forbearance”), in cui la EDA presta agli Stati in difficoltà il denaro necessario per i pagamento delle rata, dando loro tempo per operare il risanamento delle loro finanze, *ma al riparo da attacchi speculativi provenienti dai mercati*.

Figura 4: Bilancio della EDA



7

È importante sottolineare che lo schema basato su prestiti perpetui consente alla EDA di passare da una logica di "jump to default" (che implica una rilevante parte dell'esposizione in sofferenza) alla logica, molto meno impattante, della sospensione dal pagamento degli interessi dovuti (cioè alle rate di *perpetuity*) durante un periodo congruo di ristrutturazione, secondo appunto una logica di *forbearance*, ossia letteralmente di *tolleranza* e *concessione di tempo* al debitore.

Così come va sottolineato che questo orizzonte di *perpetuity* esige la presenza di un'Agenzia: i singoli stati non possono emettere direttamente titoli perpetui giacché questi non si adattano alla struttura di liability prevalente di un mercato operante secondo logiche di preferenza per la liquidità, che implicano una offerta di portafoglio

³ Amato, Favero, Saraceno 2022

di investimenti con duration finita. Il ruolo istituzionale della EDA è pertanto quello di disaccoppiare i prestiti perpetui agli Stati e il proprio portafoglio di emissione, formato da obbligazioni con durata finita.

Figura 5: Bilancio della EDA all'infinito (perpetuity scheme)



8

È quindi il *modus operandi* della EDA (ossia il fatto di operare in un orizzonte di *perpetuity*) ciò che le consente di assorbire in un tempo ragionevolmente breve tutto il debito degli Stati Membri. In un tempo finito, e anticipabile con certezza dai mercati, i titoli degli Stati Membri, non tutti a rating AAA, sparirebbero dai mercati *per essere sostituiti da eurobond emessi da un'Agenzia sufficientemente solida da garantirsi invece senza problemi un rating AAA*.

Credo che non sia necessario insistere sull'enorme significato geopolitico in questo contesto della costruzione di un eurobond a protezione dell'Europa e degli Stati Membri.

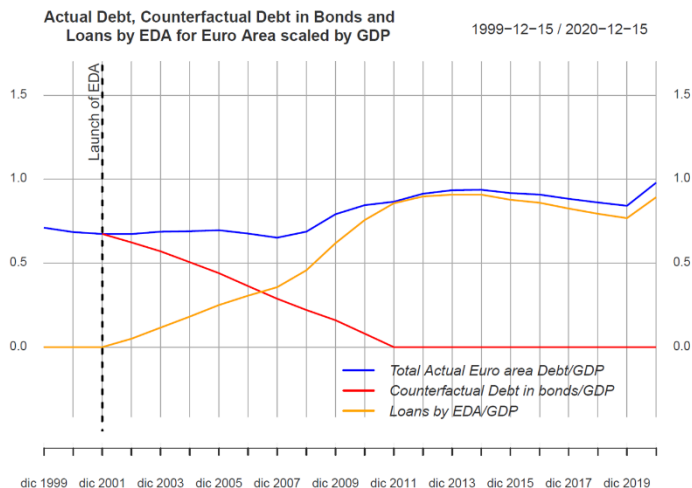
Qualche simulazione commentata

È in corso di pubblicazione una simulazione effettuata con lo scopo di misurare gli effetti macroeconomici e finanziari di una EDA. Si tratta di un esercizio retrospettivo che si basa sulle seguenti ipotesi:

1. la EDA parte nel 2002
2. ogni anno assorbe un decimo del debito degli Stati sui mercati, quindi dopo il 2012 sui mercati non ci sono più titoli dei debiti nazionali, ma solo gli eurobond emessi dalla EDA
3. la EDA finanzia gli Stati secondo le modalità di pricing sopra descritte e quindi accumula riserve
4. la EDA parte nel 2002 con un capitale equivalente a quello di cui è stato dotato il MES nel 2012

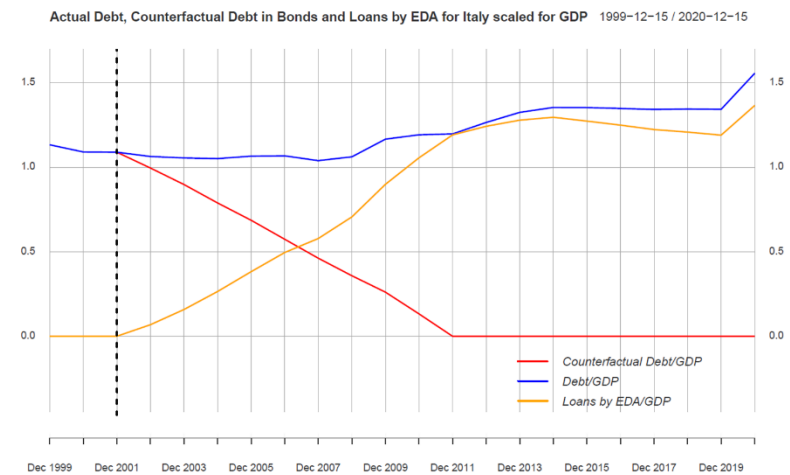
Ecco i principali risultati

1. debito EMU [linea blu: debito/PIL storico; linea arancione: Prestiti EDA/PIL; linea rossa: titoli nazionali su mercato]



A fronte della fornitura ai mercati di safe asset, l'eurozona *nel suo complesso* avrebbe avuto un costo del servizio del debito notevolmente inferiore

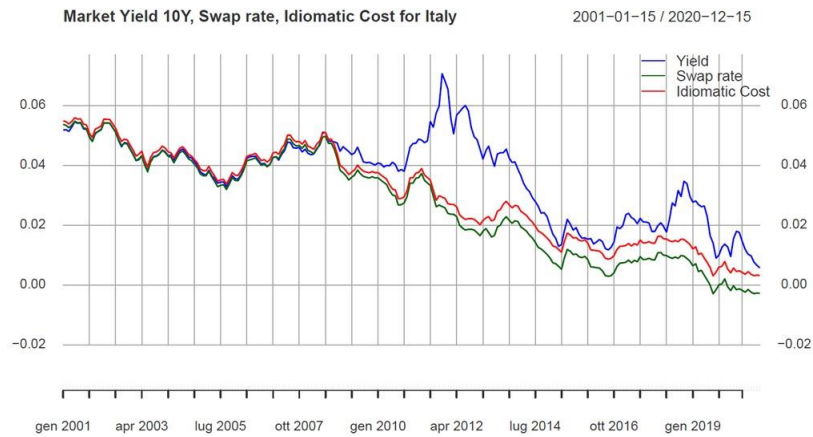
2. debito Italia:



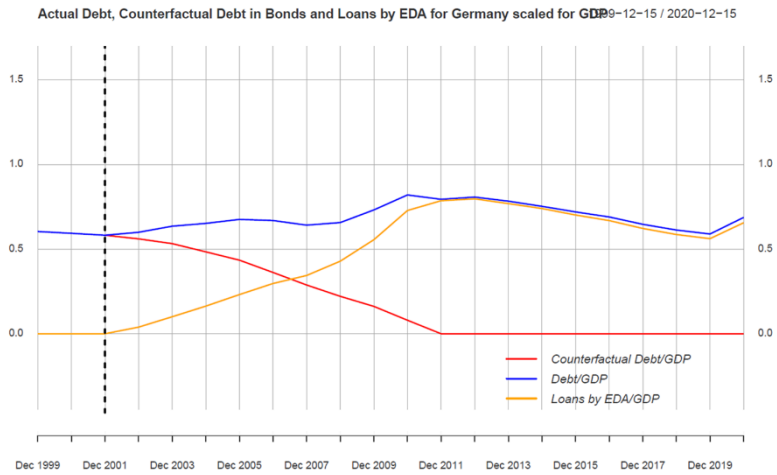
Il caso dell'Italia è particolarmente interessante per noi, e il grafico misura i costo per il nostro paese dell'irrazionalità dei mercati nel dare un prezzo al nostro rischio di credito, soprattutto durante la crisi dei debiti sovrani.

È quanto mostra il grafico qui sotto, in cui si confrontano il tasso effettivamente pagato dall'Italia (linea blu) con il tasso che avrebbe dovuto corrispondere alla EDA (linea rossa)

Tassi Italia, mercato e EDA

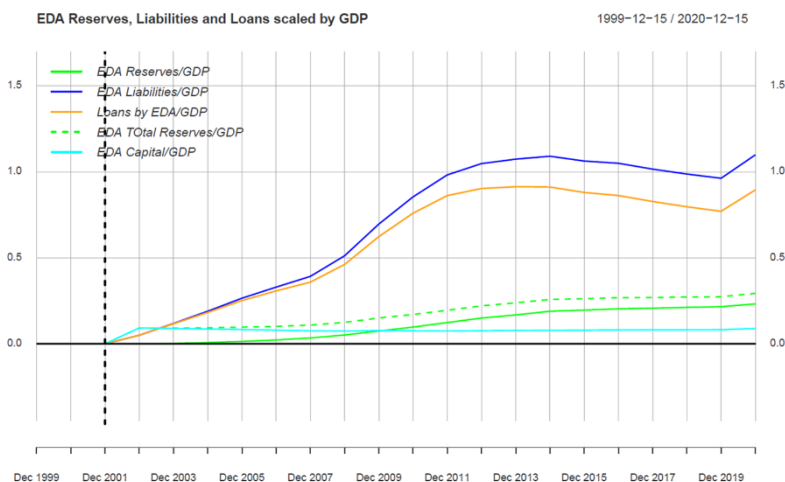


3. debito Germania:



Per quanto meno di altri, guadagna anche la nazione più finanziariamente solida tutti guadagna e soprattutto nessuno guadagna alle spese di altri.

4. riserve EDA: [linea verde tratteggiata: riserve totali su PIL eurozona]



Le riserve rappresentano uno strumento di stabilizzazione automatica, che avrebbe consentito di assorbire la crisi greca, di evitare la crisi dei debiti sovrani, e di affrontare con più spazio fiscale la crisi del Covid

Conclusione: guardando al futuro

I tempi che ci attendono esigeranno forti impegni di spesa pubblica, quantomeno per i giganteschi investimenti richiesti dalla sicurezza e dalla riduzione delle dipendenza energetica (solo per l'efficientamento della rete europea si prevedono fra i 375 e i 425 miliardi entro il 2030⁴).

In questa prospettiva non si può escludere che forme di emissione centralizzata su modello NGEU possano essere messe in campo, per esempio per sostenere l'uscita dalla dipendenza dal gas russo.

Questi programmi potrebbero comportare anche, come già per lo NGEU, elementi di mutualizzazione, ma proprio per questo porrebbero due problemi che solo una EDA sarebbe in grado di affrontare in modo efficiente:

- un maggiore impegno centrale da parte della Commissione potrebbe creare problemi proprio ai debiti nazionali pregressi, che non possono essere mutualizzati e che sarebbero esposti a un effetto juniority
- l'aumento delle emissioni centrali non mancherebbe di far emergere il problema del loro rollover. È già il caso del NGEU, che a partire dal 2028 genererà obbligo per i paesi beneficiari dei prestiti di cominciare a restituire il principal.

Una EDA costruita in tempi brevi potrebbe 1) gestire l'assorbimento dei debiti pregressi e 2) trasformare i prestiti dello NGEU e simili agli Stati in prestiti perpetui.

⁴ Fonte: <https://www.eurelectric.org/connecting-the-dots/>

In particolare la strategia perseguibile potrebbe essere la seguente: al momento del rimborso dei prestiti della Commissione, lo Stato Membro prenderebbe i fondi necessari in prestito dalla EDA secondo uno schema perpetuo. Al contempo, ai bond della Commissione annullati dal pagamento si sostituirebbero i bond emessi dalla EDA, e in tal modo i mercati non sarebbero privati dei bond AAA di cui hanno mostrato di avere un forte bisogno

Il capitale richiesto in partenza dalla EDA non è enorme, e potrebbe venire semplicemente da una trasformazione del MES, che sempre più è un “personaggio in cerca di autore”, in una Agenzia Europea del Debito, al servizio di un nuovo patto di crescita nella stabilità. E non di stabilità al prezzo della crescita. Questa è una prospettiva che non possiamo più permetterci.

Milano, 30 marzo 2022

Massimo Amato

A handwritten signature in black ink, consisting of several stylized, overlapping strokes that form a recognizable name.