

RIVISTA DI

POLITICA ECONOMICA

IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA:
PERCHÉ È UN PROBLEMA
E COME SE NE ESCE

Leonardo Becchetti
Sofia Bernardini
Stefano Caselli
Marika Cioffi
Lorenzo Codogno
Carlo Cottarelli
Giampaolo Galli
Gabriele Giudice
Marcello Messori
Ugo Panizza
Andrea F. Presbitero
Pietro Rizza
Marzia Romanelli
Pietro Tommasino
Carlo Valdes



CONFINDUSTRIA

N. 1-2019

Rivista di
Politica Economica

Direttore: Giampaolo Galli

Chair del board: Stefano Manzocchi

Advisory Board

Barbara Annicchiarico

Mario Baldassarri

Riccardo Barbieri

Leonardo Becchetti

Andrea Boitani

Massimo Bordignon

Luigi Carbone

Elena Carletti

Alessandra Casarico

Stefano Caselli

Lorenzo Codogno

Luisa Corrado

Carlo Cottarelli

Francesco Daveri

Sergio Fabbrini

Eugenio Gaiotti

Nicola Giammarioli

Gabriele Giudice

Paolo Guerrieri

Luigi Guiso

Elisabetta Iossa

Francesco Lippi

Marcello Messori

Salvatore Nisticò

Luigi Paganetto

Ugo Panizza

Marcella Panucci

Andrea Prencipe

Andrea Filippo Presbitero

Riccardo Puglisi

Pietro Reichlin

Francesco Saraceno

Fabiano Schivardi

Lucia Tajoli

Gilberto Turati

RIVISTA DI

POLITICA ECONOMICA

IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA:
PERCHÉ È UN PROBLEMA
E COME SE NE ESCE

Introduzione	pag. 5
Giampaolo Galli	
Debito pubblico e crescita economica	» 21
Andrea F. Presbitero	
La sostenibilità del debito pubblico italiano, un <i>safe asset</i> e una capacità fiscale per l’Eurozona	» 39
Lorenzo Codogno	
Il debito pubblico e le conseguenze sul finanziamento alle imprese	» 53
Stefano Caselli	
La riduzione del debito pubblico: l’esperienza delle economie avanzate negli ultimi 70 anni	» 69
Sofia Bernardini, Carlo Cottarelli, Giampaolo Galli, Carlo Valdes	
Un fondo di ammortamento del debito dell’Area euro: cos’è, perché costruirlo, come progettarlo	» 87
Marika Cioffi, Pietro Rizza, Marzia Romanelli, Pietro Tommasino	
Completare l’Unione economica e monetaria con un <i>safe asset</i> europeo (E-bond)	» 99
Gabriele Giudice	
Il gioco della flessibilità non vale la candela del nuovo ESM	» 121
Marcello Messori	
Come risolvere il problema del debito pubblico italiano: un’analisi critica delle soluzioni facili ..	» 135
Ugo Panizza	
Le molte “leggerezze” che circolano sul debito pubblico e perché uscire dall’euro non sarebbe una soluzione	» 159
Leonardo Becchetti	

Completare l'Unione economica e monetaria con un safe asset europeo (E-bond)

Gabriele Giudice*

- *L'euro è un successo di cui l'Europa deve andare fiera. Ma un elemento dell'Unione economica e monetaria (UEM) è ancora incompiuto. Il mercato europeo dei titoli di debito sovrani non si è evoluto con il passaggio all'euro e ciò penalizza l'efficacia della politica monetaria, espone i mercati finanziari europei e l'economia ad instabilità e riduce la capacità dell'Europa di influenzare e proteggersi dagli sviluppi economici e politici globali. Per superare queste criticità, l'introduzione di un safe asset europeo sembra un passo necessario.*
- *Un safe asset europeo può essere concepito senza dover ricorrere alla mutualizzazione dei debiti nazionali. Un'istituzione europea potrebbe ricevere il mandato di emettere il safe asset europeo (E-bond), concedendo agli stati membri gli importi così raccolti sul mercato attraverso prestiti privilegiati, che sostituirebbero parte delle obbligazioni sovrane esistenti. Con questa costruzione, un safe asset della taglia del 15-30% del PIL europeo potrebbe essere creato senza bisogno di garanzie comuni degli stati ed evitando effetti collaterali significativi. Uno strumento con queste caratteristiche basterebbe a rendere i mercati europei più stabili ed efficienti e a supportare il loro sviluppo e l'integrazione necessaria per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile e per rafforzare la rilevanza geopolitica dell'Europa.*
- *L'introduzione di un safe asset europeo è una sfida complessa sul piano politico, ma potrebbe contribuire al completamento dell'Unione economica e monetaria accrescendone i suoi benefici e favorendone una migliore distribuzione tra i suoi membri. I vantaggi potrebbero essere rilevanti per l'Italia, che godrebbe di una maggiore stabilità finanziaria ed economica, di migliori condizioni per gli investimenti privati e di maggiore spazio per investimenti pubblici, condizioni essenziali per una crescita più sostenuta e una dinamica del debito più favorevole.*

JEL Classification: E52, E62, E63, G10, G12, G15, G18, G20, H60, H63.

* gabriele.giudice@ec.europa.eu, Commissione europea. L'autore ringrazia Mirzha de Manuel, Giampaolo Galli, Maya Jolles, Zenon Kontolemis, Daniel Monteiro, Carlo Viviani e Jakub Wtorek per la collaborazione e/o commenti. Le opinioni espresse in questa sede sono esclusivamente quelle dell'autore e non devono essere attribuite alla Commissione europea.

Keywords: Unione economica e monetaria, *safe assets*, E-bond, debito pubblico, politica fiscale, politica monetaria, tassi d'interesse, mercati di capitali, mercati finanziari, istituzioni finanziarie.

1. L'Unione economica e monetaria si è sviluppata dopo la crisi, ma ha bisogno di ulteriori misure

L'euro, che ha festeggiato i suoi primi vent'anni, è un successo di cui l'Europa deve andare fiera. La nostra moneta è utilizzata da 340 milioni di cittadini europei, gode del sostegno di tre persone su quattro nell'Area euro ed è la seconda valuta internazionale, con 60 paesi che utilizzano o prevedono l'utilizzo dell'euro o che hanno una moneta locale ad esso collegata. L'architettura dell'Unione economica e monetaria (UEM) si è evoluta notevolmente nell'ultimo decennio per consolidare l'euro come moneta e come strumento di coesione politica ed economica. Elementi importanti in questo senso sono stati la creazione del Meccanismo europeo di stabilità (MES), il ruolo della Banca centrale europea nel ripristinare la fiducia nell'Eurozona, le (ancora incomplete) Unioni bancaria e dei mercati dei capitali, e il miglioramento della sorveglianza macroeconomica e di bilancio, con l'utilizzo della flessibilità a sostegno delle riforme e degli investimenti.

La Commissione ha presentato nel 2017 una tabella di marcia e una serie di proposte sulle Unioni finanziaria, economica e fiscale e per sviluppare ulteriormente le istituzioni e la *governance* dell'UEM¹. Il vertice dei capi di stato o di governo dell'Eurozona ha quindi individuato i temi sui quali compiere ulteriori progressi: i) un meccanismo di sostegno per il Fondo di risoluzione unico, ii) il rafforzamento del ruolo del Meccanismo europeo di stabilità, iii) la definizione delle prossime tappe verso l'istituzione di un sistema europeo di assicurazione dei depositi, iv) l'elaborazione di uno strumento di bilancio per la convergenza e la competitività dell'Area euro².

Guardando al di là dei risultati da realizzare nel breve termine, il completamento dell'UEM richiede ulteriori progressi all'interno di una visione a lungo termine, usando come riferimento temporale il 2025³.

¹ Commissione europea (2017), Documento di riflessione sull'approfondimento dell'UEM, COM (2017) 291; Buti M., Giudice G., Leandro J. (2018), Deepening EMU Requires a Coherent and Well-Sequenced Package, *VoxEU*, 25 aprile.

² Centeno M. (2019), *Letter by President Centeno to President Tusk on the Deepening of the Economic and Monetary Union*, 15 giugno 2019, <https://www.consilium.europa.eu/media/39769/euro-group-president-letter-to-euro-summit-president.pdf>. La Commissione ha presentato una proposta per uno Strumento per la realizzazione delle riforme, che dopo il vertice di dicembre 2018 è diventato la base per la discussione sullo Strumento di bilancio per la convergenza e la competitività.

³ Commissione europea (2019), Approfondire l'Unione economica monetaria: bilancio quattro anni dopo la relazione dei Cinque Presidenti, COM (2019) 279, 12 giugno.

L'attuazione dell'Unione bancaria rimane una priorità per rafforzare la resilienza, la competitività ed il consolidamento del settore bancario dell'Unione europea (UE), mentre una migliore integrazione dei mercati dei capitali in Europa passa per il superamento di ostacoli come i regimi di insolvenza divergenti e l'inefficace imposizione transfrontaliera. Vi è la necessità di rinvigorire il quadro di *governance* fiscale ed economica dell'UE, rendendolo più semplice, più facilmente applicabile e più anti-ciclico, e di introdurre una funzione comune di stabilizzazione. Le lacune in termini di efficienza e responsabilità democratica nei confronti di organismi europei come il Parlamento vanno colmate. Infine, il rafforzamento dell'uso internazionale dell'euro richiede progressi su tutti i fronti appena citati oltre ad azioni specifiche.

Sebbene l'agenda sia già ampia, per l'effettivo completamento dell'UEM sembra tuttavia necessario affrontare anche un'altra questione, delicata sul piano politico: il funzionamento del mercato europeo dei titoli di debito sovrani.

2. Le asimmetrie nel mercato dei titoli sovrani e le loro conseguenze

Sebbene diversi aspetti dell'architettura dell'UEM siano nel tempo passati sotto una giurisdizione europea, nell'UEM paradossalmente sono attualmente disponibili solo strumenti finanziari nazionali, di cui i titoli obbligazionari emessi dagli stati rappresentano la parte principale⁴. Per giunta, con il varo dell'UEM e la creazione di una Banca centrale europea abilitata in esclusiva a condurre la politica monetaria, i titoli di stato hanno subito una "retrocessione" (Costancio, 2019)⁵. Essi sono infatti emessi in una moneta che gli stati non controllano più unilateralmente, non disponendo di una banca centrale nazionale che possa intervenire in caso di crisi di liquidità sul mercato del suo debito sovrano. Ciò significa che, come spiegato da Cœuré: «i titoli di stato dell'Area euro sono equivalenti, per certi versi, a titoli sub-nazionali. [...] Il debito sovrano nell'Area euro è pertanto esposto al rischio di credito in un modo in cui le altre economie avanzate non sono esposte»⁶.

In questo contesto, fughe di capitali possono essere causate da cambiamenti nelle percezioni dei mercati, anche in relazione alle vulne-

⁴ Oltre ai titoli emessi dai privati, una quantità relativamente limitata di titoli è emessa dalla Banca europea per gli investimenti e dai vari meccanismi salva stati europei, come il MES.

⁵ Constancio V. (2019), European Financial Architecture and the European Safe Assets (Architettura finanziaria europea e attività sicure in Europa), *Discorso alla conferenza Infrastrutture finanziarie europee di fronte a nuove sfide*, Firenze, 25 aprile.

⁶ Cœuré B. (2016), Sovereign Debt in the Euro Area: too Safe or too Risky?, *Keynote address all'Harvard University's Minda de Gunzburg Center for European Studies di Cambridge, MA*, 3 novembre.

rabilità specifiche dei paesi. Ciò può determinare flussi significativi da e all'interno dell'Area euro, con un impatto diretto sui mercati nazionali delle obbligazioni sovrane,⁷ che potrebbero portare a vere e proprie crisi del debito⁸. La volatilità eccessiva nei mercati dei titoli sovrani ha inoltre implicazioni negative per la stabilità finanziaria complessiva: le condizioni di finanziamento delle banche e degli altri attori finanziari dipendono infatti da mercati obbligazionari sovrani liquidi e stabili⁹. Infine, è importante riconoscere il legame tra questi sviluppi e il rischio per la coesione economica e sociale dell'UEM.

La propagazione di shock attraverso questi canali può far deragliare un paese dal suo percorso di convergenza economica. Una lezione dalla crisi finanziaria è che, se ciò dovesse avvenire, la divergenza può diventare rapidamente molto ampia, sprecando anni di riforme strutturali e istituzionali e di investimenti a favore della convergenza reale e richiedendo poi molto tempo per far rientrare questo scostamento.

Se nel corso degli anni il ruolo dei titoli sovrani nell'economia si è accresciuto, anche un'altra tendenza si è manifestata in Europa dopo il lancio dell'euro: il Bund tedesco è diventato l'ancora (*safe asset*) di tutti i mercati obbligazionari nazionali nell'Area euro, nonché dei mercati dei derivati. Ciò ha creato un'asimmetria nelle preferenze e nel funzionamento dei mercati delle obbligazioni sovrane europee, con implicazioni significative.

Sebbene la situazione sia molto migliore di quella precedente la creazione dell'euro, quando movimenti speculativi sulle monete danneggiavano le economie nazionali ed il mercato unico europeo, siamo ancora lontani da una condizione ideale. Distorcendo i prezzi dei titoli di stato, e disallineandoli dai fondamentali, l'asimmetria nei funzionamenti dei mercati dei titoli di stato provoca effetti rilevanti: in tempi normali, come quelli vissuti nel primo decennio dell'euro, essa indebolisce gli incentivi che spingono i governi alla disciplina di bilancio; durante le crisi, genera effetti perversi, portando i paesi a fare politiche molto più restrittive di quanto richiesto dalle regole. In sostanza, il funzionamento dei mercati dei titoli contribuisce alla condotta di politiche di bilancio pro-cicliche, che è invece una delle critiche mosse

⁷ Secondo Coëuré, il riequilibrio del portafoglio sembra essere stato specifico sui mercati obbligazionari dell'Area euro, con alcuni investitori obbligazionari in cambio di mercati in cui i rischi politici sono percepiti come ampi e nei mercati tradizionali dei rifugi sicuri, contribuendo in tal modo ad ampliare i differenziali di *swap* a breve termine. Coëuré B. (2017), *Bond Scarcity and the ECB's Asset Purchase Programme*, discorso al the Club de Gestion Financière d'Associés en Finance, Parigi, 3 aprile.

⁸ Jarociński e Maćkowiak modellano la doppia recessione dell'Eurozona e le oscillazioni dei rendimenti dei titoli di stato come risultato di cambiamenti auto rinforzanti delle aspettative. Secondo il loro modello: «l'Area euro è una zona di indeterminazione, cioè un'economia in cui i risultati macroeconomici possono essere ribaltati da un unico discorso oppure annunciando politiche che non vengono mai attuate», Jarociński M. e Maćkowiak B. (2017), *Monetary-Fiscal Interactions and the Euro Area's Malaise*, Working Paper Series 2072, Banca centrale europea.

⁹ Gabor A. (2018), *The Single Safe Asset: a Progressive View for a First Best EMU*, FEPS Policy Brief, maggio.

in parte erroneamente al Patto di stabilità e crescita. Monteiro e Vasicek (2019) hanno dimostrato che queste distorsioni nel mercato dei titoli sovrani non sono né rare né piccole, e che le dinamiche dei prezzi delle obbligazioni sono influenzate non solo da differenze nei rapporti debito/PIL o da altre variabili macroeconomiche (i cosiddetti fondamentali), ma anche da episodi di illiquidità e divergenza nell'attitudine del mercato, che evocano l'esistenza di fenomeni di fuga di capitali in Europa¹⁰. Questa constatazione non deve distogliere l'attenzione dal fatto che gran parte dell'evoluzione dei rendimenti dei titoli di stato riflette i "fondamentali": la presenza di spread sostanziali rispetto al Bund è soprattutto responsabilità di quegli stati che non hanno fatto nel corso degli anni gli aggiustamenti necessari per ridurre il debito e rassicurare i mercati (cioè, riforme per la crescita e politiche di efficientamento e consolidamento del bilancio pubblico). È noto come politiche incoerenti possano alimentare spirali negative e crisi anche profonde, con impatto al di là dei loro confini.

Un'implicazione dell'asimmetria del mercato dei titoli sovrani è che decisioni prese in Germania che impattano sull'offerta di Bund possono avere ricadute rilevanti su altri mercati e paesi¹¹. Un esempio cogente è la decisione del parlamento tedesco di mantenere una politica fiscale restrittiva - con avanzi di bilancio che comportano una forte riduzione dei titoli di stato tedeschi in circolazione - proprio mentre in Europa la domanda di titoli di stato da usare come collaterale nelle transazioni finanziarie è molto forte. Ciò ha contribuito, insieme ad altri fattori più globali, a portare i tassi di interesse tedeschi in territorio negativo lungo tutta la curva dei rendimenti, a sua volta penalizzando l'attrattività dell'euro¹².

L'architettura attuale del mercato europeo dei titoli sovrani sembra pertanto creare vulnerabilità intrinseche al sistema finanziario (alimentate anche da politiche imprudenti in alcuni stati membri) oltre ad effetti diretti sugli altri paesi dell'Area euro di scelte fatte da un paese sulla base di interessi nazionali. Questa situazione, in cui il debito sovrano di un singolo paese rappresenta la pietra angolare di un sistema

¹⁰ Monteiro D., Vasicek B. (2018), A Retrospective Look at Sovereign Bond Dynamics in the Euro Area, *Quarterly Report of the Euro Area*, 17 (4).

¹¹ Questi *spillover* sono certamente minori rispetto a quelli generati dalla politica monetaria tedesca prima della creazione dell'euro. Tuttavia non sono irrilevanti. Tra i rischi generati da questa situazione, Allen (2019) elenca: «l'inasprimento dell'effetto sui prezzi degli acquisti di obbligazioni della Banca centrale europea (BCE), che amplia il differenziale tra i rendimenti tedeschi e quelli di titoli più rischiosi, come le obbligazioni italiane.[...] Gli spread si ampliano tra stati membri apparentemente uguali. Più sono volatili, più gli investitori si concentrano su di essi come un barometro del rischio politico, e più politicizzato diventa il mercato del debito sovrano», Allen K. (2019), We Need to Talk about Bunds, *Financial Times*, Opinion Tail Risks, 18 febbraio.

¹² Cœuré B. (2019): «Il fatto che l'offerta di attività sicure in euro possa diminuire proprio nel momento in cui la domanda di tali beni è in aumento, non è stato trascurato dagli investitori. È probabilmente un fattore dominante che impedisce all'euro di avere un ruolo internazionale più forte», in *The Euro's Global Role in a Changing World: a Monetary Policy Perspective*, *Discorso al Council on Foreign Relations*, New York City, 15 febbraio 2019.

finanziario incompleto, solleva naturalmente interrogativi sull'equilibrio economico e politico dell'attuale architettura dell'UEM (Van Riet, 2017)¹³. Questa circostanza si traduce anche in una distribuzione disomogenea dei benefici dell'euro a vantaggio del paese che emette il titolo di stato "àncora", che percepisce una parte cospicua di quella frazione del "privilegio eccessivo" di cui l'euro ha goduto - in maniera limitata ma crescente - dalla sua creazione¹⁴. In ogni caso, la mancanza di un mercato finanziario integrato europeo impedisce il rafforzamento del ruolo internazionale dell'euro, essenziale per proteggere gli interessi geostrategici dell'Europa¹⁵. Allo stesso tempo, a causa della frammentazione, l'Area euro non è stata finora in grado di sfruttare il vasto potenziale dell'Unione finanziaria come canale per stabilizzare la sua economia, contrariamente a quanto accade negli Stati Uniti¹⁶.

3. La politica monetaria subisce gli effetti dell'attuale insufficienza del mercato dei titoli sovrani europei

L'asimmetria nell'architettura finanziaria dell'Area euro è aggravata dalla scarsità di *safe asset* non solo a livello di Area euro ma anche a livello globale, con effetti sempre più evidenti sull'efficacia delle politiche monetarie delle banche centrali. Lo sviluppo finanziario, l'integrazione dei mercati finanziari globali, l'esperienza della crisi dei *sub-prime*, e la cosiddetta "secular stagnation",¹⁷ hanno aumentato fortemente la domanda di titoli obbligazionari sicuri e altamente liquidi, da usare anche come collaterale. A fronte di questa tendenza, l'offerta di *safe asset* in proporzione al PIL è scesa sia nell'Area euro che a livello mondiale, raggiungendo livelli senza precedenti: questo riflette la combinazione della caduta nella qualità del credito in alcune parti dell'Area

¹³ Van Riet A. (2017), Addressing the Safety Trilemma: a Safe Sovereign Asset for the Eurozone, *ESRB Working Paper Series* No 35, febbraio. Cfr. anche Gabor: «per la zona dell'euro, un problema fondamentale è che il Bund Tedesco svolge il ruolo del titolo sicuro, per ragioni storiche complesse. Questo è insostenibile» Gabor D. (2019) tweet di @DanielaGabor, 19 giugno.

¹⁴ Secondo Gräß *et al.* (2019): «alcuni stati membri dell'Area euro godono di un "privilegio esorbitante" economicamente significativo. Poiché le detenzioni di titoli di stato dell'Area euro da parte delle banche centrali estere si concentrano in pochi paesi dell'Eurozona che emettono debiti considerati come privi di rischi, il "privilegio eccessivo" può aver contribuito all'ampliamento dei differenziali (spread) tra titoli sovrani all'interno dell'Area euro», Gräß J, Kostka T., Quint D. (2019), Quantifying the Exorbitant Privilege – Potential Benefits from a Stronger International Role of the Euro, in *The international role of the euro*, Banca centrale europea, giugno.

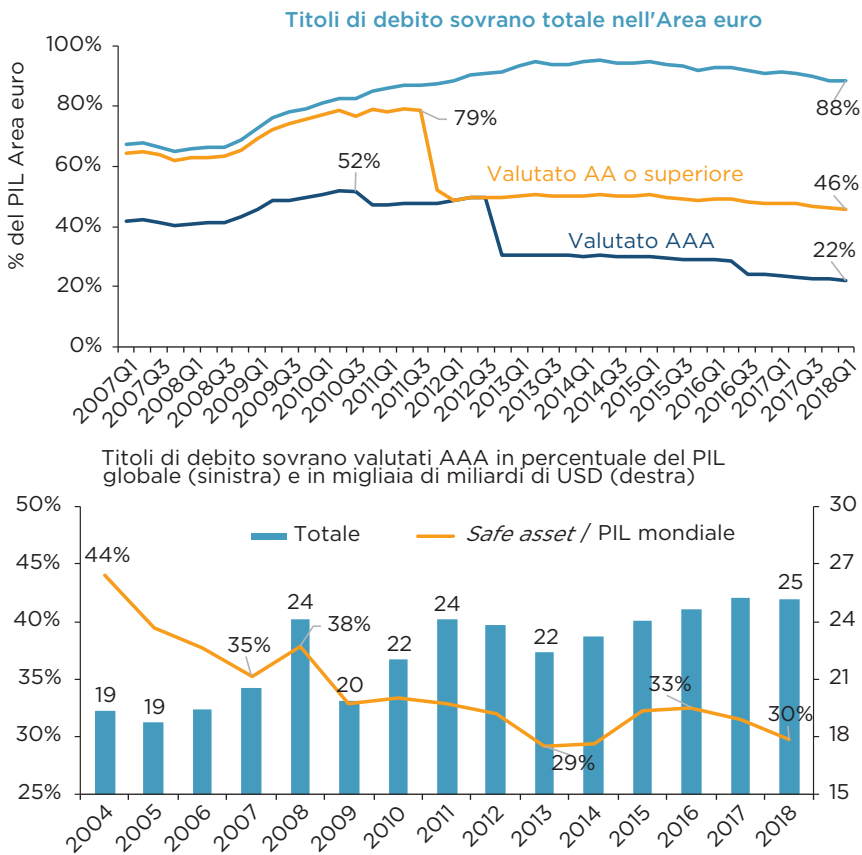
¹⁵ Commissione europea (2019); *op. cit.*; Mario Draghi (2019), prefazione in *The International Role of the Euro*, Banca centrale europea, giugno 2019.

¹⁶ Buti M., Leandro J., Nikolov P. (2016), Smoothing Economic Shocks in the Eurozone: The Untapped Potential of the Financial Union, *VoxEU*, 25 agosto.

¹⁷ Dovuta ad una caduta nelle preferenze per gli investimenti e un aumento delle preferenze per i risparmi, anche a causa dell'invecchiamento della popolazione soprattutto nei paesi sviluppati. Cfr. Summers L.H. (2014), Reflections on the New Secular Stagnation Hypothesis, 30 ottobre. <https://voxeu.org/article/larry-summers-secular-stagnation>; Gourinchas P.-O., Rey H. (2019), Global Real Rates: a Secular Approach, *BIS Working Papers* No 793.

euro e soprattutto del significativo aumento del PIL globale negli ultimi anni, con la crescita economica della Cina e dell'India, che tuttavia non emettono titoli sovrani Tripla-A. Di conseguenza, nel 2018 i titoli di debito sovrano Tripla-A nell'Area euro rappresentano solo il 22% del suo PIL, a fronte di un picco del 52% nel 2010. A livello globale, l'offerta di obbligazioni sovrane Tripla-A è crollata nel 2018 al 30% del PIL mondiale, contro il 44% nel 2004 (Figura 1).

Figura 1 - L'offerta di beni sicuri di alta qualità è diminuita nell'Area euro e a livello globale



Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Moody's, Eurostat.

La scarsità relativa di *safe asset* risultante da questi sviluppi negli equilibri dei mercati finanziari, nonché nell'UE dall'impostazione della politica fiscale tedesca, sembra essere un elemento determinante che ne fa decollare i prezzi e spinge i tassi di interesse di riferimento del mercato al loro limite inferiore¹⁸. Ciò complica la conduzione e la trasmissione della politica monetaria unica, e neppure gli acquisti massicci di titoli nazionali effettuati negli ultimi anni – entro limiti necessari per ragioni legali o politiche – sembrano sufficienti a superare questa situazione di persistente inflazione modesta,¹⁹ con conseguenze significative per la dinamica del debito pubblico. Il livello nominale del PIL è infatti oggi inferiore di molti punti percentuali rispetto a quello che sarebbe stato se l'obiettivo di inflazione fosse stato raggiunto regolarmente negli anni dopo la crisi (specialmente se l'obiettivo si interpreta in modo simmetrico). Paradossalmente, una modesta inflazione protratta nel tempo, come la minore crescita reale a cui è spesso collegata, finisce anche essa per alimentare i dubbi sulla solvibilità dei paesi ad alto debito e quindi più vulnerabili, e questi dubbi possono a loro volta minare la stabilità finanziaria dell'Area euro nel suo insieme. Convivere con questi rischi ed effetti di un mercato dei titoli sovrani in Europa frammentato ed asimmetrico è un lusso che l'UEM non si dovrebbe permettere.

4. Superare i rischi e costi della frammentazione dei mercati delle obbligazioni nazionali richiede un *safe asset* europeo

Esiste già una letteratura approfondita che suggerisce che un *safe asset* europeo potrebbe essere in grado di evitare gli effetti destabilizzanti dei flussi di capitale nell'Area euro in tempi di forte avversione

¹⁸ Borio e Disyatat hanno evidenziato come lo squilibrio tra l'offerta e domanda di titoli sicuri sia un fattore che incide sul tasso di interesse di mercato. Borio C., Disyatat P. (2011), *Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link?*, *BIS Working Papers*, No 346, Monetary and Economic Department, maggio.

¹⁹ Secondo Grandia *et al.*, la domanda di attività liquide di elevata qualità (e possibili fenomeni di scarsità) interferisce con l'efficienza e l'efficacia del quadro di attuazione della politica monetaria dell'Eurosistema, ossia con la sua capacità di garantire che le condizioni monetarie e finanziarie siano in linea con la politica monetaria della Banca centrale. Fenomeni di scarsità possono riflettere gli effetti di ricerca di titoli-rifugio in periodi di difficoltà, il che rende il perimetro delle "attività sicure" più contenuto rispetto a quello più ampio delle attività definite "liquide di qualità elevata". Cfr. Grandia R., Hanling P., Lo Russo M., Aberg P. (editori, 2019), *Availability of High-Quality Liquid Assets and Monetary Policy Operations: an Analysis for the Euro Area*, *Occasional Paper Series*, No 218, Banca centrale europea. Inoltre, secondo Brand *et al.* asimmetrie nelle operazioni di pronti contro termine nei vari paesi dell'Area euro indicano una persistente frammentazione del mercato lungo le giurisdizioni e una carenza strutturale di titoli sicuri. Le differenze che ne derivano in termini di condizioni di finanziamento rischiano di perpetuare le differenze nelle condizioni e nella stessa concessione di prestiti lungo il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Cfr., Brand C., Ferrante L., Hubert A. (2019), *From Cash- to Securities-Driven Euro Area Repo Markets: the Role of Financial Stress and Safe Asset Scarcity*, *Working Paper Series*, No 2232, Banca centrale europea.

al rischio²⁰. Inoltre, l'offerta di un titolo omogeneo e di elevata qualità a livello sovranazionale fornirebbe una curva di rendimento comune, che rifletterebbe meglio le aspettative e le condizioni di finanziamento e che potrebbe essere più facilmente plasmata dalle operazioni di politica monetaria, facilitandone le operazioni di mercato aperto e consentendo alla Banca centrale europea di utilizzare più efficacemente il suo strumentario.

Un *safe asset* per l'Area euro con una curva comune dei rendimenti permetterebbe anche un importante progresso verso una maggiore integrazione dei mercati dei capitali europei. In particolare, un mercato obbligazionario europeo che ruoti intorno ad un *safe asset* profondo e liquido fornirebbe un parametro di riferimento per tutti i mercati, facilitando il finanziamento delle imprese²¹. Inoltre, sosterebbe un'ulteriore diversificazione dei portafogli degli investitori, fornendo nel contempo una nuova fonte di garanzie di elevata qualità per le operazioni finanziarie transfrontaliere. Tutto ciò permetterebbe di proteggere gli investimenti, migliorare la ripartizione del rischio privato nell'Area euro, e favorire un rafforzamento del ruolo internazionale dell'euro²². Dovrebbe anche contribuire a distribuire più equamente il "privilegio eccessivo" di cui l'euro potrebbe godere ancora più cospicuamente²³.

Un *safe asset* comune potrebbe infine consentire un funzionamento più lineare dei mercati delle obbligazioni sovrane degli stati europei (che continuerebbero ad esistere in parallelo al *safe asset*), facilitando una maggiore coerenza tra prezzi e fondamentali e, in particolare, rispetto all'evoluzione del debito, creando migliori condizioni e incentivi più forti per condurre politiche di bilancio nazionali sane.

Tenendo conto di tutti questi argomenti, si può ragionevolmente concludere che l'architettura dell'UEM potrebbe significativamente irro-

²⁰ Brunnermeier M.K., Langfeld S., Pagano M., Reis R., Nieuwerburgh S.V., Vayanos D. (2017), *Esbies: Safety in the Tranches*, *Economic Policy*, 32 (90), aprile 2017.

²¹ CEPS-ECMI (2019), *Rebranding Capital Markets Union: a Market Finance Action Plan*, *Report of a Task Force*, Centre for European Policy Studies and European Capital Markets Institute, giugno.

²² Come sostenuto da Bruegel ed il Consiglio europeo per le relazioni estere: «ci sono pochi dubbi che la creazione di un titolo sicuro non-nazionale di riferimento accrescerebbe l'attrattività dell'euro per gli investitori internazionali, ma ci sono allo stesso tempo pochi dubbi che, anche nel caso di in cui un tale titolo non implichi mutualizzazione del debito, la sua creazione richiederebbe il superamento di ostacoli politici significativi», Leonard M., Pisani-Ferry J., Ribakova E., Shapiro J., Wolff G.B. (2019), *Redefining Europe's Economic Sovereignty*, *Policy Contribution Issue* n°9, giugno, Bruegel.

²³ Secondo Gräßl *et al.* (2019): «Un ingrediente per un ruolo internazionale più forte dell'euro deve essere un più ampio approvvigionamento di titoli sicuri. [...] A più lungo termine, la creazione di un'attività sicura per l'Area euro, se così deciso dagli stati membri, in modo da non pregiudicare gli incentivi a sane politiche di bilancio nazionali, potrebbe anche contribuire a tale obiettivo. Un vantaggio indiretto di un forte ruolo internazionale dell'euro sarebbe che il "privilegio eccessivo" dell'euro sarebbe più diffuso in tutti i soggetti sovrani dell'Area euro», Gräßl J., Kostka T., Quint D. (2019), *op. cit.*

bustirsi se il funzionamento dei mercati dei titoli sovrani evolvesse intorno ad un *safe asset* europeo²⁴.

5. Come costruire un *safe asset* europeo senza mutualizzare il debito? Il modello degli E-bond

Nel corso dell'ultimo decennio sono state presentate molte idee su come si potrebbe creare un *safe asset* europeo. Molti osservatori hanno sottolineato le serie limitazioni giuridiche e politiche che si applicano a costruzioni che comportano una mutualizzazione dei rischi (come i cosiddetti "Eurobond" o le "Obbligazioni Blu"²⁵), che richiederebbero una modifica del trattato dell'Unione europea. Un *safe asset* europeo dovrebbe invece essere conforme al quadro giuridico stabilito dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), in particolare al principio della non-mutualizzazione del debito nazionale. Ciò è non solo una necessità giuridica, ma anche una pre-condizione perché si possa aggregare un sufficiente sostegno politico.

Le costruzioni che comportano ingegneria finanziaria come i titoli garantiti da obbligazioni sovrane cartolarizzate (SBBS), concepite appunto per evitare rischi di mutualizzazione,²⁶ sono invece criticate per motivi tecnici, soprattutto in relazione al loro comportamento in periodi di stress del mercato. Alcuni osservatori considerano che in tali situazioni ci sia un rischio concreto che si debba ricorrere in ultima istanza a garanzie congiunte degli stati per evitare un default che avrebbe effetti sistemici, qualora una parte importante del mercato finanziario europeo detenesse questi titoli.

A metà strada tra questi due approcci, si trova un'altra opzione, il modello *E-bond*. Questo modello sembra promettente, perché permetterebbe di ottenere un livello sufficiente di sicurezza, attrattività e volume per il *safe asset* comune, evitando nel contempo garanzie congiunte, la messa in comune eventuale del debito nazionale, condotte nazionali rischiose ed effetti indesiderati sui mercati.

²⁴ Costancio V. (2019) osserva: «l'Unione monetaria, l'Unione bancaria e l'Unione dei mercati dei capitali sono profondamente intrecciate. Un titolo sicuro europeo è un elemento fondamentale dei tre progetti», *op. cit.*; Visco I. (2019) afferma: «l'introduzione di titoli sicuri nell'Area euro è il denominatore comune necessario per completare le tre Unioni - bancaria, del mercato dei capitali e fiscale - che devono accompagnare l'Unione monetaria»; in *Considerazioni finali del Governatore, Relazione annuale*, Banca d'Italia, 31 maggio 2019.

²⁵ Delpla J., von Weizsäcker J. (2010), *The Blue Bond Proposal, Policy Brief 2010/03*, Bruegel.

²⁶ Brunnermeier *et al.* (2017) *op. cit.*; ESRB High-Level Task Force on Safe Assets (2018), *Sovereign Bond-Backed Securities: a Feasibility Study*, gennaio.

La proposta degli E-bond è stata avanzata per la prima volta nella "Relazione sul mercato unico" di M. Monti nel 2010²⁷. Essa è stata ripresa nel Libro Verde della Commissione europea (2011) sugli *Stability bonds*²⁸. Più recentemente, le analisi di Zettelmeyer e Leandro (2018, 2019)²⁹, e di Giudice *et al.* (2019)³⁰ hanno permesso di identificare meglio le caratteristiche e i vantaggi di questa opzione.

Come funzionerebbero in pratica gli E-bond? Essi sarebbero emessi da un ente pubblico (un emittente comune con un mandato istituzionale europeo) che concederebbe gli importi così raccolti sul mercato agli stati membri attraverso prestiti privilegiati³¹. Gli stati membri utilizzerebbero i fondi ricevuti per sostituire il debito (titoli obbligazionari) esistente. L'uso della prelazione di questo credito (ossia della subordinazione degli altri debiti di nuova emissione a questo) e la limitazione di questi prestiti ad una percentuale massima del PIL nazionale renderebbero gli E-bond sicuri senza ricorrere alla cartolarizzazione, alla mutualizzazione del debito (attuale o futuro) o a garanzie comuni. I prestiti totali sarebbero equivalenti ad una stessa percentuale del PIL per ciascuno stato membro. Di conseguenza, l'emissione totale di E-bond ammonterebbe all'incirca a questa stessa proporzione anche in termini di PIL complessivo dell'Area euro³².

Zettelmeyer e Leandro (2018, 2019) deducono dalla loro analisi che gli E-bond presentano caratteristiche interessanti in termini di sicu-

²⁷ Monti M. (2010) si veda la sezione Supporting the Single Market and Financial Integration, Through the Issuance of E-bonds in *A New Strategy for the Single Market: at the Service of Europe's Economy and Society*, Report to the President of the European Commission José Manuel Barroso, pp. 61-64, maggio 2010, http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/empl/dv/empl_monti_report/_empl_monti_report_en.pdf. L'introduzione di E-bond è stata anche successivamente suggerita da Juncker J.C. e da Tremonti G. (2010), sebbene la loro proposta sia poi stata interpretata erroneamente come basata sulla mutualizzazione dei debiti nazionali, *E-bonds Would End the Crisis*, *Financial Times*, 5 dicembre 2010.

²⁸ Cfr. l'"Opzione 3" nel Libro Verde sulla fattibilità dell'introduzione di *stability bond*, Commissione europea, COM (2011) 818 definitivo, [http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com\(2011\)0818_/com_com\(2011\)0818_it.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com(2011)0818_/com_com(2011)0818_it.pdf)

²⁹ Zettelmeyer J., Leandro Á., (2018), Europe's Search for a Safe Asset, *Policy Brief* 18-20, ottobre, Peterson Institute for International Economics, <https://piee.com/publications/policy-briefs/europes-search-safe-asset/>; e Leandro Á., Zettelmeyer J. (2019), Safety Without Tranches: Creating a "Real" Safe Asset for the Euro Area, *CEPR Policy Insight*, No 93, https://cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight93.pdf

³⁰ Giudice G., de Manuel M., Kontolemis Z., Monteiro D. (2019), A European Safe Asset to Complement National Government Bonds, *SSRN*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3447173

³¹ La Commissione europea ha indicato che un Tesoro dell'Area euro potrebbe operare in modo analogo in quanto: «potrebbe prendere forma, per accedere ai mercati finanziari per conto dei suoi membri per finanziare una parte delle loro esigenze di finanziamento regolare», cfr. Commissione europea (2019), *op. cit.*, p. 12.

³² Alcuni stati membri più piccoli dispongono attualmente di livelli di debito molto bassi, il che significa che l'emissione massima a titolo delle obbligazioni elettroniche potrebbe scendere al di sotto della soglia comune in tali casi. Non sembra esservi alcuna controindicazione al finanziamento di tutto il debito dei paesi a debito molto basso tramite l'emissione di E-bond, dato il ridotto rischio di credito di questi paesi. Inoltre, gli E-bond eliminerebbero i rischi di liquidità cui sono attualmente esposti i detentori di obbligazioni nazionali emesse dai piccoli stati membri con bassi livelli di indebitamento.

rezza, liquidità e incentivi e sostengono che, date le loro dimensioni potenziali e la loro attrattività nonché il loro impatto limitato sui mercati obbligazionari nazionali, essi meritano un'attenta indagine.

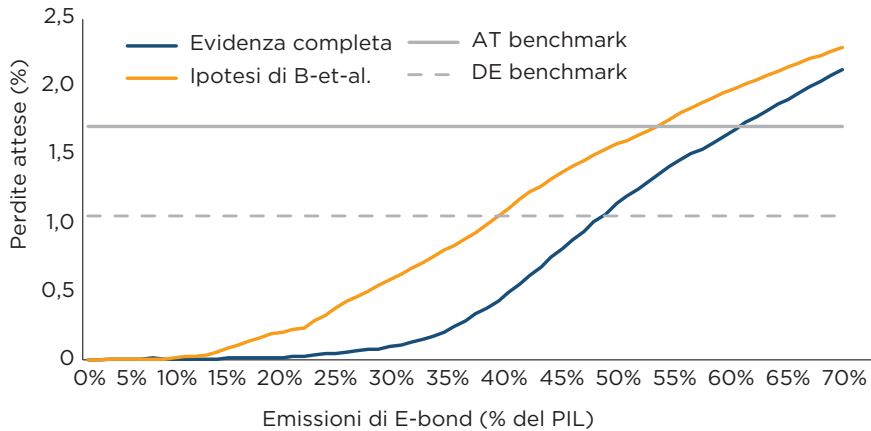
In quest'ottica, Giudice *et al.* (2019) considerano che con un volume moderato di emissioni totali si potrebbe creare con gli E-bond un *safe asset* sovranazionale europeo di qualità come minimo paragonabile al Bund, senza pregiudicare lo stock di debito già sul mercato, nè modificare il volume del debito nell'Area euro. Gli E-bond permetterebbero pertanto di aumentare l'offerta totale di titoli sicuri e la liquidità sul mercato obbligazionario (in particolare sulle scadenze a breve termine) senza pregiudicare il rating AAA del Bund, né la capacità degli stati membri più vulnerabili di finanziarsi regolarmente e convenientemente sul mercato.

Dal punto di vista della sicurezza, un aspetto importante è ovviamente il volume complessivo del titolo comune da raggiungere a pieno regime. Utilizzando come riferimento il livello di sicurezza pari ai valori storici medi espressi per la Germania (denominato in Figura 2 "DE benchmark"), gli E-bond sarebbero, secondo il modello utilizzato in Giudice *et al.* (2019), più sicuri di tale parametro di riferimento per volumi di emissione fino a circa il 47% del PIL europeo. In alternativa, si può utilizzare come soglia per ottenere lo *status* di attività sicura il valore di perdita attesa più alto tra gli stati membri che hanno conservato un rating AAA in gran parte del periodo di campionamento utilizzato nella calibrazione del modello, beneficiando al contempo almeno di un rating AA+ (Austria e Finlandia)³³. In questo caso (denominato nel grafico "AT benchmark"), l'emissione comune potrebbe perfino raggiungere volumi vicini al 60% del PIL, sempre avendo un livello di rischio inferiore a quello di titoli che sono considerati come tripla-A. Perciò, senza considerare gli effetti collaterali sui mercati nazionali, gli E-bond potrebbero beneficiare di un elevato livello di sicurezza anche per emissioni significative in termini del PIL dell'Area euro.

Un altro parametro importante per valutare la rischiosità degli E-bond è il *valore a rischio* (VaR), che considera i rischi associati a perdite particolarmente gravi. L'analisi in Giudice *et al.* (2019) suggerisce che quando l'emissione di E-bond è limitata, il rischio per gli investitori è ridotto. Per emissioni pari al 20% del PIL, il VaR è del tutto trascurabile (Figura 3). La protezione intrinseca di cui beneficia l'emittente comune tramite il privilegio dei suoi prestiti agli stati consente agli E-bond di comportare in situazioni estreme perdite potenziali molto basse e più basse persino delle perdite potenziali comportate dal Bund tedesco, uno dei paesi più sicuri del campione, e ciò fino a volumi di E-bond pari al 50% del PIL.

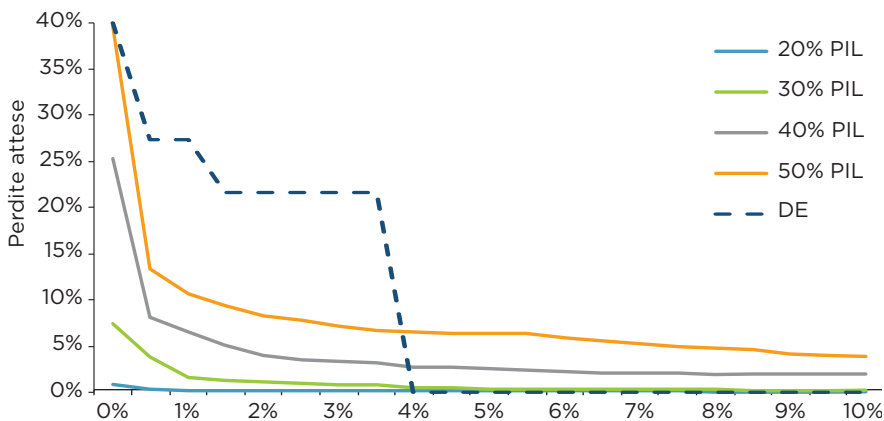
³³ Quest'ultimo criterio corrisponde ad una perdita attesa sui titoli obbligazionari emessi dall'Austria dell'1,71%.

Figura 2 - Perdite attese nei 5 anni sugli E-bond



Fonte: Giudice et al. (2019).

Figura 3 - Valore a rischio per E-bond di vario volume (e per Bund tedesco)



Nota: Le linee continue sono il VaR per gli E-bond di dimensioni diverse. La linea tratteggiata presenta il VaR per la Germania. In base alle ipotesi ricalcolate; il VaR al quantile 0% rappresenta la perdita massima possibile; i rischi del modello per la Germania sono illustrati a fini comparativi.

Fonte: Giudice et al. (2019).

Il volume degli E-bond ha un effetto diretto sul rischio di credito, sui prezzi e sulla liquidità delle obbligazioni nazionali che continuano ad essere emesse direttamente sul mercato dagli stati. Questo limita naturalmente il livello di emissione comune che può essere considerato accettabile. Giudice et al. (2019) analizzano quantitativamente questo effetto, stimando le perdite attese delle obbligazioni (residue) na-

zionali - e le implicazioni sul loro costo - per vari livelli di emissione comune di E-bond.

Per volumi di E-bond considerati prudenti (da 15 a 30% del PIL), i nuovi titoli nazionali non subirebbero un significativo aumento del rischio di perdite dovuto alla subordinazione. L'effetto sarebbe ovviamente meno pronunciato per i paesi attualmente considerati sicuri dai mercati. Per paesi ad alto rating, i costi "marginali", cioè il costo di finanziamento per la parte di debito finanziata attraverso emissione di titoli nazionali, aumenterebbero dunque relativamente poco. Gli altri paesi subirebbero aumenti dei costi marginali più vistosi, ma come evidente nella parte sinistra della Tabella 1, per volumi prudenti di emissione di E-bond gli aumenti sarebbero in ogni caso limitati. Essi non sarebbero però irrilevanti, il che dovrebbe rafforzare la disciplina di mercato senza avere un effetto negativo sulla dinamica del debito. Questo è possibile perché i costi medi di finanziamento degli stati membri (cioè la somma ponderata del costo più basso del prestito dell'emittente comune e del costo più alto sulla parte emessa a livello nazionale) rimarrebbero sostanzialmente stabili per tutti i paesi, scendendo significativamente per i paesi a basso debito (cfr. parte destra della Tabella 1).

È utile spiegare meglio perché un aumento - purché limitato - del costo marginale del debito a seguito della prelazione del prestito ricevuto dall'emittente comune sarebbe una cosa positiva. I governi tendono a trascurare i segnali di mercato a meno che gli spread diventino così alti che in assenza di un consolidamento fiscale rischiano di generare una spirale di debito ed interessi crescenti³⁴. Sappiamo che i mercati hanno la tendenza ad essere compiacenti. Reagiscono poi in maniera improvvisa ed esagerata quando si rendono conto che verosimilmente il debito è diventato troppo elevato rispetto alla capacità del paese di mantenerlo sotto controllo grazie alla crescita del PIL. A questo punto, la correzione fiscale che il governo è costretto a fare per calmare i mercati ha in generale un primo effetto recessivo, che rischia di alimentare ulteriormente la percezione di insostenibilità del debito, a meno che la correzione non sia così drastica da far capire ai mercati che il disavanzo sarà ridotto in maniera credibile. Il risultato è presumibilmente un aggiustamento doloroso, e non è neppure detto che il paese riesca ad evitare un default, come purtroppo successo per la Grecia. Con la prelazione del prestito ricevuto dall'emittente comune, si attirerebbe l'attenzione degli operatori finanziari e dei governi sul tasso marginale del debito. Il suo aumento in tempi normali a causa della prelazione dovrebbe spingere i governi a prendere le misure necessarie per la sostenibilità del debito prima che il livello di quest'ultimo e/o il suo costo *medio* siano troppo alti.

³⁴ Meyermans E. (2019), Does Market Discipline Enter Governments' Fiscal Reaction Functions in the Euro Area?, *Quarterly Report of the Euro Area*, 18 (1), Institutional Paper 111.

Agendo prima, e quindi ad un livello di debito più basso, sarà necessario un minore aggiustamento fiscale con un minore impatto recessivo, avendo allo stesso tempo più spazio perché il debito aumenti temporaneamente senza innescare una spirale incontrollata.

Nel suo insieme, il segnale più lineare dato dai mercati dovrebbe portare più stabilità riducendo il rischio di crisi di solvibilità, con effetti virtuosi sia sull'evoluzione del debito che della crescita. Ovviamente, come già sottolineato, tutto questo vale se l'aumento del costo marginale del debito dovuto alla prelazione rimane contenuto. Se fosse troppo alto, ci sarebbe il rischio che il segnale diventi più volatile, mettendo in dubbio il funzionamento del mercato stesso e la capacità dei governi di coprire il fabbisogno. Questo richiede quindi, guardando alla Tabella 1, di calibrare la dimensione degli E-bond in modo che l'aumento del premio di rischio da pagare dai paesi ad alto debito sui loro titoli nazionali sia limitato (per esempio, inferiore ai 100 punti base), che corrisponde ad emissioni comuni inferiori al 30% del PIL.

Tabella 1 - Aumento dei premi per il rischio di credito (variazione nel costo marginale) delle obbligazioni nazionali (in punti base) e variazione del premio sul totale del debito pubblico per emissioni di E-bond equivalenti al 15 o il 30% del PIL dell'Area euro

	0% (no E-bond)		E-bond in % del PIL			E-bond in % del PIL	
			15%	30%		15%	30%
DE	21	Aumento dei premi pagato sui titoli nazionali (in punti base) per il rischio di credito rispetto al premio prima degli E-bond (colonna 0%)	+8	+27	Variazione nel premio medio sul debito totale del paese (in punti base) per il rischio di credito rispetto al premio prima degli E-bond (colonna 0%)	0	1
NL	28		+12	+43		0	1
LU	28					-25	-23
AT	34		+9	+25		0	1
FI	19		+11	+40		0	0
FR	35		+9	+26		0	1
BE	43		+9	+21		0	1
EE	94					-68	-66
SK	57		+32	+64		0	-20
IE	101		+37	+104		0	-5
LV	154		+159			-5	-137
LT	122		+94	+147		0	-81
MT	111		+35	+101		0	0
SI	100		+45	+115		1	-14
ES	83		+29	+81		0	-3
IT	97		+17	+41		0	1
PT	146		+32	+82		0	0
CY	352	+62	+158	-1	3		
EL	308	+38	+87	-1	-1		
Premio di rischio degli E-bond			0	3			

Note: la prima colonna (0%) indica i premi nazionali pagati in base al rischio di credito in assenza di E-bond; l'ultima riga indica i premi (medi) di rischio di credito pagati sugli E-bond; una cella vuota indica una situazione in cui il volume di E-bond supera l'importo del debito sovrano ammissibile, cosicché non sarebbe necessario emettere obbligazioni nazionali per quel paese. Questi paesi pagherebbero il costo medio che si applica agli E-bond (ultima riga), che a sua volta dipende dal volume di emissione. Fonte: Giudice *et al.* (2019).

In conclusione, e ricordando che le stime qui presentate vanno prese con cautela e necessitano ulteriori conferme, gli E-bond potrebbero raggiungere, senza significativi effetti collaterali e con un elevato livello di sicurezza, un volume compreso tra il 15 e il 30% del PIL dell'Area euro. Con questa taglia, essi sarebbero sufficientemente grandi da diventare al contempo il *safe asset* di riferimento per il settore bancario, per i mercati dei capitali e per le operazioni di politica monetaria nell'Area euro. Sebbene esista chiaramente un potenziale per volumi più elevati, sembra ragionevole - date le incertezze che circondano il processo di introduzione progressiva - seguire un approccio prudente ed eventualmente ampliare gradualmente le dimensioni dello schema sulla base dell'esperienza³⁵.

Va infine sottolineato che le stime in Giudice *et al* (2019) riportate sopra sono basate su simulazioni statiche di variazioni del rischio di credito tra due componenti del debito pubblico, una parte finanziata direttamente sui mercati obbligazionari e una parte finanziata mediante prestiti di un emittente comune. In questa analisi, i rischi di credito sono semplicemente trasferiti da un componente all'altro, ma si presume che l'importo globale del rischio (che riflette la probabilità di insolvenza e la perdita in caso di insolvenza) rimanga invariato. Tuttavia, è possibile che vari effetti di equilibrio generale possano manifestarsi non appena l'emissione di E-bond raggiunga dimensioni sufficienti. Sebbene essi vadano studiati, il segno del loro effetto sembra abbastanza chiaro.

6. Aspetti operativi e legali degli E-bond

Resta da vedere se l'introduzione di un *safe asset* europeo utilizzando la costruzione degli E-bond possa essere in grado di soddisfare tutte le necessarie considerazioni giuridiche, tecniche e politiche. Alcuni dei principali elementi possono essere qui delineati.

A. CONSIDERAZIONI GIURIDICHE

La compatibilità degli E-bond con i trattati dell'UE sembra assicurata da una lettura della sentenza *Pringle* della Corte di giustizia europea (2012). In conformità con tale sentenza, l'emittente comune degli E-

³⁵ Si potrebbe considerare di iniziare le emissioni concentrandosi sulle brevi scadenze, analogamente a quanto proposto nel modello degli *Eurobill* (titoli a breve termine, nella versione senza mutualizzazione o garanzie comuni), per poi evolvere nel tempo estendendo le scadenze e creando una curva dei rendimenti a livello europeo. Si veda anche l'invito a iniziare con gli *Eurobill* da parte del CEPS-ECMI: «Il primo passo dovrebbe essere l'emissione congiunta di buoni del tesoro a breve termine, sulla base di un chiaro criterio di ripartizione e con la partecipazione degli uffici nazionali di gestione del debito nella sua *governance*. Il potenziale dell'emissione di obbligazioni a più lungo termine dovrebbe essere soggetto a un'ulteriore analisi dei diversi modelli possibili» CEPS-ECMI (2019), *op. cit.* Altre fonti pertinenti in merito agli *Eurobill* sono G. Bishop (2018), *Temporary Eurobill Fund (TEF): 30 FAQs*, maggio, e le conclusioni del gruppo di esperti su *Debt Redemption Fund and Eurobills*, Commissione europea (2014), marzo.

bond non diventerebbe un garante degli stati membri partecipanti né si accollerebbe il loro debito³⁶. Gli stati membri rimarrebbero cioè individualmente responsabili dei loro impegni nei confronti dei creditori, e ci sono condizioni legate ai prestiti dell'emittente comune (ossia l'obbligo di concedere prelazione rispetto ad altri debiti) che inducono i beneficiari ad attuare politiche di bilancio virtuose³⁷.

Un aspetto cruciale dello schema è la credibilità del rango privilegiato dei prestiti concessi dall'emittente comune agli stati membri³⁸. Essa potrebbe essere assicurata stabilendo il rango privilegiato in varie forme legali (eventualmente complementari), quali i) un accordo intergovernativo, ii) una specifica clausola di "prelazione del credito" nel contratto di prestito e iii) una clausola di "subordinazione" nei (nuovi) contratti obbligazionari nazionali. L'assetto giuridico dovrebbe essere costruito in modo da evitare la possibilità di modifiche unilaterali da parte di uno stato membro, ed includere disincentivi per evitare che uno stato membro decida nonostante gli obblighi giuridici di non onorare la prelazione dei prestiti dell'emittente comune³⁹. Va comunque sottolineato che esistono già nell'attuale quadro giuridico strumenti per limitare questo rischio⁴⁰.

Per affrontare il rischio di perdita in casi estremi, nell'improbabile eventualità che la proporzione della perdita da insolvenza possa essere maggiore di quanto ipotizzato, l'emittente comune potrebbe essere dotato di una riserva di capitale. Il volume di questa riserva di capitale sarebbe comunque molto ridotto per un volume di E-bond che resti al di sotto del 20% del PIL dell'Eurozona⁴¹. Questa limitata condivisione del rischio, sotto forma di un capitale comune, andrebbe a vantaggio di tutti gli stati membri, riducendo il premio di rischio

³⁶ L'emittente comune potrebbe essere, ad esempio, il Meccanismo europeo di stabilità (MES), la Banca europea per gli investimenti, la Commissione o un nuovo soggetto sovranazionale. Paolo Savona ha recentemente proposto di assegnare questo ruolo al MES, Savona P. (2019), *The Time is Ripe for a European Safe Asset*, *Financial Times*, 27 febbraio 2019. Per quanto riguarda la compatibilità dei prestiti forniti dal MES con i Trattati europei, cfr. paragrafo 138 e 139, Corte di giustizia dell'Unione europea (2012), *Sentenza della seduta plenaria del 27 novembre 2012*, Thomas Pringle/Government of Ireland e altri, Causa C-370/12.

³⁷ Cfr. Paragrafo 137, Corte di giustizia dell'Unione europea (2012), *op.cit.*

³⁸ La partecipazione all'emissione comune potrebbe essere aperta agli stati membri dell'UE al di fuori dell'Area euro a condizione che, oltre ad accettare come gli altri la subordinazione del loro debito, assumano il rischio di cambio relativo al rimborso dei prestiti in euro ricevuti dall'emittente comune.

³⁹ Il rango dei prestiti non si applicherebbe in relazione agli obblighi correnti del governo, ad esempio per quanto riguarda il pagamento delle retribuzioni o delle pensioni. Per evitare ogni dubbio sulla questione, ciò dovrebbe essere descritto con precisione nei testi giuridici su cui si fonda la costruzione.

⁴⁰ Ad esempio, qualsiasi esborso a carico del bilancio dell'UE a favore di tale stato membro potrebbe essere sospeso a causa della grave violazione dello stato di diritto. Si potrebbe inoltre prevedere che la dotazione di bilancio sospesa dell'UE possa essere dirottata verso il rimborso dei crediti privilegiati fino a quando quest'ultimo non sia pienamente rispettato, anche se ciò potrebbe richiedere modifiche legislative.

⁴¹ La riserva di capitale sarebbe nettamente inferiore a quella suggerita da Zettelmeyer e Leandro (2018), tenuto conto dei risultati del VaR più favorevoli in Giudice *et al.* (2019).

per gli E-bond. Essa appare compatibile con l'articolo 125 del TFUE, come suggerito dalla sentenza *Pringle*, sulla riserva di capitale del MES⁴².

B. PERIODO DI TRANSIZIONE

Una questione importante da considerare è la transizione verso il nuovo regime. Al fine di preservare gli attuali portafogli degli obbligazionisti ed evitare instabilità sui mercati, le obbligazioni esistenti dovrebbero essere soggette alla clausola di *grandfathering*, il che significa che la subordinazione si applicherebbe soltanto alle obbligazioni di nuova emissione. Inoltre, il volume prefissato a regime per gli E-bond si tradurrebbe in tassi di subordinazione specifici per paese ed il tasso implicito di subordinazione per ciascun paese sarebbe mantenuto costante durante la transizione⁴³. Una volta creata la curva di rendimento per gli E-bond, la transizione potrebbe essere accelerata per raggiungere più rapidamente il volume a regime previsto per gli E-bond. A tal fine, i prestiti dell'emittente comune agli stati membri potrebbero essere superiori al loro fabbisogno per il rinnovo del debito in scadenza. Questo finanziamento supplementare potrebbe essere utilizzato dai gestori del debito pubblico nazionale per sostituire le "vecchie" obbligazioni protette dal *grandfathering* mediante un esercizio di gestione delle passività, ad esempio offrendo uno *swap* di titoli⁴⁴.

C. GOVERNANCE DELLE EMISSIONI

Gli stati membri dovrebbero svolgere un ruolo fondamentale nell'emissione comune di E-bond. In primo luogo, essi dovrebbero fissare di comune accordo il massimale del volume iniziale che può essere emesso in comune e i principali elementi della fase di transizione, nonché qualsiasi ulteriore aumento di tale volume massimo, a seconda del successo della loro introduzione. Queste decisioni dovrebbero essere prese a un livello politico elevato, dato il loro impatto. In secondo luogo, per la strategia di emissione e il suo funzionamento, i gestori del debito nazionale dovrebbero svolgere un ruolo

⁴² Nella sentenza *Pringle*, la Corte di giustizia dell'Unione europea non ha sottoscritto le interpretazioni estensive dell'articolo 125 del TFUE, propugnate da alcune parti. Le uniche strutture che possono essere escluse con certezza su queste basi sono quelle in cui: i) gli impegni degli stati membri sono assunti dai loro pari, vale a dire che lo stato membro è (parzialmente) liberato delle sue passività pertinenti a causa di un'operazione di salvataggio, (ii) non esiste un meccanismo atto a garantire incentivi (sufficientemente forti) per sane politiche di bilancio. Pertanto, le costruzioni che soddisfano questi due criteri potrebbero essere ritenute compatibili con il trattato, il che lascia potenzialmente spazio a una gamma relativamente ampia di opzioni. Nel contempo, una costruzione con un grado elevato di condivisione dei rischi ha maggiori probabilità di essere incompatibile con il diritto dell'Unione, a meno che non venga trovato un meccanismo di incentivi adeguato.

⁴³ Ciò eviterebbe le questioni giuridiche per quanto riguarda il debito sovrano attualmente in essere.

⁴⁴ Lo scambio rispetterebbe il medesimo tasso di subordinazione calcolato inizialmente per ciascuno stato membro.

centrale nel quadro di un consiglio di amministrazione che stabilisce il profilo di scadenza, le dimensioni delle emissioni specifiche e il loro calendario, tenendo presenti le possibili ripercussioni sul funzionamento dei mercati obbligazionari nazionali e integrando le strategie europee e nazionali in materia di emissioni. Rispecchiando tale *governance* e la natura pubblica di questo sforzo, il vantaggio di finanziamento di cui godrebbe l'emittente comune, attraverso uno sconto sui mercati per la liquidità elevata e premi di rischio di credito più bassi, sarebbe trasferito agli stati membri, al netto di eventuali commissioni concordate.

Un possibile modo di affrontare gli effetti di distribuzione e creare incentivi adeguati, eventualmente collegati a un rinnovato quadro di *governance* economica europea, sarebbe costituito dalla struttura dei costi che lo stato membro dovrebbe sostenere per i prestiti privilegiati. Questa potrebbe includere tre componenti: (i) una quota amministrativa destinata a coprire i costi operativi dell'emittente comune, (ii) un contributo in conto capitale che consenta il graduale accumulo di una riserva di copertura dei rischi estremi e (iii) una ritenuta temporanea, da distribuire agli stati membri solo dopo che essi dimostrano di rispettare gli impegni presi nell'ambito dei processi europei di sorveglianza multilaterale e di coordinamento⁴⁵. Quest'ultima componente, insieme alla pressione più lineare del mercato sui costi marginali di finanziamento,⁴⁶ creerebbe incentivi per l'attuazione di politiche di bilancio nazionali virtuose. Ciò non solo potrebbe aumentare la conformità con il Patto di stabilità e crescita, ma anche eventualmente facilitare la semplificazione di quest'ultimo.

Infine, per gestire potenziali turbolenze dei mercati obbligazionari nazionali, si potrebbe prevedere che il tetto massimo per l'emissione totale di E-bond includa un cuscinetto da utilizzare in circostanze eccezionali. Ad esempio, si potrebbe fissare il tetto massimo per l'emissione di E-bond al 20% del PIL, ma limitando l'emissione effettiva in tempi normali al 15% del PIL. Ciò fornirebbe una riserva pari al 5% del PIL, che potrebbe essere attivata se gli stati membri dovessero incontrare difficoltà temporanee di accesso ai mercati⁴⁷. Ciò avrebbe

⁴⁵ Ad esempio, in caso di mancato rispetto delle norme dell'UE in materia di coordinamento economico e fiscale, l'emittente di E-bond non conferirebbe al paese la ritenuta, assegnandola invece alla riserva di capitale.

⁴⁶ I segnali dati dal mercato sulla credibilità delle obbligazioni nazionali attraverso le variazioni dei prezzi potrebbero diventare più coerenti nella misura in cui l'introduzione degli E-bond potrebbe ridurre il rumore di fondo nel segnale (rischi di ridenominazione involontaria scomparirebbero) e anche rafforzarlo (costi marginali più elevati e più correlati ai fondamentali del paese).

⁴⁷ L'attivazione di questa riserva potrebbe essere utile ad aiutare a gestire i mercati nazionali a fronte di un deficit più elevato del previsto, per esempio a causa di un evento eccezionale. Questa situazione potrebbe verificarsi nei casi in cui dopo l'introduzione degli E-bond la liquidità del mercato nazionale fosse rarefatta. Ciò potrebbe essere il caso di quei paesi a basso debito dove tutto il finanziamento fosse normalmente fatto attraverso gli E-bond, oppure di paesi grandi ma con un mercato nazionale relativamente illiquido, per i quali un aumento anche minore del fabbisogno rispetto al PIL nazionale si tramuterebbe in un aumento dell'offerta di titoli significativo in valore assoluto che un mercato rarefatto avrebbe difficoltà ad assorbire nell'immediato.

un doppio beneficio: ridurrebbe gli importi che gli stati membri immettono sul mercato con titoli nazionali in periodi di stress e aumenterebbe l'offerta di titoli sicuri comuni proprio in un momento in cui probabilmente sono più richiesti, integrando eventuali azioni di politica monetaria.

7. Conclusioni e potenziali implicazioni degli E-bond per l'Italia

Le principali conclusioni che si possono trarre dagli elementi presentati in questa analisi sono le seguenti:

C'è una vulnerabilità al centro del sistema finanziario europeo che penalizza l'efficacia della politica monetaria, espone i mercati e l'economia reale all'instabilità e riduce la capacità dell'Europa di influenzare e allo stesso tempo di proteggersi dagli sviluppi economici e politici globali. Ciò richiede di migliorare rapidamente il funzionamento del mercato europeo dei titoli sovrani, attraverso l'introduzione di un *safe asset* europeo.

Con il modello degli E-bond, emessi da un'istituzione europea, sembra possibile creare un *safe asset* con un volume del 15-30% del PIL europeo senza effetti collaterali significativi e senza bisogno di garanzie comuni degli stati. Questo basterebbe a rendere i mercati obbligazionari e finanziari europei più stabili ed efficienti, a supportare così il loro sviluppo e l'integrazione necessaria per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile, oltre a rafforzare la sovranità geopolitica dell'Europa. Infine, un *safe asset* con tali caratteristiche potrebbe rendere l'euro più attraente per gli investitori globali attualmente scoraggiati dall'investire in Europa.

La grande liquidità del *safe asset* comune potrebbe portare un guadagno per tutti i paesi europei partecipanti. Nonostante un costo medio di finanziamento sostanzialmente invariato, la clausola di privilegio degli E-bond aumenterebbe i costi marginali (cioè il tasso di interesse pagato) sul debito che continua ad essere emesso dagli stati): ciò richiede prudenza nella calibrazione per evitare instabilità sui mercati, così come ogni rischio di *downgrading* del debito, e richiede anche l'esclusione dalla subordinazione dei titoli nazionali già in circolazione. Allo stesso tempo, la subordinazione e gli effetti macroeconomici degli E-bond potrebbero portare a politiche nazionali più prudenti e migliori risultati di bilancio, riducendo così nel tempo i rischi complessivi per la sostenibilità delle finanze pubbliche nei paesi dell'Area euro.

Ci si può attendere che il sistema bancario voglia detenere una quota significativa di E-bond, se diventa il principale strumento di liquidità e di garanzia ed è per costruzione isolato dalle evoluzioni dei debiti e

delle economie nazionali. Ciò ridurrebbe “meccanicamente” le esposizioni delle banche verso titoli nazionali sovrani, inclusi quelli verso quelli del paese in cui sono domiciliati, riducendo il rischio di un “circolo vizioso” tra banche e governi. L'introduzione di un *safe asset* europeo contribuirebbe anche a ridurre i rischi collaterali derivanti dall'attuazione di altre misure, come ad esempio una regolamentazione delle esposizioni bancarie, e potrebbe così sbloccare il negoziato politico per progredire verso l'Unione bancaria e quella dei capitali.

Una maggiore stabilità finanziaria, politiche fiscali più prevedibili e una più efficace trasmissione della politica monetaria potrebbero sostenere un aumento degli investimenti, del potenziale di crescita e delle entrate fiscali, e portare l'inflazione più vicina al valore di riferimento. Grazie a dinamiche messe in moto con l'introduzione del *safe asset*, per un dato sforzo di bilancio il rapporto debito/PIL potrebbe ridursi molto più rapidamente, e questo effetto sarebbe più pronunciato per paesi ad alto debito. Un miglioramento della sostenibilità delle finanze pubbliche ridurrebbe ulteriormente il rischio di credito, attenuando l'impatto sui costi marginali di finanziamento derivanti dalla subordinazione, e permettendo nel tempo di emettere volumi ancora più elevati di E-bond, attivando così una spirale positiva.

Con migliori incentivi per la condotta delle politiche nazionali, e migliori risultati in termini di crescita e solvibilità, un *safe asset* basato sul modello degli E-bond potrebbe accrescere la fiducia tra gli stati. Ciò creerebbe migliori condizioni per altre discussioni a livello europeo, non solo per quanto riguarda l'Unione bancaria e quella dei capitali, ma anche rispetto alla creazione di una funzione di stabilizzazione europea e alla revisione del Patto di stabilità e crescita – che potrebbe così concentrarsi sulla qualità dei bilanci e le riforme per la crescita, e sull'evitare gli errori più rilevanti.

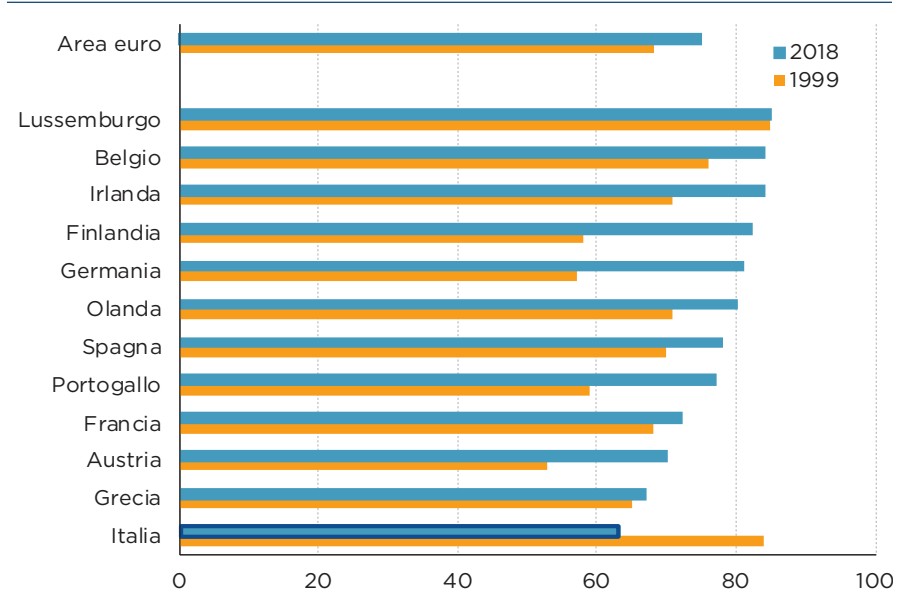
L'introduzione di un *safe asset* europeo è una sfida complessa anche sul piano politico, ma potrebbe contribuire al completamento dell'UEM accrescendone i benefici e favorendone una migliore distribuzione tra i suoi membri. I vantaggi potrebbero essere rilevanti per l'Italia, che godrebbe di una maggiore stabilità finanziaria, migliori condizioni per gli investimenti privati, una crescita più sostenuta e una più favorevole dinamica del debito. Comportamenti virtuosi di politica fiscale, incoraggiati da un “vincolo esterno” più coerente, mitigherebbero la percezione dei mercati di un rischio paese e potrebbero creare più spazio per ulteriori investimenti pubblici.

Tra quelli che hanno lanciato l'UEM, l'Italia è passata dall'essere il paese i cui cittadini erano i più favorevoli all'euro nel 1999 a quello con il minore supporto nel 2018 (Figura 4)⁴⁸. Questo riflette proba-

⁴⁸ Commissione europea (1999, 2018), *Eurobarometro Standard*, numeri 51 e 90.

bilmente la percezione che l'Italia ha tratto meno benefici di altri paesi dalla sua partecipazione all'euro e all'UEM. Promuovere l'introduzione del *safe asset* europeo da parte dell'Italia potrebbe contribuire a correggere questa situazione.

Figura 4 - Percentuale della popolazione a favore di un'Unione economica e monetaria con una moneta unica



Fonte: Eurobarometro, 51 e 90.

Rivista di Politica Economica

La Rivista di Politica Economica è stata fondata nel 1911 come "Rivista delle società commerciali" ed ha assunto la sua attuale denominazione nel 1921. È una delle più antiche pubblicazioni economiche italiane ed ha sempre accolto analisi e ricerche di studiosi appartenenti a diverse scuole di pensiero. Nel 2019 la Rivista viene rilanciata, con periodicità semestrale, in un nuovo formato e con una nuova finalità: intende infatti svolgere una funzione diversa da quella delle numerose riviste accademiche a cui accedono molti ricercatori italiani, scritte prevalentemente in inglese, tornando alla sua funzione originaria che è quella di discutere di questioni di politica economica, sempre con rigore scientifico. Gli scritti sono infatti in italiano, più brevi di un *paper* accademico, e usano un linguaggio comprensibile anche ai non addetti ai lavori. Ogni numero è una monografia su un tema scelto grazie ad un continuo confronto fra l'editore e l'*Advisory Board*. La Rivista è accessibile online sul sito di Confindustria.

Redazione Rivista di Politica Economica

Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma (Italia)

e-mail: rpe@confindustria.it

<https://www.confindustria.it/home/centro-studi/rivista-di-politica-economica>

Direttore responsabile

Silvia Tartamella

Coordinamento editoriale ed editing

Gianluca Gallo

Adriana Leo

La responsabilità degli articoli e delle opinioni espresse è da attribuire esclusivamente agli Autori. I diritti relativi agli scritti contenuti nella Rivista di Politica Economica sono riservati e protetti a norma di legge. È vietata la riproduzione in qualsiasi lingua degli scritti, dei contributi pubblicati sulla Rivista di Politica Economica, salvo autorizzazione scritta della Direzione del periodico e con l'obbligo di citare la fonte.

Edito da:



Confindustria Servizi S.p.A.
Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma