

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	

Un fondo di ammortamento del debito dell'Area euro: cos'è, perché costruirlo, come progettarlo

Marika Cioffi, Pietro Rizza, Marzia Romanelli e Pietro Tommasino*

- *Il lavoro discute la realizzabilità di un fondo di ammortamento del debito (European Redemption Fund), che metta in condivisione una quota dei debiti pubblici nazionali dei paesi dell'Area euro.*
- *Si discutono i potenziali benefici di un simile schema in termini di minore rischi sistemici e si delineano le caratteristiche che il fondo dovrebbe avere al fine di evitare trasferimenti ex ante tra i paesi partecipanti e di garantire una significativa riduzione del debito nel medio termine.*
- *Il vantaggio dello schema è che riduce la probabilità di una crisi di liquidità in paesi con finanze pubbliche sostenibili ma con alto debito pubblico. È importante osservare che ai paesi partecipanti non verrebbe richiesto uno sforzo di bilancio di entità diversa rispetto a quello richiesto in assenza del Fondo.*
- *In particolare un contributo annuo al Fondo determinato in funzione dell'ammontare di debito trasferito, del PIL e del merito di credito di ciascun paese potrebbe essere definito in modo tale da ridurre in modo rilevante il debito dell'area nel medio periodo e da evitare trasferimenti sistematici di risorse tra paesi. Al margine, gli incentivi alla disciplina di bilancio non verrebbero intaccati*

JEL Classification: E6, H12, H60.

Keywords: Eurozona, sovereign debt, debt redemption fund, financial stability.

* marika.cioffi@bancaditalia.it, Banca d'Italia, pietro.rizza@bancaditalia.it, Banca d'Italia, marzia.romanelli@bancaditalia.it, Banca d'Italia, pietro.tommasino@bancaditalia.it, Banca d'Italia. L'articolo si basa su: Cioffi M., Rizza P., Romanelli M., Tommasino P., (2019), Outline of a Redistribution-Free Debt Redemption Fund for the Euro Area, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)* n. 479, Banca d'Italia. Le opinioni espresse e le conclusioni sono attribuibili esclusivamente agli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità della Banca d'Italia.

1. Introduzione

Una delle lezioni della crisi, appresa a caro prezzo dai paesi dell'Area euro, è che un elevato debito pubblico rende il debitore – e i suoi vicini – finanziariamente vulnerabili, anche in casi in cui il debito è sostenibile.

La teoria economica¹ suggerisce che, al di sopra di un certo livello di debito, i governi sono esposti a improvvise crisi di liquidità e lo scetticismo degli investitori può innescare tensioni che si autoalimentano: un aumento del premio al rischio sovrano richiesto dal mercato aumenta la spesa per interessi e il disavanzo pubblico, intacca per questa via la sostenibilità del debito e in ultima analisi può auto-justificarsi. Nel caso dell'Eurozona, durante la crisi agli effetti di tale circolo vizioso si sono aggiunti quelli di una acuita interdipendenza. Vi è evidenza che i costi di finanziamento in alcuni paesi “periferici” sono stati influenzati dagli sviluppi avversi dei conti pubblici in Grecia più di quanto sarebbe stato giustificato dai normali *spillover* in termini di bilancia commerciale e di flussi finanziari². Il contagio è stato anche dovuto ai timori (poi rivelatisi infondati) di una implosione dell'Area euro.

Va sottolineato che in presenza di più equilibri (uno con bassi tassi e basso rischio di default sovrano, l'altro con alti tassi e alto rischio di default) anche le conseguenze del contagio sono amplificate: le tensioni in un paese possono alimentare aspettative negative che si auto-avverano in un altro.

Queste considerazioni teoriche ed empiriche portano a concludere che, per quanto ovviamente i paesi europei ad alto debito dovrebbero in primo luogo affrontare il problema autonomamente, mantenendo avanzi primari sufficientemente elevati per un tempo sufficientemente lungo, ciò potrebbe non essere sufficiente per garantire la stabilità finanziaria dell'area.

Politiche di bilancio rigorose, infatti, richiedono tempo per ridurre significativamente il debito. Nel frattempo, l'Eurozona rimarrebbe esposta al rischio di una nuova crisi sistemica, che potrebbe scatenarsi in modo impreveduto se i mercati spingessero uno o più paesi ad alto debito su un equilibrio avverso³.

¹ Calvo G.A. (1988), Servicing the Public Debt: The Role of Expectations, *American Economic Review*, vol. 78(4), pp. 647-661; Cole H.L., Kehoe T.J. (2000), Self-Fulfilling Debt Crises, *Review of Economic Studies*, vol. 67(1), pp. 91-116.

² Queste forme di contagio sono documentate, ad esempio, in De Grauwe P., Ji Y. (2013), Self-Fulfilling Crises in the Eurozone: An Empirical Test, *Journal of International Money and Finance*, vol. 34(C), pp. 15-36; Giordano R., Pericoli M., Tommasino P. (2013), Pure or Wake-up-Call Contagion? Another Look at the EMU Sovereign Debt Crisis, *International Finance*, vol. 16(2), pp. 131-160; Favero C.A., Missale A. (2012), Sovereign Spreads in the Euro Area: Which Prospects for a Eurobond?, *Economic Policy*, vol. 70, pp. 231-273; Favero C.A., Missale A. (2017), Contagion in the EMU. The Role of Eurobonds within OMTs, *Review of Law and Economics*, vol. 12(3), pp. 555-585.

³ Una opinione analoga è espressa in Draghi M. (2018), Europe and the Euro 20 years on, *Speech at Laurea Honoris Causa in Economics by University of Sant'Anna*, Pisa, 15 dicembre.

Date queste premesse, ci sembra che i *policy-maker* europei dovrebbero prendere in seria considerazione l'introduzione di un fondo europeo di ammortamento del debito (FEA).

Un FEA può essere definito come un veicolo finanziario che emette obbligazioni garantite da tutti i paesi che vi partecipano. Con le risorse così raccolte il FEA acquista titoli del debito nazionali. Può poi detenerli fino alla scadenza oppure accollarseli, sgravando i paesi dell'onere di rimborsarli. Nel primo scenario, le risorse necessarie per il servizio del debito FEA deriverebbero dal rendimento del suo portafoglio di titoli nazionali; nel secondo scenario, da un adeguato flusso di risorse trasferito annualmente dagli stati partecipanti.

In ogni caso, l'unica attività svolta dal fondo sarebbe quella di pagare gli interessi sul suo debito e gradualmente redimerlo: non sarebbe chiamato a svolgere nessun'altra attività, e la sua gestione sarebbe totalmente "passiva". Evidenziare la natura "passiva" e temporanea del FEA è importante perché questi aspetti lo differenziano da altre proposte. In primo luogo, da forme di "Euro-Bond" – strumenti con natura permanente volti a finanziare una politica di bilancio comune gestita in modo "attivo" a livello dell'Eurozona nel suo complesso⁴. In secondo luogo, dai "Safe bond" che, oltre ad avere anch'essi natura permanente, si basano su tecniche di *credit enhancement* (emissione di *tranche* con differenti *seniority*) e potrebbero anche essere emessi da soggetti privati⁵.

2. Una breve rassegna delle proposte già esistenti

L'idea di introdurre un FEA non è affatto nuova. È stata anzi avanzata da numerosi autori, in relazione alla crisi dei debiti sovrani europei. Le diverse proposte si differenziano sotto vari aspetti, quali l'ampiezza del fondo, la sua durata, la tipologia di risorse che vi affluisce, la presenza di trasferimenti (espliciti o impliciti) tra paesi e di meccanismi atti a ridurre il rischio di azzardo morale (cfr. Tavola). Gli ultimi due aspetti, in particolare, a nostro parere sono cruciali per la fattibilità politica del progetto (vi ritorneremo più ampiamente nel proseguo del testo).

⁴ La letteratura in merito è ampia, si veda a titolo d'esempio: European Commission (2011), *Green Paper on the Feasibility of Introducing Stability Bonds*, Commissione europea, 23 novembre.

⁵ Si veda ad esempio: European Systemic Risk Board (2018), *Report of the High-Level Task Force on Safe Assets*.

Tavola 1 - Alcune proposte precedenti

	Quota della tranche di debito trasferita	Tempistica del trasferimento iniziale del debito	Tempo di ammortamento del debito	Contributo al FEA	Possibilità di trasferimenti fra paesi impliciti o espliciti	Altri meccanismi rafforzativi
German Council of Economic Experts (2011)	Debito eccedente il 60% del PIL	Entrata a regime in 5/6 anni	20-25 anni	Quota costante del PIL (o <i>mark-up</i> fisso su un'imposta nazionale)	Impliciti	<ul style="list-style-type: none"> Regole nazionali del debito Strategie di consolidamento e per la crescita di medio periodo. Se non rispettate, il trasferimento iniziale di debito al FEA viene immediatamente interrotto
Parelo e Visco (2012)	Debito eccedente il 60% del PIL	La durata della fase iniziale dipende dal fabbisogno di rifinanziamento e dalla struttura per scadenze del debito dei paesi partecipanti	30 anni	Quanto basta per coprire gli interessi pagati dal FEA e la quota capitale; può essere successivamente ridotto in base ai guadagni derivanti da liquidità in eccesso	Impliciti	
Paris e Wyplosz (2014)	Metà del debito dell'Eurozona distribuito sulla base della quota capitale nella BCE	Agnostico	Infinito	<i>De facto</i> (parte del) signoraggio	Impliciti	<ul style="list-style-type: none"> La mutualizzazione del debito viene automaticamente revocata se la parte rimanente del debito nazionale eccede una certa quota del PIL Regole nazionali del debito

	Quota della tranche di debito trasferita	Tempistica del trasferimento iniziale del debito	Tempo di ammortamento del debito	Contributo al FEA	Possibilità di trasferimenti fra paesi impliciti o espliciti	Altri meccanismi rafforzativi
Corsetti <i>et al.</i> (2015)	Debito eccedente il 95% del PIL	Riacquisto dei debiti nazionali in un breve intervallo di tempo	50 anni	Proposte diverse calibrazioni utilizzando l'IVA, una tassa di solidarietà, un'imposta sulla ricchezza o il signoraggio	Impliciti Può essere congegnato con o senza trasferimenti espliciti	<ul style="list-style-type: none"> • Meccanismo di ristrutturazione del debito seguendo l'ESM • Limiti alla concentrazione dei titoli sovrani detenuti da banche
Cioffi <i>et al.</i> (2019)	Può cambiare da paese a paese; idealmente deve essere tale che la quota residua di debito non sia più di rilevanza sistemica	Istantaneo	Dipende dall'evoluzione delle condizioni macroeconomiche	Una frazione costante del PIL tale che il valore attuale del flusso atteso dei trasferimenti al FEA sia uguale a quello degli interessi	Nessun trasferimento implicito Nessun trasferimento sistematico esplicito <i>ex-ante</i>	

Uno dei primi schemi è stato quello delineato dal *German Council of Economic Experts*⁶. La proposta prevedeva che i paesi partecipanti coprissero il fabbisogno di finanziamento annuale attraverso il FEA fino a un ammontare pari alla differenza tra il debito esistente al momento dell'avvio del fondo e il 60% del PIL (il valore di riferimento incluso nelle regole di Maastricht). Ciò avrebbe comportato una fase di transizione di tre/quattro anni. Ciascun paese avrebbe dovuto versare al fondo un ammontare di risorse annuo sufficiente a rimborsare il debito trasferito nell'arco di 20-25 anni. Il fondo avrebbe dunque avuto vita relativamente breve, il che avrebbe richiesto il conseguimento di avanzi primari significativi ai paesi partecipanti. Ciascun paese avrebbe dovuto mettere a disposizione a titolo di garanzia risorse pari fino al 20% del debito trasferito, e si sarebbe dovuto impegnare a introdurre negli ordinamenti nazionali vincoli di bilancio particolarmente stringenti (ciò sarebbe avvenuto, qualche anno dopo, con il cosiddetto *Fiscal Compact*).

⁶ German Council of Economic Experts (2011), *Assume Responsibility for Europe, Annual Report 2011/12*; Doluca H., Hübner M., Rumpf D., Weigert B. (2013), *The European Redemption Pact. An Illustrative Guide*, Revue de l'OFCE, vol. 0(1), pp. 341-367.

Parello e Visco (2012) hanno proposto uno schema simile a quello del Consiglio tedesco degli esperti, ma con due importanti differenze: il fondo dovrebbe avere una vita più lunga (30 anni) e dovrebbe emettere solo bond a scadenza molto dilazionata, in modo da registrare nei primi anni di operatività dei surplus che verrebbero investiti in strumenti finanziari a basso rischio⁷.

Paris and Wyplosz (2014) delineano uno schema di ammortamento del debito dei paesi europei in cui è la BCE a accollarsi una quota dei bond nazionali (proporzionale alle rispettive *capital key* nel capitale BCE), a fronte di una riduzione permanente della quota di signoraggio retrocessa annualmente ai diversi stati membri. Il valore presente scontato delle risorse a cui i paesi rinunciano dovrebbe essere pari al valore del debito cancellato inizialmente. Ovviamente è cruciale, nello schema di Paris e Wyplosz, che l'ammontare di debito conferito sia sufficientemente piccolo da garantire che l'obiettivo di inflazione della BCE rimanga credibile. I due autori propongono anche che una clausola dell'accordo tra i paesi e la Banca centrale specifichi che, in caso di superamento da parte di un partecipante di una certa soglia di debito, si inneschi in modo automatico una operazione inversa: la BCE esigerebbe dal paese inadempiente il pagamento del debito che si era accollato⁸.

Corsetti *et al.* (2015) suggeriscono una operazione di *debt buyback*, effettuata da un fondo creato *ad hoc* e finanziato da una quota predefinita di entrate fiscali nazionali, tale da ridurre il debito di tutti i paesi partecipanti al di sotto del 95% del PIL. Il fondo finanzierebbe l'acquisizione del debito emettendo propri titoli obbligazionari; l'operazione sarebbe possibile in quanto al fondo verrebbe garantito un flusso annuo di entrate da parte dei paesi (tra le opzioni analizzate, una quota del signoraggio o una frazione delle entrate tributarie). Il valore dei titoli del fondo sarebbe sostenuto dal fatto che la BCE li accetterebbe nelle operazioni di rifinanziamento, e potrebbe acquistarli sul mercato secondario in caso di necessità⁹.

3. La nostra proposta

A nostro parere un FEA ben disegnato potrebbe avere le caratteristiche seguenti.

Al momento della creazione del fondo, ciascun paese partecipante trasferirebbe al FEA una quota del proprio debito pubblico. Tale

⁷ Parello, C., Visco V. (2012), The European Redemption Fund: A Comparison of Two Proposals, *Politica Economica*, 28(3), pp. 273-306.

⁸ Paris, P., Wyplosz C. (2014), Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone, *Geneva Special Report on the World Economy n. 3*, ICMB and CEPR.

⁹ Corsetti, G., Feld L.P., Lane P.R., Reichlin L., Rey H., Vayanos D., Weder de Mauro B. (2015), A New Start for the Eurozone: Dealing with Debt, Monitoring the Eurozone 1, *CEPR Press*.

quota può variare a seconda del paese e del suo stock di debito, ma dovrebbe essere di dimensioni tali da rendere il debito nazionale residuo non più “sistemico”, ovvero non tale da alimentare il contagio ad altri paesi o minare la tenuta stessa dell’area in caso di acute tensioni finanziarie¹⁰. Il trasferimento e la sua trasformazione in “debito FEA” dovrebbero essere quanto più possibile rapidi, in modo da ridurre al minimo il rischio di tensioni finanziarie e l’incertezza durante la fase di transizione.

Una caratteristica distintiva della nostra proposta è che, una volta trasferito il debito iniziale, ogni paese si impegnerebbe a trasferire annualmente al fondo un flusso di risorse commisurato al proprio rischio creditizio. Il trasferimento sarebbe calibrato in modo da rendere il valore scontato del flusso atteso dei pagamenti futuri uguale a quello della spesa per interessi che il paese avrebbe pagato sul debito trasferito, se il FEA non fosse stato introdotto. In questo modo non si avrebbero trasferimenti sistematici espliciti o impliciti tra gli emittenti a basso debito e quelli ad alto debito. In altri termini, il FEA si configurerebbe come un meccanismo di mutua assicurazione attuarialmente equo tra i partecipanti. Si noti che al paese non verrebbe richiesto uno sforzo di bilancio di entità diversa rispetto a quello richiesto in assenza di FEA. Rispetto a proposte precedenti (ad esempio quella del *German Council of Experts*), l’invarianza dello sforzo di bilancio rende la nostra proposta meno ambiziosa, ma forse proprio per questo più accettabile politicamente.

Una seconda peculiarità del nostro schema è che il pagamento annuale è calcolato come una quota fissa del PIL. Studi recenti¹¹ hanno mostrato come la politica di bilancio discrezionale attuata dai paesi dell’Area euro risulti insufficientemente anti-ciclica, ed è evidente che in passato in alcuni episodi di consolidamento di bilancio è stato necessario rafforzare la sostenibilità delle finanze pubbliche sopportando costi notevoli in termini di crescita e occupazione. Il FEA contribuirebbe ad attenuare, smussandoli nel corso di più anni, gli effetti di eventi avversi che colpiscono i singoli paesi, rendendo lo sforzo di rimborso del debito meno oneroso nelle fasi cicliche negative e più intenso nei periodi di espansione.

Una conseguenza di questo approccio è che la chiusura del fondo non sarebbe fissata *ex ante*: se il PIL di un paese o i tassi di interesse del FEA evolvono più favorevolmente del previsto, il debito del FEA verrebbe riscattato più rapidamente, e viceversa.

¹⁰ Non è facile evidentemente stabilire questa soglia al di là di ogni ragionevole dubbio. Una regola del pollice, che ci sembra avere molti vantaggi della pratica e che adottiamo a titolo esemplificativo nel nostro *working paper*, è che i paesi trasferiscano al FEA un ammontare di debiti tale da portare il debito nazionale residuo di ciascuno a un livello non superiore al 60% del PIL, basandosi quindi sulla soglia inclusa nei Trattati europei.

¹¹ Si veda ad esempio: European Fiscal Board (2019), *Assessment of EU Fiscal Rules*, Bruxelles; Caprioli F., Romanelli M., Tommasino P. (2019), *Discretionary Fiscal Policy in the Euro Area: Past, Present, Future*, *Economia Pubblica*, in corso di pubblicazione.

È possibile simulare, in prima approssimazione, l'andamento del debito sovrano aggregato dell'area dopo l'introduzione di un FEA di questo tipo. Per effettuare tale quantificazione, assumiamo che: i) l'avanzo primario al netto dei trasferimenti al FEA sia pari a quello che si registrerebbe in assenza di FEA; ii) l'interesse pagato sulla *tranche* di debito rimasta nazionale sia invariato rispetto allo scenario senza FEA, e si evolva sulla base dell'andamento generalizzato dei tassi e sulla base della struttura delle scadenze del debito (anch'essa supposta invariata); iii) le obbligazioni FEA siano emesse a un tasso pari alla media ponderata dei tassi di emissione nazionali; iv) il trasferimento annuale al FEA equivalga alla spesa per interessi che, nello scenario senza FEA, sarebbe stata pagata sulla *tranche* di debito condivisa; v) al momento del lancio del FEA i paesi hanno tutti un bilancio in pareggio¹². Sotto tali assunzioni, i paesi mantengono in entrambi gli scenari il pareggio di bilancio¹³ e quindi, in assenza di shock al costo del debito inattesi e non dovuti a variazioni dei fondamentali (ricordiamo che l'incombere di questo tipo di shock è alla radice dell'introduzione del FEA), la velocità di riduzione della quota di debito nazionale è identica con o senza FEA, così come è invariato il ritmo di riduzione del debito aggregato dell'Area euro (dato dalla somma dei debiti pubblici nazionali nello scenario senza il FEA e dalla somma dei debiti nazionali e del debito condiviso nello scenario con il FEA).

Per fare un esempio meramente illustrativo del funzionamento del FEA, supponiamo che i quattro maggiori paesi dell'Area euro prendano parte allo schema. Sulla base di ipotesi macroeconomiche e di politica di bilancio ragionevoli¹⁴, il livello di contribuzione dei paesi al FEA varia fra l'1% e il 2% circa del prodotto. Il debito del FEA diminuirebbe costantemente dal 60% del PIL dell'area a meno del 20% in 30 anni. Assumendo il rispetto delle regole di bilancio europee, anche le *tranche* residue di debiti nazionali diminuirebbero. Il debito sovrano totale dell'area (FEA più quota nazionale) diminuirebbe dal 90% al 30% circa del PIL nello stesso lasso di tempo (cfr. Figura 1).

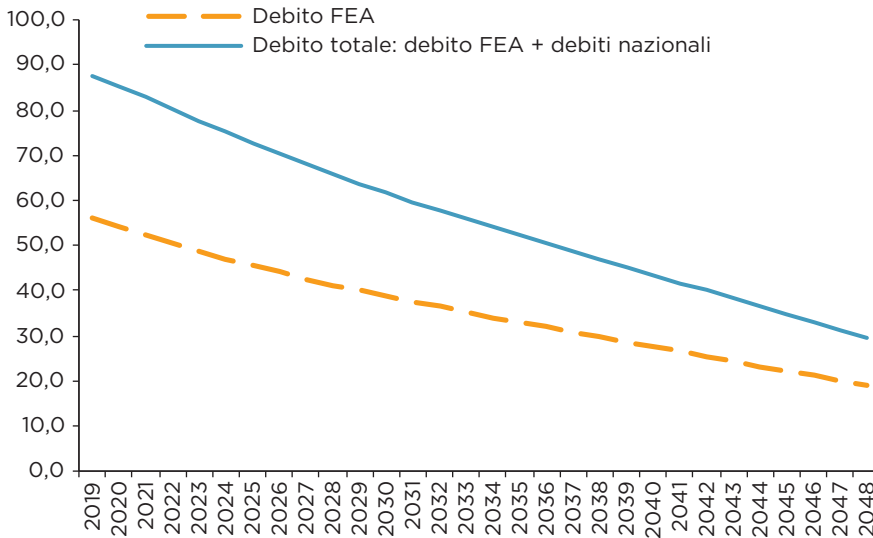
¹² Prese insieme queste assunzioni appaiono prudenti. Essendo gli avanzi primari invariati, se i mercati fossero efficienti la rischiosità del debito nel suo complesso sarebbe eguale nei due scenari. Se gli obblighi verso il FEA fossero percepiti come *senior* rispetto a quelli verso il mercato, i paesi dovrebbero pagare di più sui propri bond residui (verrebbe meno la ii) ma il FEA avrebbe un risparmio (verrebbe meno la iii) che verrebbe retrocesso ai paesi sotto forma di minori trasferimenti al FEA (ipotesi iv). Viceversa accadrebbe se gli obblighi verso il FEA venissero considerati come *junior*. Tuttavia, come abbiamo provato ad argomentare, i tassi di alcuni paesi includono, nel mondo senza FEA, un premio per crisi di liquidità che nel mondo con FEA si ridurrebbe. È quindi plausibile che grazie all'introduzione del FEA la rischiosità complessiva del debito e la spesa per interessi complessiva si ridurrebbe, consentendo ai paesi e/o al FEA una più rapida riduzione del debito.

¹³ Il pareggio di bilancio è una *proxy* degli obiettivi di bilancio di medio periodo (OMT) che sono specifici per ogni paese dell'Unione europea e che, in un buon numero di casi, equivalgono al pareggio di bilancio.

¹⁴ Si assume che all'inizio ogni paese partecipante in media trasferisca istantaneamente debito per il 60% del PIL. L'esempio presuppone che la crescita del PIL sia uguale per tutti i paesi, i tassi di interesse e la struttura per scadenze sono invece specifici per paese (utilizziamo quelli del primo trimestre del 2018), i saldi primari si evolvono secondo le regole sulla variazione del saldo strutturale contenute nella parte preventiva del Patto di stabilità e crescita e il tasso di interesse pagato sul debito del FEA è pari alla media ponderata dei tassi pagati dai singoli paesi sul proprio debito sovrano.

Figura 1 - Dinamica del debito per l'Area euro in presenza di FEA (2019-2048)

Variazione % di PIL



Fonte: Cioffi M., Rizza P., Romanelli M. Tommasino P. (2019), Outline of a Redistribution-Free Debt Redemption Fund for the Euro Area, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)* n. 479, Banca d'Italia. Simulazioni condotte sulla base delle previsioni economiche della Commissione europea (2017 Autumn Economic Forecast) per quattro paesi dell'Area euro (Francia, Germania, Italia, Spagna).

Se il PIL o i tassi di interesse dei vari paesi non evolvono in linea con le previsioni elaborate al momento del lancio dello schema, può accadere che in un anno specifico un paese paghi più del previsto, mentre un altro paese paghi di meno, perché i loro cicli economici sono divergenti. In questo caso ci sarebbe un trasferimento implicito tra i due, ma di natura non sistematica. Sarebbe compensato in seguito dal cambiamento relativo delle condizioni cicliche.

Il problema degli errori di previsione potrebbe essere minimizzato anche nel caso di errori sistematici, ma in questo caso devono esserci adeguati meccanismi di aggiustamento. In particolare, proponiamo che ogni 7/8 anni, i trasferimenti specifici per paese vengano ri-calibrati sulla base delle nuove stime macroeconomiche, ove necessario. La rivalutazione periodica dei contributi per paese terrebbe conto anche di deviazioni sistematiche e potrebbe essere disegnata in maniera tale da compensare eventuali scostamenti verificatisi in periodi precedenti.

La sostenibilità del FEA sarebbe in ogni caso certa, poiché è escluso che possa condurre qualsiasi politica di bilancio discrezionale. Come

già accennato, il fondo reperirebbe risorse unicamente dai pagamenti annuali dei paesi (e dall'emissione di debito proprio quando necessario) e si limiterebbe a pagare gli interessi e rimborsare gradualmente il debito.

Lo schema proposto porterebbe vantaggi a tutti i paesi coinvolti. Per i paesi ad alto debito, viene fissato un limite superiore al tasso di interesse su un'ampia parte del debito: sulla parte di debito che è soggetta alla "mutualizzazione" essi si assicurano da rischi di rialzo degli spread e dai rischi di *rollover*. Inoltre, la contro-ciclicità dello schema di contribuzione offre un'assicurazione, per quanto parziale, contro evoluzioni sfavorevoli dell'economia. Quest'ultimo elemento è di particolare rilevanza in un contesto di consolidamento di bilancio, e si contrappone chiaramente all'attuale regola del debito contenuta nel Patto di stabilità e crescita che piuttosto tende a indurre comportamenti pro-ciclici.

I paesi a basso debito, invece, si assicurano contro il rischio di crisi sistemiche innescate da tensioni sul mercato del debito pubblico dei loro partner ad alto debito. Inoltre, ottengono che una quota delle entrate fiscali nazionali di questi ultimi sia destinata specificamente e con certezza al FEA - in modo del tutto simile al meccanismo già in essere che conferisce una parte del gettito IVA al bilancio dell'UE - e per costruzione alla riduzione del debito. La partecipazione al FEA rende di per sé più credibile l'impegno alla riduzione del debito, cosa che non potrebbe essere ottenuta da un singolo paese per proprio conto.

4. La questione dell'azzardo morale

Ogni proposta di messa in comune di parte del debito non può ignorare le preoccupazioni di chi ritiene che essa incentivi il cosiddetto azzardo morale.

Nel FEA e in schemi consimili tale questione assume due dimensioni. In primo luogo, l'azzardo morale "interno" al FEA stesso: un paese potrebbe a un certo punto rifiutarsi di pagare la quota annuale di partecipazione al fondo. Tuttavia, come è emerso nella rassegna della letteratura, non mancano le soluzioni tecniche per rendere tale rischio trascurabile. Per esempio, se si utilizzasse parte del signoraggio per finanziare il FEA, questo potrebbe essere trasferito direttamente dalla BCE alle casse del fondo, senza neppure transitare dalle casse nazionali. Inoltre, già oggi gli stati europei destinano al bilancio della UE e di altre istituzioni una quota fissa di risorse, senza che mai questo impegno sia stato messo in dubbio da nessuno, neppure nei momenti peggiori della crisi: il danno, in termini di reputazione e per le relazioni

internazionali, di una scelta simile sembra semplicemente troppo alto. Infine se, come sembra sensato fare, gli impegni verso il FEA fossero resi *de iure*, oltre che *de facto*, *senior* rispetto a quelli verso gli altri creditori, attraverso una esplicita clausola, la scelta di non onorare gli impegni verso il fondo sarebbe davvero poco percorribile.

C'è tuttavia chi è preoccupato di una *seconda* dimensione dell'azzardo morale: eliminando il rischio di crisi di liquidità, la mutualizzazione ridurrebbe infatti la "disciplina di mercato" sul debito rimasto in capo agli stati: chi ci assicura che i paesi sgravati di parte del loro debito nazionale non ne ricostituiscano di nuovo uno stock eccessivo?

La risposta breve a questa obiezione è che è mal posta: l'obiettivo del FEA non è quello di risolvere i problemi di azzardo morale – nell'ambito dell'Unione sono altre le istituzioni, regole e procedure a questo preposte – ma quello di eliminare il rischio di crisi dovuto alla presenza di stati membri fortemente indebitati ma fondamentalmente solventi. Peraltro, nella maggior parte dei casi, i livelli così elevati del rapporto fra debito e prodotto sono dovuti al calo estremamente marcato del PIL indotto dalla crisi. Pertanto nella misura in cui esiste un rischio sistemico prodotto dall'eredità di un debito molto alto e il FEA è in grado di rimuoverlo senza significative conseguenze redistributive, ci sembra che valga la pena introdurlo.

La risposta più articolata è che la disciplina di mercato potrebbe risultare più – non meno – efficace in una Unione monetaria dotata di un FEA. I motivi sono essenzialmente due: i) nel momento in cui i livelli di debito rimasti in capo alle singole nazioni non avessero più rilevanza sistemica, la clausola di *no bail out* diventerebbe più credibile (perché i rischi da contagio per gli altri paesi in caso di default risulterebbero attenuati) e gli investitori sottoporrebbero a scrutinio più attento la sostenibilità delle politiche di bilancio; ii) senza il rischio che crisi di liquidità si trasformino in crisi di solvibilità (difficilmente quantificabile dagli investitori e soggetto alle oscillazioni imprevedibili del *market sentiment*), le variazioni dei rendimenti rifletterebero in modo più preciso le variazioni dei *fondamentali* di finanza pubblica, che è proprio ciò che servirebbe per implementare in modo corretto la "disciplina di mercato".

Resta ovviamente fermo che, come abbiamo accennato all'inizio, la partecipazione al FEA non modificherebbe il sentiero di aggiustamento del bilancio pubblico, che deve comunque essere tale da assicurare la sostenibilità del debito. Questa politica deve anzi considerarsi un prerequisito per l'ammissione al FEA.

5. Oltre il FEA: possibili sviluppi

Resta vero che - con o senza il fondo - l'architettura dell'Area euro è incompleta e tutt'altro che perfetta, ma questo è un problema strutturale, che dovrebbe essere affrontato con modifiche alle regole e alle istituzioni dell'UEM. Tali riforme che a loro volta potrebbero essere politicamente più fattibili con l'introduzione del FEA.

Ad esempio - una volta che il FEA sia stato introdotto e il debito direttamente in capo ai singoli stati conseguentemente abbattuto - potrebbero essere prese in considerazione, con la dovuta cautela, revisioni del trattamento prudenziale dei titoli sovrani nei bilanci bancari, nonché l'introduzione di meccanismi ordinati di ristrutturazione del debito sovrano, dato che i rischi di reazioni scomposte dei mercati indotti dall'adozione di tali strumenti sarebbero meno rilevanti¹⁵.

Inoltre, i titoli del FEA potrebbero diventare quel *safe asset* che al momento ancora manca all'Area euro. Il debito del FEA è per costruzione destinato a riassorbirsi, di conseguenza anche i titoli da esso emessi sono destinati a estinguersi nel tempo. Tuttavia il mandato del FEA potrebbe essere modificato dopo alcuni anni, in modo da interrompere il percorso di riduzione del debito una volta raggiunta una data soglia e mantenere così in essere un mercato di titoli FEA che sia ampio e spesso. In una prospettiva ancora più ampia, una volta che il debito sia stato sufficientemente ridotto, il FEA potrebbe anche cambiare completamente natura e costituire il nucleo fondante di una *common fiscal capacity* che migliori la capacità di stabilizzazione dell'area.

¹⁵ Sui rischi che deriverebbero dal procedere in modo avventato su questi due fronti, si può vedere, rispettivamente: Lanotte M., Manzelli G., Rinaldi A.M., Taboga M., Tommasino P. (2016), *Easier Said than Done? Reforming the Prudential Treatment of Banks' Sovereign Exposures*, *European Economy: Banks, Regulation and the Real Sector*, vol. 2(1), pp. 73-103; Committeri M., Tommasino P. (2018), *Managing Sovereign Debt Restructurings in the Euro Zone. A Note on Old and Current Debates*, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) n. 451*, Bank of Italy.

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