LAVOCE.INFO - 25 APRILE 2022

L’opportunità di una Agenzia europea del debito

di Massimo Amato, Everardo Belloni, Carlo Favero, Lucio Gobbi e Francesco Saraceno

Se un’Agenzia europea del debito fosse già stata presente nel 2002, si sarebbe probabilmente rivelata uno strumento utile per assorbire il debito europeo e creare un safe asset senza mutualizzazione del debito.

Perché un’Agenzia del debito

Due sono le grandi priorità nel dibattito sulla riforma dell’Ue: come assicurare lo spazio fiscale ai paesi dell’Unione monetaria europea e come garantire che una politica fiscale più proattiva continui ad essere sostenibile anche nel momento in cui la politica monetaria tornerà alla normalità.

Il debito è a livelli record. Ciò non toglie però che le sfide future dell’UE riguardano soprattutto gli investimenti pubblici infrastrutturali, in un trade-off tra crescita e stabilità. In questo contesto, sarebbe bene che le nuove regole fiscali e forme adeguate di gestione del debito fossero stabilite assieme.

In un nuovo Discussion Paper del CEPR, proponiamo una valutazione quantitativa basata sulla simulazione dell’impatto sui prezzi e sulle quantità del debito pubblico nell’area dell’euro, che sarebbe potuta derivare dall’istituzione nel 2002 di quell’Agenzia Europea del Debito (Eda), che Amato e Saraceno hanno inquadrato nell’attuale dibattito Ue.

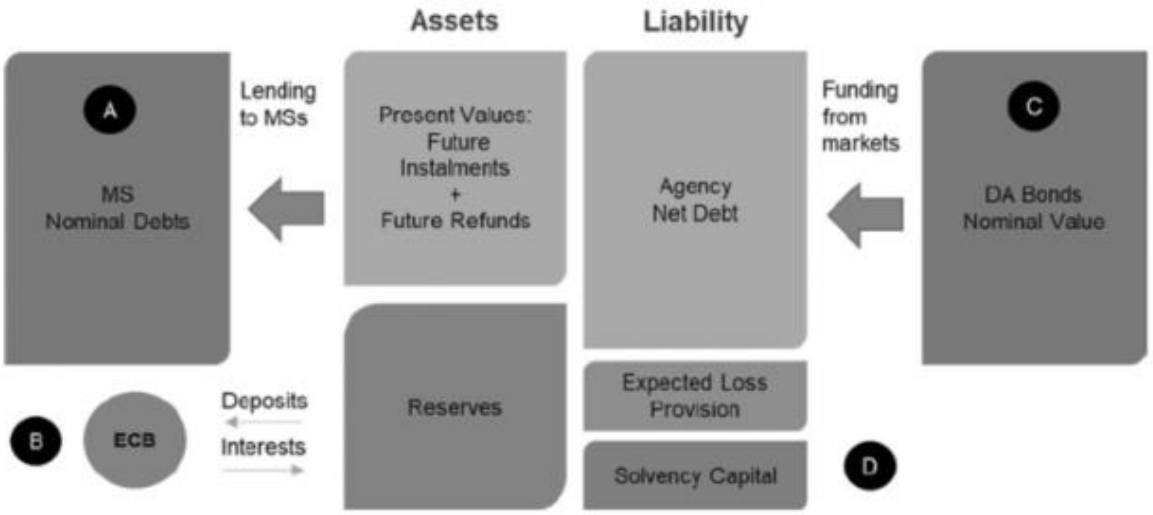
Il modello operativo dell’Eda

L’Eda raccoglie fondi liquidi sul mercato emettendo obbligazioni a scadenza finita. Quando l’Eda inizia le sue operazioni, gli Stati membri non emettono più nuovi titoli del debito. L’Agenzia fornisce credito agli Stati membri affinché questi possano finanziare il rimborso dei loro titoli in scadenza e il loro deficit primario di bilancio. Tale credito prende la forma di prestiti perpetui, prezzati utilizzando un costo unitario corretto per il rischio e differenziato in base al merito di credito dello Stato membro. Le obbligazioni Eda sono negoziate sui mercati, mentre i prestiti perpetui no. In tal modo è superata la difficoltà legata alla creazione di un mercato per i prestiti perpetui. Un’adeguata dotazione di capitale iniziale e una politica di *pricing* volta a garantire l’equilibrio finanziario intertemporale dell’Agenzia, permetterebbero all’Eda di godere di uno *rating* AAA. Le rate dei prestiti perpetui applicate dall’Eda sarebbero calcolate 1) considerando esclusivamente rischio fondamentale e 2) includendo una quota di ammortamento del prestito stesso. Tuttavia, “perpetuo” non significa “irredimibile”: l’Eda ha sempre la possibilità di ridurre il suo bilancio attingendo alle proprie riserve. Agendo progressivamente come schermo di protezione tra i mercati e gli Stati membri,

l'EDA finirebbe per filtrare tutto il rischio di liquidità e di rifinanziamento degli Stati, trasformando tutto il debito dell'eurozona in un debito sicuro (*safe asset*).

Tuttavia, poiché l'Eda differenzierebbe il prezzo dei suoi prestiti, per ogni Stato membro il costo del proprio debito dipenderebbe da una valutazione del rischio fondamentale, cosa che ovviamente lascia ogni Stato membro pienamente responsabile delle proprie decisioni di politica fiscale. Il modello operativo dell'Eda si riflette nella sua struttura di bilancio (vedi Figura 1, da Amato et al 2021).

Figura 1 – Bilancio dell'Eda



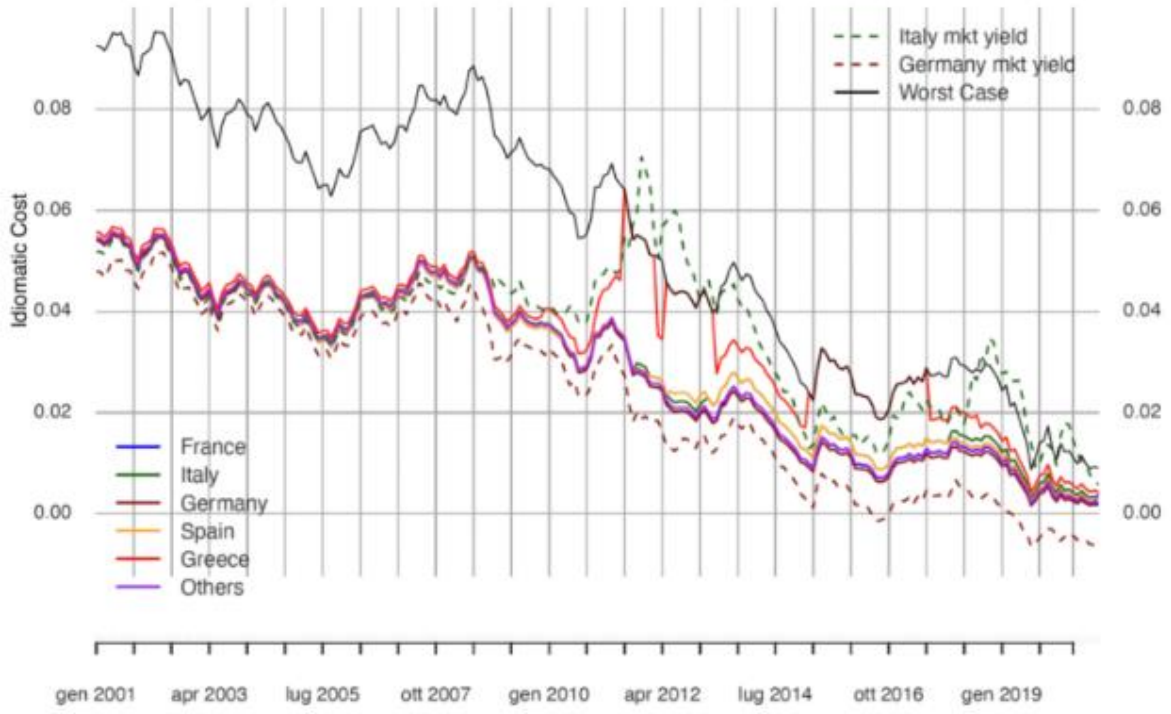
Un esercizio di simulazione

Per ogni Stato membro, sono state calcolate le serie storiche dei costi unitari dei suoi prestiti con l'Eda, applicando lo schema di pricing per prestiti perpetui rischiosi. Si è assunto che nel primo periodo venga conferito all'Eda un capitale iniziale pari al capitale del Mes, riallocato tra gli Stati membri secondo i pesi del Mes. La dinamica delle riserve dipende poi dai nuovi afflussi, dai pagamenti annuali sui prestiti perpetui e dalla remunerazione dello stock. Le riserve sono remunerate dalla Bce al tasso pagato dall'Eda sulle sue obbligazioni. Il pricing dei prestiti per ogni Stato membro (eterogeneo e indipendente, e che per questo chiamiamo "pricing fondamentale idiomatico") genera un pagamento totale che è strutturalmente più alto del pagamento di equilibrio calcolato "mettendo in comune" il debito di tutti gli Stati membri nell'Eda. In questo modo, l'Eda accumula riserve in eccesso rispetto al debito in titoli, che possono essere attribuite con precisione ad ogni paese. Nella simulazione, l'Eda assorbe tutti i titoli in circolazione degli Stati membri nell'arco di un decennio.

La Figura 2 mostra la serie storica di questi costi, ricalcolata per ogni Stato membro nell'ipotesi controfattuale di un'Agenzia del debito operativa dal 2002, e li confronta sia con il

costo per un ipotetico paese con un rating "prossimo al default", sia con i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni, per la Germania (linea tratteggiata gialla inferiore) e per l'Italia (linea tratteggiata verde superiore).

Figura 2 – Rendimenti dei titoli di stato decennali (Italia e Germania) e costi annuali simulati di prestiti perpetui (costi idiomatici) per gli stati membri selezionati e un ipotetico (caso peggiore) paese prossimo al default



Questi costi sono "sensibili al rischio" (*risk sensitive*), e tuttavia il *pricing* idiomatico del rischio è molto diverso dal pricing osservabile nei rendimenti dei titoli a 10 anni per Germania e Italia all'interno del campione. È importante sottolineare che i costi idiomatici non manifestano "simmetrie divergenti" a favore o contro un particolare Stato membro, né sono caratterizzati da "fluttuazioni eccessive" nei prezzi di mercato del loro rispettivo debito pubblico.

La simulazione mette in evidenza come la ridotta volatilità dei prezzi dei prestiti abbia conseguenze benefiche per la dinamica del debito degli Stati membri.

La "forbearance" come strumento di gestione delle crisi

Le riserve accumulate dall'Eda sula base del suo schema di *pricing* sono in grado (insieme a una dotazione iniziale di capitale) di assicurare il suo equilibrio finanziario intertemporale. Nel nostro esercizio misuriamo il capitale di rischio richiesto nei termini del numero di anni di *forbearance* (letteralmente: tolleranza, pazienza), ossia di sospensione del pagamento delle rate annuali, che sono consentiti dalle riserve totali di ogni stato membro.

Usiamo questa formulazione perché in "cattivi frangenti", quando uno Stato membro si avvicina a una classe di rischio di credito prossima al default, esso può utilizzare le riserve accumulate con l'Eda per accedere a un programma di *forbearance*. Durante tale programma, le riserve accumulate con l'EDA vengono utilizzate per il servizio e la ristrutturazione del debito, e non vengono emessi nuovi prestiti. Tale procedura dà allo Stato membro il tempo e le risorse necessari per attuare senza sacrifici eccessivi la politica di stabilizzazione fiscale che si rende tuttavia necessaria.

Durante la *forbearance*, l'uso delle riserve per il rimborso del debito fa crescere il debito dello Stato membro con l'Eda. È però interessante notare che l'Eda dovrà emettere obbligazioni sul mercato per finanziare solo una parte del deficit totale dello Stato membro, ossia la parte che esso non paga utilizzando le proprie riserve presso l'Eda. Il rimborso del debito permette allo Stato membro di rispettare le regole fiscali. Si noti anche che le obbligazioni emesse dall'Eda crescono più velocemente dei prestiti con l'Eda contratti fuori dal programma di *forbearance*, mentre durante la *forbearance* accade esattamente il contrario. L'esistenza dell'Eda facilita quindi un più agevole rispetto dei limiti del debito, così come stabiliti dalle regole fiscali. Tali regole potrebbero essere naturalmente definite prendendo come obiettivo il rapporto tra le obbligazioni emesse dall'Eda e il Pil.

La figura 3 riporta il numero di anni di *forbearance* consentiti dalle riserve del l'Eda.

Figura 3 – Simulazione del capitale disponibile Eda misurato in termini di "anni di tolleranza" dei pagamenti per gli Stati membri selezionati

