

23 gennaio 2023

Il Sole **24 ORE**

RIFORME CONCRETE PER LA GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO DEI GRANDI STATI UE

di Marcello Minenna

Il dibattito sulla ratifica della riforma del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) da parte del Parlamento italiano riporta alla ribalta il tema dell'assistenza finanziaria ai paesi dell'area euro in caso di crisi del debito sovrano in un momento particolarmente delicato visti i rialzi dei tassi d'interesse e l'imminente avvio, da parte della BCE, del progressivo disinvestimento di una buona fetta dei titoli acquistati negli ultimi anni (*Quantitative Tightening* o QT).

Il punto-chiave è che, purtroppo, la riforma del MES – qualora alla fine dovesse arrivare la ratifica del nostro Parlamento – non comporterebbe grossi cambiamenti rispetto all'effettiva utilità di questo strumento per la gestione di eventuali crisi del debito pubblico degli Stati più grandi.

Il problema del *too-big-to-save*

Già nell'attuale conformazione abbiamo visto il MES all'opera in occasione delle crisi di Cipro e delle banche spagnole (2012) e della terza crisi del debito pubblico greco (2015) con un esborso complessivo di circa 110 miliardi di €.

I prestiti alla Grecia, ad esempio, sono stati complessivamente pari a 62 miliardi di €, vale a dire circa 1/5 dello stock di debito pubblico greco allora in essere e 1/8 della capacità di fuoco complessiva del MES (€ 500 miliardi).

Immaginiamo ora il caso di un paese grande – e con un debito pubblico grande – come l’Italia. Un quinto del nostro debito corrisponde a € 535 miliardi, più dell’intera potenza di fuoco del MES (di cui peraltro oltre 80 miliardi sono fuori gioco perché già in uso).

Inevitabilmente si porrebbe il problema di un paese *too-big-to-save* (troppo grande per essere salvato) e l’architettura del MES è ricca di ostacoli da sormontare per accedere alla sua assistenza finanziaria.

La Germania, per dirne una, potrebbe esercitare il diritto di veto e congelare la richiesta *ad libitum* o – come avvenuto proprio con la Grecia – pretendere una serie di riforme improntate all’*austerità*. Il nuovo MES, peraltro, per attivare la c.d. «*linea di credito emergenziale*» prevedrebbe anche il superamento di un test di sostenibilità del debito: se si fallisse il test, per accedere ai fondi del Meccanismo bisognerebbe prima ristrutturare il debito secondo le indicazioni delle istituzioni Europee.

Serve una “vera” riforma

In sintesi, né il *vecchio* MES né quello *nuovo* sembrano davvero in grado di “scudare” la crisi del debito pubblico di uno qualsiasi dei maggiori paesi dell’Eurozona. Ecco perché bisognerebbe avere il coraggio di portare a Bruxelles e sui tavoli delle altre cancellerie Europee il tema di una *vera* riforma del MES; una riforma che trasformi realmente questa istituzione in un Fondo Salva-Stati o, meglio ancora, in un garante e gestore a 360 gradi del debito pubblico della nostra area valutaria.

Su questa linea si sono espressi, di recente, diversi esperti come Francesco Saraceno e Alberto Quadrio Curzio, rilanciando le loro proposte di cui parecchi aspetti sono estremamente validi e condivisibili.

Due punti, tuttavia, sono a mio avviso imprescindibili per una riforma efficace: la condivisione dei rischi (*risk-sharing*) dei debiti pubblici dei paesi dell’Eurozona e la comprensività dell’intervento che deve raggiungere – su un opportuno orizzonte di tempo – la totalità dei debiti pubblici nazionali.

Il *risk-sharing*, per quanto difficilmente digeribile per la Germania e gli altri paesi c.d. *core*, è l'unico modo per dare credibilità all'ambizioso progetto di realizzare un autentico debito pubblico Europeo. Gli Stati Uniti d'America ci sono arrivati più di 200 anni fa quando, sul finire del XVIII secolo, Alexander Hamilton rese possibile un debito federale. È tempo che anche l'Europa faccia lo stesso, colmando un ritardo sempre più anacronistico.

Per analoghi motivi la condivisione dei rischi deve riguardare l'intero debito pubblico degli Stati membri, evitando di creare un debito di “serie A” ed uno di “serie B”. Quest'ultimo inevitabilmente sarebbe condannato a una posizione di subordinazione e quindi a pagare rendimenti più alti.

Su queste basi già diversi anni fa, insieme a Giovanni Dosi, Andrea Roventini e Roberto Violi, proposi un piano di riforma del MES articolato in due Fasi per realizzare dapprima la condivisione dei rischi dei debiti pubblici dell'Eurozona e poi la condivisione dei debiti stessi.

Condivisione dei rischi ed *Eurobond*

L'idea era molto semplice e rimane più che mai attuale. Nella Fase 1 ogni anno il debito pubblico in scadenza dei vari Stati dovrebbe essere rifinanziato con nuove obbligazioni governative garantite dal MES e, quindi, in solido da tutti i paesi membri. In cambio, ciascuno Stato dovrebbe versare al MES dei premi assicurativi annuali calcolati a mercato, vale a dire in base alla valutazione corrente del proprio rischio sovrano incorporata nelle quotazioni di derivati di credito sufficientemente liquidi come i c.d. *credit default swap*.

Se io pago per essere assicurato, nessuno mi sta regalando nulla e, al contempo, sono incentivato a una gestione sana e prudente della finanza pubblica perché altrimenti dovrò sborsare dei premi più onerosi. Entrambi sono aspetti apprezzabili dal punto di vista dei paesi *core*.

Inoltre, i premi assicurativi versati dai vari Paesi potrebbero essere usati per aumentare il capitale del Meccanismo di Stabilità e supportare un ampliamento della sua attività di *funding* sui mercati finanziari. Le risorse così raccolte

andrebbero ad affiancare quelle stanziare dal piano *Next Generation EU* per realizzare progetti d'investimento a sostegno del sistema produttivo e della competitività della nostra area valutaria.

Messi sotto l'ombrello protettivo del MES, i debiti pubblici dei diversi paesi diventerebbero, anno dopo anno, sempre più simili in termini di rischiosità. Ciò spingerebbe gli investitori ad aggiornare le loro aspettative e a porre in essere negoziazioni sul mercato secondario dei titoli di Stato Europei che favoriscano la convergenza tra le curve dei rendimenti dei vari paesi creando *de facto* le condizioni ideali per la nascita di un unico *safe asset* dell'area euro. Una volta che il debito di ciascun paese fosse portato integralmente sotto la garanzia del MES, si potrebbe passare alla Fase 2 con l'emissione di debito sovranazionale dell'Eurozona per il rifinanziamento del debito governativo garantito in scadenza e per dare copertura, ove necessario, alla spesa per investimenti. Ciò consentirebbe di acquisire senza traumi la progressiva scomparsa dei titoli di Stato in favore di un debito federale Europeo. I famosi *Eurobond*.

Il cambiamento appena descritto nella morfologia del debito pubblico all'interno della nostra area valutaria richiederebbe anche una progressiva "maturazione" della natura istituzionale del MES che passerebbe dall'attuale posizione di strumento emergenziale soggetto a molteplici vincoli e condizioni a quella di garante e, infine, a quella di emittente e gestore del debito pubblico.

A sua volta un debito comune dell'area euro sarebbe un tassello essenziale per una maggiore integrazione fiscale e, quindi, per il completamento della nostra area valutaria con la creazione di un vero bilancio federale e di un Ministero Europeo del Tesoro e dello Sviluppo Economico.

Quanto sin qui proposto raccoglie e supera le recenti istanze a favore di un Fondo Sovrano Europeo o di un'Agenzia Europea del Debito. Li contempera entrambi e li inquadra in una cornice di maggiore sistematicità da completare nel medio-lungo periodo ma con cambiamenti concreti sin da subito. Per assicurare resilienza e prosperità all'Eurozona serve, infatti, un deciso cambio

di passo rispetto all'impostazione *à la* Maastricht, recuperando al suo posto quello spirito di solidarietà che ispirò la dichiarazione di Shuman agli albori dell'integrazione Europea. Del resto, proprio in epoca recente, abbiamo visto importanti aperture in questa direzione sia durante la pandemia (coi prestiti SURE contro il rischio di disoccupazione e col *Next Generation EU*) sia nella convergenza d'intenti circa gli acquisti congiunti di gas naturale.

Subito un'Agenzia italiana per il debito

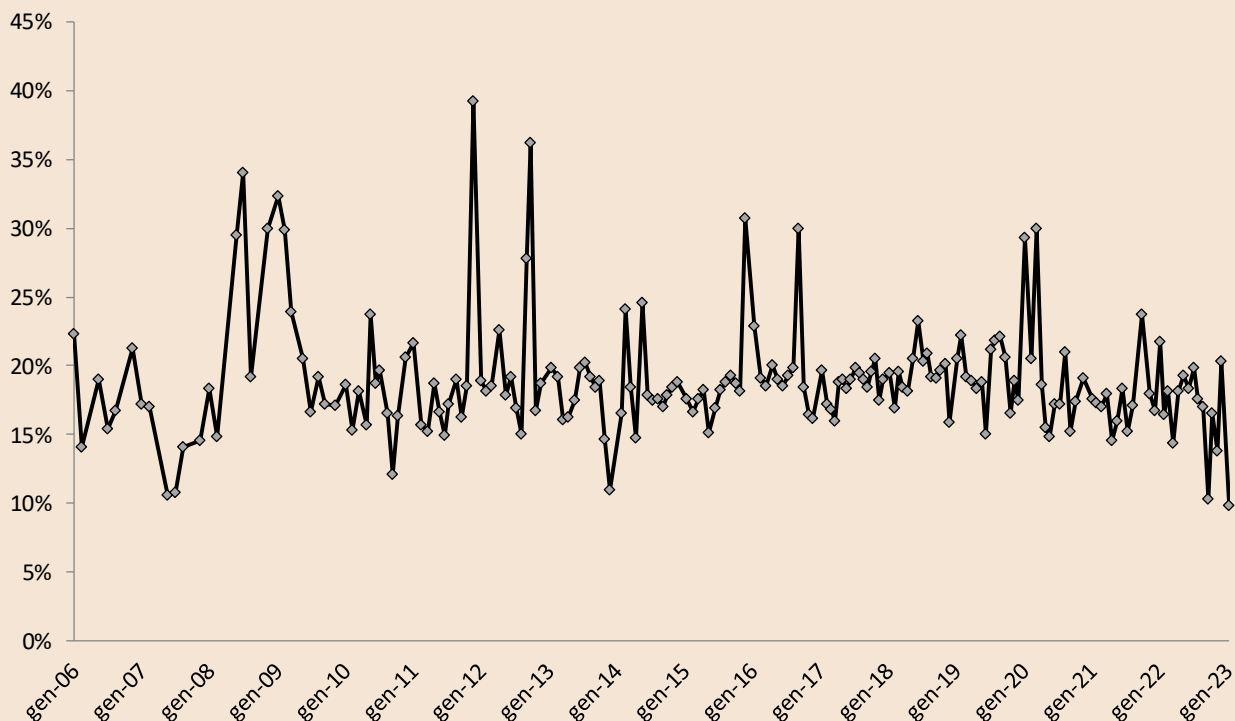
Mentre a livello Europeo portiamo avanti un discorso di questo tipo, è altresì opportuno giocare d'anticipo rispetto alle possibili tensioni sul nostro debito pubblico in vista degli eventi che ci attendono già nel prossimo futuro.

Uno strumento molto utile, in questa prospettiva, sarebbe la creazione di un'Agenzia Italiana per il Debito Pubblico col compito di mantenere quanto più bassa possibile la spesa per interessi. Come avevo [ricordato](#) qualche anno fa, la Germania si è dotata di un'Agenzia di questo tipo sin dal 2000: si tratta della *Finanzagentur* che opera come società di servizi finanziari esclusivamente in nome e per conto del Ministero del Tesoro con l'obiettivo di garantire in ogni momento la solvibilità del governo federale.

Uno dei compiti istituzionali della *Finanzagentur* è trattenere temporaneamente una parte dei titoli di Stato che vengono offerti sul mercato primario (c.d. *retention quote*), dando incarico alla Bundesbank di prenderli in custodia per successive operazioni sul secondario. In media questa operatività interessa il 20% delle obbligazioni offerte in asta ma in varie occasioni la quota dei titoli trattenuti è stata significativamente superiore (cfr. Figura 1).

Figura 1

Quota trattenuta dalla *Finanzagentur* (tramite Bundesbank)
sulle emissioni di Bund a 10 anni



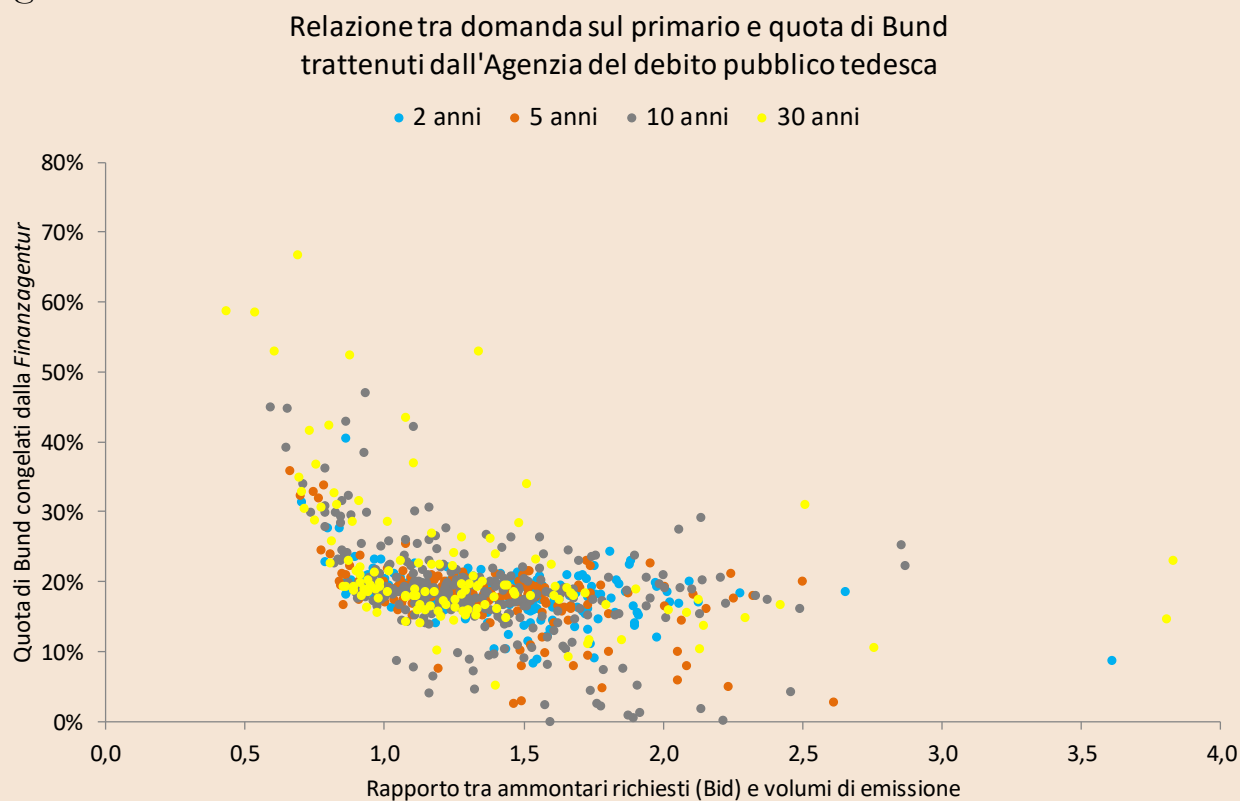
Così è stato, ad esempio, in un'asta di Bund decennali svoltasi a fine novembre 2011 quando imperversava la crisi dei debiti sovrani dell'Eurozona e la *Finanzagentur* ha congelato temporaneamente il 40% dell'ammontare offerto. Interventi simili sono stati fatti anche negli ultimi anni, all'acme delle tensioni scatenate dalla prima ondata di Covid-19 e, più di recente, a supporto della decisione del governo federale di aumentare la spesa pubblica per tutelare la propria economia messa in difficoltà dalla crisi energetica. A fronte dell'accoglienza tiepida da parte degli investitori per un'asta di Bund a 7 anni tenutasi lo scorso 18 ottobre (il *bid-to-offer*, cioè il rapporto tra ammontare richiesto e volume dell'emissione, è stato di appena 0,47), la *Finanzagentur* è infatti intervenuta trattenendo il 55,4% del volume totale offerto.

Formalmente né l'Agenzia né la Bundesbank (che opera come suo braccio operativo) acquistano titoli sul mercato primario ma si limitano a trattenerli. Di fatto, tuttavia è chiaro che l'operatività descritta ha un effetto distensivo sui risultati delle aste e sui tassi d'interesse che si formano sul mercato primario e,

indirettamente, anche su quello secondario dei titoli di Stato tedeschi. In pratica la *retention* funge da ammortizzatore preventivo di eventuali *shock* limitando l'effetto negativo dell'eventuale scarso gradimento dei *primary dealers* (ossia le banche autorizzate a comprare in asta) nei confronti di una data emissione.

Una conferma empirica in tal senso si ha confrontando il rapporto *bid-to-offer* con la quota di titoli trattenuti dall'Agenzia (cfr. Figura 2). Quando la domanda è carente (*bid-to-offer* inferiore a 1), la quota di titoli trattenuti tende, infatti, ad assumere valori ben oltre il 20% dell'emissione assolvendo una funzione sostanzialmente compensativa.

Figura 2

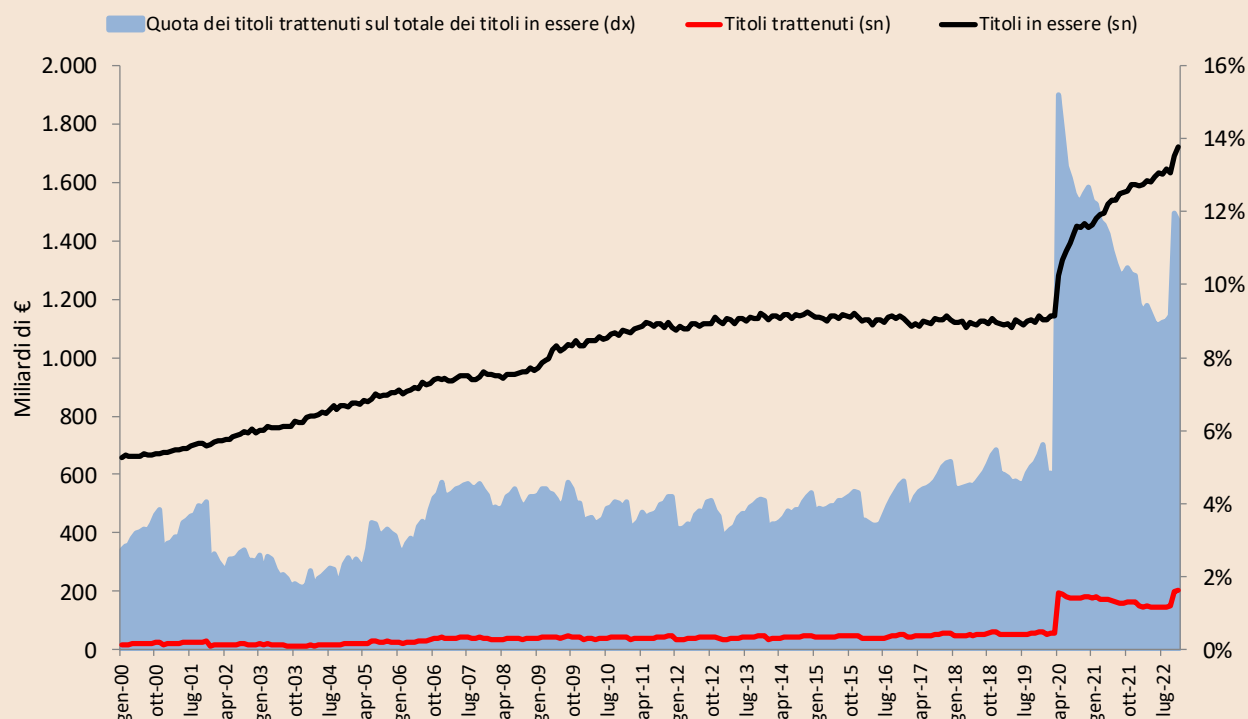


I titoli trattenuti sono inoltre utilizzati per ottimizzare la gestione del debito, tipicamente fungendo da collaterale nelle operazioni di finanziamento pronti-contro-termine (*repo*). In questo modo la *Finanzagentur* ha un margine di flessibilità aggiuntivo per coprire eventuali esigenze di finanziamento a breve termine e/o per intervenire a salvaguardia del regolare funzionamento del mercato *repo* in momenti di tensione.

Sempre a ottobre 2022, il giorno dopo il sopra menzionato intervento nell'asta del titolo settennale, l'Agenzia ha annunciato la riapertura di 18 emissioni di Bund per complessivi 54 miliardi di € che sono state da lei integralmente trattenuti e utilizzati per fare *funding* tramite pronti-contro-termine. In questo modo il governo tedesco si è potuto finanziare evitando di tornare in asta e al contempo la *Finanzagentur* ha contribuito a mitigare la scarsità di collaterale che stava assumendo proporzioni ormai critiche. La stessa operatività era stata attuata in piena emergenza Covid per fronteggiare fabbisogni di cassa imprevisti. Infatti, tra marzo e aprile 2020 il controvalore dei titoli di Stato in pancia alla *Finanzagentur* è salito di 140 miliardi di euro, portando la quota di titoli trattenuti dal 4,8% al 15,2% del controvalore totale *outstanding* (cfr. Figura 3). In seguito questa percentuale ha cominciato a scendere seguendo un percorso di normalizzazione che è proseguito fino al terzo trimestre 2022, mentre dallo scorso ottobre si è registrata una nuova inversione di tendenza dovuta agli interventi sopra ricordati.

Figura 3

Germania: incidenza del debito detenuto dalla *Finanzagentur* sul debito totale in essere



La prassi della *retention* costituisce dunque un importante strumento di gestione attiva del debito. Come vantaggio aggiuntivo va osservato che l'imprevedibilità degli interventi della *Finanzagentur* in asta e della tempistica di "smaltimento" dei titoli di Stato sul mercato da parte della Bundesbank rende più difficile per gli investitori implementare eventuali strategie coordinate per ottenere opportunisticamente rendimenti più alti.

Ovviamente le differenze tra le aste dei titoli di Stato italiani e tedeschi non dipendono solo dalla presenza o meno dell'Agenzia del debito ma anche da altri fattori tra cui la diversa micro-struttura dei due mercati primari e il diverso merito di credito dei due paesi. I *dealers* che sottoscrivono Bund in asta sopportano infatti un rischio di stoccaggio più contenuto rispetto a quelli che sottoscrivono BTP e, quindi, si accontentano di un premio al rischio meno elevato.

Fatti questi distinguo, la creazione di un'Agenzia italiana del debito con prerogative simili alla *Finanzagentur* tedesca potrebbe comunque contribuire in modo significativo a dare stabilità in sede d'asta e a migliorare la complessiva strategia di *funding* del Tesoro, specie in periodi di turbolenza dei mercati.

Nell'attuale contesto di tassi d'interesse in rialzo e rapido ridimensionamento del peso dell'Euro-sistema come acquirente dei titoli di Stato, il tema di una gestione attiva ed efficiente del debito pubblico richiede scelte coraggiose da parte delle istituzioni sia nazionali che Europee.

Marcello Minenna, Economista

[@MarcelloMinenna](#)

Le opinioni espresse sono strettamente personali