

Completare l'Unione economica e monetaria con Safe assets europei

Gabriele GIUDICE *

Capo Unità, Economia della zona euro e approfondimento dell'UEM
DG ECFIN, Commissione Europea

22 November 2019

Verso il 2020: governare l'evoluzione della Banca Regionale
Convegno ACRI e Pri.Banks - Desio

* Le opinioni espresse sono quelle dell'autore e non corrispondono necessariamente a quelle della Commissione europea, alla quale non dovrebbero essere attribuite.

Prospettive economiche e possibile (re)azione

*Previsioni economiche della Commissione europea (Autunno 2019):
"Un periodo prolungato di crescita modesta e di bassa inflazione"*

- *Quale politiche in risposta?*
 - Fiscale
 - **Utilizzare lo spazio fiscale disponibile per gli investimenti, con un approccio prudente per i paesi con un alto debito => migliorare la composizione e la qualità del bilancio!**
 - Riforme strutturali
 - **A livello nazionale: Raccomandazioni specifiche per paese**
 - **A livello europeo: Mercato interno, New Green Deal/Invest EU, ma anche — e soprattutto => Completare l'UEM**

Strumenti

- *Incentivi per le **riforme nazionali**: BICC (20 miliardi EURO?)*
- *Uno **strumento europeo di stabilizzazione** (assicurazione contro la disoccupazione o stabilizzazione degli investimenti). Dovrebbe essere molto più ampio di quello finora considerato (20-30 miliardi EURO?)*
- ***Stimolo fiscale individuale** (alcuni decimali del PIL)*
- ***Risposta fiscale coordinata?***
- ***Investire nel nuovo Green Deal Europeo**: mobilitare 1000 miliardi di euro di investimenti privati con 45 miliardi di euro provenienti dal QFP.*

Tutto questo va bene, ma

= > affrontare l'instabilità al centro del sistema finanziario dell'UEM potrebbe avere un impatto maggiore, di uno o addirittura due ordini di grandezza, di quanto non lo abbiano molte di queste misure.

Mercati finanziari nell'UEM

- *Priorità immediate: **Supporto** del Single Resolution Fund; Terzo pilastro (**EDIS** – Schema Europeo di Assicurazione dei depositi)*
- *Altre questioni sono ancora in sospeso, come anche suggerito dal ministro Scholz: vigilanza, gestione delle crisi, integrazione finanziaria, diritto fallimentare e persino la tassazione del sistema bancario*
- ***Aspetti positivi:** riconoscimento dell'importanza di un sistema bancario europeo data la sua rilevanza geostrategica. Favorire lo sviluppo di banche europee dotate di un portafoglio pienamente diversificato.*

Ma...

- *... molte condizioni accompagnano l'apertura tedesca all'EDIS. In particolare, i **cambiamenti regolamentari sulle esposizioni sovrane (RTSE)** => rischio di maggiore instabilità finanziaria*
- *... e nessun riferimento **alla mancanza di un safe asset per la zona euro** che è rilevante per la politica monetaria, l'Unione bancaria, l'Unione dei mercati dei capitali, l'IROE e persino il PSC.*

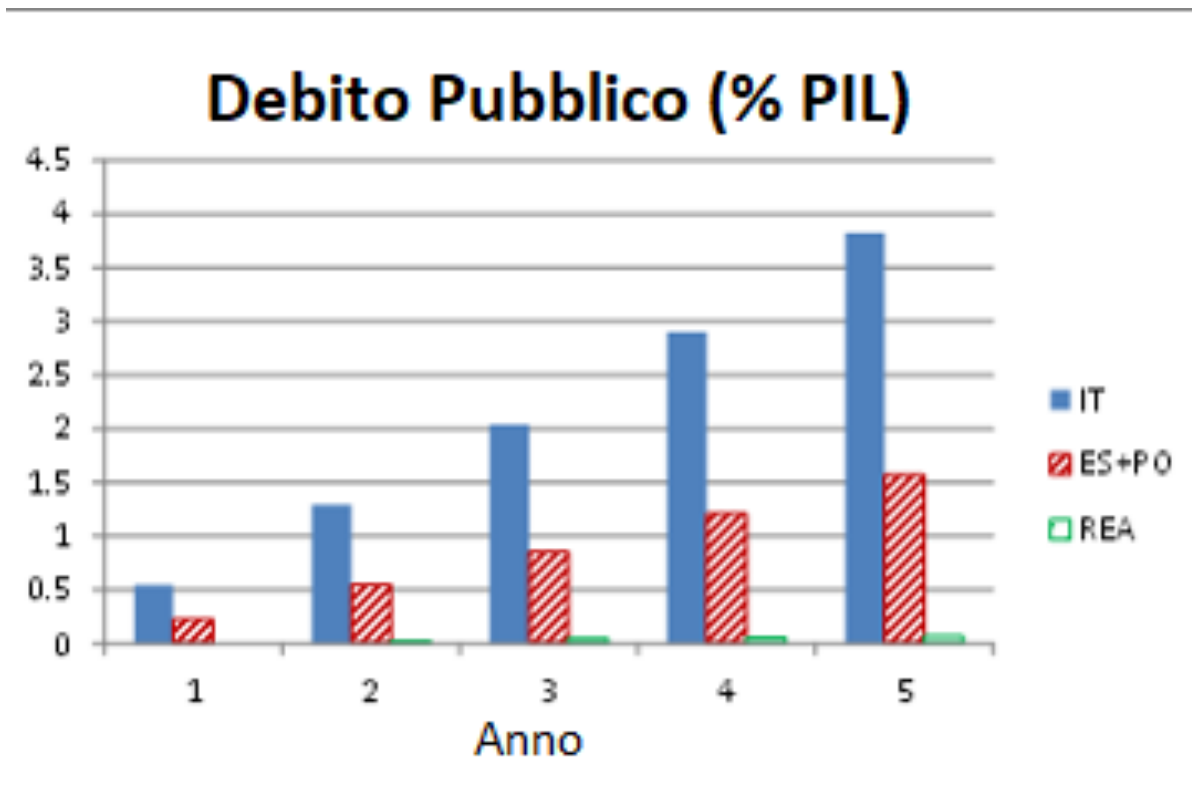
Collegamento tra finanza e bilancio

Persino un aumento temporaneo degli spreads può essere costoso per la dinamica del debito

Lo spread nei rendimenti dei titoli sovrani può controbilanciare gli sforzi di risanamento del bilancio di un paese.

Simulazione di un aumento di 200 punti base (bp) dello spread IT di una durata di 2 anni

> Effetti di equilibrio generale determinano un aumento significativo del debito: superiore di quasi 4 % del PIL dopo 5 anni



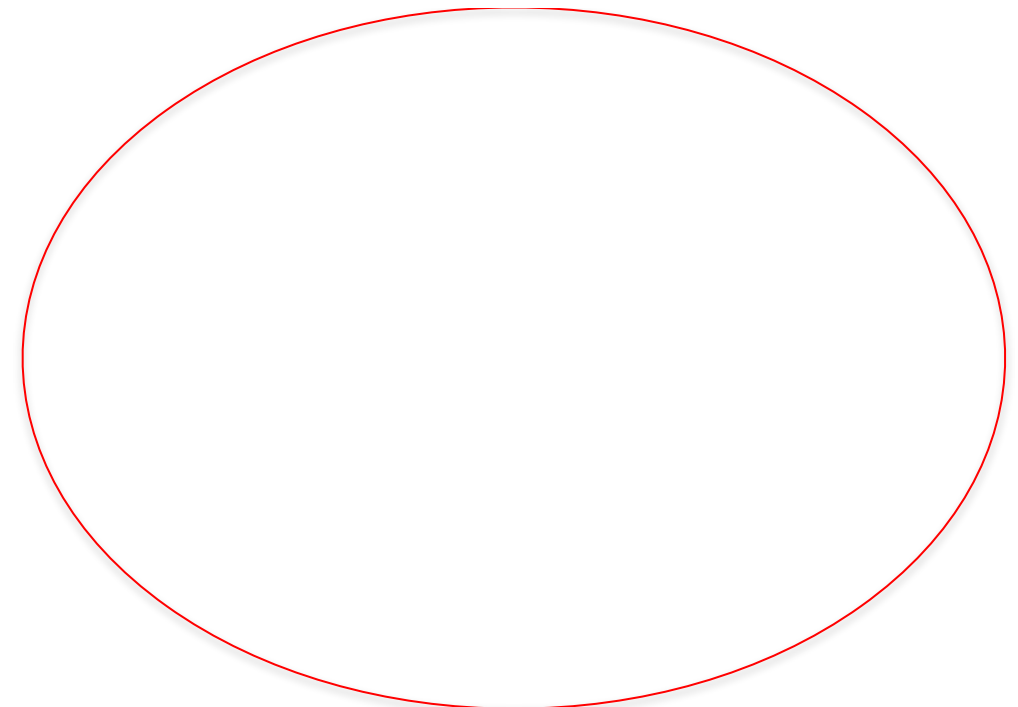
Ipotesi dello scenario

- L'impatto sul servizio del debito tiene conto della struttura delle scadenze del debito sovrano IT (scadenza media di circa 7 anni)
- A livello domestico: 50 %, i.e. 100 bp, spillover su costi di finanziamento del settore privato, ossia investimenti aziendali e residenziali
- A livello internazionale: 50 % di spillover dei finanziamenti del settore del debito sovrano e del settore privato a favore di ES e PT
- Nessuna stabilizzazione degli effetti sul bilancio a breve e medio termine.

Il governo degli Stati Uniti emette più debito a breve termine perché ha un minore rischio di rinnovo della posizione (grazie alla FED come finanziatore ultimo?) => L'Europa paga di più

Titoli di debito delle amministrazioni pubbliche a breve e a lungo termine nella zona euro e negli Stati Uniti

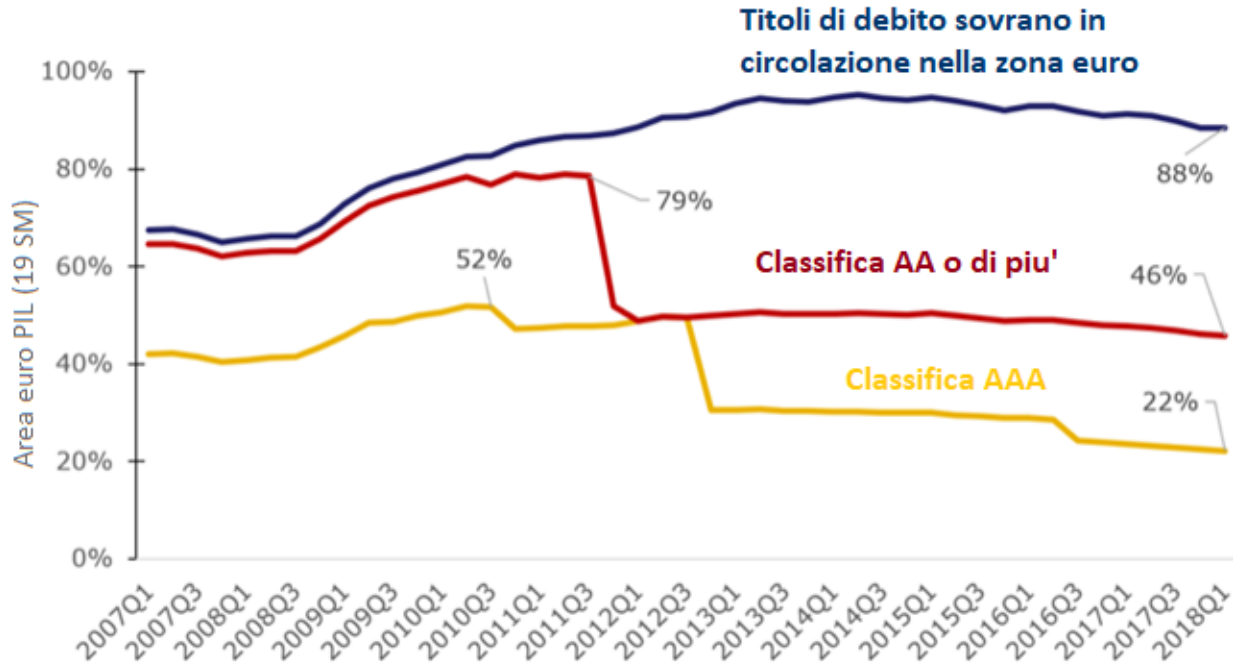
- Titoli di debito quotati dalle amministrazioni centrali classificati con rating sotto AA
- Titoli di debito quotati dalle amministrazioni centrali classificati con rating AA o maggiore



La disponibilità di safe assets omogenei è in calo rispetto all'aumento della domanda = > \$ 15 trilioni di obbligazioni sovrane con rendimenti negativi

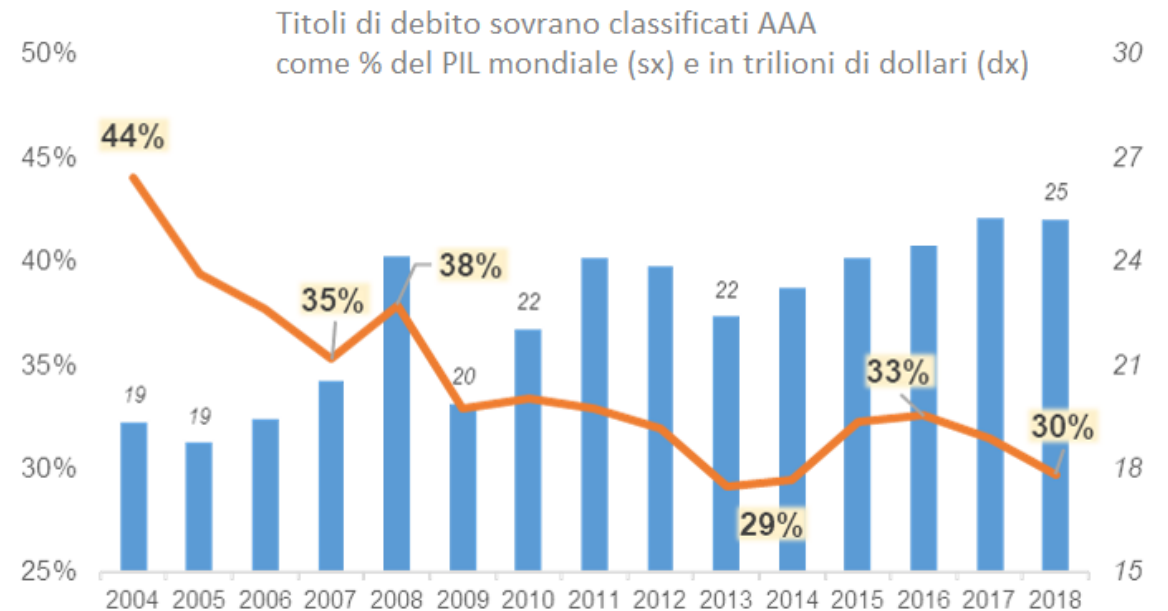
La scarsità e l'asimmetria incidono sulla politica monetaria?

Nell' area euro



Fonte: Moody's, Eurostat, calcoli proi

Nel mondo



Da: Giudice (2019)

Safe Asset Europeo: potenziali benefici

➤ STABILITÀ FINANZIARIA

- **Aiuta a ridurre le esposizioni sovrane delle banche; Fornisce un'ancora comune scollegata dai titoli sovrani nazionali; Elimina rischi o timori di ridenominazione**

➤ POLITICA MONETARIA

- **Un'offerta maggiore di SA potrebbe allontanarci dallo ZLB; Preserva la trasmissione in periodi di crisi; Maggiore scelta per il QE, acquisti più agevoli**

➤ INTEGRAZIONE FINANZIARIA

- **Attenua le distorsioni dei costi di finanziamento; Consente l'integrazione dei mercati bancari; Agevola lo sviluppo dei mercati dei capitali**

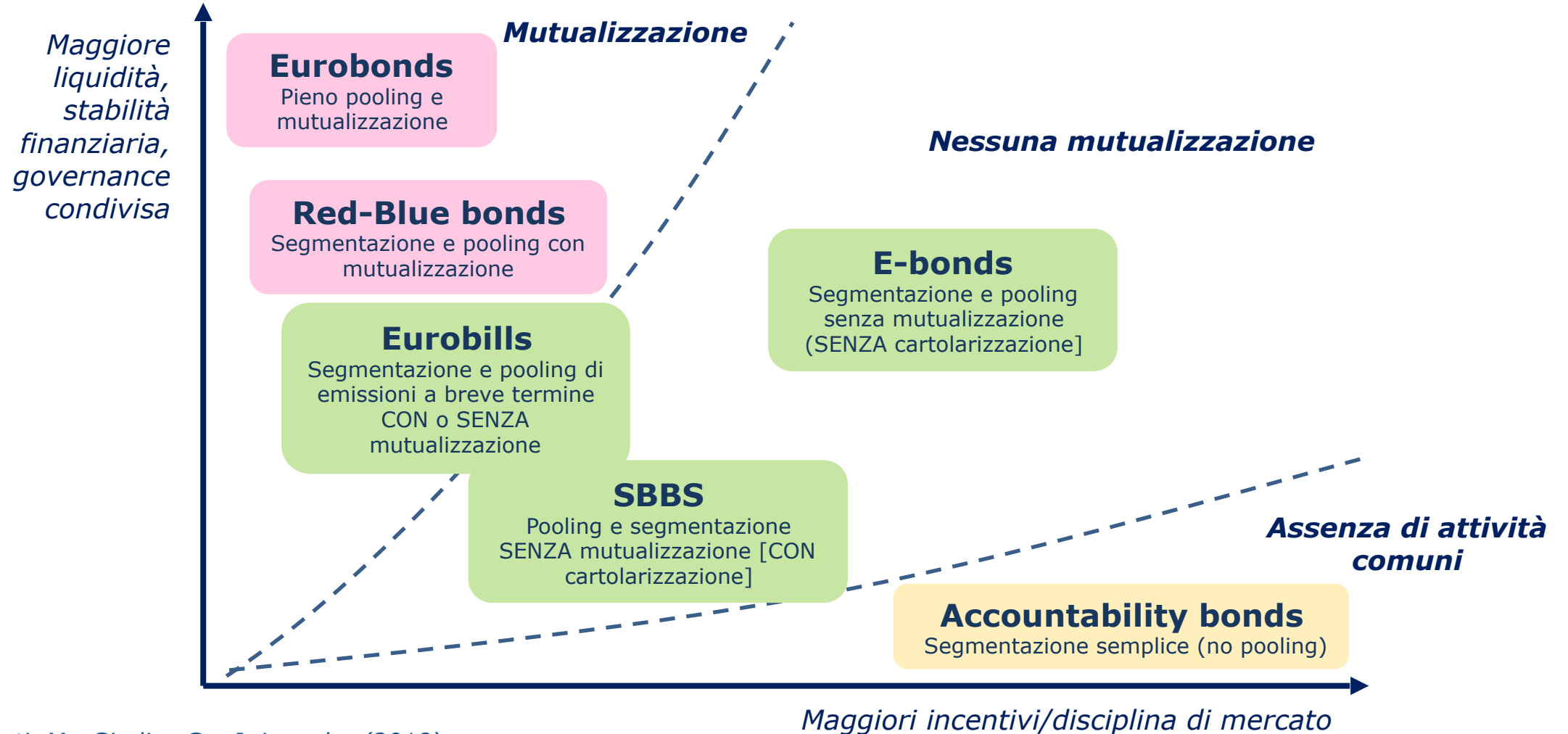
➤ DISCIPLINA DI BILANCIO

- **Riduce 'rumore' negli spreads; Crea incentivi per politiche più solide; Facilita risultati migliori**

➤ RUOLO INTERNAZIONALE DELL'EURO

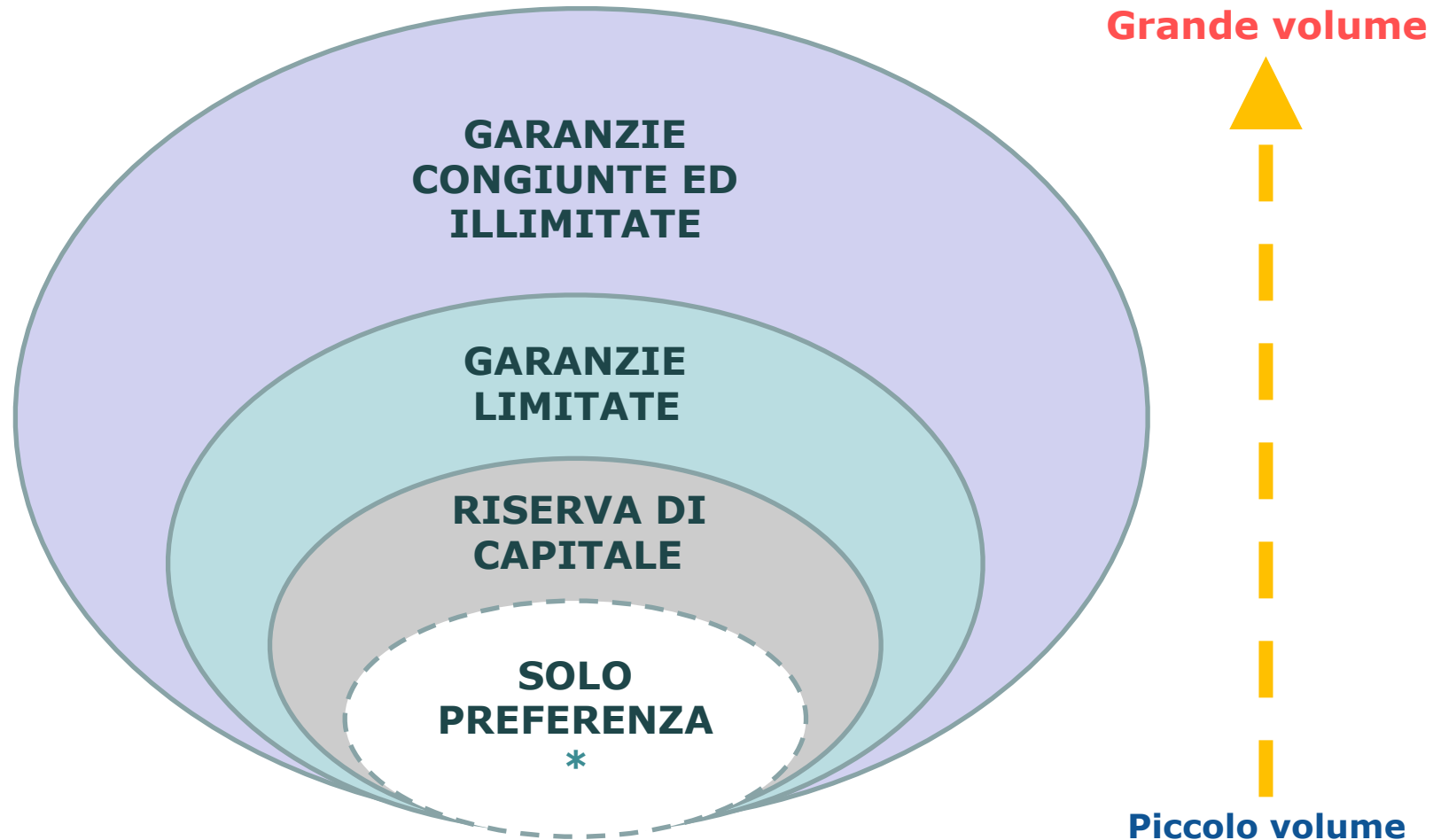
- **Fornisce un asset in euro per proteggere il valore tra un'operazione in euro e l'altra**

Opzioni per un Safe Asset Europeo: Alcune opzioni non includono la mutualizzazione e possono promuovere la disciplina di bilancio



Da: Buti, M., Giudice G e J. Leandro (2018)

I 'miglioramenti' dipendono dalle dimensioni necessarie per modificare il funzionamento dei mercati finanziari della zona euro



Note:(*) Può o non può applicarsi cumulativamente.

15 % del PIL è già considerevole per i mercati finanziari

Esempio: Sostituzione dei titoli di debito delle amministrazioni centrali con E-bond negli Stati membri

- E-bonds 15 % del PIL nazionale e della zona euro
- E-bonds ulteriore 15 % del PIL nazionale e della zona euro
- Rimanenti titoli nazionali sovrani

Austria Belgio Cipro Estonia Finlandia Francia Germania Grecia Irlanda Italia Lettonia Lituania Lussemburgo Malta Paesi Bassi Portogallo Slovacchia Slovenia Spagna
TOTALE Area Euro

Analisi degli *E-bonds* basata su un concetto semplice e con una governance chiara

- **Prestiti privilegiati da un emittente comune ai paesi, limitati a % del PIL**
 - **Stessa percentuale del PIL** per tutti gli Stati membri
 - **Non è necessario un mercato secondario** per garantire prezzi equi
 - **I paesi con un basso debito potrebbero affidarsi** (quasi) esclusivamente a **E-bonds meno costosi**
- **Il quadro giuridico non deve lasciare spazio a modifiche unilaterali**
 - **Privilegio attraverso eventuali forme complementari:** accordo intergovernativo, clausola nel contratto di prestito e clausola nelle nuove obbligazioni nazionali
 - **Esclusione del debito pre-esistente per evitare qualsiasi evento creditizio**
- **I Gestori del debito nazionale potrebbero svolgere un ruolo guida nella governance**
 - Comitato dei gestori all'interno dell'emittente comune **co-decide la strategia**
 - **Minori costi di finanziamento sono trasferiti agli Stati membri** (l'emittente comune prende un margine per coprire i costi operativi)

Gli effetti dinamici potrebbero avere un ruolo positivo e meritano ulteriore considerazione

- **Premio di liquidità grazie ad efficienza e volumi più elevati ► *vantaggio finanziario***
 - Profitti derivanti dalle riduzioni di i) dispersione dei rendimenti obbligazionari attorno a un profilo ideale, ii) rendimenti con emissioni di maggiori dimensioni. Questi compensano gli effetti della contrazione dei mercati nazionali: ***uno studio suggerisce un guadagno annuo di 1.3-2.8 miliardi di euro per l'emissione del 15-30 %.***
- **Detenzione di un asset più sicuro da parte delle banche ► *maggiore stabilità finanziaria***
 - Nesso tra titoli di stato nazionali e banche. Simulazioni preliminari del modello SYMBOL indicano che aumentano i rischi per le banche che detengono titoli subordinate ma l'effetto Safe Asset è chiaramente predominante. ***Nella maggior parte degli scenari presi in considerazione, le perdite legate alla spirale fra banche e titoli di stato nazionali diminuiscono (ad.es. tra il 10 % e il 30 %)***
- **Incentivi per politiche di bilancio prudenti ► *migliore sostenibilità di bilancio***
 - Evidenza di una reazione dei ***governi dell'area euro ai costi marginali di finanziamento*** (Meyermans, 2019), dunque aumentare questi ultimi prudentemente potrebbe migliorare i risultati di bilancio
- **G.E.: Tutti i punti menzionati+una trasmissione più efficace della politica monetaria ► *maggiori investimenti, crescita potenziale/nominale e dinamiche favorevoli del debito***

Punti critici

- **Metodologie di rating del credito e implicazioni per i diversi strumenti**
 - SA comuni: rating del credito mirato, caratteristiche necessarie
 - Titoli sovrani subordinati: declassamento del rating? Accettato dalla BCE?
- **Aspetti giuridici e di governance**
 - Designo e applicazione efectiva del rango privilegiato dei prestiti
 - Ruolo dei gestori del debito nazionale
 - Come garantire la flessibilità necessaria per preservare i mercati nazionali
- **Sicurezza del SA e comportamento delle obbligazioni sovrane in casi estremi**
 - L'analisi del valore a rischio potrebbe essere raffinata, possibili effetti di una riserva di capitale
 - Studio del costo di finanziamento marginale e medio durante recessioni lievi e gravi

Conclusioni

1. Ci serve un Safe Asset?

- **Lo status quo è subottimale e costoso**

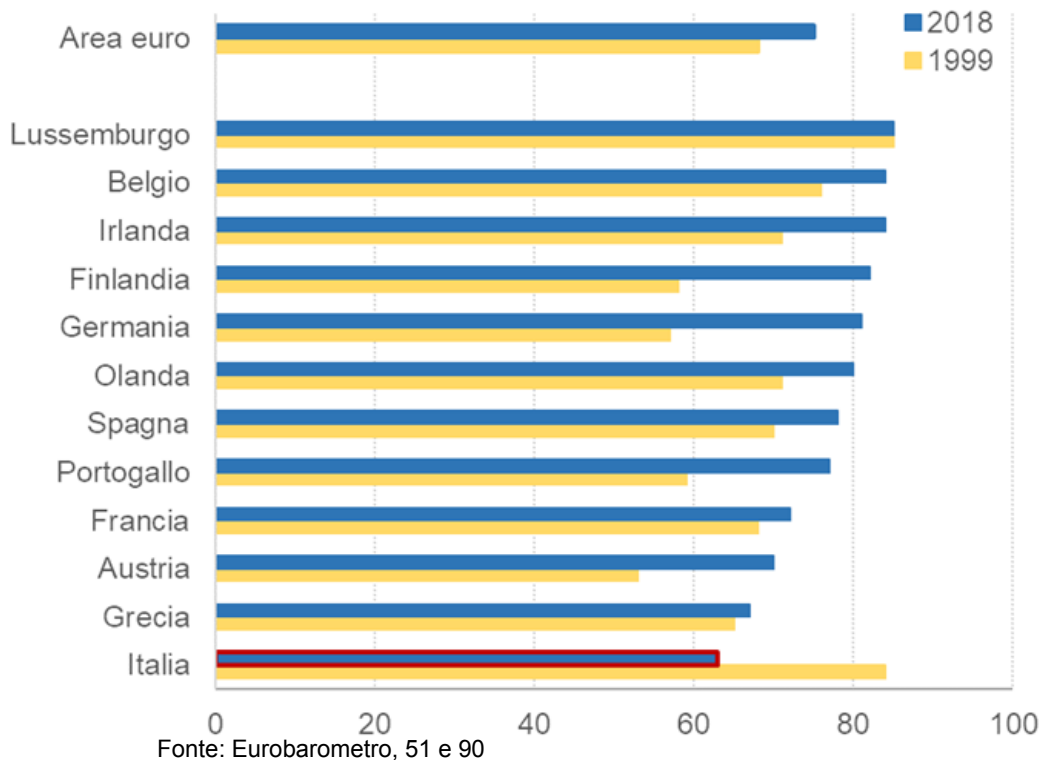
2. Se sì? Come è possibile costruire un Safe Asset (senza mutualizzazione o ingegneria finanziaria)?

- **Con E-bonds, sembra possibile emettere assets altamente sicuri con un volume del 15-30 % del PIL della zona euro** (circa 1.7-3.5 trilioni di Euro) **e con un impatto limitato sui titoli nazionali**
- **Un SA del 15 % del PIL dell'area euro potrebbe già portare importanti benefici** (aumento dell'offerta di SA, modifica del panorama dei mercati finanziari, riduzione dell'esposizione delle banche, semplificata organizzazione e trasmissione della Politica Monetaria, supporto del ruolo internazionale dell'euro)...
- ... e il meccanismo di subordinazione **inciderebbe minimamente sui costi medi di finanziamento degli Stati membri, mentre migliorerebbe gli incentivi per politiche di bilancio più sane**

Troppo presto per decidere se un SA attraverso le obbligazioni E-bond possa essere realizzato— ulteriore lavoro necessario su: simulazioni di stress test, quantificazione di effetti dinamici e di GE, e affrontare i punti critici

La fiducia nell'EURO ed il completamento dell'UEM

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



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

Riflette 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.

Governatore I. Visco: «L'introduzione di un Safe asset europeo è un obiettivo chiaro ed immediato.»