

10 dicembre 2010

E-bond a cinque incognite. E le Valchirie sono solo nell'opera di Wagner

di Pietro Reichlin e Nicola Borri

La [proposta Juncker-Tremonti di creare un'Agenzia europea del debito](#) (Eda) è certamente suggestiva. Ma si presta, anche, a diverse obiezioni. L'Eda funzionerebbe come una banca che si finanzia sul mercato mediante emissione di e-bond avendo come attivo i crediti agli stati dell'Eurozona. A differenza di una banca, l'Eda non chiederebbe garanzie, se non un impegno morale. In particolare, l'Eda presterebbe direttamente fino al 50% delle nuove emissioni degli stati membri (ma potrebbe arrivare al 100% nel caso di paesi che riescono a collocare propri titoli sul mercato solo in cambio di elevati tassi d'interesse) e potrebbe comprare dagli investitori i titoli di stato che essi vogliono liquidare, in cambio di e-bond. A regime, ogni paese dell'Eurozona non potrebbe ricevere dall'Eda prestiti al di sopra della soglia del 40% del proprio Pil.

Juncker e Tremonti suggeriscono che [gli acquisti da parte dell'Eda sul mercato secondario potrebbero avvenire a sconto, nel caso del debito di stati a rischio d'insolvenza](#). Questo significa, di fatto, che i creditori privati subirebbero un haircut, come avviene nel caso di una ristrutturazione parziale del debito sovrano. Juncker e Tremonti non entrano nel dettaglio di questo haircut: se avvenisse a un tasso più favorevole di quello di mercato, l'Eda trasferirebbe risorse ai possessori di queste obbligazioni (in gran parte istituti di credito europei).

Il piano ha due obiettivi dichiarati. Trasferire il compito di raccolta di risorse per finanziare i disavanzi degli stati europei a un'istituzione in grado di offrire ai mercati garanzie elevate in termini di rischio e di liquidità. Se gli investitori credono che l'Eda sia solvibile, allora gli attacchi speculativi sarebbero meno probabili e il costo di finanziamento basso. Inoltre, quando la mancanza di fiducia nei confronti di un singolo stato comportasse alti costi di finanziamento oltre la soglia del 50% del disavanzo, l'Eda consentirebbe a quest'ultimo di evitare la necessità di collocare titoli di nuova emissione (a tassi capestro) sul mercato primario.

Infine, l'Eda potrebbe essere sufficientemente strategica, da un punto di vista politico, da costringere i contribuenti europei o la Bce a coprire le perdite nel caso di una turbolenza finanziaria, come quella che osserviamo in questi giorni. Ora veniamo ai problemi.

1 - Un e-bond che rappresenta il debito di tutti i paesi dell'Eurozona avrebbe un profilo di rischio superiore a quello di cui oggi godono i bund tedeschi. [Perché la Germania dovrebbe accettare di finanziare parte del suo debito a un costo superiore?](#) A questa obiezione si potrebbe rispondere che la partecipazione all'Eda conviene anche alla Germania. Infatti, il maggiore costo del debito potrebbe essere compensato da risparmi dovuti alle minori turbolenze sul mercato del debito sovrano. Ora la Germania sopporta, insieme agli altri paesi "sani" dell'Eurozona, il costo dei salvataggi dei paesi in difficoltà, sia perché deve concedere finanziamenti a tassi non di mercato, sia perché subisce le conseguenze di fluttuazioni eccessive del valore dell'euro. Già ora è stato notato che le incertezze di questi mesi producono un apprezzabile aumento dei tassi d'interesse anche per i bund tedeschi. Non sarà comunque facile convincere i tedeschi che questi vantaggi sono sufficienti.

2 - La maggiore liquidità del mercato del debito sovrano indotta dalla creazione dell'Eda è sicuramente un fattore positivo. Ma che cosa succede per emissioni al di sopra della soglia massima di stabilità? Queste avrebbero probabilmente un grado di liquidità molto bassa e un costo molto elevato. Una visione ottimista è che l'aumento del costo del debito al di sopra della soglia stabilita scoraggia l'irresponsabilità fiscale degli stati e, quindi, riduce il rischio complessivo. Allo stesso tempo, però, il debito pubblico non è sempre frutto d'irresponsabilità. A seguito di uno shock reale violento e temporaneo, potrebbe essere necessario incrementare il debito, per poi ridurlo successivamente. L'esistenza di una soglia predeterminata oltre la quale le emissioni di debito non possono essere finanziate dall'Eda potrebbe quindi essere inefficiente, perché non è chiaro quale sia la soglia ottimale.

3 - È possibile o saggio creare l'Eda in assenza di un coordinamento delle politiche fiscali europee? L'accesso all'Unione monetaria ha consentito ai paesi periferici dell'Eurozona di prendere a prestito credibilità dai paesi più solidi e virtuosi. I mercati hanno assegnato un rischio di credito ai titoli di stato basso perché, evidentemente, credevano - o sono stati indotti a credere - che l'Unione non avrebbe lasciato fallire uno stato membro. Il rischio

morale implicito nel sistema sarebbe parzialmente ereditato dall'Eda. L'emissione di e-bond, quindi, può essere una buona idea, ma richiede una revisione dei trattati, di cui si discute da tempo.

4 - Non bisogna dimenticare che, nel caso dell'Irlanda e della Spagna, la crescita del debito nazionale e il rischio d'insolvenza percepito dagli investitori deriva in gran parte dalle decisioni degli stati, effettive o previste, di accollarsi interamente le perdite delle banche.

Questa politica può portare il debito pubblico a livelli molto elevati in pochissimo tempo, come si è visto. È giusto offrire garanzie in questo caso? È possibile disegnare l'Agenzia europea del debito in modo che non vi sia anche una garanzia sul sistema bancario? Se questo non fosse possibile, quali i rischi? Forse sarebbe necessaria l'istituzione di un fondo assicurativo per le sole banche (magari gestito dalla Bce, a cui potrebbe essere attribuita anche la supervisione del sistema creditizio).

5 - Infine, la creazione dell'Eda necessariamente rimanda al ruolo di prestatore di ultima istanza della Bce. Come tutti gli intermediari finanziari, anche l'Eda sarebbe soggetta a possibili attacchi speculativi in caso di forti perturbazioni dei mercati. La possibilità di far fronte a questi attacchi è quindi legata alla possibilità di monetizzare il debito rinunciando all'obiettivo incondizionato della stabilità dei prezzi. Ma cosa ne pensa la Bce? E cosa ne pensa la Germania?

10 dicembre 2010

Redazione Online | Tutti i servizi | I più cercati | Pubblicità

P.I. 00777910159 - © Copyright Il Sole 24 Ore - Tutti i diritti riservati

partners **e**Economista