

## L'angolo delle idee

23

L'EUROPA

## ATTENTI A QUEI FALSI EUROBOND

Perché la proposta di emettere gli Esbies per attenuare l'impatto della fine del quantitative easing è pericolosa. E rischiamo di avere un euro di serie A e uno di serie B

di **Marcello Minenna**

**E**uroburocrati al lavoro per evitare l'effetto nefasto sui tassi di interesse derivanti dalla fine del Quantitative easing, cioè dalla riduzione/interruzione degli acquisti dei Govies (i titoli di Stato dell'Eurozona) e/o dalla loro vendita sul mercato. Gli European Safe Bonds (Esbies), una proposta del 2011 sulla creazione di obbligazioni europee, sembrerebbe al vaglio. Sgombriamo subito il campo: non sono Eurobond, cioè titoli di Stato di un'Eurozona ristrutturata nell'ottica di Stati Uniti; niente condivisione dei rischi, bensì un'operazione di ingegneria finanziaria. Una società-veicolo (possibile candidato il Fondo salva-Stati, Esm) rileva dalle banche centrali nazionali i Govies che hanno comprato con i soldi prestati dalla Bce nell'ambito del Qe.

Per finanziare questi acquisti l'Esm effettua una cartolarizzazione, cioè emette Esbies ripartiti in due tranches ordinate per rischiosità con l'obbligazione senior meno rischiosa in quanto realizza perdite solo laddove venga azzerato il valore della junior.

I Govies acquistati dall'Esm non sono



**Fondo Salva Stati**  
Il presidente Klaus Regling

esenti dal rischio di default del corrispondente Paese membro. Gli Esbies, conseguentemente, non presentano probabilità di default differenti da quelle dei Paesi membri ma l'ingegnerizzazione finanziaria modifica il valore di recupero dell'investimento. L'introduzione degli Esbies prevede anche

che i Govies non vengano più considerati tutti ugualmente privi di rischio nei bilanci delle banche e delle assicurazioni, ma discriminati in base al rischio del Paese membro.

**I pro**

- 1) Si interrompe il processo di nazionalizzazione dei rischi dei debiti pubblici che il Qe sta realizzando.
- 2) Si aumenta la disponibilità di collateral di buona qualità a supporto dell'operatività delle banche.
- 3) Oltre ai Bund anche gli Esbies senior sarebbero de facto titoli privi di rischio.
- 4) I Govies acquistati con il Qe finirebbero parcheggiati nell'attivo del veicolo e quindi non potrebbero partecipare ad un rischio di riesplorazione degli spread.

**I contro**

- 1) Sui mercati finanziari si creerebbero due nuove curve dei tassi di interesse in relazione alle tranches senior e junior degli Esbies, cioè un euro di serie

A e un euro di serie B.

2) I titoli di Stato dei Paesi membri, non rilevati dal veicolo, verrebbero valutati di migliore qualità per Paesi come la Germania e di peggiore qualità per Paesi come l'Italia.

3) Il rifinanziamento del debito pubblico diverrebbe assai più oneroso per Paesi come l'Italia. Ci sarebbe quindi uno stimolo forte a rientrare il più rapidamente possibile nei parametri di Maastricht; altro che fiscal compact!

4) I titoli di Stato dei Paesi membri, non rilevati dal veicolo, non sarebbero più privi di rischio per il bilancio di banche e assicurazioni richiedendo quindi di procedere a dismissioni più

**L'unica via di uscita è la condivisione dei rischi. Bisogna lavorare perché la Bce assomigli almeno un po' alla Fed**

rischiosi e/o ad aumenti di capitale.

5) L'acquisto degli Esbies da parte degli investitori istituzionali per motivi di redditività porterebbe ad un'ennesima segregazione dei rischi, con gli Esbies senior che rimpiazzano i Bund nelle banche dei Paesi core ed i junior che sostituiscono Btp e Bonos nelle banche della periferia.

**Le conclusioni**

Siamo proprio convinti quindi degli Esbies? Forse c'è un modo più corretto per concludere il Qe, invece di rispolverare fantasmi del passato; si tratta di fare i conti con il suo peccato originale, cioè l'acquisto dei Govies delegato alle banche centrali nazionali e la conseguente nazionalizzazione dei rischi; non certo un toccasana per l'unione valutaria.

Il Qe va ricondotto quindi ad un programma a rischi condivisi; è, peraltro, assai semplice: basterebbe far riacquistare i Govies alla Bce e farli rimanere lì per qualche tempo. Insomma far assomigliare la Bce un po' alla Fed.