

28 ottobre 2019

Il Sole **24 ORE**

SERVIZIO | L'ANALISI

## SE IL BUND PERDE IL TRONO D'EUROPA È MEGLIO PER TUTTI

di Marcello Minenna

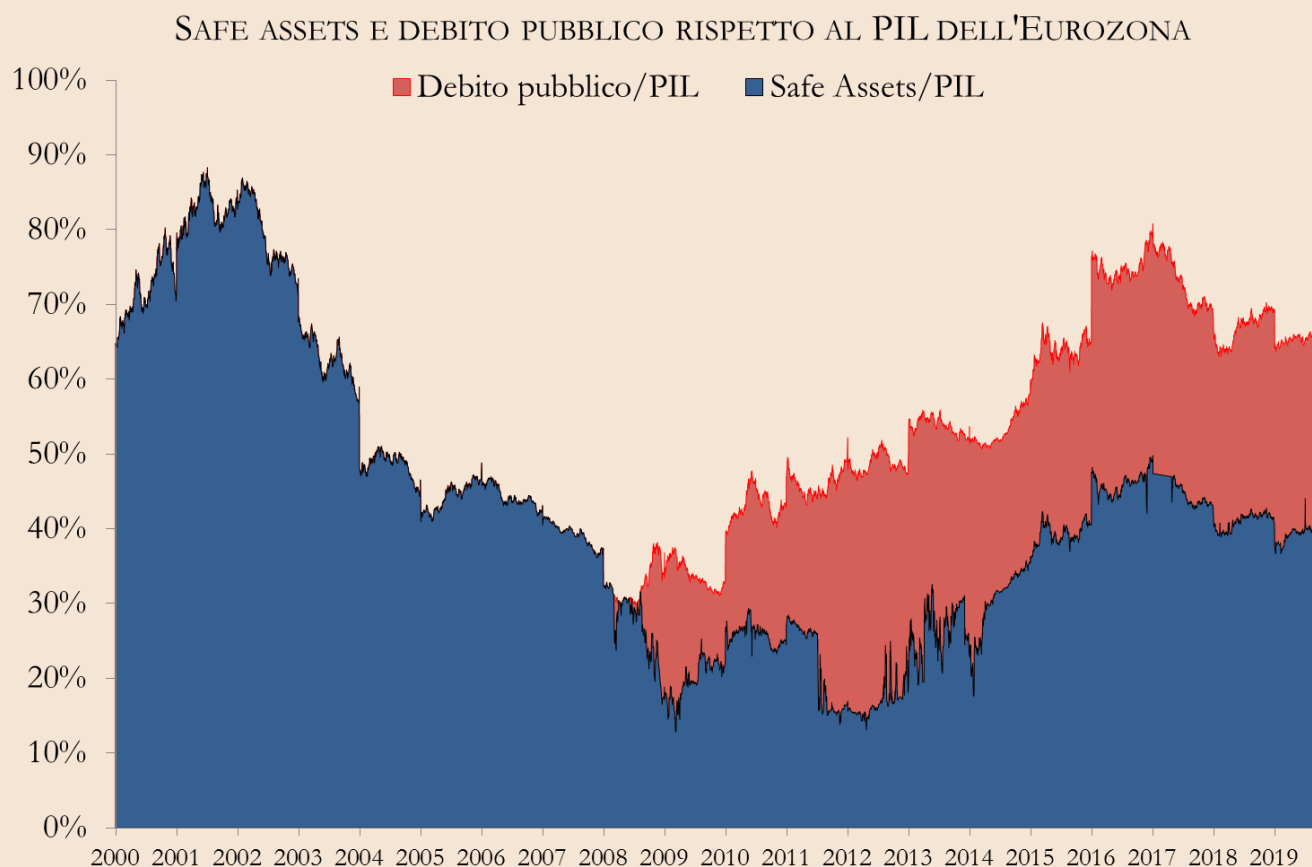
**I nuovi vertici della Ue stanno per affrontare un periodo turbolento: spinte deflattive, margini di profitto bancari sempre più stringati, un rischio di recessione sempre più conclamato**

I neo-designati vertici Europei hanno davanti un periodo non facile: persistenti spinte deflattive, erosione dei margini di profitto delle banche, conclamato rischio di recessione globale e dossier dazi.

In questo contesto, l'ampia disponibilità di un *safe asset* Europeo è fondamentale per assicurare stabilità alle istituzioni finanziarie, efficacia ai meccanismi di trasmissione della politica monetaria e successo all'unione bancaria e a quella dei mercati dei capitali. Senza contare l'impatto positivo in termini di promozione del ruolo internazionale dell'euro.

Un *safe asset* è prima di tutto una riserva di valore, un *asset* con un rischio di perdita molto contenuto. In tempi di crisi, la maggiore incertezza alimenta la corsa ai *safe assets* (*flight-to-quality*) facendone salire il prezzo e, quindi, nel caso dei titoli di debito come quelli governativi, abbassandone il rendimento. Esattamente quanto accaduto nell'Eurozona con l'arrivo della crisi: tra gennaio 2008 e marzo 2009 la quantità di *safe assets* in rapporto al PIL è passata dal 38% al 14%, un crollo enorme e senza precedenti. Infatti, dopo i picchi di quasi il 90% raggiunti nel biennio 2001-2002, la discesa del rapporto in esame era andata di pari passo con il calo del livello di pubblico complessivo rispetto alle dimensioni economiche della nostra area valutaria, ma con la crisi il debito pubblico ha ripreso a crescere in termini di PIL mentre l'offerta di *safe assets* non ha fatto altrettanto. In particolare, dopo una breve ripresa tra il 2010 e la prima metà del 2011, dalla seconda metà del 2011 è iniziata una nuova fase di contrazione in concomitanza con il

surriscaldamento della crisi del debito sovrano dell'Eurozona. Una ripresa stabile si è registrata solo con la partenza del programma di acquisto di titoli di Stato da parte della BCE nel marzo del 2015: attualmente la disponibilità di *safe assets* gira intorno al 40% del PIL ma rispetto al periodo pre-crisi rappresenta una quota molto più bassa del rapporto tra debito pubblico e PIL dell'Eurozona.



La scarsità dei *safe assets* è stata sensibilmente aggravata dalla comparsa degli *spread* (i differenziali di rendimento tra i titoli emessi dai diversi Stati membri) che ha consacrato il Bund a principale titolo *risk-free* dell'intera unione monetaria. Ciò ha contribuito sensibilmente al crollo dei rendimenti sui titoli di Stato tedeschi – ormai negativi su tutte

le scadenze – unitamente ad altri due fattori: alcune decisioni di *policy* Europee improntate alla segregazione dei rischi nella periferia e l'aspettativa di un potenziale guadagno dall'investimento in Bund nello scenario di eventuale rimborso in una valuta più forte dell'euro.

Lo status privilegiato di *safe asset* determina una strutturale scarsità di Bund rispetto alle esigenze di buon funzionamento del sistema economico-finanziario di un'unione monetaria di 19 paesi.

Un assetto in cui le condizioni di finanziamento per chiunque non sia la Germania sono «rendimento del Bund + *spread*» penalizza inevitabilmente (seppur in misure differenti) tutti gli altri paesi e non solo sul piano finanziario. Le ripercussioni si estendono anche all'economia reale, dato che i *players* delle diverse nazionalità competono anche in termini di costi di finanziamento della produzione e questi sono ovviamente legati ai tassi d'interesse pagati dal rispettivo governo.

L'economista Ad van Riet ha descritto efficacemente queste anomalie parlando di '*safety trilemma*' dell'Eurozona: se vogliamo la libera circolazione dei capitali in un'area stabile sul piano economico e monetario, l'identità tra Bund e *safe asset* Europeo deve finire.

Negli anni si sono susseguite numerose proposte per ottenere questo risultato, ma finora nessuna ha trovato concreta implementazione essenzialmente per l'avversione della Germania e dei paesi appartenenti alla sua area d'influenza nei confronti di soluzioni basate sulla condivisione dei rischi (*risk sharing*).

L'argomento principale contro la condivisione dei rischi sovrani è l'azzardo morale (*moral hazard*), cioè il timore che essa diventi il lasciapassare per condotte fiscali opportunistiche e sconsiderate da parte dei paesi della periferia, molti dei quali – come l'Italia – hanno già un elevato debito pubblico.

Salvo poche eccezioni, questo timore ha condizionato pesantemente il dibattito tra gli economisti sul modo migliore per creare un vero *safe asset* Europeo. La soluzione più ovvia, ossia la completa mutualizzazione dei debiti sovrani a livello dell'unione monetaria (c.d. *Eurobond*) è stata scartata o – se si preferisce – condizionata al preliminare raggiungimento di una fantomatica unione fiscale ormai sempre più relegata alla dimensione del *wishful thinking*. Finora le istituzioni Europee hanno saputo imporre abbastanza bene la loro severa disciplina fiscale se si trascurano le implicazioni recessive e pro-cicliche di questa visione della finanza pubblica (ormai palesi persino in Germania). Se però si vuole davvero arrivare ad un'unione fiscale, questa visione deve essere

ripensata accettando di aprire a idee più coraggiose che – agendo sulle giuste leve (a partire dagli investimenti pubblici) – potrebbero dare risultati insperati.

Gli *Eurobond* rappresentano comunque un utile benchmark per analizzare le altre proposte formulate in questi anni. Si tratterebbe di titoli di debito emessi congiuntamente da tutti i paesi membri che sarebbero tutti ugualmente responsabili delle relative obbligazioni di pagamento (*joint liability*). La loro emissione dovrebbe provvedere integralmente al fabbisogno finanziario di ciascun paese sostituendo, quindi, integralmente le emissioni dei singoli Stati. Detta così, è chiaro che appare una soluzione inaccettabile dal momento che i paesi fiscalmente poco virtuosi avrebbero l'opportunità di fare debito senza limiti per lo meno sino a quando non si esaurisca la capacità di pagamento dell'intera unione monetaria. Non a caso la Commissione Europea nel *Green paper* del 2011 dedicato al tema *safe assets* ha messo in risalto questa criticità degli *Eurobond*.

Alcune proposte successive (*Blue/Red Bonds*, *E-bonds*, *ESBies*) hanno cercato di porre dei paletti, più o meno severi, rispetto agli *Eurobond*, ricorrendo spesso al c.d. *liability split*, vale a dire la ripartizione del debito pubblico in più porzioni con diversi gradi di rischio e la qualificazione della porzione meno rischiosa come *safe asset*. In alcuni casi lo *split* è abbinato alla previsione di una responsabilità solidale sul debito destinato a diventare *safe asset*, mentre in altri esso risulta essenzialmente l'unico presidio a supporto della bassa rischio.

Purtroppo, creare strutturalmente un debito di serie A ed uno di serie B e rinunciare (o quasi) alla mutualizzazione dei rischi difficilmente permetterebbe di risolvere il problema di un *safe asset* Europeo. Il debito di serie B – quello più rischioso – diventa meno appetibile per gli investitori e può aumentare eccessivamente il costo dell'indebitamento per lo Stato emittente, specie in caso di crisi. Questa criticità è tanto più rilevante quanto maggiore sono l'assenza di *risk sharing* e il conseguente affidamento a tecniche di segmentazione del debito per isolare una porzione a basso rischio.

Un vero *safe asset* Europeo deve, a mio avviso, assicurare un trattamento uniforme a tutto il debito pubblico di tutti i paesi membri dell'unione monetaria. Se, come ritengono in molti, l'Eurozona non è ancora pronta per gli *Eurobond*, dovrebbe comunque adottare una soluzione che assicuri a tendere il raggiungimento di un simile obiettivo e la scomparsa dei titoli di Stato nazionali. In tale prospettiva, la condivisione dei rischi risulta un ingrediente imprescindibile per la transizione ad un *safe asset* Europeo, fermo restando che servono efficaci presidi a contrasto del possibile opportunismo dei paesi più disinvolti sul piano fiscale. Partendo da queste considerazioni, insieme ai colleghi Giovanni Dosi,

Andrea Roventini e Roberto Violi, ho elaborato una [proposta](#) di condivisione dei rischi sovrani dell'area euro che mira creare, nell'arco di un periodo di tempo ragionevole, un unico ed indistinto debito pubblico Europeo, il solo che peraltro è compatibile nel lungo termine con una politica monetaria comune.

Nel dettaglio, la nostra proposta assegna un ruolo *pivot* al Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM) che sarebbe infatti chiamato a garantire (con la copertura ultima della BCE) una quota crescente del debito pubblico di ogni Stato membro ed in contropartita riceverebbe dei premi assicurativi pari al valore di mercato (*market value*) della garanzia. Ogni anno il debito garantito dall'ESM sarebbe pari al debito da rifinanziare in quel dato anno più il debito già garantito negli anni precedenti. Limitando la garanzia alle necessità di *roll over* del debito pubblico, le nuove emissioni nette resterebbero soggette ad una valutazione più severa da parte dei mercati: un trattamento discriminatorio che favorirebbe l'autodisciplina dei governi nazionali in tema di spesa pubblica e che dovrebbe comunque trovare eccezione in relazione al capitolo di spesa interessato (corrente o in conto capitale) e ad un buffer proporzionale al costo della garanzia. In pratica, si può fare più deficit di quello consentito dalla disciplina comunitaria solo se si tratta di risorse da destinare ad investimenti con profilo di rischio-rendimento ottimizzato (in base alla valutazione di un'*authority* Europea) e in ogni caso solo nella misura corrispondente al premio pagato all'ESM a fronte della garanzia sul debito. Lo stesso ESM – rivedendo le logiche di utilizzo della propria leva finanziaria – potrebbe destinare fondi raccolti attraverso emissioni sovranazionali al supporto di progetti d'investimento finalizzati al rilancio delle regioni economicamente più deboli dell'unione monetaria. Inoltre, al fine di minimizzare gli incentivi al *moral hazard* – ad esempio a default opportunistici – sarebbero previsti ulteriori presidi di 'buona condotta' tra cui l'impossibilità di ridenominare in altra valuta il debito garantito e l'obbligo di imporre eventuali perdite in via prioritaria ai titoli di Stato non ancora garantiti e, solo successivamente, a quelli garantiti dall'ESM (pena la perdita della garanzia medesima e dei premi pagati fino a quel momento). Dato che il debito in scadenza di anno in anno sarebbe rimpiazzato da debito garantito, l'eventuale aumento dei rendimenti impliciti sui titoli non garantiti e in circolazione non comporterebbe maggiori oneri finanziari per lo Stato emittente né particolari perdite per gli obbligazionisti intenzionati a conservare l'investimento fino alla scadenza naturale.

Le principali novità della nostra proposta rispetto agli *Eurobond* sono la gradualità del processo di Europeizzazione del *safe asset* e la sua onerosità (sotto forma del pagamento di premi assicurativi). La gradualità serve a guadagnare i tempi tecnici per una convergenza

dei fondamentali macro-economici e finanziari, ivi inclusi – come fu agli albori dell'euro – i rendimenti sui titoli di Stato dei vari paesi membri. Infatti, a fronte di un *commitment* credibile alla condivisione dei rischi gli operatori di mercato comincerebbero a scommettere sulla scomparsa dello *spread* mettendo in atto *convergence trades* (e.g. vendo Bund per comprare BTP e incassare lo *spread* fintanto che esiste ancora) che accelererebbero il riallineamento dei tassi. I paesi come Germania o Olanda il cui rischio sovrano è inferiore alla media dell'area euro non sarebbero chiamati a pagare premi assicurativi all'ESM mentre subirebbero un temporaneo aumento dei loro costi di *costi di funding*, che tuttavia nel lungo periodo dovrebbe rientrare grazie ai benefici in termini di maggiore stabilità e solidità finanziaria dell'intera unione monetaria. Una volta completati l'estensione della garanzia ESM all'intero stock di debito pubblico dei paesi membri e la convergenza delle relative curve dei rendimenti, sarebbe possibile passare alla seconda fase della proposta che sancirebbe ufficialmente la nascita degli *Eurobond*: mi riferisco a uno *swap* del debito *garantito* dall'ESM con un debito *emesso* dall'ESM e che quindi sarebbe a tutti gli effetti un debito pubblico Europeo, unico ed indistinto. In questa nuova veste l'ESM avrebbe i requisiti per diventare un unico Ministero delle Finanze per l'intera Eurozona e per gestire una politica fiscale comune destinata a lavorare in parallelo a quelle nazionali, se non addirittura a sostituirle. In fondo, come scrisse Schuman nel lontano 1950: «L'Europa non potrà farsi in una sola volta, né sarà costruita tutta insieme; essa sorgerà da realizzazioni concrete che creino anzitutto una solidarietà di fatto».

### **Blue/Red Bonds (Delpla e Weizsäcker)**

Il debito pubblico di ciascun paese membro viene diviso (c.d. *liability split*) in due parti: la parte fino al 60% del PIL (*Blue bonds*) viene garantita in solido da tutti gli Stati dell'Eurozona, mentre la parte eccedente tale soglia (*Red bonds*) non beneficia della garanzia solidale e quindi offre un rendimento più elevato. Il rationale della proposta è circoscrivere la condivisione dei rischi a quel controvalore di debito pubblico che, secondo le disposizioni del Trattato di Maastricht, è sostenibile rispetto alle dimensioni dell'economia nazionale. Grazie alla garanzia solidale sulla parte *Blue* del proprio debito, i paesi periferici pagherebbero minori interessi sulla corrispondente fetta di debito pubblico; inoltre un mercato di *Blue bonds* di dimensioni pari, all'incirca, al 60% del PIL dell'Eurozona, essendo più liquido, avrebbe maggiore appetibilità per gli investitori internazionali migliorando la competitività dei titoli di Stato Europei rispetto al mercato del debito pubblico più liquido al mondo, quello degli *US Treasuries*. Infine, per i paesi con

un debito superiore al 60% del proprio PIL, i *Red Bonds* rappresenterebbero un incentivo all'autodisciplina fiscale, dal momento che questa sarebbe l'unica strada per conseguire benefici in termini di minore onere di servizio di questa porzione del debito.

### **E-bonds (Monti, Zettelmeyer e Leandro)**

Un veicolo sovranazionale come il Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM) raccoglie fondi sui mercati finanziari emettendo titoli di debito (*E-bonds*) garantiti da un portafoglio di prestiti bilaterali erogati ai paesi membri ad un tasso d'interesse uniforme e per un importo pari a una quota fissa del PIL (intorno al 25%) a complemento dell'attività di emissione dei titoli di Stato. I titoli emessi dal veicolo hanno tutti la stessa *seniority* (*no tranching*), ma il veicolo gode dello status di creditore privilegiato rispetto al debito nazionale emesso successivamente al lancio degli E-bonds (*grandfathering*). Anche in questo caso si realizza quindi uno *split* delle passività di ciascuno Stato membro con gli *E-bonds* che sarebbero più sicuri rispetto alle nuove emissioni di titoli governativi di ogni paese. La previsione di molteplici livelli di *seniority* limita la condivisione dei rischi e incentiva i paesi a politiche fiscali prudenti dato che il debito non conferito al veicolo rimane soggetto alla disciplina dei mercati.

### **European Safe Bonds o ESBies (Brunnermeier *et al.*, Savona)**

Un veicolo sovranazionale come l'ESM rileva a prezzo di mercato i titoli di Stato presenti nei portafogli delle banche private in misura non superiore ad una certa soglia – pari, ad esempio, alla quota di contribuzione al PIL dell'Eurozona o alla *capital key* della BCE. Per finanziare l'acquisto dei titoli governativi il veicolo utilizza i fondi raccolti sul mercato con l'emissione di *ESBies*, ossia titoli di debito cartolarizzati (*asset-backed securities* o *ABS*) senza alcuna garanzia in solido dei paesi membri. Ciascuno Stato resta quindi l'unico responsabile per le obbligazioni di pagamento relative ai titoli rilevati dal veicolo. Gli *ESBies* sarebbero ripartiti in più tranches con profili di rischio-rendimento differenziati: questa tecnica di ingegneria finanziaria permetterebbe di creare titoli sicuri (la tranche *senior*) attraverso la previsione di un preciso ordine di priorità nei pagamenti escludendo così la necessità di una condivisione dei rischi. Infatti, eventuali perdite verrebbero assorbite in prima istanza dalla tranche *junior* (la più rischiosa) fino alla sua completa capienza, quindi dalla tranche intermedia (*mezzanina*) e solo in ultima istanza da quella *senior*. Quest'ultima sarebbe dunque il nuovo *safe asset* Europeo, mentre le tranches subordinate dovrebbero trovare idealmente collocazione presso investitori che vogliono

scommettere a basso costo sul rischio sovrano dei paesi dell'Eurozona. Secondo i loro ideatori, gli *ESBies* sarebbero la soluzione ideale per spezzare il circolo vizioso banche-Stati ed allineare l'offerta di *safe assets* alla domanda dell'unione monetaria, eliminando così la primazia del Bund.

Una [proposta](#) di *safe asset* che condivide alcune similarità con gli *ESBies* è avanzata anche da P. Savona (2019)

Tuttavia, a mio avviso, la proposta non considera che le banche dei paesi periferici hanno precisi obiettivi di rendimento tarati sulla rischiosità dei titoli in portafoglio. Pertanto, è verosimile che queste banche rimpiazzerebbero i titoli di Stato domestici a rischio medio-alto con gli *ESBies junior*, lasciando di fatto inalterata la propria vulnerabilità al rischio sovrano della periferia. Senza contare che nei paesi molto indebitati la scelta di una soglia basata sul contributo al PIL dell'Eurozona o sulla *capital key* della BCE circoscriverebbe l'applicabilità della proposta ad una porzione abbastanza minoritaria del debito complessivo, lasciando tutto il resto esposto al rischio di discriminazione da parte dei mercati finanziari ancor più di quanto non lo sia oggi.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna