

COME POTREBBERO FUNZIONARE GLI EUROBONDS

di Marcello Messori
11 febbraio 2011

1. I problemi aperti

In un precedente articolo (cfr. [Perché gli eurobond servono](#), nel merito, 21-01-2011), si è ricordato che, dopo la crisi del debito pubblico ellenico e i conseguenti finanziamenti bilaterali alla Grecia da parte degli altri stati-membri dell'Unione monetaria europea (UME), nel maggio del 2010 l'ECOFIN ha varato lo European financial stabilization mechanism (EFSM) e - nel mese successivo - i paesi dell'UME hanno creato un veicolo denominato European financial stability facility (EFSF).

Nel gennaio scorso questi due meccanismi, che hanno il compito di sostenere mediante finanziamenti i paesi dell'UME in difficoltà e che stanno subendo il battesimo del fuoco con il caso irlandese, hanno effettuato con pieno successo il primo collocamento delle loro obbligazioni sul mercato. Insieme alle dichiarazioni in favore dell'euro, effettuate a Davos dalla cancelliera Merkel e dal presidente Sarkozy, tale successo ha arginato i rischi di contagio e ha temporaneamente allentato la pressione speculativa dei mercati sui titoli europei del debito sovrano. Per giunta, nonostante il diktat tedesco al Consiglio europeo di venerdì 4 febbraio sia stato male accolto da vari Stati-membri, le riunioni dell'Eurogruppo a metà marzo e dello stesso Consiglio a fine marzo promettono di imprimere una svolta alla gestione del debito sovrano e al coordinamento fiscale e macroeconomico nell'ambito dell'UME.

La soluzione dei problemi europei non può, per essere affidata al modesto fondo EFSM e al più consistente fondo EFSF. Quest'ultimo, che non è interno all'UME ma è un veicolo autonomo garantito pro rata dagli stati-membri non utilizzatori, ha la facoltà di intervenire solo nei limiti dell'art. 122 del Trattato europeo - ossia solo se un paese è in difficoltà per cause eccezionali e al di fuori del suo controllo - e senza l'acquisto di titoli del debito pubblico. Per giunta, l'attività di sostegno dell'EFSF terminerà a giugno del 2013 quando sarà sostituita da quella dello European stability mechanism (ESM), approvato a fine novembre 2010 dall'Eurogruppo e a dicembre 2010 dal Consiglio europeo. Anche l'ESM appare inadeguato per risolvere i problemi del debito sovrano europeo. Benché si tratti di un meccanismo permanente di gestione della crisi e abbia richiesto una modifica del Trattato, esso promette di seguire il solco dell'EFSF e di condividere molti dei suoi limiti. In particolare: anche tale nuovo meccanismo non potrà acquistare titoli pubblici degli stati-membri; esso avrà una discrezionalità troppo ampia e un processo decisionale troppo complesso per fissare - caso per caso - le condizioni del sostegno al paese in difficoltà e il grado di "punizione" dei privati che hanno investito nei suoi titoli pubblici; di conseguenza, esso sarà condannato a interventi di emergenza con costi massimi sia per gli erogatori che per i beneficiari.

Queste considerazioni mostrano che l'attuale dibattito fra gli stati-membri dell'UME, incentrato sull'opportunità o meno di rafforzare i tetti potenziali di finanziamento dell'EFSF1, tocca punti importanti per arginare la crisi nel breve termine ma non offre alcuna soluzione strutturale al problema europeo dei debiti sovrani. Una tale soluzione dovrebbe, infatti, poggiare su almeno tre capisaldi: (i) la creazione di un'agenzia (la European debt agency: EDA) che sia sostitutiva dell'EFSF e dell'ESM e che acquisti i titoli pubblici degli stati-membri, permettendo così alla Banca centrale europea di liberarsi dal suo (inevitabile ma improprio) ruolo di supplenza2; (ii) il coinvolgimento di tutti i paesi dell'UME nel fornire una garanzia congiunta sulle obbligazioni emesse dall'EDA3; (iii) la definizione di criteri sistematici e, quando possibile, di mercato per le transazioni dell'EDA. È evidente che, se attuati, questi tre elementi sfocerebbero nella costituzione di un mercato delle obbligazioni pubbliche europee (eurobond).

Anche se ci si limita alla discussione degli ultimi mesi, la letteratura sugli eurobond è molto ricca. Qui mi limito a riassumere i tratti di fondo di varie proposte (in particolare, quelle di Monti e di Juncker-Tremonti), modificando alcune ipotesi in funzione dello schema che intendo costruire.

2. Un nuovo schema di soluzione

L'EDA può emettere titoli del debito sovrano europeo fino a un valore massimo pari al 60% del PIL dell'UME, di modo che le sue passività non ledano i parametri del patto europeo di stabilità e crescita. Tali titoli godono della garanzia congiunta di tutti gli stati-membri dell'UME. Ottenendo piena garanzia anche da parte dei paesi con rating AAA (in primis, la Germania), l'EDA può raggiungere - a differenza dell'EFSF - il suo potenziale massimo di emissione in quanto non deve ricorrere a sovra-collateralizzazioni per collocare i propri titoli a condizioni di mercato allineate a quelle dei paesi più "forti" dell'UME. Grazie alle risorse finanziarie così ottenute, l'EDA può acquistare i titoli di debito dei singoli stati-membri dell'UME che intendono avvalersi di questa opportunità; ciò presuppone la ridefinizione del Trattato che vieta ogni forma di salvataggio (bail out) fra paesi dell'Unione europea. Sotto il profilo economico, due sono le possibili fonti di offerta dei titoli da parte degli stati-membri: i flussi dei paesi che preferiscono ricorrere all'EDA anziché presentarsi sul mercato per le nuove emissioni; (la parte de)gli stock detenuti(a) da investitori che sono pronti a vendere a dati prezzi. Al fine di evitare che l'EDA debba dotarsi delle "tecnologie" necessarie per operare nei mercati retail, qui si assume che ciascuno degli stati-membri funga da intermediario per le transazioni degli stock dei propri titoli sovrani.

Nel 2010 il rapporto medio fra debito e PIL dei paesi dell'UME è stato pari a circa lo 84%. Pertanto la domanda potenziale di titoli degli stati-membri da parte dell'EDA, che ha come tetto il 60% del PIL dell'UME, è inferiore all'offerta massima potenziale di tali titoli. D'altro canto, per le ragioni già dette, l'EDA è in grado di collocare i propri titoli a condizioni migliori di quelle ottenibili dai paesi più fragili dell'UME. Si tratta di una situazione ideale per organizzare le transazioni fra EDA e stati-membri mediante il meccanismo dell'asta inversa non marginale. In quanto segue si assumerà, per semplicità di ragionamento, che ogni paese dell'UME abbia emesso ed emetta un solo tipo di titolo del debito pubblico; la semplificazione trova giustificazione nell'elevata standardizzazione dei mercati nazionali di questi titoli nell'ambito dell'UME.

L'EDA apre l'asta, fissando la quantità massima (Q_d) e il prezzo massimo della sua domanda (p_d) di titoli degli stati-membri. Ognuno dei diciassette stati-membri dell'UME, che intende vendere all'EDA i propri titoli di nuova emissione e/o che ha stipulato con i detentori dello stock dei suoi titoli contratti di riacquisto contingenti al successo della sua partecipazione all'asta, fissa - in contemporanea - il prezzo minimo (p_i ; dove $i=1, 2, \dots, n$; con $n=17$), a cui è disposto a vendere tali titoli, e la quantità offerta (q_i). È evidente che la partecipazione all'asta richiede $p_i \leq p_d$. È tuttavia possibile (e probabile) che, agli n prezzi di offerta così fissati, la quantità offerta di titoli da parte degli stati-membri ecceda la quantità massima di domanda predeterminata dall'EDA (ossia $\sum q_i > Q_d$). Se questo è il caso, l'ordine di accesso alle transazioni con l'EDA è inverso al prezzo di domanda fissato da ciascuno stato-membro partecipante all'asta. Detto in altri termini: il paese, che ha fissato il prezzo più basso, può vendere per primo all'EDA la quantità offerta. L'asta termina quando si raggiunge la quantità massima che l'EDA si è impegnata a domandare. L'ultimo paese, che ha accesso alle transazioni con l'EDA, è perciò quello che spunta il prezzo di vendita più elevato ma che corre anche il rischio di non poter vendere tutta la quantità offerta dei suoi titoli. I paesi partecipanti, che hanno fissato prezzi di offerta ancora più elevati, sono esclusi da ogni transazione con l'EDA.

Se funzionasse secondo le aspettative, tale schema d'asta dovrebbe spingere i paesi dell'UME più fragili a fissare un basso prezzo di offerta dei loro titoli, così da massimizzare la probabilità di cedere all'EDA l'ammontare desiderato (la totalità) del loro debito sovrano. Per contro, i paesi dell'UME più "forti" dovrebbero rifiutarsi di applicare uno sconto significativo al prezzo dei loro titoli rispetto al prezzo dei titoli di debito europeo, minimizzando così la probabilità di accedere all'intermediazione dell'EDA.

3. Perché la Germania dovrebbe starci?

Come i dati mostrano, sarebbe possibile trasferire all'EDA l'intero stock di titoli del debito pubblico (calcolati a fine 2010) e l'intero ammontare di nuove emissioni previste per il 2011 e 2012, che riguardano l'insieme degli stati-membri privi di rating AAA; oppure, sarebbe possibile cedere all'EDA quasi per intero lo stock di titoli del debito pubblico (calcolati a fine 2010), che riguarda tutti i paesi dell'UME tranne la Germania. Questi dati implicano che, se l'EDA utilizzasse fin da subito gran parte del suo potenziale di domanda, gli sconti (hair cut) sui prezzi dei titoli dei paesi fragili sarebbero modesti e convergenti. Per specificare l'operatività del meccanismo di asta inversa delineato, sarebbe però necessario entrare in molti dettagli. Uno per tutti: al fine di evitare che i singoli stati-membri dell'UME praticino arbitraggi (positivi o negativi) nella loro funzione di intermediazione verso i detentori dei loro titoli, si dovrebbe imporre il vincolo che l'effettivo prezzo di vendita

all'EDA dei titoli di un dato paese coincida con il prezzo che regola il riacquisto dello stock di questi titoli da parte dello stesso paese; il che consentirebbe, fra l'altro, di trasferire agli investitori gli oneri derivanti dal prezzo scontato di vendita all'EDA4.

I punti piú rilevanti, che restano da chiarire, sono comunque due: qual è la destinazione dei profitti, che l'EDA è destinata a realizzare grazie alle differenti condizioni fra la vendita dei suoi titoli del debito sovrano europeo e l'acquisto dei titoli del debito sovrano degli stati-membri piú fragili; perché la Germania dovrebbe fornire una piena garanzia a favore di un meccanismo, di cui - con elevata probabilità - non si servirà ?

La risposta piú ragionevole al primo interrogativo è che l'EDA utilizzi i profitti, calcolati al netto delle sue spese di funzionamento e dei suoi costi di transazione, per alimentare un fondo di co-finanziamento dei programmi europei per infrastrutture immateriali e materiali. L'alternativa di retrocedere almeno una parte di tali profitti agli stati-membri, che hanno fissato un basso prezzo di vendita dei loro titoli all'EDA stessa e che hanno - quindi - è punito' gli investitori, introdurrebbe infatti distorsioni nello schema dell'asta inversa e creerebbe complessi problemi di è rischio morale'. La risposta al secondo interrogativo richiede, invece, un'analisi piú articolata che non può essere sviluppata in questa sede. Basti, perciò, enunciare cinque fattori di vantaggio che la Germania potrebbe ottenere dalla trasformazione in debito europeo (di larga parte) del debito sovrano degli stati-membri piú fragili dell'UME.

Primo vantaggio: tale trasformazione tenderebbe a creare un ampio mercato dei titoli del debito sovrano europeo; se ben articolato con il mercato dei bund tedeschi, il nuovo mercato ridurrebbe i rischi di liquidità nell'UME e rafforzerebbe il ruolo internazionale dell'euro, consentendo così alla Germania di fungere da paese leader di un'area piú forte a livello mondiale. Secondo vantaggio: la garanzia congiunta sulle emissioni dell'EDA allineerebbe il rating dei nuovi titoli di debito europeo a quello del bund tedesco, liberando così la Banca centrale europea dall'onere (mal tollerato dai policy maker tedeschi) di acquistare titoli del debito pubblico degli stati-membri piú fragili e di iscrivere nel proprio bilancio attivi ad alto rischio. Terzo vantaggio: la soluzione degli elementi piú acuti di crisi del debito sovrano europeo eliminerebbe la necessità di interventi ad hoc per il sostegno dei paesi in difficoltà, che sono onerosi per tutti i membri dell'UME (compresa la Germania). Quarto vantaggio: questa soluzione ridurrebbe le tensioni recessive nei paesi fragili e faciliterebbe la realizzazione di quelle riforme strutturali nazionali, in grado di attenuare i piú gravi squilibri interni all'UME e di rafforzare così il ruolo della Germania come paese leader di un'area in crescita. Quinto e cruciale vantaggio: se unita a un'appropriata ridefinizione della governance europea, l'istituzione dell'EDA potrebbe attribuire alla Germania un peso decisivo nelle scelte relative al grado di è punizione' degli investitori in titoli di debito dei paesi piú fragili dell'UME, alla revisione del è patto di stabilità e crescita, alla fissazione delle regole per il coordinamento macroeconomico fra gli stati-membri.

Riguardo alle ultime scelte dette, si potrebbe attribuire a ciascuno stato-membro dell'UME un peso decisionale inversamente proporzionale all'ammontare di titoli del proprio debito venduti all'EDA. Se la Germania fosse il solo paese a non convertire i propri titoli di debito pubblico in titoli del debito sovrano europeo, la sua leadership verrebbe così pienamente riconosciuta.

1. In linea di principio, l'EFSF può emettere passività fino a 440 miliardi di euro, coperte da una garanzia pro-rata di pari ammontare da parte di tutti i paesi dell'UME. Considerato però che solo una parte degli stati-membri dell'UME ha un rating AAA e che Grecia e Irlanda devono essere escluse in quanto fruitori - diretti o indiretti - del sostegno finanziario europeo, l'effettiva capacità di finanziamento dell'EFSF si riduce - secondo calcoli accreditati - a meno di 300 miliardi. La discussione fra gli stati-membri è se non sia opportuno aumentare la garanzia pro-rata in modo da arrivare a un'effettiva capacità di finanziamento dell'EFSF pari a 440 miliardi di euro.

2. La Banca centrale europea ha incominciato ad acquistare titoli del debito pubblico dei paesi dell'UME a partire dagli interventi bilaterali a favore della Grecia; si è così aggravato quel deterioramento nella qualità del suo attivo di bilancio, che era già stato innescato dalle generose operazioni di è mercato aperto' attuate a supporto del settore bancario europeo fin dalle prime fasi della crisi finanziaria.

3. Come è sottolineato da C.A. Favero e A. Missale (EU public debt management and eurobonds, 2010), a differenza di una garanzia pro-rata, la garanzia congiunta consente di allineare i rischi di controparte dei titoli del debito pubblico europeo a quelli dei titoli del paese piú è forte' (nel caso, la Germania). Altri punti del lavoro

di Favero e Missale saranno utilizzati nel corso dell'analisi.

4. Un'altra utile semplificazione consiste nel supporre che il prezzo massimo di domanda (p_d), fissato dall'EDA, coincida con il prezzo di collocamento sul mercato dei titoli di debito europeo.