

EUROZONA

**IL DILEMMA
DELLA FORZA
DEL BUND**

di **Marcello Minenna**

Nei prossimi tempi l'Eurozona dovrà misurarsi con il pericolo di un'imminente recessione, persistenti tendenze deflative e tensioni commerciali. Un contesto complesso, in cui l'ampia disponibilità di un safe asset europeo sarebbe fondamentale per assicurare stabilità a Stati e istituzioni finanziarie e promuovere

il peso internazionale dell'euro.

Un safe asset è anzitutto un bene con rischio di perdita molto basso e il cui valore tende perciò a salire in tempi di crisi quando la maggiore incertezza ne stimola la domanda.

—*Continua a pagina 13*

IL RUOLO DELL'ESM E IL FUTURO DELL'EUROZONA

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

di **Marcello Minenna**

—*Continua da pagina 1*

quanto accaduto nell'Eurozona ma con l'aggravante dello spread (il differenziale di rendimento tra i titoli emessi dai vari Stati membri) che ha consacrato il Bund a safe asset Europeo per eccellenza.

Questo status privilegiato – anche grazie ad alcune misure dell'Euro-burocrazia tese a segregare i rischi nella periferia – determina una costante scarsità di Bund rispetto alle esigenze dell'unione monetaria. Ciò spiega in larga parte il crollo dei rendimenti sui titoli di Stato tedeschi (ormai negativi su tutte le scadenze) e alimenta squilibri finanziari ed economici. Per l'economista van Riet è il safety dilemma dell'Eurozona: l'unicità del Bund come safe asset è incompatibile con la stabilità economico-finanziaria e con i liberi movimenti di capitali.

La soluzione più ovvia sarebbe rimpiazzare i titoli governativi con obbligazioni Europee sovranazionali (Eurobond) a rischi condivisi (risk sharing). Ma i Paesi core sono fermamente contrari per timore di condotte fiscali sconsiderate da parte dei Paesi periferici.

In cerca di consenso politico, le proposte alternative limitano o

azzerano la condivisione dei rischi, spesso suggerendo di frazionare il debito pubblico in più parti con gradi di rischio diversi e qualificare come safe asset quella meno rischiosa.

Tuttavia una dicotomia strutturale tra un debito di serie A e uno di serie B renderebbe il secondo meno appetibile e potrebbe aumentarne troppo il costo per lo Stato emittente, specie in caso di crisi.

A mio avviso, un vero safe asset Europeo deve assicurare almeno a tendere un trattamento uniforme a tutto il debito pubblico dei paesi membri, ferma restando la necessità di adeguati presidi contro l'opportunismo fiscale. Su queste basi è nata la proposta di un veicolo sovranazionale come il Meccanismo Europeo di Stabilità (Esm) che dovrebbe garantire ogni anno – con la copertura ultima della Bce – una quota crescente del debito pubblico di ogni Stato. In cambio, il veicolo riceverebbe premi assicurativi commisurati al valore di mercato della garanzia e



pagati dai paesi con un rischio sopra la media dell'area euro. Vi sarebbero altresì precisi limiti al deficit ammissibile abbinati a vincoli di destinazione a investimenti supervisionati da un'authority Europea e cofinanziati dallo stesso Esm. Il debito garantito sarebbe inoltre immune dal rischio di ridenominazione e di default selettivo o strategico del governo emittente.

La gradualità è (insieme all'onerosità della garanzia) un tratto distintivo di questa proposta e ne rafforza la credibilità assicurando i tempi necessari per

la convergenza dei fondamentali macro-economici e finanziari dei paesi coinvolti, inclusi i rendimenti sui relativi titoli di Stato. Una volta estesa la garanzia all'intero debito pubblico dei vari Stati, l'Esm potrebbe essere promosso a Ministero delle finanze dell'Eurozona incaricato di emettere titoli di debito federale man mano che quelli garantiti scadono e di gestire una politica fiscale comune in affiancamento o persino in sostituzione di quelle nazionali. In fondo, come scrisse Schuman nel 1950: «L'Europa non potrà farsi un una sola volta, né sarà costruita tutta insieme; essa

sorgerà da realizzazioni concrete che creino anzitutto una solidarietà di fatto».

Economista

@MarcelloMinenna

Per l'economista van Riet, il safety è il dilemma dell'Eurozona: l'unicità del Bund come safe asset è incompatibile con la stabilità economico-finanziaria e con i liberi movimenti di capitali.

Lo scenario: safe assets e debito pubblico rispetto al Pil dell'Eurozona

