

**PROPOSTE DI RIFORMA DELL'EUROZONA: PERCHÉ È PERICOLOSO
CONTINUARE A SEGREGARE I RISCHI**

(di Marcello Minenna)

A gennaio 2018, 14 gli economisti franco-tedeschi hanno pubblicato un documento con un elenco di proposte di riforma dell'Eurozona intitolato «*Reconciling risk sharing with market discipline*».

Il documento presenta diversi aspetti interessanti.

In primo luogo esclude un meccanismo automatico di ristrutturazione dei debiti pubblici la cui introduzione ricorre invece nelle proposte di esponenti del mondo politico ed economico tedesco.

In secondo luogo, riconosce che le attuali regole europee di bilancio pubblico basate su grandezze teoriche (e stimabili con elevata arbitrarietà) come il saldo strutturale, l'*output gap* e l'Obiettivo di Medio Termine hanno imposto vincoli sbagliati ai governi dell'Eurozona con dannose implicazioni procicliche.

Altrettanto positivo è il riconoscimento dell'inadeguatezza dell'attuale bilancio federale dell'area euro e il suggerimento di adottare misure di stabilizzazione compreso un fondo europeo per i "giorni di pioggia".

Tuttavia, il documento dei 14 economisti continua ad ispirarsi al paradigma (errato) della segregazione dei rischi all'interno dei singoli Stati membri deciso a Deauville nel 2010 e applicato nel *Securities Market Programme* e – a seguire – nelle *Long Term Refinancing Operations* fatte tra dicembre 2011 e febbraio 2012 e poi anche nel *Quantitative Easing*. Tutti interventi che hanno supportato la nazionalizzazione dei rischi del settore pubblico e del settore privato dei paesi periferici dell'Eurozona.

La segregazione dei rischi crea tensioni fra gli Stati membri e altera l'unicità della curva dei tassi di interesse, unicità che dovrebbe invece rappresentare un obiettivo prioritario per qualsiasi unione monetaria.

Purtroppo, quello che nel documento franco-tedesco viene chiamato *risk sharing* (ossia "condivisione dei rischi") in realtà non è affatto tale in quanto:

- pur escludendo la ristrutturazione automatica dei debiti pubblici, raccomanda misure atte a rafforzare la credibilità della *no-bailout rule*, scoraggiare i tentativi di risanamento da parte dei paesi eccessivamente indebitati (bollando questi tentativi come "scommesse sulla redenzione"), sostituire le CAC attuali con clausole ancora più stringenti finalizzate a sterilizzare il problema degli *holdout* e ad eliminare l'opzione ridenominazione da parte dello Stato emittente (il quale risulterebbe a tutti gli effetti titolare di un debito denominato in valuta estera e privo di qualsiasi sovranità su tale debito);
- suggerisce di introdurre limiti di concentrazione sulle esposizioni delle banche in titoli di Stato come strumento per rimuovere l'*home country bias* dai portafogli bancari e disabilitare il circolo vizioso banche-Stati sovrani;

- raccomanda tardivamente l'implementazione dello schema Europeo di assicurazione sui depositi, essendo gli altri 2 pilastri dell'Unione Bancaria operativi da anni senza reti di protezione;
- reputa adeguata la proposta che vorrebbe creare un *safe asset* dell'area euro tramite la cartolarizzazione di parte dei titoli emessi dagli Stati membri dell'Eurozona e il loro utilizzo come collaterale a fronte dell'emissione di obbligazioni Europee (*ESBies*). Ma la proposta *ESBies* esclude la responsabilità solidale degli Stati membri; inoltre la ripartizione dei titoli di nuova emissione in *tranches* con profili di rischio/rendimento eterogenei finirebbe con l'incrementare la segmentazione tra paesi periferici e paesi *core* e cronicizzare la presenza degli spread all'interno dell'unione monetaria Europea;
- in alternativa alle regole attuali, propone una disciplina fiscale basata su un obiettivo di debito da affiancare ad una regola sulla spesa pubblica con una severità legata alle dimensioni del rapporto debito-PIL. Violare la regola costringerebbe il paese colpevole a rifinanziarsi emettendo obbligazioni *junior* ad alto rendimento, peraltro con una durata massima di 5 anni, tempistica incompatibile con qualsiasi forma di investimento ad elevato moltiplicatore. Un simile meccanismo non può pertanto che aumentare i problemi di sostenibilità del debito nei paesi già in difficoltà, peggiorandone gravemente il quadro economico-finanziario.

Tutte queste proposte certamente non comunicano ai mercati finanziari l'intenzione di ripristinare un'unica curva dei tassi di interesse per tutti i paesi dell'Eurozona.

Infatti, è difficile che l'accoglimento di tali proposte possa spingere gli investitori a rivedere favorevolmente le loro aspettative sul futuro dell'Eurozona e a mettere in atto strategie di *trading* che puntano sulla convergenza dei tassi di interesse (c.d. *convergence trades*) come quelle a cui si è assistito nella seconda metà degli anni '90. All'epoca, l'imminente avvento

dell'euro spinse gli operatori a vendere titoli di Stato a basso rendimento (come i Bund) e comprare quelli ad alto rendimento (come i BTP) per trarre profitto dalla convergenza attesa dei rendimenti e proprio questa operatività sui mercati finanziari agì da potente propellente per la “*Germanizzazione*” dei tassi di interesse.

E del resto questa convergenza era inevitabile dal momento che, quando un gruppo di Paesi decide di aderire ad un'unione monetaria e rinunciare al margine di manovra rappresentato dai tassi di cambio, lo fa proprio nell'aspettativa che in contropartita i tassi di interesse delle varie economie coinvolte si allineeranno.

Non a caso in tutte le direttive in materia di rischi assunti da banche, imprese di assicurazione e organismi di investimento collettivi del risparmio, i titoli di Stato sono privi di ponderazione per il rischio indipendentemente dal paese emittente. I padri fondatori dell'Eurozona avevano compreso la necessità di spingere nella direzione di un trattamento egualitario, senza forme di discriminazione che avrebbero potuto solo esacerbare eventuali future dinamiche di divergenza tra i membri della moneta unica.

Senza il risultato della convergenza delle curve di rendimento, i paesi coinvolti non possono trovare un adeguato equilibrio in termini di saldi commerciali e saldi di capitale dal momento che non possono ricorrere alla leva del tasso di cambio. Conseguentemente emergono e si consolidano squilibri sempre maggiori come quelli che oggi fotografati nei saldi dei diversi Paesi dell'Eurozona con riferimento al sistema *Target 2*.

Quest'ultimo, infatti, non è solo un sistema di regolamento interbancario transfrontaliero, bensì anche un termometro preciso del livello di segregazione dei rischi negli Stati del blocco euro.

Il principale problema delle proposte basate sulla segregazione dei rischi è che non comprendono (o, forse, non riconoscono) come le persistenti fragilità dei paesi periferici derivino proprio da squilibri che negli anni si sono avvitati su stessi per la miopia delle misure adottate sinora a livello europeo.

Si pensi all'Italia, oggi considerata da più parti la polveriera dell'Eurozona per le elevate dimensioni del rapporto debito/PIL in un'economia che – per quanto indebolita – rimane comunque al terzo posto nell'unione monetaria europea. Ebbene, dall'inizio della crisi finanziaria globale, il rapporto debito/PIL italiano è cresciuto di circa 20 punti. Tutte le proposte di abbattimento elaborate dall'Euro-burocrazia mirano ad abbassare questo rapporto agendo sul numeratore, e quindi chiedendo al governo italiano ulteriori mix di *spending review* e maggior prelievo fiscale già a livelli record

Eppure, un grosso contributo alla crescita del rapporto debito/PIL è venuto proprio dal crollo del prodotto interno lordo causato in larga parte dalle politiche fiscali restrittive imposte dalle regole europee. Un esempio lampante è che negli ultimi anni il protagonista delle leggi di stabilità licenziate dal governo italiano sono state le misure di sterilizzazione delle clausole di salvaguardia che prevedono costosi aumenti dell'IVA se non si rispettano le regole. Ma se il principale impiego dei soldi pubblici è evitare (o, meglio, rinviare) i rialzi dell'IVA, resta ben poco di contributo dello Stato all'economia. Tralasciando alcune scelte interne di *policy* abbastanza discutibili (come la decisione di privilegiare stimoli ai consumi piuttosto che agli investimenti nonostante questi ultimi abbiano moltiplicatori ben più elevati), rimane il fatto che lo spazio fiscale lasciato a disposizione dall'Europa è troppo angusto e si trasforma perciò necessariamente in un fattore di pro-ciclicità.

Purtroppo, il documento franco-tedesco non si allontana dall'impostazione seguita sinora dagli euro-burocrati, e manca di un piano per la crescita.

Mancanza che non può trovare giustificazione dal conforto offerto dagli ultimi dati del 2017. Infatti – per quanto indicativi di un *momentum* positivo per l'Eurozona – questi dati continuano ad evidenziare uno sviluppo ancora troppo eterogeneo tra i diversi paesi membri.

Queste considerazioni suggeriscono che la revisione dell'architettura dell'Eurozona dovrebbe essere improntata alla condivisione dei rischi, al riconoscimento dell'irrinunciabilità degli investimenti come volano per la crescita e alla rispetto delle logiche di funzionamento dei mercati finanziari (*no free lunches*).

Una proposta concreta, in linea con questi requisiti, potrebbe essere incentrata su una riforma del Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM), anche noto come Fondo Salva-Stati dell'area euro.

Ogni anno il 10%-15% dei titoli emessi dai governi dell'Eurozona giunge a scadenza. In sede di rifinanziamento, ogni Stato potrebbe pagare un premio assicurativo (concettualmente assimilabile al prezzo di un *credit default swap*) al capitale del Fondo Salva-Stati per ricevere in cambio la garanzia del Fondo sul debito di nuova emissione nei termini della responsabilità solidale (*joint liability*) di tutti i paesi dell'Eurozona sul debito assicurato.

L'importo del premio dipenderebbe dall'eccesso di rischio-sovrano di ciascuno Stato rispetto al valore medio dell'area euro. In questo modo, l'ammontare complessivo di rischio del sistema verrebbe gradualmente riallocato tra tutti i paesi membri. L'obbligo di pagamento dei premi assicurativi graverebbe solo sui paesi con un livello di rischio superiore alla media; mentre, quelli meno rischiosi come la Germania, l'Olanda o l'Austria non sarebbero chiamati ad alcun versamento aggiuntivo rispetto a quelli già effettuati al Meccanismo di Stabilità.

Im più, il valore di mercato dei premi pagati dai paesi rischiosi compenserebbe la Germania e gli altri paesi “virtuosi” per il temporaneo peggioramento del loro rischio di credito derivante dalla condivisione dei rischi e – unitamente ad altri presidi di prevenzione del *moral hazard* – terrebbe conto delle richieste tedesche di condotte fiscali più responsabili da parte della periferia.

L'introduzione di una responsabilità solidale sul debito garantito modificherebbe le aspettative degli investitori portandoli a scommettere sulla fine dello spread attraverso nuovi *convergence trades*, con conseguente riduzione del prezzo della garanzia richiesto ai paesi rischiosi.

Inoltre, la disponibilità di una maggiore dotazione di capitale sottoscritto e versato, consentirebbe all'ESM di rastrellare sui mercati nuove risorse da destinare al rilancio degli investimenti nelle regioni economicamente più fragili dell'unione monetaria. In questo modo, i paesi finanziariamente impegnati nel versamento dei premi assicurativi verrebbero ripagati sotto forma di supporto concreto del Fondo Salva-Stati allo sviluppo della loro situazione infrastrutturale nonché del loro patrimonio intellettuale, digitale e tecnologico e, quindi, messi nelle condizioni per ritornare su un sentiero di crescita stabile e duratura al pari dei paesi *core*.

Per assicurare l'efficienza e la remuneratività dei progetti di investimento finanziati dall'ESM, l'intero processo di valutazione, selezione, *budgeting* ed implementazione, ivi incluso il contenzioso sarebbe affidato ad una o più istituzioni europee indipendenti e disciplinate anche legalmente a livello Europeo.

Una riforma dell'ESM nei termini appena descritti raggiungerebbe importanti risultati avvenendo nel rispetto delle regole di mercato e dei Trattati

In primo luogo, una volta completato il *turnover* dei debiti pubblici (in un orizzonte temporale di circa 10 anni), si passerebbe a un unico debito pubblico per tutta l'Eurozona con una rischiosità omogenea e, quindi, anche con un unico premio al rischio. In altri termini, gli spread tra i *Govies* dell'area euro scomparirebbero.

Inoltre, anche grazie alla spinta propulsiva e ad una crescita condivisa generata dal programma di investimenti ESM, le prospettive dell'Eurozona (e dei singoli Stati membri) sul piano economico-finanziario migliorerebbero con conseguente riduzione attesa della rischiosità, della probabilità di insolvenza (*default probability*) e dei costi di *funding*. Considerato che il debito pubblico verrebbe sostanzialmente congelato al livello registrato al momento di avvio del processo di condivisione dei rischi, l'Eurozona potrebbe contare su aspettative di evoluzione favorevole (i.e. in senso decrescente) del rapporto debito/PIL.

Da ultimo, la nuova ingegneria finanziaria dell'ESM avrebbe tutte le carte in regola per la successiva evoluzione in un Ministero unico delle Finanze e dello Sviluppo Economico e per costituire il primo bilancio federale dell'Eurozona. Una volta che il debito pubblico dell'Eurozona sarà garantito integralmente dall'ESM non avrà più senso la gestione dei debiti pubblici da parte dei singoli Stati membri e la strada per gli *Eurobond* sarà finalmente spianata; anche sul fronte degli investimenti sarà più agevole il superamento delle eterogenee operatività nazionali dato che finalmente ci saranno regole condivise per gli appalti e per il potenziale contenzioso.

L'alternativa – cioè la segregazione dei rischi – ignorerebbe colpevolmente i segnali provenienti dai mercati finanziari. Nel 2014 l'ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) ha modificato le proprie definizioni di *credit event* proprio per includere tra gli eventi che fanno scattare la copertura offerta dai *credit default swap* anche lo scenario estremo

rappresentato dall'abbandono dell'euro e dal ritorno ad una valuta nazionale da parte di uno Stato membro dell'area euro. Uno dei tanti accorgimenti con cui i mercati cercano di gestire questo strano animale che è l'unione monetaria Europea. Un'unione che, in assenza di sentimenti e politiche di unità sovranazionale, assomiglia sempre più a un regime di cambi fissi che – come insegna l'esperienza di *Bretton Woods* – rischia di saltare perché la sola condivisione di una banca centrale potrebbe non essere sufficiente a tenere insieme entità sempre più diverse sul piano politico, economico e sociale.