

Eurobond, la leva del fondo salva Stati

Avrebbero un benchmark (quasi) risk free e si ridurrebbe il potenziale di volatilità

LA PROPOSTA

Il fondo salva Stati leva per gli eurobond

di **Alberto Quadrio Curzio** e **Attilio Bertini**

**L'attesa. Saranno volòno verso sistemi
bancari europei meno fragili e più integrati**

STRATEGIA EURO-COSTRUTTIVA

L'Esm, che è il fondo salva Stati, dovrebbe essere trasformato nel Fondo monetario europeo con capacità di erogare e contrarre prestiti

L'Esm modificato potrebbe servire

Ritorniamo alla nostra domanda iniziale (Il Sole 24 Ore di ieri): cosa faranno Bce e Sebc dei titoli che hanno in portafoglio? È possibile passare dall'Eurobond Composito all'EuroSintBond? Proviamo a ipotizzare che Bce e Sebc trasferiscano questi titoli all'Esm il cui capitale è detenuto secondo l'analoga ripartizione della Bce (definito in precedenza come fattore "agevolativo").

Un capitale, quello dell'Esm, è costituito da oltre 80 miliardi di euro già versati, il rimanente essendo garantito dagli Stati sottoscrittori per un totale di 704 miliardi. Al presente ha ancora una capacità di prestiti di 373 miliardi su un totale di prestiti ammissibili per 500 miliardi.

Servirebbe però anche un passaggio istituzionale non indifferente di modifica delle finalità statutarie dell'Esm ampliandone le sfere d'azione da meccanismo di risolutore delle crisi di Paesi della Uem a veicolo che emette debito europeo a fini di stabilità dei mercati e di spinta alla crescita.

Al proposito incoraggianti (anche se non è il caso di illudersi troppo, ma per questo bisognerà attendere l'esito delle elezioni tedesche) sono le dichiarazioni del luglio 2016 del ministero delle Finanze tedesco e contenute anche nella relazione economica della Bundesbank. Si delineano infatti ipotesi per rivedere lo statuto dell'Esm in chiave di fondo di "assorbimento" delle perdite in caso si rendesse indispensabile una nuova moratoria sui debiti statali. Diffi-

cile verificare la natura di questi intendimenti, per altro interpretabili in diversi modi, della Germania, ma è chiaro che qualsiasi spiraglio nella sua costante opposizione agli Eurobond andrebbe colto e coltivato adeguatamente perché senza il beneplacito tedesco è difficile andare oltre.

Tuttavia se si andasse nella direzione dai noi prefigurata si avrebbe il 25% del debito complessivo europeo (in base all'attuale implementazione del programma Psp) "trasformato" in EuroSintBond con molteplici benefici. Su tutti quello di avere un benchmark (quasi) risk free le cui ricadute sui mercati sarebbero altrettanto importanti poiché si ridurrebbe il rischio frammentazione e quello di volatilità/sbandamento dello spread.

L'Esm è già dotato del massimo merito di credito poiché provvisto dei seguenti rating: AAA Fitch e Aa1 Moodys. L'Esm potrebbe prevedere di creare una "special purpose vehicle" in cui inserire i titoli nazionali che prima abbiamo definito Eurobond Compositi fungendo da garanzia e da sottostante agli EuroSintBond di nuova emissione. In questa fase chiamarli EuroSintBond ci aiuta nella spiegazione dei passaggi concettuali. Gli EuroSintBond di fatto saranno i primi Eurobond volendo e potendo anche cartacei con mantello e cedole per dare quella concretezza ai cittadini europei che poi si trasforma in fiducia. Il capitale dell'Esm sarebbe una garanzia ulteriore perché una sua porzione potrebbe assicurare gli EuroSintBond.

I recenti studi condotti sugli EsBies indicano una perdita attesa a 5 anni dei titoli "messi in comune" (pure pooling) di poco superiore al 3%; fornire al capitale dell'Spv una garanzia aggiuntiva agli Eurobond Compositi trasferiti da Bce-Sebc all'Esm del 10% dovrebbe quindi fornire un'ampia "capienza" in caso di difficoltà finanziarie o al limite di default e inoltre assicurare data la "ridondanza" di copertura il mercato e gli investitori sulla tenuta degli EuroSint-

Bond. Considerando in 2.000 miliardi di titoli trasferibili nell'Spv, l'Esm dovrebbe mettere una garanzia pari a 200 miliardi e quindi rientrare nel plafond da 373 miliardi di nuovi prestiti già ammissibili. In estrema ratio se l'Esm riceve da Ecb-Sebc titoli con durata media 7-10 anni ed effettua molteplici emissioni di EuroSintBond a 12 mesi - da rinnovarsi sine die a ogni scadenza - la probabilità implicita di default dell'EuroSintBond e quindi la perdita potenziale in caso di crisi specifica nazionale si riduce proporzionalmente e il capitale a garanzia risulta ampiamente capiente.

L'utilizzo del veicolo per emettere EuroSintBond permetterebbe, vista la doppia garanzia, di emettere solo titoli senior. Per questa ragione il rapporto di interscambio Bce-Sebc con l'Esm potrebbe arrivare addirittura ad essere 1 a 1.

Questi EuroSintBond con doppia garanzia (titoli di Stato sottostanti e capitale Esm) tornerebbero alla Bce-Sebc come titoli risk free. Tra Bce ed Esm si registrerebbe una "partita di giro di titoli" tra Eurobond Compositi che vanno allo Esm e EuroSintBond che vanno alla Bce. Quando i titoli di Stato detenuti dallo Esm vanno a scadenza si aprono varie possibili opzioni che dipendono dalle scelte di politica monetaria della Bce e di politica economica dello Esm che per simmetria dovrebbe diventare un ministero europeo del Tesoro. Per esemplificare consideriamo alcuni casi. Il primo è che la commutazione tra EuroSintBond e Eurobond Compositi avvenga quando la Bce è arrivata al ter-



mine dei suoi acquisti di titoli di Stato. Di lì in poi il rimpiazzo dei titoli di stato scaduti, come prefigurato dalla Bce, sarà fatto dallo Esm. Il secondo caso è che lo Esm vada oltre negli acquisti di titoli di stato, sempre secondo la *capital key*, emettendo altri EuroSintBond e mantenendo le proporzioni e le "commissioni di commutazione" iniziali. Se però gli EuroSintBond hanno già consolidato il loro rating lo Esm potrebbe aumentare le commissioni di commutazione e quindi aumentare il rapporto tra EuroSintBond e Eurobond Compositi (sfruttando il suo miglior merito di credito, la doppia garanzia e una struttura finanziaria che tenga conto delle diverse scadenze dei sottostanti per ridurre il suo profilo di rischio implicito).

Su questo caso si può innestare la volontà virtuosa, se ci sarà accordo tra i Paesi Uem, di proseguire gradualmente con una crescente diffusione/sostituzione, ovviamente parziale, dei titoli nazionali di futura emissione con gli EuroSintBond.

Procedendo secondo l'analogo procedimento già descritto Spv-EuroSintBond, l'Esm potrebbe proseguire nel processo di sostituzione baipassando la Bce. L'Esm acquisterebbe sul mercato titoli nazionali e contestualmente emettendo EuroSintBond aggiungendo la sua garanzia. Sarà quindi compito dei Paesi Uem fornire gradualmente e progressivamente le necessarie garanzie/capitali aggiuntivi all'Esm. Qui potrebbe ritornare di attualità la proposta Prodi-Quadrio Curzio sulla garanzia aurea dove l'Italia non avrebbe problemi data l'enorme dimensione delle sue riserve. Ovviamente sarebbero necessarie modifiche nello statuto dello Esm anche per il capitale e le garanzie. I problemi aperti sono ancora molti, ma non ne tratteremo qui.

Chiediamoci infine come potrebbe beneficiare la Bce dagli EuroSintBond? Semplicemente accettandoli come garanzia nella sue operazioni di mercato tanto quanto fa oggi con i titoli statali. Quale miglior segnale di fiducia, unità e irreversibilità del processo. Con, ancora una volta, indubbi benefici in termini di contenimento del rischio e scissione del rischio sovrano da quello bancario.

Consideriamo invece il problema se EuroSintBond costituirebbero una mutualizzazione del debito dei Paesi Europei. Si possono al proposito dare varie risposte tra le quali scegliamo quella

che minimizza l'interpretazione della mutualizzazione. Infatti, la Bce e il Sebc non stanno "mettendo insieme" delle intere emissioni di debiti pubblici di Paesi europei (e meno che mai i totali) che per omogeneità negli stock e nella durata potrebbero essere "sostituite" tout court da nuove obbligazioni europee. La Bce con il Pspp sta comprando parte minoritaria delle emissioni di titoli di stato e possibilmente anche inferiore a quella statutaria prevista negli acquisti dalla PSPP e il tutto sotto il vincolo della *capital key*. In questo modo i titoli che fungono da sottostante al EuroSintBond lo fanno in maniera parziale, poiché per una buona parte rimangono sul mercato detenuti dai cittadini, dai fondi d'investimento e dalle banche come avviene oggi giorno. Il rischio di default di un titolo detenuto da Spv dell'Esm andrebbe per l'haircut sul capitale dello Esm (che, quale fattore agevolativo in precedenza sottolineato, è composto secondo la stessa regola della *capital key* con la quale la Bce fa gli acquisti dei titoli statali) nel cui statuto si potrebbero anche introdurre clausole per gravare nella misura massima sul capitale versato e garantito dal Paese un titolo del quale va in default. Inoltre l'Esm potrebbe emettere EuroSintBond con una durata media inferiore ai titoli sottostanti il che, implicitamente, significa ridurre ulteriormente il grado di rischio dell'EuroSintBond e quindi una leva aggiuntiva per contenere la tanto temuta mutualizzazione.

Ci sembra invece che gli effetti sul mercato obbligazionario sarebbero notevoli perché vedrebbe la luce un titolo europeo in tutto e per tutto in grado di costituire un vero benchmark al quale la garanzia conferirebbe uno status analogo a quello del Bund tedesco che aiuterebbe a contenere anche il rischio sul resto dei titoli di stato nazionali (in quanto ovviamente una parte dei debiti denominati come "nazionali" rimane). Ne dovrebbero seguire due effetti. Da un lato si avrebbe un rafforzamento di fiducia e di contrasto alla speculazione. Dall'altro lato si faciliterebbero gli impegni nazionali di deficit e di debito mettendo a questi un limiti insuperabili, ma realistici senza effetti depressivi.

Quindi gli EuroSintBond sarebbero un volano di miglioramento verso sistemi bancari europei meno fragili e più integrati grazie al ristabilirsi di una reci-

proca maggior fiducia così interrompendo anche il rischio sistemico tra banche e Stati, che tanto spaventa la Bundesbank.

Prendere esempio dal Parlamento europeo

Questo articolo ha una impronta di pratica concretezza così come erano gli articoli di Prodi e Quadrio Curzio del 2011 e 2012. Ci sono due altre filiere irrinunciabili perché questa ipotesi di strategia euro-costruttiva prosegua.

Una riguarda l'utilizzo delle analisi e delle teorie economiche ed economiche nelle quali forte è la Commissione europea (dove spiccano tra gli altri Marco Buti e Mario Nava) e studiosi indipendenti (tra i quali spicca Marco Pagano).

L'altra riguarda la politica e qui abbiamo la recente risoluzione del Parlamento Europeo sulla quale si è intrattenuto Quadrio Curzio (su queste colonne il 18 marzo). La risoluzione avanza quattro proposte: due riguardano il potenziamento e la trasformazione di Entità economico-finanziarie già esistenti e la creazione della capacità di bilancio per la Uem; le due successive riguardano un codice di convergenza tra Paesi membri e il rafforzamento delle Governance della Uem. La capacità di bilancio è vista come necessaria ed urgente e prevede l'utilizzo dello Esm che, pur continuando a svolgere i suoi attuali ruoli di Fondo salva stati, nel tempo dovrebbe essere trasformato nel Fondo monetario europeo con una capacità di erogare e contrarre prestiti. I fini della capacità di bilancio sarebbero «una strategia di lungo periodo per la sostenibilità del debito e la riduzione dello stesso, nonché il potenziamento della crescita e degli investimenti nei paesi della zona euro, il che abbasserebbe i costi complessivi di rifinanziamento e il rapporto debito/Pil».

Sono intendimenti molto impegnativi che potrebbero ben coniugarsi con la nostra proposta di EuroSintBond che molti valuteranno come troppo azzardata, ma che lo è sempre meno di una Eurozona che vive sull'orlo di una crisi per la mancanza di una politica economica e fiscale almeno parzialmente unificata.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Seconda e ultima puntata

La precedente è stata pubblicata ieri

SUL SOLE DI IERI

Il Sole **24 ORE**

LA PROPOSTA

Eurobond «sintetici» la via per uscire dal Qe

di **Alberto Quadrio Curzio e Attilio Bertini**

1. Premessa: quanti sono gli Eurobond "inesistenti"?

Gli Eurobond sono un tema ricorrente da più di 20 anni

ropeo da costituire o da adattare, ove già esistente, alle nuove necessità. Tra i molti tipi si collocano anche gli EuroUnionBond proposti in due articoli di Roma.

La proposta

■ Sul Sole 24 Ore di ieri Alberto Quadrio Curzio e Attilio Bertini hanno sostenuto che gli EuroSintBond, che si fondano sugli Eurobond Compositi, sono una soluzione per uscire dal Qe senza inondare il mercato dei titoli di Stato.