

I paletti. Il mercato dovrà essere regolamentato con un secondario, in modo che i titoli abbiano un buon grado di liquidità per diventare attraenti

Doppio strumento per il debito europeo

In futuro Eurobond e Project Bond potrebbero agire in sinergia per finanziare la crescita

INFRASTRUTTURE

I bilanci pubblici sono sotto pressione; bisogna trovare soluzioni per attirare capitali privati e risparmi sostituendo gli investimenti pubblici in calo
di **Franco Bassanini**
e **Edoardo Reviglio**

Il Manifesto de «Il Sole 24 Ore» sulle priorità per salvare l'economia dell'Italia inserisce anche il tema degli Eurobond. Un argomento rilevante su cui in diversi si sono espressi con tesi convincenti. Non ultimi Mario Monti e Sylvie Goulard sul Financial Times del 20 luglio e ancora Adriana Cerretelli, proprio sulle colonne del Sole 24 Ore. Qualcosa si può però ancora aggiungere, partendo da due strumenti già avviati, il Fondo di Stabilizzazione e i Project Bond.

Gli Eurobond potrebbero diventare realtà (senza "fanfare" e proclami) nell'evoluzione del Fondo Europeo per la Stabilizzazione. La proposta Junker/Tremonti contempla uno sviluppo dell'operatività del Fondo al fine di organizzare un nuovo mercato per titoli di debito pubblico con garanzia dell'Unione europea: ogni Stato membro potrebbe emettere Eurobond per una quota pari al 40% del proprio Pil; questi titoli, garantiti congiuntamente da tutti i membri attraverso un fondo di appropriate dimensioni, potrebbero godere di uno standard di rating pari a quello della Germania.

L'emissione della restante quota del debito rimarrebbe in carico ai singoli Stati, con una procedura concordata per l'eventuale ristrutturazione, che comporterebbe un forte incentivo ad intraprendere politiche di risanamento. Una Agenzia europea di Debito subentrerebbe al Fondo di stabilizzazione: essa avrebbe il compito di emettere nuovi titoli di debito di ogni Stato e di comprare titoli dei paesi periferici in difficoltà, al fine di scontare i rendimenti di questi ultimi rispetto ai rendimenti garantiti a livello europeo. Si potrebbe creare così un mercato molto ampio, assimilabile al mercato dei titoli americani, riducendo la componente del rischio di liquidità associato ad ogni singolo segmento di mercato nazionale.

Si prevede inoltre una forma di ristrutturazione del debito dei Paesi in difficoltà attraverso la quale i privati potrebbero scambiare parte dei titoli detenuti con nuovi titoli attraverso il ricorso all'Eda. Ciò comporterebbe una forte riduzione del rapporto debito Pil nei Paesi ad alto debito in quanto i loro titoli verrebbero scambiati a quota-

zioni molto vicine ai loro valori nominali, e non come succede attualmente, a valori molto inferiori alla parità.

I Project Bond sono a tutti gli effetti una forma di debito europeo dedicato al finanziamento di investimenti in capitale fisso (progetti di valenza strategica comunitaria in infrastrutture, energia e Tlc). Il debito per fare le opere è "assicurato" dal pubblico - l'Europa - ma è in finanza di progetto, è dunque rimborsato dalla capacità dei progetti di generare flussi di cassa adeguati, e non grava sui bilanci pubblici (se non per il costo della garanzia).

La domanda per investimenti in infrastrutture è di grandi dimensioni. I bilanci pubblici sono sotto pressione; è necessario trovare strumenti per attirare capitali privati e di risparmio di lungo periodo, per sostituire i declinanti investimenti pubblici. A questo servono i project bond, titoli emessi dalle singole iniziative in finanza di progetto, con una garanzia o una linea di credito subordinata fornita dalla Commissione per tramite della Bet. È un meccanismo di "credit enhancement", basato sulla garanzia e/o su tranche di debito subordinato, e associato a un controllo e monitoraggio del credito e della qualità dei progetti che permetterebbe di elevare il rating dei project bond da un BBB a almeno una A, diventando così una "asset class" attraente per gli investitori istituzionali: questi ultimi (fondi pensioni, assicurazioni, fondi sovrani) possiedono attivi pari ad oltre 30 mila miliardi di euro. Di questi, dal 5% al 7% potrebbero potenzialmente essere investiti in titoli infrastrutturali di lungo periodo, che ben si sposano con investitori che hanno una struttura patrimoniale costituita da attività e passività di lungo periodo.

Alcuni nodi dovranno essere sciolti. Tra questi: (1) il mercato dovrà essere regolamentato, ed essere dotato di un secondario, in modo che i titoli abbiano un buon grado di liquidità per diventare attraenti; (2) la "pipeline" dei progetti dovrà essere significativa e ben valutata dalle strutture tecniche della Commissione, della Bei e di eventuali altre istituzioni di lungo periodo di uguale reputazione e competenza; (3) per assicurare la liquidità (soprattutto sul mercato secondario) è probabile che sia necessario creare una agenzia.

Le altre grandi Casse europee (KfW, Cdp, Cdc) hanno già deciso di affiancare la BEI in varie forme: (1) agendo come "market maker" acquistando una parte dei titoli; (2) partecipando alla parte tecnica della valutazione del progetto; (3) offrendo garanzia o debito subordinato aggiuntivo (o sostitutivo di una parte) di quello offerto dalla Ue-Bei.



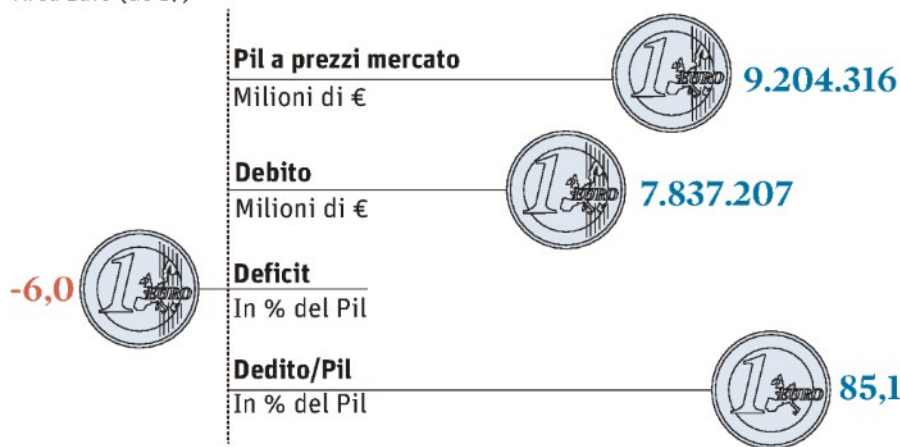
In futuro questi due strumenti – Euro-bond e Project Bond – potrebbero agire in sinergia, dando vita ad un debito sovrano europeo paragonabile per dimensioni e ruolo a quello con cui gli Stati Uniti hanno finanziato e finanziano (con capitali privati nazionali ed internazionali) la loro crescita.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Investimenti e conti pubblici nella zona euro

IL QUADRO DI FINANZA PUBBLICA
Area Euro (Ue 17)



IL FABBISOGNO DI INVESTIMENTI PER INFRASTRUTTURE
In miliardi di €

