

EUROBOND: LE VIRTU' DELLA POLITICA DEI "PICCOLI PASSI"

di Franco BASSANINI

testo integrale dell'articolo pubblicato in forma ridotta su *Il Foglio* del 2 settembre 2011 con il titolo "*Come e perché gli Eurobond possono affascinare anche la Germania*" (testo pubblicato in appendice)

La questione degli Eurobond, che un tempo appassionava pochi addetti ai lavori, è oggi sulla bocca di tutti. E giustamente, su queste pagine, Vito Tanzi ha ammonito contro il rischio di considerarli la panacea per la crisi dei debiti sovrani.

Dall'originario progetto di Jacques Delors, e dal rilancio che Tremonti ne fece tre anni fa all'Ecofin, molte cose sono cambiate. Sbaglia chi le sottovaluta.

Nel progetto di Delors, gli Eurobond dovevano servire a finanziare con debito sovrano dell'Unione europea grandi progetti comuni di investimento in infrastrutture, ricerca, energia, ambiente. Dovevano servire alla crescita e alla competitività dell'Unione nel suo insieme. Rispettavano la regola aurea per la quale il debito utilizzato per la crescita e la competitività alla fine si ripaga da sé con gli interessi. Venivano proposti in un momento nel quale la Germania, impegnata nel difficile processo di riunificazione e di ricostruzione dei Länder orientali, aveva bisogno dell'Europa e credeva nell'Europa.

Nella stessa ottica, Tremonti li ripropose all'Ecofin nell'autunno 2008, insieme a fondi *equity* europei per il finanziamento di investimenti nei settori delle infrastrutture, dell'ambiente e dell'energia: ovviamente, investimenti "caldi" (cioè suscettibili di remunerare nel tempo il capitale investito). Nonostante iniziali resistenze tedesche e nordiche, i fondi *equity* hanno avuto successo: i primi due (Marguerite e Inframed) sono già operativi, altri sono in fase di avanzata progettazione. Rappresentano i prototipi di una famiglia di strumenti idonei a finanziare grandi progetti europei (Ten-T e Ten-E, ma non solo), intervenendo dove più c'è bisogno: la quota di capitale di rischio, con ritorni sicuri ma nel lungo

termine. I tedeschi (KfW) sono nella partita, insieme alla BEI, alle Casse depositi italiana e francese, alle banche pubbliche spagnola e polacca (ICO e PKO), alla stessa Commissione europea.

Sugli Eurobond, le resistenze sono state più tenaci. E poi è arrivata la crisi dei debiti sovrani. Non irragionevolmente, è sembrata a molti un'occasione per rilanciare gli Eurobond come uno strumento per mettere i singoli Stati membri al riparo dagli attacchi della speculazione finanziaria. Non più dunque Eurobond per la crescita, ma Eurobond per la stabilità. La garanzia congiunta di tutti i paesi dell'Unione avrebbe avvicinato il costo del servizio (della parte dei debiti sovrani finanziati tramite Eurobond) a quello della Germania. Grazie al minor costo del servizio, i bond per la stabilità avrebbero "liberato" risorse nazionali, che ciascun governo nazionale avrebbe potuto utilizzare per ridurre il debito residuo o per la crescita.

Di per sé, la nuova impostazione non avrebbe precluso il finanziamento con Eurobond anche di investimenti per la crescita: anzi, la creazione di un mercato di titoli di debito sovrano dell'Unione ampio e liquido (di dimensioni e liquidità non inferiori a quelle dei T-Bond USA) avrebbe agevolato il collocamento di una ulteriore tranche di Eurobond per il finanziamento di investimenti europei. Ma era prevedibile che le resistenze tedesche (e degli altri paesi "virtuosi", come Finlandia, Olanda, Austria) lungi dal venir attenuate, avrebbero finito così per venire rinfocolate ed esasperate, accreditando l'ipotesi di un acollo in ultima istanza ai contribuenti tedeschi dei debiti sovrani dei Paesi "periferici" insolventi. Preoccupazioni forse ingiustificate, se si considerano i benefici che l'economia tedesca ha tratto dall'istituzione dell'Unione monetaria e i danni che ne avrebbe da una crisi dell'Euro. Ma gli "euroentusiasti" hanno probabilmente sottovalutato i cambiamenti politici e culturali che rendono oggi la Germania meno disposta a sacrificare alla costruzione europea gli interessi nazionali e più esposta alla tentazione di scommettere sull'Europa solo se a leadership tedesca. A ciò concorrendo anche il cambio di maggioranza, che ha costretto la Merkel a fare i conti con alleati assai meno filo-europei della SPD, e il prevalere di tendenze euroscettiche (oggi parzialmente ridimensionate) in seno al Bundesverfassungsgericht (la Corte costituzionale tedesca).

Come spiega Wolfgang Schäuble, nella mega intervista di domenica scorsa al *Tagespiegel*, il problema concerne non il merito, ma le condizioni e i tempi. Il risanamento delle finanze pubbliche dei Paesi periferici richiede severe politiche di *fiscal consolidation* che non rientrano per ora nei poteri dell'Unione. Avviato seriamente il risanamento, garantito (anche costituzionalmente) l'equilibrio dei bilanci nazionali, rafforzata la governance economica europea, avviata l'integrazione delle politiche fiscali, la strada degli Eurobond troverebbe disco verde anche dai tedeschi (o almeno dai tedeschi più filoeuropei, che però potrebbero ritornare a prevalere nel Governo federale, con una maggioranza rossoverde o con un ritorno alla *Große Koalition*).

Nel frattempo, è consigliabile non offrire alimento alle diffidenze tedesche dando l'impressione di volerli sottrarre ai duri esercizi di rigore che ci impone il rinnovato Patto di stabilità. Ed è bene evitare proposte generose ma problematiche, come il conferimento delle riserve auree delle banche centrali e delle partecipazioni pubbliche industriali in un'unica entità europea (Prodi-Quadrio Curzio) che aprirebbe problemi sia sul versante della BCE e dell'Eurosistema, sia per i conflitti di interesse e le potenziali violazioni del principio di concorrenza dovuti al controllo congiunto di società operanti nei medesimi mercati.

Meglio dunque evitare fughe in avanti ed operare per far crescere e sviluppare le due iniziative europee che hanno ottenuto, bene o male, anche il consenso del governo tedesco (Bundestag permettendo): il Fondo di Stabilità (EFSF) e i Project Bond.

Il Fondo di stabilità interviene sul debito sovrano dei paesi dell'Eurozona in difficoltà. Il fatto che i singoli governi nazionali mantengano la maggior parte del proprio debito disincentiva comunque comportamenti fiscali poco virtuosi. Ratificate le ultime decisioni del Consiglio europeo, il Fondo per la Stabilità potrà affiancare la BCE in un ruolo di stabilizzazione che la Banca centrale ora sta svolgendo da sola. Il rafforzamento del Fondo è auspicabile, ma dipenderà in fatto dal successo delle politiche di *fiscal consolidation* dei Paesi dell'Eurozona e dal rafforzamento della governance finanziaria europea. Se le due condizioni si

realizzeranno, la creazione di un grande mercato di titoli europei avrà un premio di liquidità che contribuirà sia ad abbassare il suo costo e sia a diventare competitivo con il grande mercato dei titoli americani. Sarà a quel punto più facile varare progetti più ambiziosi di Eurobond per la stabilità.

I Bond europei per la crescita vanno innanzitutto finalizzati al finanziamento di iniziative europee di finanza di progetto, capaci di venire ripagate dai flussi di cassa che produrranno: è il caso dei Project Bond, proposti dalla Commissione europea per finanziare i 2000 miliardi di investimenti strategici nei trasporti, nell'energia e nelle TLC individuati dalla Agenda di Lisbona. La UE (congiuntamente alla BEI e probabilmente alle grandi banche pubbliche di sviluppo europee: KfW, CDC e CDP) fornirà garanzie e capacità tecniche idonee ad innalzare il rating dei titoli emessi dai realizzatori dei progetti infrastrutturali e renderli attraenti per i portafogli dei grandi investitori istituzionali. Si potrebbe così creare un mercato liquido di titoli infrastrutturali europei di circa 300 miliardi di euro nel prossimo quinquennio, pari a circa il 30% delle necessità finanziarie del programma europeo¹.

Insomma: oggi – pare a me - la costruzione degli Eurobond “per la Stabilità” passa per il potenziamento dell'EFSF e perciò per un rafforzamento del Patto di Stabilità e della disciplina fiscale degli Stati membri; e quella degli Eurobond “per la Crescita” passa per il successo dei Project Bond e dei fondi equity europei.

Verrà poi il tempo per progetti più ambiziosi.

Franco Bassanini

¹ Rinvio per questa stima a Bassanini-Reviglio, *Financial Stability, Fiscal Consolidation and Long-Term Investment after the Crisis*, in *Oecd Financial Market Trends*, n. 1/2011, pagg. 51 e segg.

Il testo pubblicato sul Foglio è il seguente:

“Come e perché gli Eurobond possono affascinare anche la Germania”

La questione degli Eurobond, che un tempo appassionava pochi addetti ai lavori, è oggi sulla bocca di tutti. E giustamente, sul Foglio di martedì scorso, Vito Tanzi ha ammonito contro il rischio di considerarli la panacea per la crisi dei debiti sovrani.

Dall'originario progetto di Jacques Delors, e dal rilancio che Giulio Tremonti ne fece tre anni fa all'Ecofin, molte cose sono cambiate. Sbaglia chi le sottovaluta.

Nel progetto di Delors, gli Eurobond dovevano servire a finanziare con debito sovrano dell'Ue grandi progetti comuni di investimento in infrastrutture, ricerca, energia, ambiente. Nella stessa ottica, Tremonti li ripropose all'Ecofin nell'autunno 2008, insieme con i fondi equity europei per il finanziamento di investimenti nei settori delle infrastrutture, dell'ambiente e dell'energia: investimenti “caldi” (cioè suscettibili di remunerare nel tempo il capitale investito). Nonostante iniziali resistenze tedesche e nordiche, i fondi equity hanno avuto successo: i primi due (Marguerite e Inframed) sono già operativi, altri sono in fase di avanzata progettazione. E i tedeschi (KfW) sono nella partita.

Sugli Eurobond, le resistenze sono state più tenaci. E poi è arrivata la crisi dei debiti sovrani. E' sembrata a molti un'occasione per rilanciare gli Eurobond come uno strumento per mettere gli stati membri al riparo della speculazione. Non più dunque Eurobond per la crescita, ma Eurobond per la stabilità. La garanzia congiunta di tutti i paesi dell'Ue avrebbe avvicinato il costo del servizio (della parte dei debiti sovrani finanziati tramite Eurobond) a quello della Germania.

Ma era prevedibile che le resistenze tedesche (e degli altri paesi “virtuosi”, come Finlandia, Olanda, Austria) lungi dal venir attenuate, avrebbero finito così per venire rinfocolate ed esasperate, accreditando l'ipotesi di un acollo in ultima istanza ai contribuenti tedeschi dei debiti sovrani dei paesi “periferici” insolventi. Gli

“euroentusiasti” hanno probabilmente sottovalutato i cambiamenti politici e culturali che rendono oggi la Germania meno disposta a sacrificare alla costruzione europea gli interessi nazionali e più esposta alla tentazione di scommettere sull'Europa solo se a leadership tedesca. Come ha spiegato Wolfgang Schäuble il problema concerne non il merito, ma le condizioni e i tempi. Il risanamento delle finanze pubbliche dei Paesi periferici richiede severe politiche di fiscal consolidation che non rientrano per ora nei poteri dell'Unione. Avviato seriamente il risanamento, garantito (anche costituzionalmente) l'equilibrio dei bilanci nazionali, rafforzata la governance economica europea, avviata l'integrazione delle politiche fiscali, la strada degli Eurobond troverebbe disco verde anche dai tedeschi

E' consigliabile non offrire alimento alle diffidenze tedesche dando l'impressione di volerli sottrarre ai duri esercizi di rigore che ci impone il rinnovato Patto di stabilità. Ed è bene evitare proposte generose ma problematiche, come il conferimento delle riserve auree delle banche centrali e delle partecipazioni pubbliche industriali in un'unica entità europea (proposta Prodi-Quadrio Curzio) che aprirebbe problemi sia sul versante della Bce e dell'Eurosistema, sia per i conflitti di interesse e le potenziali violazioni del principio di concorrenza dovuti al controllo congiunto di società operanti nei medesimi mercati.

Meglio evitare fughe in avanti e operare per far crescere le due iniziative europee che hanno ottenuto, bene o male, anche il consenso del governo tedesco (Bundestag permettendo): il Fondo di stabilità

(Efsf) e i Project bond. Una volta ratificate le decisioni del Consiglio europeo di luglio, il Fondo potrà affiancare la Bce in un ruolo di stabilizzazione che ora sta svolgendo da sola. Con i Project Bond, l'Ue (congiuntamente alla Bei e probabilmente alle grandi banche pubbliche di sviluppo europee: KfW, Cdc e Cdp) potrà fornire garanzie e capacità tecniche a innalzare il rating dei titoli emessi dai realizzatori dei progetti strategici europei "caldi". Verrà poi il tempo per progetti più ambiziosi.