

La via del doppio eurobond

Una parte con garanzia, l'altra senza: è la sola strada per salvare Atene

di **Roberto Perotti** e **Luigi Zingales**

In Italia ed Europa un numero crescente di politici ed economisti invocagli eurobond come soluzione del problema dell'area euro. Nella forma più semplice, implicita nello European financial stability fund, gli eurobond sono una forma di redistribuzione dei costi del debito tra Paesi. Per capirlo è importante comprendere che il debito sovrano non è altro che tassazione differita. Quando la Germania spende 100 euro in più per la Difesa può decidere di raccogliere questa cifra con delle imposte oggi, oppure emettere un titolo di Stato, diciamo al 2% annuo. Assumendo che il titolo sia sempre rinnovato a scadenza allo stesso tasso d'interesse, emettendo questo titolo la Germania si impegna a raccogliere 2 euro di tasse in più all'anno per sempre. Il valore attuale di questo flusso d'imposte future è esattamente 100 euro.

Un Paese è in default quando è ormai certo che non sarà in grado di raccogliere abbastanza tasse in futuro per ripagare tutti gli interessi sul debito esistente. Nessuno dubita che la Germania sarà in grado di farlo: il rischio default è praticamente zero. Ci sono invece forti dubbi che la Grecia sia in grado di farlo. Per questo il mercato richiede un interesse molto più elevato, per compensare il rischio di non venir pagato in futuro.

Nella forma più semplice di eurobond, apparentemente quella più popolare, Grecia e Germania emettono congiuntamente un bond da 200 euro. Se la Germania s'impegna incondizionatamente a pagare la parte "greca" nel caso la Grecia non riuscisse a raccogliere abbastanza tasse, in teoria il tasso d'interesse su tutti gli eurobond potrebbe essere uguale al tasso tedesco, 2 per cento. Finché si tratta solo della Grecia (2% del Pil europeo) forse è possibile che il tasso non si sposti. Quando l'eurobond coinvolge anche l'Italia è impossibile che l'aumento dell'offerta di titoli con garanzia tedesca in circolazione non porti a un aumento dei tassi pagati dalla Germania, diciamo al 3 per cento. Tuttavia, poiché ora ci sono le tasse tedesche anche dietro la parte greca del debito, il rischio default sembra scongiurato: in apparenza l'Europa ha risolto tutti i suoi problemi. Se solo la Germania e la Merkel lo capissero...

In realtà, anche se la Grecia paga debito e

interessi come promesso, la Germania ci rimette almeno 1 euro all'anno d'interessi (il tasso di interesse è ora il 3% invece del 2). In valore attuale si tratta di 50 euro di tasse future che i tedeschi dovranno pagare per aiutare la Grecia. Se poi la Grecia fa default, la Germania paga il debito greco: in valore attuale 100 euro. Alla luce di questo, ciò che sorprende non è l'ostinazione della Merkel, ma l'ingenuità di chi propone gli eurobond come una soluzione benefica per tutti.

In realtà, chi propone gli eurobond solitamente fa affidamento su un guadagno di liquidità. L'idea, anche se raramente enunciata esplicitamente, sembra essere che mettendo insieme il debito della Germania e della Grecia, il tasso d'interesse non sarà del 3%, ma sarà più vicino a quello tedesco, diciamo il 2,5 per cento.

Un primo motivo potrebbe essere che l'Europa ha bisogno di titoli non rischiosi. Oggi solo il debito tedesco ha queste caratteristiche. Un domani, con la garanzia congiunta, tutti gli eurobond potrebbero godere di questo status.

Un secondo motivo ha a che vedere con il privilegio goduto fino a questo momento dal debito americano, che viene considerato da tutti come un bene rifugio. Se l'area euro non avesse questi problemi d'insolvenza, il debito europeo potrebbe sottrarre all'America parte di quel privilegio, riducendo fortemente i costi d'indebitamento.

Si noti che questo riduce l'onere per la Germania, ma non lo elimina: anche al 2,5%, la Germania paga sempre 0,5 euro di più all'anno (25 euro in valore attuale) che se emettesse un proprio bond da sola. A questo punto l'argomento implicito è che mezzo euro in più all'anno è un prezzo accettabile, anche per i tedeschi, per evitare i disastri di un default greco.

Questo è un argomento plausibile, ma dimentica che l'ingegneria finanziaria ha anche forti effetti sugli incentivi delle parti coinvolte e che questi effetti tendano a dominare. Con un eurobond la Grecia sa che, anche se non raccoglie 2,5 euro all'anno in tasse, interverrà la Germania ad aiutarla. È ovvio che la Grecia avrà pochissimi incentivi a raccogliere le tasse e/o tagliare la spesa. Il rischio che la Germania debba accollarsi l'onere del debito greco diventa una quasi certezza. Lo stesso vale per il Portogallo, l'Ir-

landa, e anche l'Italia. Da qui il sostegno italiano e l'opposizione tedesca.

I sostenitori dell'eurobond ritengono che l'Europa sia in grado di tenere a bada questi incentivi perversi attraverso una sua supervisione. Purtroppo l'evidenza fin qui è molto negativa. Il trattato europeo prevede sanzioni pesanti per disavanzi e debiti eccessivi e proibisce il salvataggio dei Paesi membri. A che cosa abbiamo appena assistito?

Ciò nonostante, è forse possibile mantenere i vantaggi degli eurobond e minimizzare gli effetti negativi, con una modifica di una proposta avanzata da due economisti del Bruegel Institute, Jacques Delpla e Jacob Von Weizsäcker. Depla e Weizsäcker hanno proposto di creare due tipi di eurobond: degli eurobond blu, fino al 60% del Pil, con garanzia congiunta; e degli eurobond rossi, cioè senza garanzia congiunta e subordinati ai bond blu, per il resto. Il vantaggio di questa proposta è che mantiene i segnali dimercato sul debito in eccesso del 60% del Pil, permettendo ai Paesi indebitati di godere di un tasso meno elevato sul primo 60% del debito. Questa proposta permetterebbe di guadagnare l'effetto liquidità almeno su un debito pari al 60% del Pil europeo.

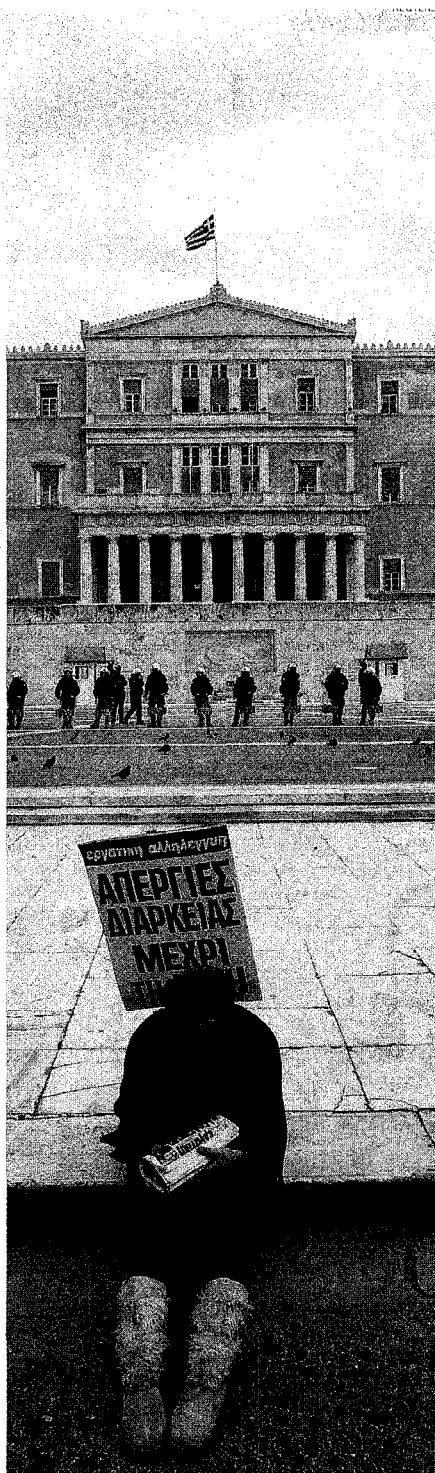
L'ipotesi implicita è che la Grecia possa raccogliere abbastanza tasse in futuro per pagare quasi certamente un debito pubblico pari al 60% del Pil, anche se forse non è in grado di ripagare interamente il debito in eccesso di quel livello. Tuttavia, il problema sugli incentivi rimane. Messa alle strette, c'è il rischio che la Grecia smetta di pagare gli interessi anche sui bond blu, andando ancora al traino della Germania. Per ovviare a questo problema, noi proponiamo che i bond blu siano pagati esplicitamente da ogni Paese con una data percentuale dell'Iva. In questo modo ogni Paese sarà chiamato a partecipare all'incirca in linea con il proprio Pil, evitando così che qualcuno tenti di andare al traino; e ogni cittadino avrà chiaro il sacrificio che gli viene richiesto.

L'Europa unita non si costruisce addossando agli altri le nostre debolezze, ma lavorando insieme a una soluzione comune. Un semplice eurobond penalizza ingiustamente i tedeschi e peggiora gli incentivi. Il doppio eurobond modificato può forse aiutare a risolvere la crisi senza distruggere l'idea di Europa.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

IPOTESI DI LAVORO

La proposta, avanzata da due economisti del Bruegel Institute, permetterebbe di proteggere i contribuenti del resto d'Europa da rischi troppo elevati



Atene in ginocchio. Dal fondo salva-Stati sostegno alla Grecia travolta dal debito pubblico