

Tre paracadute a rischio di buchi

Gli interventi di Efsf, eurobond e Bce tradiscono le promesse fatte ai tedeschi per entrare nell'euro

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

Per convincere i tedeschi ad abbandonare l'amato deutsche mark a favore dell'euro furono fatte due promesse: 1) la Banca centrale europea sarà altrettanto brava della Bundesbank nel tenere l'inflazione sotto controllo; 2) la Germania non dovrà mai intervenire per salvare altri Paesi. La prima promessa è stata ampiamente mantenuta. La seconda fu mantenuta solo fino al maggio 2010, quando iniziò il salvataggio della Grecia prima e dell'Irlanda e Portogallo poi.

Dimenticare queste promesse, come avviene nel dibattito politico e giornalistico italiano, significa non comprendere i vincoli e la posizione del Governo tedesco. Purtroppo, gli strumenti proposti per risolvere la crisi dell'euro (European financial stability facility, eurobond, e acquisti sul mercato secondario della Bce) violano l'una o l'altra promessa (o entrambe). Essi sono quindi un rischio per l'Europa unita, perché se l'euro verrà salvato violando le due promesse, sarà per sempre causa di risentimento da parte dei tedeschi.

Per capirlo, è fondamentale partire da una relazione semplicissima, ma spesso dimenticata: il debito sovrano non è altro che tassazione differita. Assumiamo un tasso di interesse in assenza di rischio di default (cioè tripla A) del 3%. E supponiamo per semplicità che tutti i titoli pubblici siano delle consol, cioè dei titoli che pagano una cedola fissa ogni anno per sempre (la logica non cambia se consideriamo titoli a scadenza). Se la Grecia non ha soldi per pagare 100 euro di pensioni oggi, emette un titolo con cedola di 3 euro, impegnandosi quindi a raccogliere 3 euro di tasse in più all'anno per sempre. Il valore attuale di questo flusso di imposte future è esattamente 100 euro, il prezzo del titolo.

Se ora il mercato si convince che, con una probabilità del 3%,

la Grecia non riuscirà a raccogliere 3 euro extra in tasse e non pagherà la cedola del debito emesso, richiederà un interesse del 6%: il 3% aggiuntivo compensa esattamente il rischio di default. Di conseguenza, il valore di mercato del debito greco (che ha una cedola del 3%) si dimezza.

Il ruolo dell'Efsf

Con queste premesse, consideriamo l'effetto dei vari meccanismi di intervento. L'European financial stability facility (Efsf) è un'entità fuori bilancio che emette bond con una garanzia di tutti i Paesi dell'area euro, all'incirca proporzionale al Pil di ciascuno. Grazie alla garanzia dei Paesi più solidi si finanzia a tasso AAA pari al 3%, per prestare ai Paesi a rischio. Ovviamente l'operazione ha senso solo se l'Efsf presta alla Grecia a meno del 6%, diciamo al 4,5 per cento. Al pubblico ignaro l'Efsf appare dunque come un'alchimia magica in grado di trasformare il piombo in oro, per cui tutti ci guadagnano: l'Efsf guadagna la differenza tra un tasso attivo del 4,5% e un tasso passivo del 3%, e la Grecia paga solo il 4,5% invece che il 6% di mercato.

In realtà, l'Efsf sta sussidiando la Grecia, violando la seconda promessa. Se infatti la Grecia fa default sul suo debito verso l'Efsf, per rimborsare il debito che ha emesso l'Efsf dovrà far ricorso alle entrate fiscali dei Paesi garanti, Germania in primis. Ma anche se la Grecia non fa default riceve un sussidio, più occulto, dalla Germania: a parità di rischio, investendo sul mercato il contribuente tedesco avrebbe potuto ricevere il 6% invece del 4,5.

Finché si tratta dei tre piccoli Pig, la cosa può passare inosservata al contribuente tedesco. Ma quando si comincia a parlare di Italia e Spagna il ragionamento è molto diverso. Non solo il problema politico con la Germania diventa quasi insormontabile, ma è anche probabile che l'intervento dell'Efsf risulti inutile.

Per capirlo, supponiamo un intervento per Spagna e Italia simile al primo intervento sulla

Grecia, nel 2010; il suo scopo era isolare la Grecia dal mercato per tre anni, assicurando finanziamenti sufficienti a rimborsare i titoli in scadenza, più il disavanzo di ogni anno. Quell'intervento si rivelò presto insufficiente e dovette essere raddoppiato; possiamo quindi considerarlo un intervento minimale.

I debiti pubblici italiano e spagnolo sono rispettivamente di 1.840 e 640 miliardi. Assumendo una maturità media di 6 anni, e considerando che il disavanzo annuale è o sarà circa zero (un'ipotesi ottimista), per ritirare questi Paesi dal mercato per tre anni occorrono circa 1.250 miliardi (cioè un sesto di 1.840 + 640, per tre anni). La capacità di spesa dell'Efsf dovrebbe passare dai 440 miliardi attuali a 1.690 miliardi.

Ma l'impatto sul debito pubblico dei Paesi garanti sarebbe quasi il doppio. Il motivo è che, per godere della tripla A, l'Efsf deve essere in grado di coprire ogni emissione interamente con le garanzie dei soli Paesi a tripla A. Poiché questi comprendono circa il 60% dei Paesi che partecipano all'Efsf, ogni Paese deve prestare una garanzia del 165% (1,65 X 0,60 = 1, circa).

Quindi, un Efsf minimale per tentare di salvare Spagna e Italia aggiungerebbe quasi 30 punti percentuali di Pil al debito pubblico di Francia e Germania (si veda la tabella allegata)! Come nel caso degli Usa, l'impegnabile diverrebbe improvvisamente realtà: Francia e Germania perderebbero la tripla A, vedendo aumentare significativamente il costo a cui devono prendere a prestito. Si tratterebbe di un suicidio politico per Sarkozy e la Merkel, senza contare che un'Europa senza Paesi a tripla A sarebbe come una nave senza ancora.

Ma i problemi non finiscono qui. Un intervento dell'Efsf di queste dimensioni sarebbe problematico per altri due motivi. Lo scopo ultimo di qualsiasi salvataggio è ridurre il debito pubblico di un Paese. L'Efsf può far-

lo prestando fondi a Grecia o Italia, che li utilizzano per comprare il proprio debito, oppure direttamente acquistando titoli greci e italiani. Finché il debito pubblico vale il 50% del valore facciale, con 10 miliardi di euro si cancellano 20 miliardi di debito pubblico: un affare, sembrerebbe (almeno per Grecia e Italia: come prima, il contribuente tedesco paga la differenza). Ma un buy-back di proporzioni non irrisorie comporterebbe un aumento immediato del prezzo dei titoli, vanificando gran parte dei vantaggi.

Il secondo problema è in un certo senso l'opposto: la maggior parte dei titoli di Stato detenuti da banche a assicurazioni è a bilancio al prezzo storico (molto vicino al valore facciale), e non al prezzo di mercato ("marked-to-market") che è ovviamente molto inferiore. Un programma di buy-back costringerebbe banche e assicurazioni a vendere a prezzi di mercato e quindi a riconoscere le perdite sui titoli. Sorprendentemente, l'intervento dell'Efsf potrebbe dunque avere un effetto deleterio sulla stabilità del sistema finanziario europeo.

Il risentimento che si creerebbe in Germania sarebbe dunque ulteriormente esacerbato dal fatto che l'intervento dell'Efsf sarebbe probabilmente comunque inutile, come dimostra il caso greco: 1.250 miliardi regalati a Spagna e Italia (o agli odiati "speculatori"), per vederle fallire lo stesso!

Il peso degli eurobond

Nella versione più semplice - ma anche quella che viene discussa più frequentemente dai politici e sui giornali - gli eurobond sono molto simili all'Efsf, con una differenza che li rende uno strumento molto pericoloso. I prestiti dell'Efsf sono ben specificati: è chiaro chi è il debitore (Grecia, Portogallo, Irlanda), e chi deve pagare in caso di insolvenza dei debitori: ogni Paese dell'Eurozona per una ben specificata percentuale del totale. Al contrario, non è affatto chiaro come e dove deb-

ba essere speso ogni euro che venga raccolto quando viene emesso un eurobond, ma in teoria ogni Paese ne è pienamente responsabile in solido. Un eurobond può essere usato per il ponte sullo Stretto di Messina, ma ogni Paese ne è responsabile, e per l'intero ammontare. Come può funzionare un'unione del genere?

Incredibilmente, politici e commentatori nostrani ignorano completamente questo problema colossale. Ma anche se venisse risolto, l'eurobond dovrebbe affrontare lo stesso problema dell'Efsf: Italia e Spagna pagheranno interessi più bassi, Francia e Germania più alti, e il rating di queste ultime ne verrà compromesso.

Non ci dovrebbe essere niente di sorprendente in questo: se due imprese identiche hanno un diverso livello di indebitamento e una prende a prestito

al 6% e l'altra al 3 per cento, fondendosi insieme le due imprese prenderanno a prestito al 4,5%; una ci guadagna ma l'altra ci perde, e in aggregato non c'è nessuno vantaggio netto.

I promotori più avveduti dell'eurobond sostengono che essi porteranno un vantaggio in termini di liquidità. Certo, il mercato degli eurobond sarebbe sicuramente più esteso e li-

quido di quello dei titoli finnici od olandesi, ma è difficile pensare a un effetto superiore a 30-40 punti base (0,3-0,4 per cento), chiaramente non abbastanza per compensare questi Paesi per l'aumento delle garanzie che devono estendere al Sud Europa. E gli eurobond non sarebbero certo più liquidi del Bund tedesco: per la Germania non c'è dunque nemmeno la piccola consolazione di un modesto effetto liquidità.

Nonostante la straordinaria ipocrisia del dibattito, la realtà incontrovertibile è dunque che gli eurobond, come l'Efsf, comportano un forte trasferimento di risorse da Germania e altri Paesi verso il Sud Europa, in palese violazione della seconda promessa. C'è da stupirsi che spagnoli e italiani siano entusiasti fautori dell'eurobond, mentre i tedeschi sono molto più freddi? A parti invertite, politici, economisti e giornalisti italiani farebbero esattamente lo stesso dei tedeschi. E ne abbiamo un esempio concreto: quando l'Argentina fece default sui suoi bond, non ci risulta che alcun politico o commentatore italiano abbia proposto una emissione congiunta di bond italo-argentini per aiutare quel Paese; anzi, molti cavalcarono la protesta dei tanti cittadini italiani che rimase-

ro presi nel default, e non ebbero alcuna pietà per un Paese in gravissima difficoltà.

Le scelte della Bce

È opinione diffusa che la Bce possa contribuire a salvare i Paesi a rischio a costo quasi zero. Questa opinione è errata. Per comprenderlo, pensiamo a come opera la Bce. Quando compra titoli di Stato italiani per 20 miliardi, come in questi giorni, la Bce può pagarli vendendo altre attività meno rischiose, come titoli tedeschi, per 20 miliardi, oppure creando base monetaria. Nel primo caso non cambia il passivo totale della Bce, ma solo la composizione dell'attivo: il suo attivo è diventato più rischioso. Cosa succede se l'Italia fa default, diciamo del 50%? L'attivo della Bce scende di 10 miliardi e quindi la Bce va ricapitalizzata di 10 miliardi. Ancora una volta, il costo viene sopportato dal contribuente tedesco, esattamente come nel caso di Efsf ed eurobond, violando la seconda promessa.

La Bce può anche comprare titoli creando base monetaria. È quello che oggi si chiama pomposamente quantitative easing, ma non è altro che la monetizzazione del debito tanto popolare nell'Italia degli an-

ni Settanta. Come ben sappiamo, ciò rischia di generare inflazione, violando la prima promessa fatta con l'introduzione dell'euro. Finora gli Stati Uniti hanno evitato questo rischio perché le banche tengono l'enorme liquidità parcheggiata presso la Banca centrale, ma fino a quando? Il rischio dell'uscita dal quantitative easing è elevato.

Inoltre, gli acquisti della Bce sono utili per calmare i mercati per qualche ora, ma hanno effetti minimi. La Bce ha acquistato titoli greci, portoghesi e irlandesi per 74 miliardi, con gli effetti che sappiamo. Per avere effetti tangibili sul debito italiano e spagnolo, occorrerebbero svariate centinaia di miliardi, che la Bce non può né vorrà mai sborsare.

Il problema tedesco (e più globalmente europeo) non è quindi solo un problema economico, ma anche un grosso problema politico. Salvare l'euro violando le promesse fatte all'elettorato può causare la nascita di un partito antieuropeo in Germania. Tutti i Paesi del Nord Europa ce l'hanno, tranne la Germania, dove la destra xenofoba vive ancora dei complessi di colpa. Fino a quando?

roberto.perotti@unibocconi.it
 luigi.zingales@chicagobooth.edu

© RIPRODUZIONE RISERVATA

LE ASPETTATIVE

Bassa inflazione e nessun aiuto da parte di Berlino erano alla base dei patti per la moneta unica

L'ERRORE

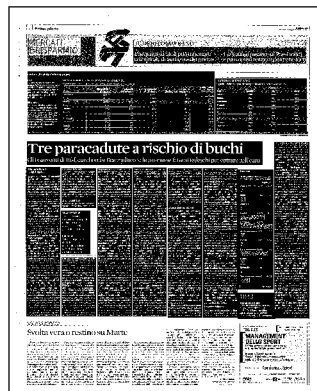
È sbagliato pensare che la Bce possa contribuire a salvare gli Stati in difficoltà a costo quasi zero

MERCATI E RISPARMIO

IL DEBITO SOVRANO

L'acquisto di titoli può innestare una spirale di aumento dei prezzi

I salvataggi pesano sui Paesi solidi e provocano reazioni politiche forti



Lo stato di salute della zona euro

L'Efsf
 L'European financial stability facility (Efsf) è un'entità fuori bilancio che emette bond con una garanzia di tutti i Paesi dell'area euro, all'incirca proporzionale al Pil di ognuno. La capacità attuale di spesa dell'Efsf è di 440 miliardi di euro.

SE L'EFSF AVRÀ UNA CAPACITÀ DI SPESA DI 1.690 MILIARDI
 La partecipazione all'Efsf: i principali indicatori per Paese della zona euro

Paese	Share di Efsf (*, in %)	Garanzia (**, in mld di euro)	Debito+garanzia (in mld di euro)	Debito/Pil (includere garanzie, in %)	Differenza in debito/Pil (***, in %)
Germania	27,06	755	2.834	113,4	30,2
Francia	20,32	567	2.146	111,0	29,3
Italia	17,86	498	2.341	151,2	32,2
Spagna	11,87	331	970	91,3	31,1
Olanda	5,70	159	530	89,6	26,9
Belgio	3,47	97	438	124,2	27,4
Austria	2,78	77	283	99,5	27,2
Portogallo	2,50	70	230	133,4	40,4
Finlandia	1,79	50	137	76,1	27,7
Grecia	1,79	50	378	164,4	21,7
Irlanda	1,59	44	192	125,0	28,8

Gli eurobond
 Sono titoli del debito pubblico emessi in comune dai Paesi della zona euro. Secondo i sostenitori, potrebbero creare un mercato più ampio e più liquido rispetto a quello delle obbligazioni nazionali. Un ulteriore vantaggio sarebbe il *risk pooling*, ossia la trasformazione di rischi individuali in frazioni di rischio collettivo.

I VOTI DELLE AGENZIE DI RATING

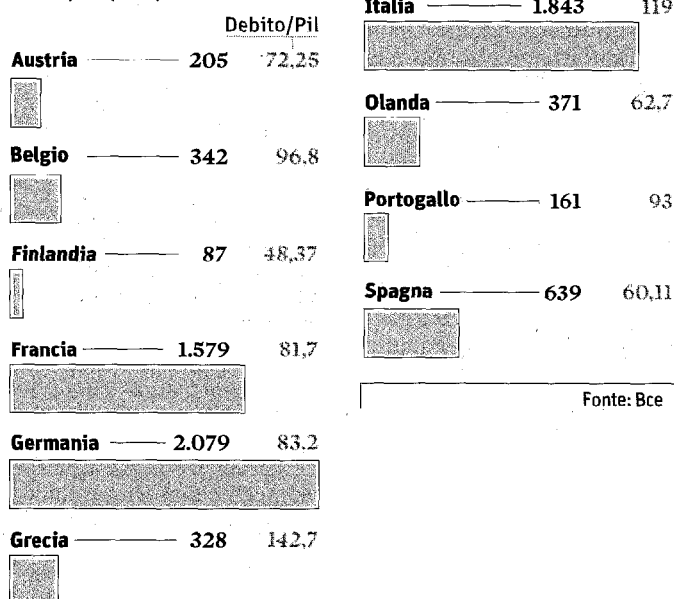
Il giudizio delle tre agenzie di rating sui debiti dei Paesi della zona euro

Paese	Agenzia		
	Moody's	S&P	Fitch
Austria	Aaa	AAA	AAA
Belgio	Aa1	AA+	AA+
Finlandia	Aaa	AAA	AAA
Francia	Aaa	AAA	AAA
Germania	Aaa	AAA	AAA
Grecia	Ca	CC	CCC
Irlanda	Ba1	BBB+	BBB+
Italia	Aa2	A+	AA-
Olanda	Aaa	AAA	AAA
Portogallo	Ba2	BBB-	BBB-
Spagna	Aa2	AA	AA+

(*) Share nelle garanzie dell'Efsf. Da gennaio 2011 Grecia, Irlanda e Portogallo non sono più garantiti dall'Efsf. (**) Garanzia necessaria per un Efsf con capacità di spesa di 1.690 miliardi. Calcolato come 1.690 x 1,65 x la share riportata nella colonna precedente. (***) Aumento del rapporto debito/Pil dovuto alle garanzie per un Efsf di 1.690 miliardi di capacità di spesa. Fonte: elaborazione del Sole 24 Ore

In cassa

Debiti (miliardi di €) e rapporto debito/Pil (in %) nella zona euro



1.843

MILIARDI DI EURO

Il debito pubblico dell'Italia è di 1.843 miliardi: è il 119% del Pil. Tra i Paesi considerati solo la Grecia (con il 143%) ha un rapporto debito/Pil peggiore

Fonte: Bce