

Titoli europei in aiuto all'euro

di Mario Monti

I mercati sono all'attacco, l'Unione Europea è in difesa. Essa ha vinto alcune battaglie, ma rischia di perdere la guerra. Le decisioni dei governi, riuniti nel Consiglio, non producono durevolmente sui mercati gli effetti sperati. La Banca Centrale Europea si vede costretta a rimediare con interventi a sostegno dei titoli di Stato. Alla lunga, essi riporterebbero alla subordinazione della politica monetaria alla politica di bilancio, con il pericolo dell'inflazione: due mali che l'unione monetaria pensava di avere debellato.

E' urgente che la Ue riprenda l'iniziativa. Ha a disposizione uno strumento attivabile in tempi brevi, con due grossi vantaggi: aiuterebbe a superare la crisi dell'euro e, al tempo stesso, a sviluppare l'integrazione finanziaria. Si tratta dell'emissione in comune di titoli in euro (E-bonds) mediante un'Agenzia Europea per il Debito. L'idea che la Ue emetta eurobonds per finanziare investimenti di interesse europeo non è nuova. Venne lanciata da Jacques Delors negli anni Ottanta e ripresa in varie occasioni — tra gli altri, autorevolmente, da Giulio Tremonti — ma finora non ha trovato adeguata attuazione. Ma gli E-bonds di cui parlo risponderebbero a una logica diversa. Sarebbero uno strumento non per finanziare nuove spese (di investimento), ma per mettere in comune una parte della gestione del debito pubblico dei diversi Stati. Nel rapporto «Una nuova strategia per il mercato unico», presentato al presidente della Commissione Europea José Manuel Barroso nel maggio scorso, proposi di ricorrere all'emissione in comune di E-bonds per ovviare alla frammentazione del mercato obbligazionario europeo. Con emissioni esclusivamente a livello nazionale, il mercato non ha la trasparenza e la liquidità che, data la sua dimensione complessiva, potrebbe avere. Ciò comporta inconvenienti per gli Stati, per i risparmiatori, per le imprese. Per ovviare alla frammentazione, si proponeva di creare un nuovo mercato europeo con una dimensione mondiale. Il rapporto, predisposto nei mesi in cui esplodeva la crisi greca, teneva presenti aspetti che avrebbero poi assunto grande rilievo, in particolare nelle preoccupazioni della Germania. Qualsiasi soluzione deve evitare che i Paesi con una politica di bilancio responsabile siano costretti a salvare, in un modo o nell'altro, gli Stati «indisciplinati». In aggiunta a una vigilanza multilaterale più efficace, imponendo una disciplina di mercato più rigorosa ai governi meno oculati si gestirebbe meglio il moral hazard. L'assunzione di prestiti su vasta scala tramite un organismo europeo e la successiva erogazione di prestiti agli Stati membri possono rappresentare una soluzione equilibrata. I prestiti agli Stati membri non dovrebbero superare una determinata percentuale del Pil del Paese (la stessa per tutti gli Stati membri) di modo che, per il loro fabbisogno di finanziamento non coperto da questo meccanismo, i governi continuerebbero a emettere il proprio debito nazionale per il quale rimarrebbero individualmente responsabili. Gli Stati membri che, grazie a questo meccanismo, avrebbero accesso a finanziamenti meno onerosi, considererebbero l'organismo europeo un creditore privilegiato rispetto ai detentori del loro debito flottante sul mercato e ciò aumenterebbe la possibilità di un'inadempienza limitata a quest'ultimo debito. A sua volta, questo potrebbe aumentare la pressione di mercato (e il rendimento) sul debito flottante, dando agli Stati membri un maggiore incentivo a ridurre rapidamente tale debito mediante sane politiche di bilancio. In settembre, al convegno Ambrosetti di Cernobbio, Yves Leterme, primo ministro del Belgio, Paese che fino a fine anno esercita la presidenza del Consiglio Ecofin e degli altri Consigli, ha sostenuto questa proposta. Alla luce delle drammatiche vicende successive, si può ritenere che un percorso di uscita dalla crisi che utilizzi agli E-bonds avrebbe chiari vantaggi, rispetto al tortuoso meccanismo delle «clausole di azione collettiva» che, secondo le decisioni dell'Eurogruppo, dovrebbero applicarsi a tutte le emissioni di titoli degli Stati della zona euro che avverranno dal giugno 2013 in poi (chiarimento introdotto per rassicurare un po' i mercati, turbati dalle precedenti

dichiarazioni del cancelliere Merkel). Vari studi, in particolare uno predisposto presso Bruegel, il *think-tank* con sede a Bruxelles, hanno nel frattempo approfondito gli aspetti tecnici e operativi degli E-bonds. Il tema è stato oggetto, nelle ultime settimane, di esame e discussione anche nelle sedi governative di vari Stati Membri. Intervenendo al Parlamento Europeo nei giorni scorsi, il presidente della Bce Jean-Claude Trichet ha detto di non escludere l'eventualità che i governi della zona euro emettano titoli in comune. Sotto l'impulso della crisi, e per dominarla in una logica di mercato ma senza cedere — come è in parte avvenuto finora — alle pressioni della speculazione, il Consiglio Ecofin e poi il Consiglio Europeo del 15 dicembre darebbero un forte segnale se decidessero che, entro la fine del 2012, l'Agenzia per il Debito (che potrebbe operare presso la European Financial Stability Facility recentemente istituita) emetta E-bonds per un totale, ad esempio, del 40% del Pil di ciascun Paese. Ciò potrebbe avvenire annunciando che l'Agenzia finanzia tutte le nuove emissioni fino a fine 2012, il che le isolerebbe dall'evoluzione del mercato secondario; e che l'Agenzia offrirà *swaps* nel mercato secondario tra i propri titoli e quelli in circolazione emessi dagli Stati membri, ovviamente mediante asta allo sconto. Ma potrebbe la Germania accettare un tale progetto? Il tema, cruciale, veniva già affrontato nel rapporto di maggio a Barroso. Anche alla luce degli avvenimenti successivi, non dovrebbe essere impossibile convincere le autorità tedesche di due vantaggi specifici per il loro Paese: non perderebbero, né in termini assoluti né in termini relativi, i vantaggi di cui godono oggi nel mercato come Stato più affidabile; e si troverebbero a guidare un processo di grande importanza politica ed economica per l'Europa, orientandolo in funzione del suo desiderio di garantire una disciplina di bilancio più rigorosa nella Ue.