

Eurobond in cerca di un garante

di Angelo Baglioni e Umberto Cherubini

Perché gli Eurobond diventino convenienti rispetto a quelli nazionali dei paesi ad alto rating, occorre rendere trasparente ed esplicita la garanzia solidale tra i paesi della Ue. E bisogna anche dotare la Commissione di una capacità fiscale autonoma.

Tornano di moda gli Eurobond

Il dibattito sugli Eurobond ha ripreso vigore di recente, dopo diversi anni nei quali era stato messo il silenziatore su di un argomento considerato tabù. Oggi il consenso sulla utilità di ricorrere a questo strumento è vasto – almeno in Italia – e solleva il sospetto che molti ritengano che si tratti di un “pasto gratis”: un debito che verrà ripagato da qualcun altro, cosa ovviamente non vera (come ben sottolineato da Massimo Bordignon). Un altro equivoco da sfatare è che si tratti di uno strumento finanziario nuovo. Non è così, visto che la Commissione Ue ha già fatto molte emissioni di debito in nome della Unione europea: gli EU bond. L’esperienza accumulata con queste emissioni non è però esaltante sotto il profilo del costo del finanziamento: nonostante l’elevato rating, l’Unione paga sul suo debito un rendimento significativamente superiore a quello pagato dagli emittenti sovrani europei più affidabili, in primo luogo la Germania. Come mai?

Una garanzia poco trasparente

Abbiamo cercato di rispondere a questa domanda in un recente lavoro, al quale rimandiamo per i dettagli.

In sintesi, la risposta è che c’è poca trasparenza sulla garanzia, fornita dagli stati membri della Ue a

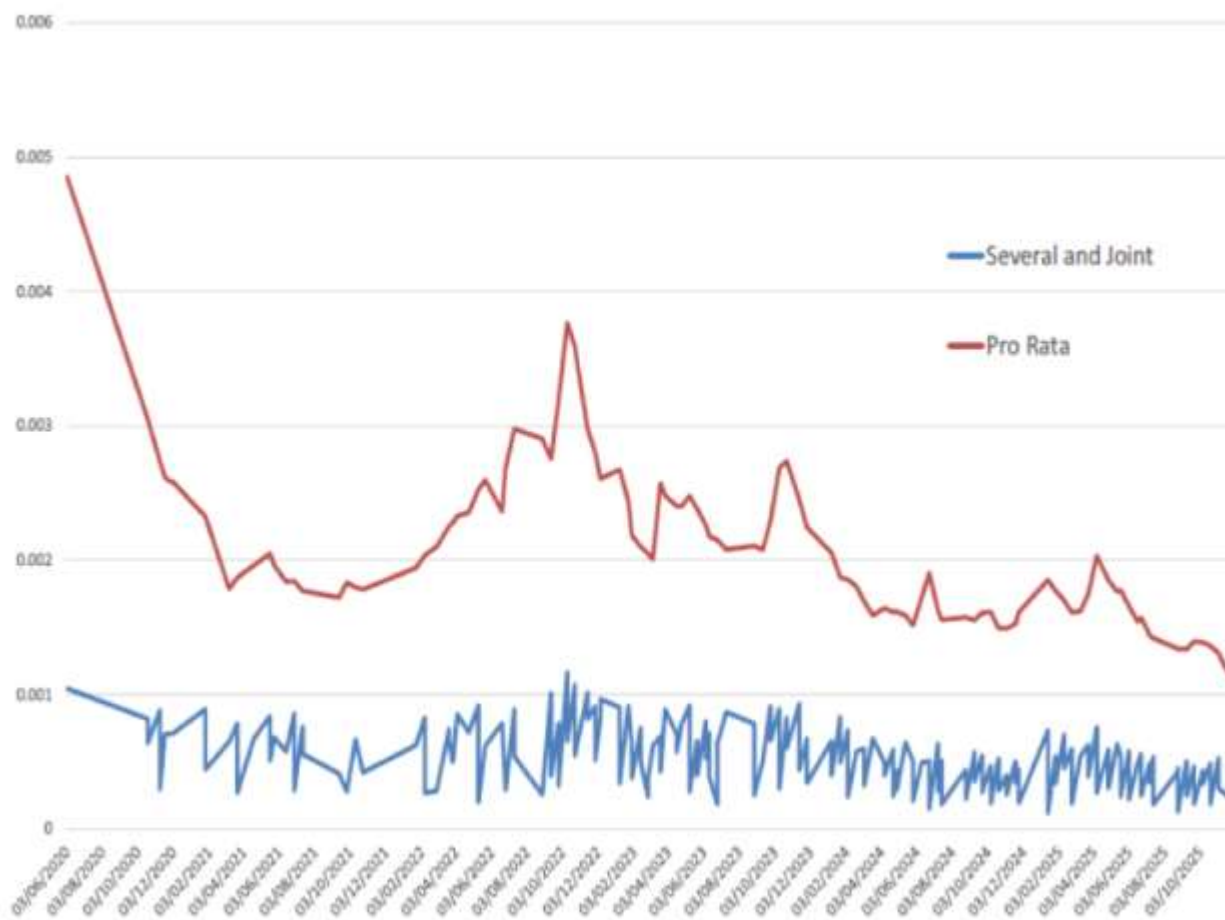
sostegno delle emissioni di EU bond. Generalmente, questi titoli vengono emessi dalla Commissione Ue per fare prestiti a paesi membri (in qualche caso anche a paesi non membri, come l'Ucraina). L'unica eccezione sono i finanziamenti erogati a fondo perduto (grants) nell'ambito del programma Next Generation – EU. La capacità della Commissione di rimborsare a scadenza i titoli emessi sul mercato si basa sul fatto che normalmente i governi beneficiari dei finanziamenti restituiscono puntualmente i loro debiti verso l'Unione. Ma se un governo dovesse essere inadempiente, cosa succederebbe? La percezione dei mercati finanziari è che gli altri paesi europei si farebbero carico di rimborsare i titoli emessi dalla Ue, coprendo così il debito di quello insolvente: si chiama garanzia “in solido”. Tuttavia, ufficialmente la garanzia è “pro-quota”: ciascuno risponde solo degli impegni presi con l'Unione, entro precisi limiti prestabiliti e proporzionali al Pil di ciascun paese. Del resto, in base al Trattato Ue non potrebbe che essere così: la “*no-bailout clause*” (articolo 125 TFEU) stabilisce che né l'Unione né alcuno stato membro sono responsabili o si fanno carico degli impegni finanziari di un altro stato membro, fatto salvo il caso di garanzie finanziarie reciproche per l'esecuzione congiunta di un progetto specifico. La percezione diffusa, che la garanzia sia in solido, non ha una base legale e rimane così appesa all'incertezza delle interpretazioni.

Il costo del debito Ue

La conseguenza di questa situazione è un maggior costo del debito per la Ue, dovuto a un più elevato premio per il rischio da corrispondere agli investitori. Il nostro lavoro esamina 191 emissioni di EU bond tra il 2020 e il 2025. Utilizzando le informazioni raccolte sul mercato dei credit default swap (contratti di copertura dal rischio di credito) relativi ai maggiori paesi europei, calcoliamo i premi al rischio teorici sul debito della Ue nelle due alternative: garanzia pro-quota e garanzia in solido. Il risultato è che il premio al rischio pro-quota è in media superiore di 15 punti base rispetto a quello basato sulla garanzia solidale. Ancora più importante, il primo reagisce alle variazioni delle quotazioni dei Cds dei singoli

paesi, mentre il secondo è assai meno sensibile ai rischi di credito individuali. Di conseguenza, la differenza tra i due tende ad ampliarsi quando si manifestano tensioni che colpiscono alcuni paesi – o anche uno solo – all’interno dell’Ue: si veda la figura 1.

Figura 1 – Premi al rischio su EU bond: garanzia pro-rata e solidale (several and joint) a confronto



Passando ai rendimenti effettivi all’emissione, gli EU bond pagano un premio significativo rispetto ai titoli di stato tedeschi di pari scadenza: in media 42 punti base. Nella tabella 1 si osserva che lo spread tra EU bond e Bund mostra una struttura per scadenze positivamente inclinata (ultima riga in grassetto) e variazioni temporali piuttosto marcate (ultima colonna in grassetto).

Tabella 1 – Differenza di rendimento tra EU bond e Bund (punti base)

Year	2-3 Y	4-5 Y	6-8 Y	10 Y	15 Y	20 Y	25 Y	30 Y	All
2020	-	15.71	-	36.39	25.05	36.38	-	36.60	28.16
2021	-	16.29	12.26	20.81	26.23	54.30	31.98	34.17	24.25
2022	44.97	40.50	70.12	60.24	24.29	82.43	72.55	80.95	61.88
2023	29.87	48.64	38.61	44.11	56.37	75.60	97.49	86.24	55.28
2024	19.95	33.20	38.61	35.36	78.54	49.30	82.15	73.76	43.05
2025	-22.70	2.49	27.22	35.36	56.95	58.55	72.75	74.21	28.19
All	9.11	29.46	34.61	39.19	46.35	63.70	71.25	72.55	42.23

Da debito sovranazionale a debito sovrano

La nostra analisi ha una chiara implicazione. Per rendere più conveniente il ricorso al finanziamento tramite EU bond, soprattutto per i paesi europei con elevato rating creditizio (in primo luogo la Germania) il quadro istituzionale del debito Ue dovrebbe essere reso più trasparente e il profilo creditizio dei bond dell'Unione dovrebbe essere rafforzato. A tal fine, proponiamo di sfruttare il (limitato) margine di flessibilità lasciato dalla *no-bailout clause* del Trattato Ue e di introdurre una responsabilità solidale per le emissioni di debito Ue destinate a specifici programmi comuni. Tali programmi dovrebbero concentrarsi sulla fornitura di alcuni beni pubblici europei (ad esempio la difesa) per i quali l'Unione dovrebbe essere dotata di una propria, seppur limitata, capacità fiscale (potere di imporre tasse) anziché dipendere dai contributi nazionali. Secondo questo approccio, gli EU bond dovrebbero avere la priorità (*seniority*) rispetto ai titoli sovrani nazionali. Trasformando il debito dell'Ue in un debito federale e, di conseguenza, in debito sovrano anziché sovranazionale, una simile riforma consentirebbe all'Unione di raccogliere fondi sui mercati a tassi di interesse inferiori rispetto a quelli attualmente pagati e, soprattutto, meno sensibili a eventi negativi che possano incidere sull'affidabilità creditizia dei singoli stati membri. Sul piano tecnico la soluzione non manca; quello che manca è la volontà politica di procedere in questa direzione.