

# LA BATTAGLIA EUROPEA SUI DEBITI SOVRANI

Di Marcello Messori

Recependo le regole bancarie internazionali sui requisiti patrimoniali, l'Unione economica e monetaria europea (UEM) tratta i titoli del debito pubblico dei suoi stati membri, detenuti nei bilanci delle banche, come attività prive di rischio. In anni recenti vari intermediari finanziari europei hanno accumulato titoli pubblici 'di casa', lucrando sui differenziali fra i relativi tassi di rendimento e il basso costo dei finanziamenti offerti dalla Banca centrale europea (BCE). Come ho ricordato lo scorso 21 aprile su *Repubblica*, circa il 10% dell'attivo del settore bancario italiano è costituito da titoli pubblici nazionali.

In circostanze normali, la concentrazione del debito pubblico 'di casa' presso le banche nazionali disincentiva scelte fiscali contrarie agli interessi dei creditori. In condizioni critiche, essa tende invece a creare una pericolosa spirale fra rischi del debito pubblico e rischi bancari, massimizzando l'instabilità del paese coinvolto. Gli stati membri più forti della UEM sostengono che tale spirale rappresenta oggi un grave rischio nei paesi ad alto debito pubblico (come l'Italia). Di qui la scelta di porre limiti alla non rischiosità dei titoli pubblici 'di casa', detenuti dalle banche dell'euro-area; e di completare l'Unione bancaria solo dopo aver fissato questi limiti.

Se si attribuissero rischi positivi ai soli singoli titoli del debito pubblico di paesi dell'UEM detenuti dalle banche, l'appartenenza all'euro-area diventerebbe penalizzante aggravando gli oneri per le politiche fiscali nazionali: la platea dei possibili acquirenti di titoli del debito pubblico dei paesi più fragili si assottiglierebbe o richiederebbe una più elevata compensazione per assorbire i nuovi rischi. Una volta conclusa l'attuale politica monetaria espansiva e non convenzionale della BCE (il *quantitative easing*: QE), ciò aumenterebbe le divergenze fra stati membri e l'instabilità della UEM. Inoltre, i mercati finanziari europei accuserebbero una carenza di attività finanziarie sicure; il che ne diminuirebbe l'efficienza.

Per evitare tali effetti e – al contempo – correggere l'eccessiva incidenza del debito pubblico 'di casa' nei bilanci bancari, la soluzione più semplice poggia su due elementi. Primo, si tratta di attribuire rischi positivi non al singolo titolo bensì all'eccessiva concentrazione dei titoli pubblici nazionali nel bilancio di ciascuna banca: per esempio, la quota eccedente la media dell'euro-area o una soglia massima rispetto al totale dell'attivo. Secondo, si tratta di rendere disponibile sul mercato un'adeguata quantità di un nuovo titolo pubblico, composto da quote dei titoli pubblici di ciascuno dei paesi dell'euro-area (in proporzione al peso del reddito prodotto) e – per ciò stesso – diversificato. Le banche dell'euro-area, con eccessiva concentrazione di titoli pubblici 'di casa' nei propri bilanci, avrebbero così l'alternativa fra liquidare la loro eccedenza in cambio del titolo pubblico composito e privo di rischio oppure mantenere questa eccedenza e compensare il conseguente nuovo rischio con la ricapitalizzazione richiesta.

Una proposta del genere era stata prospettata, all'avvio del QE, dalla *Luiss School of European Political Economy* (SEP, "A silver bullet for the ECB", novembre 2014). Essa suggeriva che, sotto lo stimolo della BCE, intermediari finanziari o istituzioni europee (quali il meccanismo europeo salva-stati: ESM) potessero costruire un titolo europeo composito nel senso sopra precisato, assorbendo così parte dei titoli emessi dai singoli stati membri e detenuti dalle banche o da altri attori

economici. La proposta non ebbe traduzione pratica in quanto fu intesa come un meccanismo per trasferire rischi dai paesi ad alto debito pubblico (come l'Italia) ai paesi 'forti' (come la Germania). Di recente si sta invece affermando uno schema più complesso, elaborato da un gruppo di reputati economisti europei coordinati dal tedesco Brunnermeier. Anche qui si affida allo ESM o ad agenzie private l'acquisto di quote dei debiti pubblici degli stati membri (inclusa una parte di quelle detenute dalle banche), finanziando tale acquisto con l'emissione di propri titoli. Questi ultimi titoli si riferiscono, come sottostante, a combinazioni dei titoli pubblici dei singoli stati membri ma con pesi diversi. Così alcuni dei nuovi titoli emessi dallo ESM (o da privati) sono titoli europei sicuri (ESB), perché si basano su combinazioni con un forte peso dei titoli di stati membri ad alto *rating* (come la Germania); altri sono titoli europei rischiosi (*junior*), perché si basano su combinazioni con prevalenza dei titoli di paesi fragili (come l'Italia).

Pur non comportando un trasferimento di rischi fra stati membri della UEM, lo schema degli ESB palesa varie debolezze sia rispetto alla gestione del debito pubblico dell'euro-area sia rispetto allo specifico caso delle banche. Tale schema introduce un insieme di strumenti finanziari complessi, simili a quelli che hanno generato la crisi internazionale del 2007-'09. Esso finisce inoltre per accettare che i singoli titoli pubblici 'di casa', detenuti dalle banche degli stati membri più fragili, siano rischiosi; per liquidare l'eccesso dei titoli 'di casa', queste banche sono così costrette a scegliere fra scambi penalizzanti con gli ESB o scambi con titoli europei *junior* di rischio poco inferiore. Ciò porta a rivalutare la proposta della SEP che esclude strumenti finanziari complessi. Per mitigare l'accusa di eccessivo trasferimento di rischi dagli stati membri ad alto debito pubblico a quelli 'forti', si può prevedere che i titoli pubblici nazionali in eccesso, detenuti dalle banche, non si scambino con il titolo europeo composito al valore nominale ma con uno sconto fissato dall'ESM mediante criteri compatibili con le regole di mercato.