

GARANZIE E DEBITO EUROPEO

EuroUnionBond ecco ciò che va fatto

di **Romano Prodi** e **Alberto Quadrio Curzio**

Caro Direttore, abbiamo molto apprezzato l'attenzione del Sole 24 Ore al tema degli Eurobond (Eb), di recente "bocciati" dal vertice Merkel-Sarkozy del 16 agosto per paura che Francia e Germania debbano pagare debiti di altri Paesi. Noi crediamo invece che gli Eb servano all'unità, alla stabilità e alla crescita dell'Unione economica e monetaria (Uem) e all'euro e quindi alla Ue. Bisogna però progettare bene gli Eb partendo da una impostazione economico-istituzionale che adatteremo qui di seguito (senza rinvii ad altre, salvo a una di Quadrio Curzio sul Mulino 2/2011). Distinguiamo quattro tipologie genericamente definite di Eb di cui una sola attuata, gli StabilityBond (Sb), mentre altre due sono state proposte da tempo - UnionBond (Ub) e EuroBond (Eb) ma non attuate. Da ultimo presenteremo la nostra proposta che definiamo degli EuroUnionBond (Eub).

Gli UnionBond (Ub). Questi titoli di debito pubblico "europeo" a lungo termine furono proposti dal presidente della Commissione europea Jacques Delors nel Libro bianco Crescita, competitività, occupazione del 1993. Gli Ub dovevano essere garantiti dal bilancio della Comunità europea per finanziare investimenti in grandi infrastrutture transeuropee i cui ricavi sarebbero andati ai promotori dei progetti medesimi (enti del settore pubblico e ditte private) onerati dagli interessi e dal rimborso degli Ub. Questa proposta è stata spesso ripresa e recentemente anche dal Parlamento europeo.

Continua ▶ pagina 5

di **Romano Prodi**
e **Alberto Quadrio Curzio**

▶ Continua da pagina 1

Una variante limitata degli Ub sono i "projectbond" (Pb) sostenuti da José Manuel Barroso e dalla Commissione europea nel 2010, per realizzare singole infrastrutture europee con finanziamenti nel partenariato pubblico-privato. I Pb andrebbero emessi da privati ma garantiti dal bilancio comunitario e dalla Bei. Ne esistono già alcuni varati dalla Bei e dal "Fondo Marguerite" operativo del 2008 con "core sponsors" costituiti dalle Casse depositi e prestiti (o forme affini) di Francia, Germania, Italia, Polonia, Spagna e dalla Bei. Si tratta di partecipazioni minoritarie in nuovi progetti di infrastrutture europee per trasporti, energia ed energie rinnovabili.

Gli EuroBond (Eb)

Questi titoli del debito pubblico "europeo" sono stati presentati come mezzo per ristrutturare i debiti pubblici nazionali degli Stati membri della Uem. L'abbiamo avanzata in molti mentre altri l'hanno criticata. Nel dicembre 2010 la proposta è stata fatta sul *Financial Times* da due ministri dell'economia: Jean-Claude Juncker (presidente dell'eurogruppo) e Giulio Tremonti. Essi partono dalla constatazione che, malgrado le decisioni delle istituzioni della Ue e della Uem, i mercati dei titoli di Stato dei Paesi membri dell'euro rimangono attaccati e attaccabili. Il contrasto dovrebbe venire dagli Eb emessi da una European debt agency (Eda) da sostituire allo European financial stability facility (Efsf). Delors, come altri, ha sottovalutato questo tipo di interventi quasi servissero «solo per colmare i disavanzi del passato».

Gli StabilityBond (Sb)

Sono già attuati. Dall'agosto 2010 è operativo lo Efsf (European financial stability facility) dotato di garanzie di capitale fino a 440 miliardi per emettere titoli finalizzati a prestiti condizionati a Stati di Eurolandia in crisi finanziaria. Le quote di capitale del Fondo sono proporzionali a quelle che gli Stati della Uem hanno nella Bce. La Germania ne garantisce perciò circa il 27%, la Francia il 20%, l'Italia quasi il 18 per cento. Ovvero il 65% della Uem. Per ora questo Fondo ha emesso solo 13 miliardi di Sb per prestiti a

Portogallo e Irlanda. Successivi ampliamenti di operatività tra cui quelli decisi in luglio hanno aumentato il capitale garantito a 780 miliardi di euro e altri poteri sono stati conferiti allo Efsf. In particolare il Fondo potrà acquistare sul mercato primario e secondario di titoli di Stato dei Paesi della Uem in difficoltà purché in ristrutturazione finanziaria. Gli ampliamenti deliberati sono tuttora soggetti a ratifica degli Stati azionisti. Quindi per ora il Fondo può solo fare prestiti. Dall'1 luglio 2013 lo Efsf sarà sostituito dallo Esm (European stabilization mechanism), con capitale sottoscritto per 700 miliardi di euro, che avrà durata permanente e che dovrà essere recepito dai trattati europei. In conclusione: gli Sb sono un'importante novità anche se la loro operatività è limitata a operazioni difensive di salvataggio.

Gli EuroUnionBond (Eub)

La nostra proposta è che bisogna innovare di più con il varo di un Fondo finanziario europeo (Ffe) che emetta Eub con quattro caratteristiche che ricomprendono alcune delle precedenti.

1) Il Ffe dovrebbe avere un capitale conferito dagli Stati Uem in proporzione alle loro quote nel capitale della Bce. Il capitale dovrebbe essere costituito dalle riserve auree del Sistema europeo di banche centrali (Sebc) che sono tra le maggiori al mondo con circa 350 milioni di once per un controvalore intorno ai 450 miliardi di euro. Per mettere l'oro a garanzia vanno modificati gli statuti del Sebc e della Bce (anche con riflessi sui Trattati europei, ma non sul Central banks gold agreement che tratta delle vendite di oro), enti che potrebbero anche diventare azionisti, in quanto conferenti, del Ffe. Supponendo che il capitale versato del Ffe sia di 1.000 miliardi di euro, ogni Stato membro della Uem dovrà conferire oltre all'oro altri capitali anche in forma di obbligazioni e azioni stimate a valori reali e non a prezzi di mercato sviliti. L'Italia dovrebbe conferire 180 miliardi di euro in totale di cui 79 milioni di once in riserve auree, valutabili oggi a circa 101 miliardi di euro, più altri 79 miliardi di euro che a nostro avviso dovrebbero essere azioni di società detenute dal ministero dell'Economia (Eni, Enel,

Finmeccanica, Poste ecc). Società che oggi non sono privatizzabili dati i prezzi di mercato. Con questi conferimenti il timore tedesco di pagare i debiti altrui dovrebbe placar-

si. La Germania dovrebbe versare al Ffe 270 miliardi di euro di cui 140 miliardi sono 109 milioni di onze d'oro e 130 altri valori. La Francia dovrebbe versare 200 miliardi di cui 100 con i 78 milioni di onze d'oro e 100 in altri valori. Sarebbe importante che Italia, Germania e Francia conferissero a complemento dell'oro azioni di società settorialmente omogenee nell'energia, nelle telecomunicazioni, nei trasporti.

2) Il Ffe con 1.000 miliardi di euro di capitale versato potrebbe fare una emissione di 3.000 miliardi di Eub con una leva di 3 e durata decennale (e oltre) al tasso del 3% eventualmente variabile dopo un certo periodo. Altre garanzie si potrebbero aggiungere con impegni giuridici degli Stati Uem. L'onere di interessi sarebbe di 90 miliardi di euro all'anno pari oggi a circa l'1% del Pil della Uem pagabile sia con i profitti del conferimento del capitali azionari al Ffe sia con una quota dell'Iva dei Paesi della Uem, sia con gli interessi di cui diremo. Quanto detto è ovviamente adattabile in vari modi su tassi, scadenze, rimborsi degli Eub e magari loro convertibilità in azioni. Ma la sostanza non cambia.

3) Il Ffe dovrebbe dividere in due parti i 3.000 miliardi raccolti con gli Eub. Per far scendere dall'attuale 85% al 60% la media del debito della Uem sul Pil verso il mercato il Ffe dovrebbe rilevare di 2300 miliardi dei titoli di Stato dei Paesi della Uem. L'Italia scenderebbe al 95% del debito su Pil verso il mercato mentre per il restante 25% sarebbe debitrice verso il Ffe. La Francia e la Germania scenderebbero sotto il 60% di debito su Pil verso il mercato. I rimanenti 700 miliardi della citata emissione dovrebbero andare a grandi investimenti europei anche per unificare e far crescere imprese continentali nella energia, nelle telecomunicazioni, nei trasporti delle quali il Ffe diverrebbe azionista.

I vantaggi di questa emissione di Eub sarebbero enormi. Ne citiamo solo due. Il primo è che il Ffe non sarebbe opportunistico ma stabilizzante nella gestione dei titoli di Stato nazionali da detenere su lunghe durate rendendo così molto difficile anche la speculazione. Il secondo vantaggio sarebbe un mercato degli Eub di grandi dimensioni e una raccolta a interessi in media più bassi rispetto ai titoli nazionali di quasi tutti i Paesi Eum. Data anche la natura del Ffe e degli Eub, che hanno garanzie reali, diverrebbe realistico attrarre investitori molto liquidi come i Fondi sovrani che si stima abbiano oggi assets intorno ai 4.200 miliardi di dollari ovvero circa 3.000 miliardi di euro che nessuna emissione di titoli di Stato della Uem può servire se non in piccola parte. In tal modo gli Eub possono davvero diventare competitivi dei titoli del tesoro Usa dei quali la Cina vuole alleggerirsi.

Naturalmente vanno precisate le strutture e la governance societaria del Ffe (che in parte si possono prendere dallo Efsf e dal Esm) tra cui i poteri di voto dei partecipanti al Ffe che pur dipendendo dalle quote nel

capitale dovrebbero anche essere rivedibili periodicamente per tenere conto della eccedenza sul 60% del debito pubblico su Pil dei singoli stati. Anche in tal modo si spingerebbero i diversi Paesi a far scendere il loro rapporto di debito su Pil.

In conclusione: queste innovazioni andrebbero subito messe in progettazione perché, dati i tempi legali della Uem (e della Ue), l'Eurozona sta correndo gravi rischi. Quelli della speculazione, quelli di un rigore di bilancio senza crescita e occupazione, quelli della diarchia franco-tedesca che ha avvocato a se il governo della Uem e della Ue ma che non pare all'altezza di un Governo capace dei grandi progetti politico-istituzionali attuati in passato.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I VANTAGGI

Lo strumento stabilizzerebbe i titoli di Stato nazionali di lunga durata rendendo molto difficile speculare. Il mercato di grandi dimensioni assicurerebbe interessi più bassi

Un nuovo strumento per salvare la moneta unica e rilanciare le infrastrutture

Romano Prodi e Alberto Quadrio Curzio propongono il varo del Ffe, il Fondo finanziario europeo, che emetta Eub, gli EuroUnionBond. Il Ffe dovrebbe avere un capitale conferito dagli Stati membri Uem in proporzione alle loro quote nel capitale della Bce. Il capitale dovrebbe essere costituito dalle riserve auree dei Paesi, da obbligazioni e azioni di società pubbliche stimate a valori reali. Con mille miliardi di euro di capitale il Ffe potrebbe fare un'emissione da 3 mila miliardi con una leva di 3 e durata decennale.

EuroUnionBond per la nuova Europa

Potrebbero essere emessi dal Fondo finanziario europeo e garantiti con le riserve auree

UNA PROPOSTA PER IL DEBITO SOVRANO

Un capitale di mille miliardi fra oro, obbligazioni e azioni

Finanziamenti fino a 3 mila miliardi contro i default e per grandi opere

IL CAPITALE DELLA BCE

Quota di partecipazione al capitale della Bce per Paese all'Unione monetaria. **In percentuale**

Germania	18,94	Finlandia	1,25
Francia	14,22	Irlanda	1,11
Italia	12,5	Slovacchia	0,69
Spagna	8,3	Slovenia	0,32
Olanda	3,99	Estonia	0,18
Belgio	2,43	Lussemburgo	0,17
Grecia	1,96	Cipro	0,14
Austria	1,94	Malta	0,06
Portogallo	1,75	Altri *	30,05

(*) Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Lettonia, Lituania, Ungheria, Romania, Svezia, Regno Unito

IN CASSAFORTE

Le riserve auree nei Paesi dell'Unione monetaria. **In once**

Germania	119.965.000	Finlandia	1.732.000
Italia	86.483.000	Slovacchia	1.122.000
Francia	85.905.000	Cipro	490.000
Olanda	21.605.000	Irlanda	212.000
Portogallo	13.492.000	Slovenia	113.000
Spagna	9.933.000	Lussemburgo	78.000
Austria	9.877.000	Malta	7.000
Belgio	8.025.000	Estonia	7.000
Grecia	3.933.000	Fmi	99.259.000

L'EFSF

La partecipazione dei Paesi all'Efsf. **In percentuale**

Germania	27,06	Austria	2,78
Francia	20,32	Portogallo	2,5
Italia	17,86	Finlandia	1,79
Spagna	11,87	Grecia	1,79
Olanda	5,7	Irlanda	1,59
Belgio	3,47	Altri	3,27

Fonte: elaborazione del Sole 24 Ore

Proposte convergenti

GLI UNIONBOND DI DELORS



Il presidente della Commissione europea Jacques Delors (*sopra*) nel Libro bianco *Crescita, competitività, occupazione* del 1993 propose la creazione degli UnionBond, garantiti dal bilancio della Comunità europea per finanziare investimenti in infrastrutture transeuropee.

I PROJECTBOND DI BARROSO



Una variante limitata degli Union bond sono i ProjectBond (Pb) sostenuti da José Manuel Barroso (*sopra*) e dalla Commissione europea nel 2010, per realizzare singole infrastrutture europee con finanziamenti nel partenariato pubblico-privato.

GLI EUROBOND DI JUNCKER E TREMONTI

Nel dicembre 2010 Jean-Claude Juncker (presidente dell'Eurogruppo) e il ministro italiano Giulio Tremonti propongono gli EuroBond, titoli del debito pubblico europeo come mezzo per ristrutturare i debiti pubblici nazionali degli Stati membri della Uem.

AMATO: EUROBOND PER CRESCERE



Per l'ex premier, Giuliano Amato (*sopra*), «una conversione dei debiti nazionali in eurobond abbatterebbe gli interessi, restituirebbe solvibilità ai Paesi (ai quali rimarrebbe il compito di pagarli) e aprirebbe spazi per una crescita altrimenti impossibile».

VISCO: EUROBOND CONTRO I DEBITI

Per l'economista Vincenzo Visco, «sarebbe stato sufficiente che i Paesi dell'Eurozona avessero sterilizzato l'eccedenza di debito, trasformandola in eurobond, garantendola e finanziandola collettivamente, per evitare la divaricazione degli spread».

