

È SUFFICIENTE L'ATTUALE FONDO SALVA-STATI PER SALVARE L'EURO?

di Paolo Manna

Il 7 giugno 2010 gli stati membri dell'Eurozona hanno istituito lo *European Financial Stability Facility*, o EFSF, il cosiddetto Fondo Salva - Stati, il veicolo incaricato, attraverso l'emissione di sue obbligazioni o di altri strumenti finanziari sul mercato, di reperire i fondi necessari ad erogare prestiti ai paesi dell'eurozona che attraversano guai finanziari. La società, la cui missione consiste unicamente nell'aiutare i paesi membri in difficoltà, ha sede in Lussemburgo e i suoi soci sono i sedici paesi dell'eurozona. L'aiuto che può fornire consiste nell'erogazione di un prestito ad uno degli stati membri, aiuto che lo stato deve richiedere esplicitamente. L'obiettivo finale è di preservare la stabilità finanziaria dell'unione monetaria.

EFSF non deve essere confuso con EFSM, acronimo che indica lo *European Financial Stabilization Mechanism*, veicolo gestito dalla Commissione europea che mette a disposizione degli stati in difficoltà 60 miliardi di euro, garantiti dal bilancio dell'Unione europea, e nato negli stessi giorni in cui è stato istituito il Fondo.

EFSF può emettere obbligazioni perché i suoi bond godono delle garanzie irrevocabili e incondizionate prestate dai singoli stati membri. La società ha ricevuto impegni di garanzia per un totale pari a 440 miliardi di euro, che sono state ripartite tra i paesi fondatori in base alle quote di partecipazione al capitale della Banca centrale europea. Nel caso del nostro paese, l'Italia partecipa per il 12,49 per cento al capitale della BCE, che si trasforma nella messa a disposizione di garanzie per EFSF per un totale di 17,9 miliardi dei 440 totali. Nel momento in cui uno degli stati membri chiederà aiuto al Fondo, in automatico sarà cancellata la sua quota di garanzie che sarà a quel punto ripartita tra gli altri stati membri. Nel caso in cui Grecia, Irlanda, Spagna e Portogallo dovessero essere sostenuti dai prestiti concessi da EFSF, la quota di garanzia a carico dello Stato italiano salirebbe al 22,1 per cento del totale.

Il fatto che le garanzie ammontino a 440 miliardi non significa che il Fondo possa emettere obbligazioni per pari ammontare. Per ottenere il massimo rating "AAA" sugli EFSF - bond, come assegnato dalle tre grandi agenzie di rating, il totale delle garanzie deve equivalere al 120 per

cento dei bond che possono essere emessi. Ciò significa che il volume totale di obbligazioni che possono essere immesse sul mercato orbita intorno all'80 per cento dell'importo delle garanzie.

Secondo i calcoli più accreditati, la potenza di fuoco globale del Fondo non supera comunque i 255 miliardi di euro che, nel caso dovessero essere tutti emessi, dovrebbero riuscire a sostenere Portogallo, Spagna e Irlanda con molta probabilità fino all'anno 2012. Dal calcolo deve essere esclusa la Grecia che è già stata aiutata tramite prestiti bilaterali per 110 miliardi concessi dai singoli stati.

Va ricordato che al sostegno delle economie dell'eurozona in difficoltà è stato dedicato non solo l'impegno di EFSF, per 440 miliardi, e quello di EFSM, per 60 miliardi, ma anche l'intervento a carico del Fondo Monetario Internazionale per 250 miliardi, cifra equivalente al 50 per cento delle quote a carico dei due veicoli europei. Il totale di tutti gli impegni prima indicati corrisponde a quella che lo scorso anno fu definita "opzione nucleare", ovvero i 750 miliardi di euro di aiuti - 440 dell'EFSF, 60 dell'EFSM e 250 del FMI - che dovrebbero disincentivare la speculazione da operare qualsiasi manovra nei confronti della moneta unica.

Merita un chiarimento anche il meccanismo che consente alle obbligazioni di EFSF di ottenere il massimo rating anche se non tutti gli stati che le garantiscono godono della tripla "A". La ragione si trova nel meccanismo delle cartolarizzazioni, ove il rating AAA dello strumento finanziario si può costruire. Nel caso del veicolo EFSF, l'importo delle garanzie è superiore ai bond emessi, come abbiamo appena verificato. Inoltre sono previste riserve in strumenti monetari che vengono reintegrate ad ogni concessione di prestito agli stati in difficoltà e un cuscinetto di denaro in contanti.

Gli stati che ottengono finanziamenti pagano una commissione *up front*, ovvero anticipata, pari allo 0,50 per cento del valore del prestito, che va ad incrementare le riserve di liquidità del Fondo.

La durata prevista di EFSF è di tre anni, dal giugno 2010 allo stesso mese del 2013. A partire dal primo luglio del medesimo anno il Fondo potrebbe essere trasformato in

p r i m o p i a n o

un nuovo meccanismo permanente di aiuto ma con clausole di funzionamento totalmente diverse, attualmente in discussione presso l'Ecofin. Secondo le ipotesi al momento più accreditate, potrebbe essere rimpiazzato dal *Sovereign Orderly Debt Restructuring Mechanism* o SDRM, che potrebbe prevedere anche la possibilità di un default, ossia l'insolvenza, di uno stato membro.

Il futuro del Fondo

Sembrerà strano, ma anche se EFSF ha pochi mesi di vita, ha già bisogno di una revisione, per la quale i ministri finanziari non hanno trovato un accordo nelle ultime due riunioni dell'Ecofin. Il problema della sua riforma è urgente, come testimoniano gli alti tassi d'interesse che gli stati a rischio pagano per ottenere i finanziamenti. L'Irlanda paga uno spread del 5,5 per cento rispetto al Bund decennale tedesco nonostante l'assistenza da parte del Fondo. Il mancato adeguamento del funzionamento di EFSF potrebbe portare a situazioni fuori di ulteriori problemi: Spagna e Belgio hanno fatto ricorso a prestiti sindacati nel corso del mese di gennaio poiché non riuscivano a collocare sul mercato le emissioni di titoli pubblici in rinnovo di quelli in scadenza. L'operazione ha loro consentito di pagare un interesse più basso di quello che sarebbe stato richiesto dal mercato e di quello che avrebbe accompagnato il prestito erogato dal Fondo, però sta rappresentando un pessimo segnale per il mercato, che pretende tassi in ulteriore crescita per le prossime emissioni. Le aspettative danno quindi il via ad una pericolosa spirale di caduta di fiducia e di inasprimento delle condizioni finanziarie.

Aumentare le risorse di EFSF è quindi necessario ma potrebbe non essere sufficiente. Un recente rapporto di Citigroup calcola il fabbisogno finanziario, definito come somma del debito pubblico in scadenza e del disavanzo di bilancio, dei paesi che potrebbero candidarsi per l'assistenza del Fondo: il totale ammonta ad oltre 1750 miliardi di euro nel triennio 2011-2013. Anche se la cifra deve, a parere di molti osservatori, essere ridotta all'incirca a mille miliardi perché il calcolo tiene conto delle necessità di futuro finanziamento dell'Italia, che non ha mai evidenziato difficoltà di accesso ai mercati, qualsiasi ipotesi di aumento della dotazione del fondo non potrà mai avvicinarsi alle cifre evidenziate, a causa dell'opposizione dei paesi del nord Europa.

La soluzione potrebbe essere quella dell'ampliamento del raggio d'azione del Fondo, che dovrebbe trasformare la sua ragion d'essere dal salvataggio di un paese sull'orlo dell'insolvenza agli interventi sul mercato secondario dei titoli pubblici in modo da stabilizzare il mercato

stesso, senza attendere che il paese si trovi in situazione estrema. Operare secondo queste direttive ridurrebbe sensibilmente il costo del finanziamento per gli stati con alto debito.

Quest'innovazione trasformerebbe i titoli emessi dal Fondo nelle obbligazioni previste dalla proposta Juncker - Tremonti. Per questa trasformazione di EFSF sono richiesti due interventi preliminari. Il primo prevede di porre un limite alla quota di debito che ciascun paese membro può rifinanziare presso il Fondo.

La proposta Juncker - Tremonti si appoggia ad un precedente studio del centro di ricerca Bruegel, che ipotizzava una quota rifinanziabile non superiore al 60 per cento del debito statale. Il secondo intervento riguarda il grado di *seniority* dei prestiti erogati dal Fondo che devono godere del privilegio rispetto ai titoli pubblici in mano ai privati: in caso di insolvenza, il Fondo deve godere del diritto ad essere rimborsato per primo.

Queste due caratteristiche porterebbero alcuni vantaggi. L'assegnazione del privilegio ai prestiti di EFSF aumenterebbe in via implicita la credibilità delle garanzie degli stati membri, al momento non molto alta, e ridurrebbe gli oneri a carico degli stati membri in caso di insolvenza. Inoltre il mercato non comprende perché la prevista futura *seniority* delle garanzie di ESM sia stata negata all'attuale EFSF, ragione alla base delle diffidenze nei confronti del veicolo.

Grazie al privilegio dei prestiti erogati, il Fondo potrebbe finanziarsi emettendo titoli a rischio quasi nullo o molto basso e questo beneficio potrebbe essere trasferito anche agli stati che si finanziano presso il Fondo. Si noti che ciò non avviene al momento attuale, a causa delle incertezze che avvolgono le dotazioni non senior del Fondo: EFSF concede prestiti all'Irlanda al tasso d'interesse del 6 per cento a fronte di un costo di finanziamento pari circa al tre per cento, come ha fatto registrare la prima emissione di obbligazioni del Fondo.

Infine, l'assegnazione di un grado di privilegio inferiore alla quota del debito pubblico in mano ai privati porterebbe ad un aumento del tasso d'interesse pagato su questi titoli, situazione che equivale all'incremento del costo marginale del debito pubblico. Ciò dovrebbe esercitare un effetto disciplina sulla gestione delle finanze da parte dei governi, creando un incentivo a impostare piani per la graduale riduzione del rapporto debito/PIL. Questa manovra, auspicata da tutti, risulta molto difficile in presenza di tassi di crescita bassi come quelli attuali. ■

Gruppo Economisti d'Impresa - www.gei.it