

STUDIO GHIDINI, GIRINO & ASSOCIATI

CONSIDERAZIONI INATTUALI

Gli eurobond e il paradosso dell'asino

Il neonato 2011 sarà un anno difficile. Il nodo più ostico da sgrovigliare sarà la stabilità dell'eurozona. I trascorsi greco e irlandese e la minaccia incombente sui Paesi mediterranei crea ambascie e imbarazzi, che si concludono nel neoamletico dubbio: se sia più nobile lasciare cadere un Paese debole oppure più virtuoso salvarlo condonandogli i peccati contabili. La prima strada è impraticabile perché i salvatori spesso hanno il ventre zeppo di titoli dei deboli acquistati grazie alla diabolica speculazione (che tutti vituperano ma di cui tutti abusano). La seconda rode ai maggiori, che volentieri acquistano i redditi di titoli dei minori ma meno volentieri sono disposti a sconti postumi. In un tal scenario, degno del celebre paradosso dell'asino, si innesta ora la proposta, in verità non nuova (la concepì Jacques Delors già negli anni 80), di un'agenzia europea per l'emissione di un titolo unico: il cosiddetto (e mal detto, perché l'eurobligazione è tecnicamente ben altra cosa) eurobond. Un titolo che, in definitiva, finanzierebbe le nuove emissioni degli Stati sino al 40% del loro pil e, dettaglio non trascurabile, servirebbe ad acquistare a sconto i titoli traballanti nei periodi critici. Tutto questo eviterebbe la deprecata speculazione che si accende nei momenti di tensione dei conti pubblici e creerebbe un liquido e stabile mercato. Dubito che il congegno possa funzionare. Per due ragioni. La prima è che la pressione speculativa non verrebbe affatto allentata. Anzi. Il debito dell'agenzia

sarebbe di grado senior ma, per l'acquisto di titoli a rischio, previa una forte sforbiciata di valore (variabile da Paese a Paese). Fin troppo facile divinare gli effetti che, in simili frangenti, produrrebbe la speculazione sui titoli scambiati. Specie se su questi gravano innumerevoli credit default swap, per i quali la conversione a sconto rappresenterà un evento di credito idoneo ad attivare lo strumento. Fino a che l'Europa non rimedierà al proprio errore (quello di aver classato come derivati finanziari i cds che invece tali non sono), nessuno strumento che incida sulla qualità di un debito scongiurerà gli attacchi speculativi. La seconda ragione è strutturale. L'emissione unificata comporterà un riequilibrio degli spread: se il titolo è unico, si dovrà per forza mediare fra i diversi premi al rischio con che i peccatori pagherebbero meno e i virtuosi pagherebbero più di quanto oggi pagano. Non stupisce che l'eurobond vada di traverso alla Merkel e a tutti coloro che sono (o si credono) migliori. Tanto induce a una riflessione sulla realistica possibilità di una politica monetaria unica, concepita per evitare le svalutazioni competitive, in un'area geopolitica così variegata dove le marcate differenze fra Paesi in termini di pil, welfare e debito creano sin d'ora distorsioni strutturali della concorrenza. L'asino, checché se ne dica, non è affatto uno stupido e, in un modo o nell'altro, mangerà la biada altrui. E non è detto che sia l'asino più forte. (riproduzione riservata)

Emilio Girino