



COMMISSIONE EUROPEA

Bruxelles, 23.11.2011
COM(2011) 818 definitivo

LIBRO VERDE

sulla fattibilità dell'introduzione di stability bond

LIBRO VERDE

sulla fattibilità dell'introduzione di stability bond

1. MOTIVAZIONI E PRECONDIZIONI PER GLI STABILITY BOND¹

1.1. Premessa

Il presente Libro verde vuole avviare un'ampia consultazione pubblica sul tema degli stability bond (obbligazioni di stabilità), coinvolgendo tutti i portatori di interessi e tutte le parti interessate, ossia gli Stati membri, gli operatori dei mercati finanziari, le associazioni di categoria dei mercati finanziari, gli studiosi, all'interno e al di fuori dell'UE, oltre che il più ampio pubblico, così da consentire alla Commissione europea di individuare il corretto modo di procedere su questo tema.

Il documento analizza la fattibilità dell'emissione congiunta di obbligazioni sovrane (di seguito "emissione congiunta") tra gli Stati membri dell'area dell'euro e le condizioni richieste². L'emissione sovrana nell'area dell'euro è attualmente effettuata dagli Stati membri in modo decentralizzato, e con diverse procedure di emissione. L'introduzione di stability bond con un'emissione congiunta implicherebbe che gli Stati membri accomunino le emissioni sovrane e condividano i relativi flussi di ricavi e i costi di servizio del debito. Verrebbe così modificata in modo importante la struttura del mercato delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro, che rappresenta il più grande segmento del mercato finanziario dell'area dell'euro nel suo complesso (si rimanda all'allegato 1 per maggiori dettagli sui mercati delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro).

L'idea di un'emissione congiunta è stata discussa per la prima volta dagli Stati membri alla fine degli anni '90, quando il gruppo Giovannini (che ha prestato consulenza alla Commissione in merito agli sviluppi dei mercati dei capitali connessi all'euro) ha pubblicato una relazione in cui presentava diverse possibili opzioni per il coordinamento dell'emissione di debito sovrano dell'area euro³. Nel settembre 2008 si è rinnovato l'interesse verso l'emissione congiunta da parte dei soggetti operanti sul mercato, in concomitanza con la pubblicazione da parte dell'European Primary Dealers Association (EPDA) di un documento di lavoro intitolato "A Common European Government Bond"⁴. Questo documento ha confermato che i mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro erano ancora estremamente frammentati a quasi 10 anni dall'introduzione dell'euro, e analizzava i pro e i contro di

¹ Nel dibattito pubblico e in letteratura si utilizza generalmente il termine "euroobbligazioni". La Commissione ritiene che la caratteristica principale di un siffatto strumento sarebbe la rafforzata stabilità finanziaria nell'area dell'euro, pertanto il presente Libro verde utilizza il termine "stability bond", rifacendosi al discorso del presidente Barroso sullo Stato dell'Unione pronunciato il 28 settembre 2011.

² In linea di principio l'emissione congiunta potrebbe estendersi anche a Stati membri non appartenenti all'area dell'euro, introducendo tuttavia un rischio di cambio. Diversi Stati membri non appartenenti all'area dell'euro hanno già gran parte delle proprie obbligazioni denominate in euro, pertanto questo aspetto non dovrebbe rappresentare un ostacolo significativo. Tutti gli Stati membri dell'UE potrebbero essere interessati ad aderire agli stability bond, specialmente se ciò contribuisse a ridurre e rendere certi i loro costi di finanziamento e generasse effetti positivi sull'economia attraverso il mercato interno. Dal punto di vista degli stability bond, maggiore è il numero di Stati membri partecipanti, maggiore è la probabilità di effetti positivi, in particolare grazie alla maggiore liquidità.

³ Gruppo Giovannini: Report on co-ordinated issuance of public debt in the euro area (11/2000). http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf.

⁴ Cfr. A European Primary Dealers Association Report Points to the Viability of a Common European Government Bond, <http://www.sifma.org/news/news.aspx?id=7436>.

un'emissione congiunta. Nel 2009 i servizi della Commissione hanno nuovamente discusso il tema dell'emissione congiunta nella relazione UEM@10.

L'intensificazione della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro ha aperto un dibattito più ampio sulla fattibilità di un'emissione congiunta⁵. Numerosi esponenti politici, analisti di mercato e studiosi hanno avanzato l'idea di un'emissione congiunta quale strumento potenzialmente efficace per far fronte alle ristrettezze di liquidità in diversi Stati membri dell'area dell'euro. Alla luce di queste circostanze il Parlamento europeo ha chiesto alla Commissione di studiare la fattibilità di un'emissione congiunta nel quadro dell'adozione di un pacchetto legislativo sulla governance economica dell'area dell'euro, sottolineando come per l'emissione congiunta di stability bond occorrerebbe avanzare ulteriormente verso una politica economica e di bilancio comune⁶.

Se generalmente l'emissione congiunta è stata considerata come una possibilità a lungo termine, la discussione più recente si è concentrata sui possibili benefici a breve termine, in modo da alleggerire la tensione sul mercato del debito sovrano. L'introduzione degli stability bond non giungerebbe così alla fine di un processo di convergenza economica e di bilancio, ma avverrebbe in parallelo ad una maggiore convergenza e all'introduzione e alla realizzazione del necessario quadro di riferimento per tale convergenza, contribuendo al contempo a promuoverla. Questo approccio in parallelo richiederebbe un avanzamento immediato e decisivo nel processo di integrazione economica, finanziaria e politica all'interno dell'area dell'euro.

Gli stability bond sarebbero diversi dagli attuali strumenti emessi congiuntamente. Gli stability bond sarebbero uno strumento ideato per il finanziamento quotidiano delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro mediante un'emissione congiunta. Da questo punto di vista sono da tenere distinti da altre obbligazioni a emissione congiunta presenti nell'Unione europea e nell'area dell'euro, quale l'emissione per finanziare l'assistenza esterna a Stati membri e paesi terzi⁷. Pertanto, la dimensione dell'emissione di stability bond sarebbe

⁵ Per una panoramica dei contributi analitici al dibattito sugli stability bond si rimanda all'allegato 2.

⁶ La risoluzione del Parlamento europeo del 6 luglio 2011 sulla crisi finanziaria, economica e sociale: raccomandazioni sulle misure e le iniziative da adottare (2010/2242(INI) esprime quanto segue: "...13. chiede alla Commissione di esaminare un futuro sistema di euroobbligazioni, al fine di determinare le condizioni che rendano tale sistema vantaggioso per tutti gli Stati membri che aderiscono all'area dell'euro nel suo complesso; rileva che le euroobbligazioni rappresenterebbero una valida alternativa al mercato obbligazionario in dollari statunitensi e potrebbero favorire l'integrazione del mercato europeo dei debiti sovrani, ridurre gli oneri finanziari, rafforzare la liquidità, la disciplina di bilancio e il rispetto del patto di stabilità e crescita, promuovere riforme strutturali coordinate e contribuire a una maggiore stabilità dei mercati dei capitali, il che promuoverà l'idea dell'euro quale valuta rifugio a livello mondiale; ricorda che, per giungere all'emissione congiunta di euroobbligazioni, occorre avanzare ulteriormente verso una politica economica e di bilancio comune;

14. sottolinea pertanto che, in caso di emissione di euroobbligazioni, tale emissione dovrebbe limitarsi a un rapporto debito/PIL del 60%, avvenire sotto forma di obbligazioni di primo grado, con responsabilità in solido, ed essere legata a incentivi per la riduzione del debito sovrano a tale livello; propone che l'obiettivo sotteso delle euroobbligazioni consista nel ridurre il debito sovrano, evitare il rischio morale e prevenire le speculazioni ai danni dell'euro; rileva che l'accesso a siffatte euroobbligazioni presupporrebbe un accordo su programmi misurabili di riduzione del debito e la loro attuazione;"

⁷ Ad es. le obbligazioni emesse dalla Commissione nel quadro del sostegno alle bilance dei pagamenti/MESF e le obbligazioni emesse dal FESF o le emissioni che finanziano progetti infrastrutturali su larga scala che interessano più paesi (ad es. i project bond che saranno probabilmente emessi dalla Commissione). Le diverse tipologie di emissione congiunta e di altri strumenti analoghi agli stability bond sono analizzate nell'allegato 3.

notevolmente maggiore e più continua di quella delle attuali forme di emissione nazionale o congiunta.

L'emissione di stability bond potrebbe essere centralizzata in un'unica agenzia oppure rimanere decentralizzata a livello nazionale con uno stretto coordinamento tra gli Stati membri. La distribuzione dei flussi di ricavi e dei costi di servizio del debito connessi agli stability bond rispecchierebbe le rispettive quote di emissione degli Stati membri. A seconda dell'approccio all'emissione degli stability bond prescelto, gli Stati membri potrebbero accettare una responsabilità in solido per la totalità o parte dei relativi costi di servizio del debito, con conseguente cumulo del rischio di credito.

Molti degli effetti prodotti dagli stability bond vanno ben oltre il campo puramente tecnico e coinvolgono aspetti inerenti alla sovranità nazionale e al processo di integrazione economica e politica. Tra questi aspetti vi sono un rafforzamento del coordinamento e della governance della politica economica, un maggiore grado di convergenza economica e, in alcune opzioni, l'esigenza di una modifica del trattato. Tanto più è aggregato il rischio di credito tra i paesi sovrani, minore sarà la volatilità di mercato ma anche la disciplina di mercato su ciascun singolo Stato sovrano. La stabilità di bilancio dovrebbe quindi appoggiarsi in misura maggiore sulla disciplina resa possibile dai processi politici. Analogamente, alcune delle precondizioni per la buona riuscita degli stability bond, quali un elevato grado di stabilità politica e la prevedibilità o la portata del sostegno da parte delle autorità monetarie, vanno ben al di là del puro campo tecnico.

Qualunque tipo di stability bond dovrebbe essere accompagnato da una sorveglianza di bilancio e da un coordinamento politico molto più rigorosi, così da evitare il rischio morale e rendere sostenibili le finanze pubbliche e sostenere la competitività e la riduzione di dannosi squilibri macroeconomici.

Vi sarebbero certamente effetti sulla sovranità fiscale, con conseguente necessità di un approfondito dibattito tra gli Stati membri dell'area dell'euro.

Poiché tali aspetti richiedono un esame approfondito, la Commissione ha adottato il presente documento con l'obiettivo di avviare il necessario processo di dibattito politico e di consultazione pubblica sulla fattibilità e sulle precondizioni per l'introduzione degli stability bond.

1.2. Motivazioni

Il dibattito sull'emissione congiunta è notevolmente cambiato dall'introduzione dell'euro. Inizialmente le argomentazioni a favore di un'emissione congiunta riguardavano principalmente i benefici di una migliore efficienza dei mercati ottenuta grazie alla maggiore liquidità nel mercato del debito sovrano nell'area dell'euro e a un più ampio sistema finanziario dell'area dell'euro. Più recentemente, alla luce dell'attuale crisi del debito sovrano, l'attenzione della discussione si è spostata verso gli aspetti di stabilità. Sotto questo profilo, i principali benefici di un'emissione congiunta sarebbero i seguenti:

1.2.1. Gestione della crisi corrente e prevenzione di future crisi dei debiti sovrani

La prospettiva degli stability bond potrebbe potenzialmente alleviare l'attuale crisi dei debiti sovrani, dato che gli Stati membri che pagano alti rendimenti potrebbero godere della migliore affidabilità creditizia degli Stati membri che pagano bassi rendimenti. Anche se l'introduzione degli stability bond richiedesse del tempo (cfr. sezione 2), un accordo preliminare sull'emissione congiunta potrebbe avere un effetto sulle aspettative dei mercati e quindi ridurre i costi medi e marginali di finanziamento di quegli Stati membri che attualmente hanno difficoltà a finanziarsi. Tuttavia affinché tali effetti siano duraturi è

necessario che la tabella di marcia verso le obbligazioni comuni sia accompagnata da concomitanti impegni verso una governance economica più rigorosa, che garantisca l'attuazione delle correzioni di bilancio e strutturali necessarie a garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche.

1.2.2. Rafforzamento della stabilità finanziaria nell'area dell'euro

Gli stability bond renderebbero il sistema finanziario dell'area dell'euro più resistente a future crisi, rafforzando quindi la stabilità finanziaria. Gli stability bond darebbero a tutti gli Stati membri partecipanti un accesso più sicuro al rifinanziamento, evitando l'improvvisa perdita di accesso al mercato a causa dell'ingiustificata avversione al rischio e/o di reazioni di massa da parte degli investitori. Conseguentemente gli stability bond contribuirebbero ad alleviare la volatilità del mercato e a ridurre o eliminare la necessità di costose misure di sostegno e salvataggio per gli Stati membri temporaneamente esclusi dal finanziamento sul mercato. Gli effetti positivi di tali obbligazioni dipendono dalla gestione dei possibili disincentivi alla disciplina di bilancio. Questo aspetto sarà affrontato in maggiore dettaglio alla sezione 1.3 e alla sezione 3.

Il sistema bancario dell'area dell'euro trarrebbe beneficio dalla disponibilità di stability bond. Le banche generalmente possiedono grandi quantità di titoli di Stato, considerandoli investimenti a basso rischio, a bassa volatilità e liquidi. I titoli di Stato servono anche come cuscinetti di liquidità, perché possono essere venduti a prezzi relativamente stabili oppure possono essere utilizzati come garanzia in operazioni di rifinanziamento. Tuttavia le banche sono evidentemente sbilanciate verso il possesso di debito sovrano locale, creando così un collegamento tra il proprio bilancio e quello del relativo paese. Se la posizione di bilancio del paese peggiora in modo considerevole, la qualità delle garanzie disponibili per il sistema bancario nazionale ne risulta inevitabilmente compromessa, esponendo così le banche al rischio di finanziamento sia sul mercato interbancario sia mediante l'accesso alle strutture dell'Eurosistema. Gli stability bond rappresenterebbero una fonte di garanzie più forti per tutte le banche dell'area dell'euro, riducendo la loro vulnerabilità in caso di peggioramento dell'affidabilità creditizia dei singoli Stati membri. Analogamente anche altri investitori istituzionali (quali ad es. imprese di assicurazione e fondi pensione), che tendono a possedere una quota relativamente elevata dei titoli di Stato nazionali, trarrebbero beneficio da attività più omogenee e solide sotto forma di stability bond.

1.2.3. Trasmissione della politica monetaria

Gli stability bond agevolerebbero la trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro. La crisi dei debiti sovrani ha avuto effetti negativi sul canale di trasmissione della politica monetaria, dato che in mercati ad alta volatilità i rendimenti dei titoli di Stato si sono notevolmente differenziati. In alcuni casi estremi il funzionamento stesso dei mercati ne è risultato pregiudicato e la BCE è intervenuta per mezzo del programma per il mercato dei titoli finanziari. Gli stability bond darebbero vita a un insieme più ampio di attività sicure e di liquidità. Ciò contribuirebbe a garantire che le condizioni monetarie stabilite dalla BCE passino senza ostacoli e in modo uniforme attraverso il mercato delle obbligazioni sovrane fino ai costi di finanziamento delle imprese e delle famiglie per giungere infine alla domanda aggregata.

1.2.4. Miglioramento dell'efficienza dei mercati

Gli stability bond promuoverebbero l'efficienza nel mercato delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro e del più ampio sistema finanziario dell'area dell'euro. L'emissione di stability bond darebbe la possibilità di un mercato vasto e altamente liquido, con un unico rendimento di riferimento, in contrasto con l'attuale situazione in cui vi sono diversi

benchmark per i diversi paesi. La liquidità e l'elevata affidabilità creditizia del mercato degli stability bond consentirebbero di avere rendimenti di riferimento più bassi, grazie ai bassi premi per rischio di credito e di liquidità (cfr. riquadro 1). Un unico insieme di rendimenti di riferimento per gli stability bond "esenti da rischio" in tutto il ventaglio di scadenze contribuirebbe a dar vita a un mercato obbligazionario più ampio, stimolando l'emissione da parte di emittenti non sovrani, quali ad es. società, enti territoriali e imprese finanziarie. La disponibilità di un benchmark liquido per l'area dell'euro agevolerebbe inoltre il funzionamento di molti mercati dei derivati denominati in euro. L'introduzione degli stability bond potrebbe essere un ulteriore catalizzatore per l'integrazione del regolamento europeo dei titoli, in parallelo alla prevista introduzione della piattaforma comune europea di regolamento Target2-Securities (T2S) della BCE e un possibile intervento normativo a livello dell'UE. In questi diversi modi l'introduzione degli stability bond potrebbe portare a minori costi di finanziamento per il settore pubblico e il settore privato nell'area dell'euro e quindi sostenere il potenziale di crescita economica a più lungo termine.

Riquadro 1: rendimento atteso degli stability bond, su base empirica

L'introduzione degli stability bond migliorerebbe la liquidità nei mercati del debito sovrano nell'area dell'euro, riducendo così il premio di liquidità che gli investitori addebitano implicitamente per detenere titoli di Stato. Questo riquadro presenta un tentativo di quantificare l'ammontare dei risparmi di costi ottenuti grazie a un minor premio di liquidità. Una seconda componente del rendimento atteso sugli stability bond, ossia il possibile premio per rischio di credito, si è rivelata più problematica. Sia il premio di liquidità sia il premio per rischio di credito di uno stability bond dipenderebbero in modo sostanziale dall'opzione prescelta per l'assetto e la struttura delle garanzie di tali obbligazioni.

Diverse analisi empiriche hanno confrontato il rendimento di obbligazioni ipotetiche a emissione congiunta con il rendimento medio delle obbligazioni attuali. Queste analisi presuppongono che non vi sia un calo del premio di liquidità né un miglioramento del rischio di credito per l'emissione congiunta oltre la media dei rating degli Stati membri. Carstensen (2011) ha stimato che il rendimento delle obbligazioni comuni, se fosse dato semplicemente dalla media ponderata dei tassi di interesse degli Stati membri, sarebbe 2 punti percentuali sopra il Bund tedesco a 10 anni. Un'altra stima (Assmann, Boysen-Hogrefe (2011) ha concluso che il differenziale di rendimento rispetto al Bund tedesco sarebbe compreso tra 0,5 e 0,6 punti percentuali. Il ragionamento sottostante è che le variabili di bilancio sono fattori determinanti per i differenziali di rendimento (spread) tra i titoli di Stato. In termini fiscali, l'area dell'euro nel complesso sarebbe comparabile alla Francia, pertanto il rendimento sulle obbligazioni comuni sarebbe sostanzialmente in linea con quello delle obbligazioni francesi. Un'analisi condotta da J.P Morgan (2011) con un metodo simile ha portato a un intervallo analogo, compreso tra 0,5 e 0,6 punti percentuali. Un'ulteriore analisi su questa falsariga da parte della banca francese NATIXIS (2011) suggerisce che le obbligazioni comuni potrebbero avere un prezzo pari a 20 punti base superiore rispetto alle obbligazioni attualmente a tripla A. Favero e Missale (2010) ritengono che i rendimenti statunitensi, rettificati per tener conto del premio per il rischio di cambio, costituiscano un buon benchmark per i rendimenti sulle obbligazioni comuni, perché tali obbligazioni punterebbero a rendere il mercato obbligazionario dell'area dell'euro simile al mercato statunitense in termini di rischio di credito e di liquidità. Rilevano che negli anni precedenti alla crisi finanziaria il rendimento dei titoli di Stato tedeschi rispetto a quelli statunitensi era maggiore di circa 40 punti base, che rappresenterebbe quindi il guadagno di liquidità ottenuto dall'emissione di obbligazioni comuni in condizioni uguali a quelle delle obbligazioni statunitensi.

Per poter dare una stima dei benefici ottenibili sul fronte del premio di liquidità, la Commissione ha effettuato un'analisi statistica di ciascuna emissione di titoli di Stato nell'area dell'euro successiva al 1999. La dimensione dell'emissione è stata utilizzata come approssimazione (essendo l'indicatore più ampiamente disponibile, benché possa sottostimare il possibile guadagno in termini di premio di liquidità) della liquidità dell'emissione obbligazionaria, mentre il coefficiente di regressione determina

i guadagni conseguibili dall'emissione di obbligazioni in volumi maggiori⁸. Un primo modello è stato stimato utilizzando dati riguardanti gli Stati membri dell'area dell'euro con rating AAA (indicati come "AAA" nella tabella), mentre un secondo modello è stato stimato utilizzando dati su tutti gli Stati membri dell'area dell'euro disponibili (indicati come "AA"). Il secondo modello controlla anche il rating di ciascuna emissione. Emerge che tutti i coefficienti sono significativi a livelli convenzionali e che la stima spiega il 70%-80% della variazione.

Tabella: stime secondo il modello e variazione prevista dei rendimenti grazie al minore premio di liquidità

	<i>Media storica 1999-2011</i>			<i>Condizioni storiche 2011</i>		
	DE	AAA	AA	DE	AAA	AA
Rendimento (%) – secondo il modello	3,68	3,63	3,87	1,92	2,43	2,63
Variazione del rendimento grazie a dimensioni analoghe a quelle degli Stati Uniti	-0,07	-0,09	-0,17	-0,07	-0,17	-0,17

Per ottenere il guadagno sul premio di liquidità, sono stati utilizzati i coefficienti tratti dalla stima secondo il modello per simulare la possibile riduzione dei rendimenti delle obbligazioni emesse in dimensioni medie simili a quelle degli Stati Uniti, invece che nei volumi di emissione medi dell'area dell'euro. La dimensione di emissione degli Stati Uniti serve quindi da approssimazione per la possibile liquidità del mercato degli stability bond. In un primo insieme di calcoli, il beneficio per la liquidità è stato calcolato dalla media dei rendimenti storici "del portafoglio" dal 1999. A titolo di confronto sono stati effettuati gli stessi calcoli ipotizzando le condizioni di mercato dell'estate 2011.

La seconda riga della tabella indica che il guadagno di rendimento ottenuto grazie ai maggiori volumi di emissione sarebbe compreso tra 10 e 20 punti base per l'area dell'euro, a seconda del rating ottenuto, in modo abbastanza indipendente dall'utilizzo dei dati storici piuttosto che delle condizioni di mercato recenti. Il corrispondente guadagno in termini di rendimento per la Germania sarebbe di circa 7 punti base. Le simulazioni dimostrano che il guadagno atteso per quanto riguarda il premio di liquidità è abbastanza limitato e diminuisce per gli Stati membri che già beneficiano dei rating più alti.

Se da una parte è ovvio che gli Stati membri che attualmente hanno obbligazioni ad alto rendimento trarrebbero giovamento dall'aggregazione del rischio di credito e dalla migliore liquidità delle obbligazioni comuni, gli attuali Stati membri con rendimenti bassi potrebbero trovarsi di fronte a rendimenti più elevati in assenza di un miglioramento del rischio di credito degli attuali emittenti ad alto rendimento. In linea di principio mediante pagamenti collaterali compensativi si potrebbe redistribuire i guadagni ottenuti sul premio di liquidità, ma in assenza di una migliore governance la qualità creditizia complessiva del debito dell'area dell'euro potrebbe peggiorare a causa di una più debole disciplina di mercato, portando gli attuali Stati membri a basso rendimento a dover far fronte a maggiori costi di finanziamento.

1.2.5. Rafforzamento del ruolo dell'euro nel sistema finanziario globale

Gli stability bond agevolerebbero gli investimenti di portafoglio in euro e promuoverebbero un sistema finanziario mondiale più equilibrato. Il mercato dei titoli di Stato negli Stati Uniti e il mercato complessivo delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro sono confrontabili in termini di dimensioni, ma la frammentazione delle emissioni denominate in euro ha come conseguenza una disponibilità di gran lunga maggiore di obbligazioni sovrane statunitensi rispetto a qualunque singolo emittente nazionale nell'area dell'euro. In media dal 1999 la dimensione delle emissioni dei titoli di Stato americani a

⁸ Le dimensioni delle emissioni, così come registrate in Dealogic, sono state corrette per comprendere la dimensione di emissioni adiacenti con analoga data di scadenza e regolamento. Per correggere le differenze nelle condizioni di mercato dovute al fattore temporale, sono state introdotte variabili di controllo per il livello del tasso di interesse (tasso swap a 2 anni) e per la durata della struttura (la differenza tra i tassi swap a 10 e a 2 anni) prevalenti al momento di ciascuna emissione.

10 anni è stata pari quasi al doppio delle dimensioni di emissione del Bund e con una proporzione ancora maggiore rispetto alle obbligazioni emesse da qualunque altro Stato membro dell'UE. Secondo i dati disponibili anche i volumi di scambi nel mercato a pronti delle obbligazioni sovrane statunitensi sono un multiplo dei corrispondenti volumi nell'area dell'euro, dove la liquidità è migrata verso il segmento dei derivati. L'elevata liquidità è uno dei fattori che contribuisce all'importante e privilegiato ruolo delle obbligazioni sovrane statunitensi nel sistema finanziario mondiale (sostenuto dal dollaro USA come unica valuta di riserva a livello internazionale), attraendo così gli investitori istituzionali. Pertanto i maggiori volumi di emissione e i mercati secondari più liquidi prodotti dall'emissione di stability bond rafforzerebbero la posizione dell'euro quale valuta di riserva a livello internazionale.

1.3. Precondizioni

Se da un lato gli stability bond porterebbero importanti benefici in termini di stabilità finanziaria ed efficienza economica, dall'altro lato sarebbe fondamentale affrontare i possibili effetti negativi. A tal fine occorre soddisfare importanti precondizioni di natura economica, giuridica e tecnica. Si analizzano di seguito tali precondizioni, che potrebbero richiedere modifiche dei trattati e importanti correzioni all'attuale assetto istituzionale dell'UEM e dell'Unione europea.

1.3.1. Limitazione del rischio morale

È necessario che gli stability bond non portino a una riduzione della disciplina di bilancio tra gli Stati membri dell'area dell'euro. Un importante aspetto che ha caratterizzato il periodo successivo all'introduzione dell'euro è stata la difformità nella disciplina di mercato delle politiche di bilancio tra gli Stati membri partecipanti. A posteriori l'elevato livello di convergenza nei rendimenti delle obbligazioni nell'area dell'euro nel primo decennio di esistenza dell'euro non è stato motivato dai risultati di bilancio degli Stati membri. La correzione dopo il 2009 è stata brusca, e probabilmente anche eccessiva. Nonostante questa difformità, l'esperienza più recente conferma che i mercati possono disciplinare le politiche di bilancio nazionali nell'area dell'euro. Con una qualche forma di stability bond, tale disciplina si ridurrebbe o sparirebbe del tutto, dato che gli Stati membri dell'area dell'euro aggregerebbero il rischio di credito per la totalità o per una parte del proprio debito pubblico, con conseguente possibilità di rischio morale. Il rischio morale intrinseco nell'emissione congiunta deriva dal fatto che il rischio di credito derivante dall'assenza individuale di disciplina di bilancio sarebbe condiviso tra tutti i partecipanti.

Poiché l'emissione di stability bond potrebbe indebolire la disciplina di mercato, sarebbero necessari importanti cambiamenti nel quadro di riferimento per la governance economica nell'area dell'euro. Sarebbero giustificate forme di salvaguardia addizionali al fine di garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche. Tali salvaguardie dovrebbero riguardare non solo la disciplina di bilancio ma anche la competitività economica (cfr. sezione 3). Anche se con l'adozione del nuovo pacchetto di governance economica si è già previsto un sistema di notevoli salvaguardie da rafforzare ulteriormente per mezzo di nuovi regolamenti basati sull'articolo 136⁹, è possibile che gli stability bond costringano ad andare oltre, in particolare in caso di aggregamento del rischio di credito. Se gli stability bond fossero considerati un mezzo per aggirare la disciplina di mercato, la loro accettabilità per gli Stati membri e gli investitori sarebbe messa in dubbio.

⁹ Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sulle disposizioni comuni per il monitoraggio e la valutazione dei documenti programmatici di bilancio e per la correzione dei disavanzi eccessivi negli Stati membri della zona euro.

Per quanto una politica di bilancio prudente in periodi favorevoli ed una rapida correzione di qualsiasi deviazione siano il fondamento di una politica responsabile e orientata alla stabilità, l'esperienza ha dimostrato che ampi squilibri macroeconomici, comprese le perdite di competitività, possono avere un effetto molto negativo sulle finanze pubbliche. Pertanto, il maggiore coordinamento delle politiche richiesto dall'introduzione degli *stability bond* deve riguardare anche la prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici.

*Elevata affidabilità creditizia e beneficio per tutti gli Stati membri dagli *stability bond**

È necessario che gli *stability bond* abbiano un'elevata qualità creditizia per poter essere accettati dagli investitori. Gli *stability bond* dovrebbero essere ideati ed emessi in modo tale che gli investitori li considerino un investimento estremamente sicuro. Pertanto l'accettazione e il successo degli *stability bond* sarebbero tanto maggiori quanto più elevato il rating. Un rating inferiore avrebbe conseguenze negative sui prezzi (rendimento maggiore) e sulla propensione degli investitori ad assorbire quantità sufficientemente elevate dell'emissione. Ciò si verificherebbe se l'emissione nazionale a tripla A degli Stati membri continuasse a coesistere, e quindi a fare concorrenza agli *stability bond*. Un'elevata qualità del credito sarebbe inoltre necessaria per consolidare gli *stability bond* quale riferimento internazionale e per sostenere lo sviluppo e il funzionamento efficiente dei mercati dei future e delle opzioni collegati.¹⁰ In questo contesto la strutturazione degli *stability bond* dovrebbe essere sufficientemente trasparente da consentire agli investitori di valutare le sottostanti garanzie. In caso contrario vi è il rischio che gli investitori siano scettici sul nuovo strumento e che i rendimenti siano notevolmente superiori rispetto agli attuali rendimenti per gli Stati membri a rating più elevato.

Il conseguimento di un'elevata qualità del credito sarà inoltre importante per garantire l'accettazione degli *stability bond* da parte di tutti gli Stati membri dell'area dell'euro.

Un aspetto fondamentale è rappresentato dalla modalità di ripartizione dei rischi e dei guadagni tra gli Stati membri. In alcune forme gli *stability bond* comporterebbero che gli Stati membri con merito creditizio attualmente sotto la media potrebbero ottenere costi di finanziamento minori, mentre gli Stati membri che attualmente godono di un rating elevato potrebbero addirittura subire perdite nette, se l'effetto dell'aggregazione del rischio non è compensato dagli effetti positivi della liquidità. Pertanto, affinché gli *stability bond* abbiano il sostegno degli Stati membri che attualmente hanno un rating AAA, è necessario garantire una corrispondente affidabilità creditizia per il nuovo strumento, evitando che i costi di finanziamento del loro debito crescano. Come già affermato, ancora una volta ciò dipende da una riduzione efficace del rischio morale. L'accettabilità degli *stability bond* potrebbe inoltre essere garantita da un meccanismo di redistribuzione di parte dei vantaggi ottenuti sul fronte del finanziamento tra gli Stati membri a rating più elevato e quelli a rating inferiore (cfr. riquadro 2).

Il rating creditizio degli *stability bond* dipenderebbe in primo luogo dall'affidabilità creditizia degli Stati membri partecipanti e dalla sottostante struttura delle garanzie¹¹.

– Con le *garanzie proporzionali* ciascuno Stato membro garante sarebbe responsabile della propria quota di passività riguardante gli *stability bond*, in funzione di uno specifico

¹⁰ L'esperienza sul rating delle obbligazioni del FESF mostra come sia stato ottenuto un rating dell'obbligazione superiore alle garanzie medie prestate dagli Stati membri partecipanti grazie a diversi strumenti quali cuscinetti di liquidità, capitale ad assorbimento delle perdite e garanzie eccedenti le dimensioni dell'emissione. Anche se questi elementi sono stati complessi da gestire nel caso del FESF, si possono rivelare utili per migliorare il rating degli *stability bond*.

¹¹ In questa sezione le espressioni *garanzia proporzionale* e *garanzia in solido* sono utilizzate in un'accezione economica, non necessariamente corrispondente alla definizione giuridica.

rapporto di contribuzione¹². Ipotizzando che gli Stati membri continuino a ottenere rating specifici, l'abbassamento del rating di un grande Stato membro molto probabilmente comporterebbe un corrispondente abbassamento del rating dello stability bond, pur senza avere necessariamente ripercussioni sul rating degli altri Stati membri. Alle condizioni attuali, con soli sei Stati membri dell'area dell'euro con rating AAA, uno stability bond con questa garanzia molto probabilmente non riceverebbe un rating AAA e potrebbe addirittura ricevere un rating equivalente a quello degli Stati membri con rating più basso, salvo in presenza di un supporto del credito.

- Con *garanzie proporzionali rafforzate da privilegi e garanzie collaterali*, ciascuno Stato membro garante rimarrebbe responsabile per la propria quota di emissione di stability bond. Tuttavia, al fine di garantire che gli stability bond siano sempre rimborsati, anche in caso di default, gli Stati membri potrebbero prendere in considerazione diversi elementi di protezione del credito. In primo luogo all'emissione di stability bond potrebbe essere assegnato uno status privilegiato. In secondo luogo gli stability bond potrebbero essere in parte assistiti da garanzie collaterali (ad es. mediante liquidità, riserve auree, quote di imprese quotate, ecc.). In terzo luogo potrebbe essere possibile destinare specifici flussi di ricavi alla copertura dei costi di servizio del debito relativi agli stability bond. Gli stability bond otterrebbero così un rating di tripla A, anche se i rating delle singole obbligazioni nazionali degli Stati membri con merito di credito inferiore potrebbero invece subire un relativo peggioramento.
- Con *garanzie in solido* ciascuno Stato membro risponderebbe non solo della propria quota di stability bond emessi ma anche della quota di qualunque altro Stato membro che non adempia ai propri obblighi¹³. Anche con questa struttura di garanzia, non può essere del tutto escluso che il rating degli stability bond ne risenta nell'eventualità in cui un numero ristretto di Stati membri con rating AAA siano chiamati a garantire grandissimi debiti di altri Stati membri con rating inferiore. Sussiste inoltre il rischio, in una situazione estrema, di un abbassamento dei rating a cascata, ad es. nel caso in cui il declassamento di un grande Stato membro con rating AAA possa comportare un abbassamento del rating degli stability bond, che a sua volta potrebbe influire negativamente sui rating creditizi degli altri Stati membri partecipanti. Pertanto sarebbero necessarie adeguate forme di salvaguardia per garantire la disciplina di bilancio tra gli Stati membri partecipanti per mezzo di un forte quadro di governance economica (e possibilmente con la più elevata priorità degli stability bond rispetto alle obbligazioni nazionali, nel caso in cui queste continuino ad esistere).

Riquadro 2: possibile redistribuzione tra gli Stati membri dei benefici sul finanziamento

Il pericolo di rischio morale connesso all'emissione di stability bond con garanzie solidali può essere risolto con un meccanismo di redistribuzione tra gli Stati membri a rating più alto e più basso di alcuni dei benefici di finanziamento ottenuti grazie all'emissione di stability bond. Questo meccanismo potrebbe trasformare l'emissione di stability bond in una proposta a somma positiva per tutti gli Stati membri dell'area dell'euro. Un esempio con due soli Stati membri può illustrare la situazione.

Il debito pubblico di entrambi gli Stati membri ammonta a circa 2 miliardi di EUR, ma lo Stato membro A paga un rendimento del 2%, mentre lo Stato membro B paga un rendimento sull'emissione nazionale a 5 anni del 5%. L'emissione di stability bond finanzierebbe completamente entrambi gli Stati membri, con una scadenza a 5 anni e un tasso di interesse

¹² Ad esempio in proporzione sul bilancio dell'UE o sul capitale della BCE.

¹³ Tuttavia in queste circostanze ciascuno Stato membro avrebbe un credito nei confronti dello Stato membro inadempiente.

del 2%. La distribuzione dell'emissione di stability bond sarebbe al 50% per ciascuno Stato membro.

Parte del beneficio di finanziamento che lo Stato membro B riceverebbe dall'emissione di stability bond potrebbe essere redistribuito allo Stato membro A. Ad esempio uno sconto di 100 punti base per lo Stato membro A potrebbe essere finanziato con un premio di 300 punti base per lo Stato membro B. Quindi lo stability bond potrebbe finanziare lo Stato membro A a un tasso dell'1% e lo Stato membro B a un tasso del 3%. Entrambi gli Stati membri avrebbero costi di finanziamento inferiori rispetto all'emissione nazionale.

Ovviamente il meccanismo di distribuzione interna dei vantaggi ottenuti grazie all'emissione di stability bond dovrebbe essere formulato, ma sarebbe collegato ai relativi risultati di bilancio nel contesto del quadro di governance economica dell'area dell'euro.

1.3.2. Coerenza con il trattato UE

La coerenza con il trattato UE sarebbe essenziale per garantire il successo degli stability bond. In primo luogo gli stability bond non possono violare il divieto di "salvataggio finanziario" di Stati membri previsto dal trattato. La compatibilità degli stability bond con l'attuale quadro del trattato dipende dalla specifica forma adottata. Alcune opzioni potrebbero richiedere modifiche alle corrispondenti disposizioni del trattato. L'articolo 125 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) vieta agli Stati membri di farsi carico degli impegni di un altro Stato membro.

L'emissione di stability bond con garanzie in solido porterebbe a priori a una situazione di violazione del divieto di salvataggio finanziario. In questa situazione uno Stato membro sarebbe infatti chiamato a rispondere indipendentemente dal proprio fattore di contribuzione "ordinario" nell'eventualità in cui un altro Stato membro non sia in grado di onorare i propri impegni finanziari. In questo caso sarebbe necessaria una modifica al trattato. Questa modifica potrebbe essere apportata seguendo una procedura semplificata nell'eventualità in cui fosse istituito un ufficio di gestione del debito comune per l'area dell'euro all'interno di un quadro di riferimento intergovernativo, ma molto probabilmente richiederebbe il ricorso alla procedura ordinaria se fosse inserita direttamente nel diritto dell'UE, dato che comporterebbe un ampliamento delle competenze dell'UE. Salvo nell'eventualità in cui si definisca una base giuridica nel trattato, un approccio basato sul diritto dell'UE imporrebbe probabilmente l'applicazione dell'articolo 352 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, il quale impone un voto unanime del Consiglio e il consenso del Parlamento europeo. L'emissione di stability bond e il più stretto coordinamento economico e di bilancio necessario per garantirne la buona riuscita imporrebbero molto probabilmente anche importanti cambiamenti alle leggi nazionali in diversi Stati membri¹⁴.

L'emissione di stability bond con garanzie proporzionali sarebbe possibile nel quadro delle attuali disposizioni del trattato. Ad esempio l'aumento importante dei volumi di prestito autorizzati del meccanismo europeo di stabilità (MES) e la modifica delle condizioni di prestito con l'obiettivo di consentire al MES di prestare le somme a sua volta prese a prestito sui mercati a tutti gli Stati membri dell'area dell'euro potrebbero essere interpretati in modo compatibile con l'articolo 125 TFUE, a condizione che rimanga immutata la natura

¹⁴ Ad esempio la sentenza della Corte costituzionale tedesca del 7 settembre 2011 vieta all'organo legislativo tedesco di costituire un meccanismo permanente "che potrebbe comportare l'assunzione di impegni per le decisioni volontarie di altri Stati membri, in particolare se presentano conseguenze i cui effetti sono difficili da calcolare". Impone inoltre che anche in un sistema di governance intergovernativa il Parlamento mantenga il controllo delle decisioni fondamentali sulla politica di bilancio.

proporzionale del fattore di contribuzione connesso al meccanismo europeo di stabilità. Lo stesso ragionamento vale per emissioni di un ipotetico ufficio comune di gestione del debito, i cui impegni rimarrebbero limitati a una stretta proporzionalità.

Vi sarebbe anche la necessità di modificare il trattato nel caso in cui sia previsto un quadro di governance economica dell'area dell'euro più invasivo. A seconda delle specifiche caratteristiche degli stability bond, la governance di bilancio ed economica e la sorveglianza sugli Stati membri partecipanti dovrebbero essere rafforzate, in modo da evitare l'insorgere del rischio morale. Inoltre ulteriori modifiche qualitative alla governance oltre a quelle proposte nel pacchetto del 23 novembre probabilmente comporterebbero la necessità di modificare il trattato. La sezione 3 esamina in dettaglio queste opzioni di governance di bilancio rafforzata.

2. OPZIONI PER L'EMISSIONE DI STABILITY BOND

Sono state proposte molte possibili opzioni per l'emissione di stability bond, in particolare dopo l'insorgere della crisi del debito sovrano dell'area dell'euro. Queste opzioni possono tuttavia essere ripartite a grandi linee in tre categorie, sulla base del grado di sostituzione all'emissione nazionale (totale o parziale) e della natura della sottostante garanzia (solidale o proporzionale). Le tre grandi categorie sono¹⁵:

- (1) totale sostituzione dell'emissione nazionale con gli stability bond, con garanzie in solido;
- (2) parziale sostituzione dell'emissione nazionale con gli stability bond, con garanzie in solido;
- (3) parziale sostituzione dell'emissione nazionale con gli stability bond, con garanzie proporzionali;

In questa sezione si esamina ciascuno di questi tre approcci in termini di vantaggi e delle precondizioni delineate nella sezione 1.

2.1. Approccio n. 1: totale sostituzione dell'emissione nazionale con gli stability bond, con garanzie in solido

Con questo approccio il finanziamento degli Stati dell'area dell'euro sarebbe totalmente coperto dall'emissione di stability bond, mettendo fine alle emissioni nazionali. Se da una parte gli Stati membri potrebbero emettere stability bond in modo decentralizzato seguendo una procedura coordinata, un accordo più efficiente richiederebbe la creazione di un'unica agenzia per il debito dell'area dell'euro¹⁶. Tale agenzia centralizzata emetterebbe gli stability bond nel mercato e distribuirebbe quanto raccolto agli Stati membri sulla base del rispettivo fabbisogno finanziario. Analogamente l'agenzia pagherebbe i costi connessi agli stability bond incassando i pagamenti di interessi e quota capitale dagli Stati membri. Gli stability bond sarebbero emessi con garanzie solidali concesse da tutti gli Stati membri dell'area dell'euro, con aggregazione del rischio di credito. Data la natura solidale delle garanzie, il rating dei maggiori Stati membri dell'area dell'euro molto probabilmente risulterebbe prevalere nella definizione del rating degli stability bond, suggerendo che uno stability bond

¹⁵ Anche un quarto approccio con sostituzione totale degli stability bond e garanzia proporzionale sarebbe possibile; non è tuttavia preso in considerazione perché non avrebbe effetti significativamente diversi dagli attuali accordi di emissione. Inoltre è possibile pensare a casi ibridi, ad esempio garanzie proporzionali sul debito abbinate a una garanzia solidale limitata a copertura delle carenze di liquidità a breve termine.

¹⁶ Si rimanda alla sezione 4 per un esame dei vantaggi e degli svantaggi dell'emissione centralizzata e decentralizzata.

emesso oggi potrebbe avere un elevato rating creditizio. Ciononostante è necessaria un'analisi più approfondita della struttura delle controgaranzie incluse negli stability bond e delle implicazioni per il rating e per i rendimenti.

Questo approccio sarebbe quello più efficace in termini di benefici dell'emissione di stability bond. La totale sostituzione delle emissioni nazionali con stability bond garantirebbe il completo rifinanziamento per tutti gli Stati membri indipendentemente dalla condizione delle rispettive finanze pubbliche nazionali. In questo modo le gravi limitazioni di liquidità vissute oggi da alcuni Stati membri potrebbero essere risolte, evitando in futuro il loro ripetersi. Questo approccio darebbe inoltre vita a un grandissimo mercato omogeneo per gli stability bond, con importanti benefici in termini di liquidità e di riduzione dei premi per rischio di liquidità. I nuovi stability bond costituirebbero un'obbligazione di riferimento comune per l'area dell'euro e offrirebbero un quadro di riferimento più efficiente per la valutazione del rischio in tutto il sistema finanziario dell'area dell'euro. Fornendo una garanzia statale di elevata qualità per gli istituti finanziari in tutti gli Stati membri, amplificherebbe i benefici di un'emissione congiunta migliorando la resistenza del sistema finanziario dell'area dell'euro e migliorando la trasmissione della politica monetaria. Con questo approccio gli stability bond metterebbero a disposizione del sistema finanziario mondiale un secondo mercato rifugio di dimensioni e liquidità comparabili al mercato dei titoli di Stato statunitensi, promuovendo con notevole efficacia il ruolo internazionale dell'euro.

Allo stesso tempo questo approccio comporterebbe il più elevato pericolo di rischio morale. Alcuni Stati membri potrebbero in effetti approfittare della disciplina di altri Stati membri senza conseguenze per i propri costi di finanziamento. Pertanto questo approccio dovrebbe essere accompagnato da un quadro di riferimento molto solido per garantire la disciplina di bilancio e la competitività economica nonché la riduzione degli squilibri macroeconomici a livello nazionale. Questo quadro necessiterebbe di un importante avanzamento nell'integrazione economica, finanziaria e politica rispetto alla situazione attuale. Senza un siffatto quadro è improbabile che questo approccio ambizioso all'emissione di stability bond possa portare a un risultato accettabile per gli Stati membri e gli investitori. Date le garanzie in solido per gli stability bond e la solidità richiesta al sottostante quadro di riferimento per la disciplina di bilancio e la competitività economica, quasi certamente questo approccio all'emissione degli stability bond richiederebbe una modifica dei trattati.

Con questo approccio sarebbe necessario definire il perimetro del debito pubblico emesso mediante gli stability bond. In diversi Stati membri le obbligazioni non sono emesse solo dai governi centrali ma anche dalle amministrazioni regionali o comunali¹⁷. In linea di principio si potrebbe optare per includere anche le emissioni a livello locale. L'ovvio vantaggio sarebbe quello che i potenziali benefici in termini di stabilità del mercato, liquidità e integrazione sarebbero estesi. Sarebbe inoltre coerente con l'approccio dell'UE alla sorveglianza di bilancio, che copre il debito e il deficit dell'intera amministrazione pubblica. D'altra parte l'aggregazione delle emissioni dei soli governi centrali potrebbe portare a un'organizzazione più trasparente e sicura. I dati dei governi centrali generalmente sono di più agevole accesso, cosa non sempre vera per le autorità locali. Inoltre l'emissione coprirebbe solo i deficit interamente controllati dai governi centrali. Da un punto di vista puramente di mercato, questi stability bond sostituirebbero solo le obbligazioni dei governi centrali già ben note, facilitando così la valutazione e la stima dei nuovi stability bond¹⁸.

¹⁷ È il caso in particolare della Germania e in misura minore della Spagna e della Francia.

¹⁸ Questa copertura stretta degli stability bond comporterebbe per gli Stati membri un impegno a non emettere proprie obbligazioni nazionali o altre obbligazioni sovrane, comprendendo i soggetti subfederali se inclusi nel sistema di emissione congiunta.

Il processo di introduzione secondo questo approccio potrebbe essere organizzato in modi diversi a seconda della rapidità di introduzione desiderata. Con un'introduzione accelerata le nuove emissioni sarebbero totalmente sotto forma di stability bond e i titoli di Stato in circolazione potrebbero essere convertiti in nuovi stability bond, ossia sotto forma di scambio di un certo quantitativo di titoli di Stato nazionali con nuovi stability bond. Il principale vantaggio di questa opzione sarebbe la creazione pressoché immediata di un mercato liquido con una curva dei rendimenti di riferimento completa. Il riacquisto di vecchie obbligazioni potrebbe inoltre alleviare gli attuali acuti problemi di finanziamento degli Stati membri con elevato debito ed elevati tassi di interesse. Tuttavia questa operazione potrebbe essere complicata e richiederebbe un'attenta calibrazione del tasso di conversione al fine di ridurre al minimo le perturbazioni del mercato. Un'alternativa sarebbe un programma più graduale, ossia una nuova emissione lorda totale, o anche solo parziale, di stability bond per ciascuno Stato membro, mantenendo in circolazione sul mercato secondario i titoli di Stato dell'area dell'euro esistenti. In questo modo il mercato si abituerebbe gradualmente al nuovo strumento e svilupperebbe strumenti analitici e di valutazione, con minore rischio di perturbazioni del mercato. In questa variante però la creazione di un mercato completo degli stability bond richiederebbe diversi anni (a seconda delle scadenze delle obbligazioni in circolazione), ritardando i possibili benefici. Per quanto riguarda le vecchie obbligazioni in circolazione, questo segmento andrebbe gradualmente scemando, essendo sostituito dagli stability bond e da titoli di Stato nazionali di nuova emissione. Quindi la liquidità complessiva di questo segmento si ridurrebbe nel tempo, con possibilità che aumenti gradualmente il premio di liquidità sulle vecchie obbligazioni.

Alla luce dell'esigenza di modificare il trattato, la realizzazione di questo approccio richiederebbe tempi considerevoli.

2.2. Approccio n. 2: parziale sostituzione dell'emissione nazionale con gli stability bond, con garanzie in solido

Con questo approccio l'emissione di stability bond sarebbe sostenuta da garanzie in solido, ma sostituirebbe solo una parte limitata delle emissioni nazionali. La parte di emissioni non compresa negli stability bond rimarrebbe coperta dalle rispettive garanzie nazionali. Questo approccio all'emissione congiunta è noto come "approccio blu-rosso"¹⁹. Pertanto il mercato dei titoli di Stato dell'area dell'euro sarebbe composto da due parti distinte:

- *stability bond* (o "obbligazioni blu"): l'emissione di stability bond avverrebbe solo fino al raggiungimento di limiti predeterminati e quindi non coprirebbe necessariamente l'intero fabbisogno di finanziamento di tutti gli Stati membri. Queste obbligazioni godrebbero della garanzia in solido e comporterebbero un tasso di rifinanziamento uniforme per tutti gli Stati membri²⁰;
- *titoli di Stato nazionali* ("obbligazioni rosse"): la rimanenza delle emissioni necessarie per finanziare i bilanci degli Stati membri sarebbe emessa a livello nazionale con garanzie nazionali. Pertanto le obbligazioni nazionali sarebbero di fatto almeno subordinate rispetto agli stability bond in virtù della copertura di questi ultimi con le garanzie in solido²¹. La

¹⁹ Cfr. Delpa, J. e von Weizsäcker, J. (2010). Hanno proposto un tetto al debito pari al 60% del PIL, giustificato dai parametri di Maastricht.

²⁰ Come nell'approccio n. 1 l'emissione di stability bond potrebbe avvenire in modalità decentralizzata ma sarebbe probabilmente gestita in modo più efficace mediante un'agenzia centrale di gestione del debito.

²¹ Questo status subordinato delle obbligazioni nazionali è possibile solo per le obbligazioni nazionali di nuova emissione, ossia per le obbligazioni nazionali emesse dopo l'introduzione degli stability bond. Al contrario le "vecchie" obbligazioni nazionali dovrebbero avere lo stesso status degli stability bond, perché una variazione del loro status comporterebbe tecnicamente un inadempimento.

portata dell'emissione nazionale da parte di ciascuno Stato membro dipenderebbe dall'ammontare concordato dell'emissione congiunta di stability bond e dal fabbisogno complessivo di rifinanziamento. A seconda della dimensione di tali mercati residuali dei titoli di Stato e delle emissioni nazionali e della qualità del credito del paese, i titoli di Stato nazionali avrebbero caratteristiche di liquidità e di credito specifiche per paese e pertanto rendimenti di mercato diversi, anche perché la maggior parte del rischio di credito sovrano sarebbe concentrata sui titoli di Stato nazionali, amplificando il rischio di credito²². Le intensificate pressioni dei mercati sull'emissione nazionale garantirebbero la disciplina di mercato.

Un aspetto importante in questo approccio sarebbe costituito dagli specifici criteri per definire la rispettiva quota degli stability bond e dell'emissione nazionale. Le principali opzioni sarebbero le seguenti:

- *Un sistema semplice basato su regole:* ad esempio ciascuno Stato membro potrebbe avere diritto a un ammontare di stability bond pari a una specifica percentuale del proprio PIL, eventualmente il 60% previsto dai parametri del trattato. Un aspetto importante da considerare è la misura della concentrazione del rischio sulla quota nazionale (junior), la quale dipende dalla dimensione dell'emissione congiunta (tanto maggiore la quota di emissione di stability bond, tanto più il rischio è concentrato sulla residua emissione nazionale). Per evitare un rischio di credito eccessivo sull'emissione nazionale, generando al contempo i benefici in termini di liquidità ottenuti grazie all'emissione congiunta, potrebbe essere opportuno definire un tetto a un livello più prudente.
- *Un sistema più flessibile collegato al rispetto delle politiche:* l'ammontare massimo di emissione di stability bond di uno Stato membro potrebbe essere definito come indicato in precedenza, ma con il tetto in un dato momento subordinato al rispetto da parte dello Stato membro delle regole e delle raccomandazioni previste dal quadro di governance dell'area dell'euro. La non conformità potrebbe essere sanzionata con un abbassamento (eventualmente automatico) del rispettivo tetto di debito sotto forma di stability bond per lo Stato membro interessato (cfr. anche la sezione 3). Questo sistema servirebbe anche da stabilizzatore quasi automatico della qualità del credito degli stability bond, riducendo la rispettiva quota degli Stati membri con parametri peggiori.

La credibilità del tetto per l'emissione di stability bond costituirebbe un aspetto fondamentale. Una volta esaurita l'assegnazione di obbligazioni blu, i costi di finanziamento per lo Stato membro potrebbero aumentare notevolmente, con conseguenti pressioni politiche per aumentare il tetto. In assenza di valide forme di salvaguardia contro queste pressioni, la previsione di un tetto "labile" potrebbe annullare in gran parte la spinta alla disciplina dell'approccio blu-rosso. Pertanto, indipendentemente dai criteri definiti per stabilire il tetto per l'emissione di stability bond, sarebbe essenziale che questo tetto sia mantenuto e non modificato arbitrariamente, ad es. a seguito di pressioni politiche.

Questo approccio all'emissione di stability bond è meno ambizioso rispetto all'emissione totale illustrata in precedenza e porta minori benefici di natura economica e finanziaria. Grazie alla maggiore priorità rispetto alle obbligazioni nazionali e alla struttura delle garanzie, gli stability bond avrebbero un rischio di credito molto limitato, con conseguenti rating elevati (ossia AAA). Il rendimento sugli stability bond sarebbe quindi comparabile ai rendimenti sugli attuali titoli di Stato con rating AAA dell'area dell'euro. Vi sarebbero quindi conseguenti

²² Delpla e von Weizsäcker sostengono che a causa dell'elevato rischio di default le obbligazioni rosse dovrebbero essere tenute in buona parte fuori dal sistema bancario, diventando non idonee per le operazioni di rifinanziamento presso la BCE e soggette a gravosi requisiti patrimoniali all'interno del sistema bancario.

benefici in termini di stabilità finanziaria dell'area dell'euro, trasmissione della politica monetaria e ruolo internazionale dell'euro, anche se in misura minore rispetto al più ambizioso approccio dell'integrale sostituzione delle emissioni nazionali con l'emissione di stability bond. Poiché la fase di accumulo nell'emissione di stability bond fino al raggiungimento del tetto concordato durerebbe molto probabilmente diversi anni, tutti gli Stati membri in questa fase di avvio avrebbero ampio accesso ai mercati finanziari per mezzo degli stability bond. Si supererebbero così le possibili restrizioni di liquidità vissute da alcuni Stati membri, avendo tuttavia per quel periodo le stesse implicazioni per quanto riguarda il rischio morale espone nella sezione 2.1 sull'emissione integrale. Poiché gli Stati membri a corto di liquidità dovrebbero ripiegare nuovamente sull'emissione nazionale una volta raggiunto il tetto fissato per gli stability bond, essi sarebbero costretti a garantire in quel periodo l'attuazione delle correzioni di bilancio e delle riforme strutturali necessarie per assicurare gli investitori e mantenere così l'accesso ai mercati anche dopo il periodo iniziale. I rendimenti sui titoli di Stato di nuova emissione sarebbero però più elevati a causa della loro subordinazione. In ultima analisi, ipotizzando che si sia raggiunta una quota ragionevolmente elevata di emissione di stability bond, si prevede che il mercato sia liquido, anche se meno liquido rispetto al caso in cui tutte le emissioni avvenissero sotto forma di stability bond, dato che anche i titoli di Stato nazionali residui occuperebbero una certa quota di mercato.

D'altra parte con questo approccio le precondizioni per l'emissione di stability bond sarebbero meno stringenti. La definizione di un tetto per l'emissione di stability bond contribuirebbe a ridurre il rischio morale, mantenendo un certo grado di disciplina di mercato dovuta alla residua necessità di emettere obbligazioni nazionali. Tuttavia il rapporto tra il rischio morale, la disciplina di mercato e il rischio di contagio ai fini della definizione dell'opportuno tetto per l'emissione di stability bond non è immediato. Un tetto di stability bond relativamente basso (quindi con elevato ammontare di emissioni residue nazionali) limiterebbe il rischio di credito ma potrebbe lasciare gli Stati membri che attualmente hanno elevati livelli di debito vulnerabili al rischio di default catastrofico sulla propria emissione nazionale. Un eventuale default catastrofico comporterebbe un rischio di contagio per l'intera area dell'euro. Un tetto relativamente alto di stability bond (quindi con limitato ammontare di emissioni nazionali residue) comporterebbe un elevato pericolo di rischio morale, ma consentirebbe la possibilità di default di uno Stato membro con effetti meno catastrofici e minore rischio di contagio per l'intera area dell'euro. Per sostenere l'emissione di stability bond sarebbe comunque necessario un quadro di riferimento solido per il mantenimento della disciplina di bilancio e della competitività economica a livello nazionale, benché la disciplina di mercato ottenuta con il mantenimento dell'emissione nazionale potrebbe comportare un trasferimento meno drastico della sovranità rispetto all'approccio dell'emissione integrale di stability bond. Al contempo la scelta del tetto avrebbe ripercussioni sulla possibile qualità del credito degli stability bond. Un tetto relativamente basso sosterrrebbe la qualità degli stability bond limitando l'ammontare di debito coperto dalle più forti garanzie in solido²³. La garanzia in solido per gli stability bond quasi certamente richiederebbe una modifica del trattato.

Anche il processo di introduzione secondo questo approccio potrebbe essere organizzato in modi diversi a seconda della rapidità di introduzione desiderata. Con un'introduzione accelerata una certa quota dei titoli di Stato dell'area dell'euro in circolazione sarebbe

²³ La proposta di Bruegel prevede un tetto al 60% del PIL, usando come riferimento il parametro di Maastricht, anche se sono state avanzate altre proposte con tetti ancora inferiori. Infatti è stato sostenuto che un tetto sufficientemente basso garantisce praticamente un rischio di default nullo sulle euroobbligazioni. Un'ipotesi standard nella valutazione dei rischi di default è che in caso di default il 40% del debito possa essere recuperato. Applicando questa ipotesi al debito sovrano, un tetto inferiore al valore di recupero implicherebbe che il debito emesso nell'ambito dello schema comune sarebbe comunque onorato a qualunque condizione.

sostituita da stability bond in una data prefissata utilizzando fattori predefiniti. In questo modo si otterrebbe rapidamente una massa critica di stability bond in circolazione e un mercato sufficientemente liquido con una curva dei rendimenti di riferimento completa. Tuttavia questo approccio potrebbe comportare il raggiungimento da parte della maggior parte degli Stati membri dei tetti al momento del passaggio, con conseguente necessità di continuare a piazzare titoli di Stato nazionali sui mercati dei capitali. Alle attuali condizioni di mercato si tratterebbe di uno svantaggio per alcuni Stati membri. Con un'introduzione più graduale, la totalità (o la quasi totalità) delle nuove emissioni lorde degli Stati membri avverrebbe sotto forma di stability bond, fino al raggiungimento del tetto di riferimento per le emissioni di stability bond. Dato che per alcuni anni sarebbero emessi solamente (o quasi) stability bond, questo approccio contribuirebbe ad alleviare la pressione del mercato e a dare tempo agli Stati membri vulnerabili di vedere gli effetti delle loro riforme. Vi sono però specifiche difficoltà per il periodo di transizione, dato che i paesi altamente indebitati hanno generalmente rollover più importanti e più frequenti. Salvo in presenza di altri accordi, la sostituzione del loro debito con stability bond fino al tetto sarebbe molto più rapida della media, mentre per i paesi con debito inferiore al tetto sarebbe necessario più tempo. Pertanto il rischio individuale coperto da una possibile garanzia "in solido" sarebbe spostato verso la parte alta nella fase di transizione, mentre dall'altra parte l'effetto sulla liquidità, che dovrebbe compensare i paesi a tripla A, rimarrebbe limitato. Potrebbe essere necessario tenere conto di questa specificità negli accordi in materia di governance. Ad esempio, un'alternativa potrebbe essere la definizione di tetti annuali predefiniti, che aumentino lentamente da zero fino al valore a lungo termine desiderato.

A causa della necessità di apportare modifiche al trattato, la realizzazione di questo approccio potrebbe richiedere molto tempo, come già per l'approccio n. 1, anche se la minore portata delle modifiche necessarie alla governance economica e di bilancio, grazie all'affidamento sui mercati per la segnalazione e la disciplina, potrebbero rendere il processo di attuazione meno complesso e più rapido.

Riquadro 3: patto per il rimborso del debito e obbligazioni sicure

Come esempio specifico dell'approccio con emissione parziale, il Consiglio tedesco degli esperti economici (GCEE) ha presentato nella propria relazione annuale 2011/12²⁴ una proposta di obbligazioni sicure che rientra nella strategia di riduzione del debito su tutta l'area dell'euro, con l'obiettivo di portare il livello di debito pubblico sotto la soglia del 60% prevista dal trattato di Maastricht.

Uno dei pilastri della strategia è il cosiddetto fondo di rimborso del debito. Il fondo di rimborso raccoglierebbe il debito pubblico superiore al 60% del PIL dei singoli Stati membri dell'area dell'euro. Si fonderebbe su una responsabilità in solido: ciascun paese partecipante sarebbe tenuto, secondo un percorso di consolidamento definito, a rimborsare autonomamente il debito trasferito in un periodo compreso tra 20 e 25 anni. La garanzia in solido durante la fase di rimborso è sinonimo di creazione di obbligazioni sicure. In pratica il fondo di rimborso emetterebbe obbligazioni sicure e quanto incassato sarebbe utilizzato dai paesi partecipanti per coprire il proprio prestabilito fabbisogno corrente di finanziamento per il rimborso delle obbligazioni in essere e i nuovi prestiti. Il trasferimento del debito avverrebbe gradualmente nel corso di cinque anni. Gli Stati membri con un debito superiore al 60% del PIL non dovrebbero quindi chiedere finanziamento al mercato durante la fase di introduzione, a condizione che rispettino il percorso di riduzione del debito concordato. Dopo la fase di introduzione i livelli di debito in essere nell'area dell'euro comprenderebbero: (i) debito

²⁴ Pubblicata il 9 novembre 2011, <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuellesjahrgutachten.html>, paragrafi 9-13 e 184-197.

nazionale fino al 60% del PIL di un paese, e (ii) debito trasferito al fondo di rimborso pari alla quota restante del debito al momento del trasferimento. Rimangono questioni aperte, ad esempio il rischio del fondo e l'impatto sulla priorità di fatto (*seniority*) derivante dalla prestazione di garanzie sulle obbligazioni del fondo.

Il patto per il rimborso del debito del GCEE abbina un'emissione congiunta (temporanea) a rigide norme sulle correzioni di bilancio. Non costituisce una proposta per gli stability bond nella definizione del presente Libro verde, nel senso che l'emissione congiunta sarebbe temporanea e utilizzata solo dagli Stati membri con rapporti di debito superiori al 60% del PIL. Al contrario il GCEE propone di introdurre uno strumento di finanziamento temporaneo che darebbe a tutti gli Stati membri dell'area dell'euro il tempo, e ossigeno finanziario, per portare il proprio debito al di sotto del 60% del PIL. Una volta raggiunto l'obiettivo il fondo e le obbligazioni sicure sarebbero automaticamente liquidati. Pertanto le obbligazioni sicure rappresentano uno strumento di crisi piuttosto che un'integrazione permanente dei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. Anche se temporaneo il patto per il rimborso del debito potrebbe comunque contribuire alla soluzione dell'attuale problema dell'eccessivo debito. Sarebbe opportuno studiare se un siffatto fondo possa rappresentare il precursore di stability bond permanenti.

2.3. Approccio n. 3: parziale sostituzione dell'emissione nazionale con gli stability bond, con garanzie proporzionali

Anche con questo approccio gli stability bond sostituirebbero solo parzialmente l'emissione nazionale e sarebbero sostenuti da garanzie proporzionali da parte degli Stati membri dell'area dell'euro²⁵. Questo approccio si differenzia dal n. 2 perché gli Stati membri manterrebbero la responsabilità per la propria rispettiva quota dell'emissione di stability bond oltre che per la propria emissione nazionale. Gli aspetti relativi alla ripartizione tra stability bond ed emissione nazionale, compresa la scelta del tetto per l'emissione di stability bond, sarebbero comunque in gran parte uguali.

Questo approccio agli stability bond porterebbe in misura minore i benefici di un'emissione congiunta ma richiederebbe anche il rispetto di minori precondizioni.

Grazie alla garanzia proporzionale il rischio morale sarebbe ridotto. Gli Stati membri non potrebbero procedere a emissioni beneficiando della possibile maggiore affidabilità creditizia di altri Stati membri. Inoltre il mantenimento dell'emissione di obbligazioni nazionali esporrebbe gli Stati membri al controllo e al giudizio del mercato, che costituirebbero un deterrente aggiuntivo, e talvolta anche forte, a una condotta di bilancio irresponsabile. Se da una parte questo approccio avrebbe un'efficacia più limitata per la promozione dell'efficienza e della stabilità dei mercati finanziari, dall'altra sarebbe realizzabile in modo più semplice e più rapido. Con le garanzie proporzionali gli Stati membri soggetti a premi elevati per rischio di mercato trarrebbero benefici notevolmente inferiori dal merito creditizio degli Stati membri a basso rendimento rispetto all'approccio n. 2 e ancor più rispetto all'approccio n. 1. In questo senso, il possibile contributo dell'approccio n. 3 alla riduzione della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro e i suoi possibili effetti sul settore finanziario sarebbero notevolmente più limitati. Data però la possibilità di una realizzazione molto più rapida di questo approccio, a differenza degli altri due, potrebbe contribuire ad affrontare l'attuale crisi dei debiti sovrani.

L'aspetto fondamentale di questo approccio sarebbe la natura della garanzia a sostegno degli stability bond. In assenza di una protezione del credito, l'affidabilità creditizia degli stability bond sostenuti da garanzie proporzionali sarebbe tutt'al più pari alla media (ponderata) dell'affidabilità creditizia degli Stati membri dell'area dell'euro. Potrebbe persino essere determinata dal merito creditizio dello Stato membro con rating più basso, a meno che non godano di priorità credibile rispetto alle emissioni nazionali per tutti gli Stati membri (cfr. *infra*). In questo modo si potrebbe ridurre l'accettazione dello strumento tra gli investitori e tra gli Stati membri con rating più elevato, pregiudicando i benefici degli stability bond, ossia la loro resistenza in momenti di pressioni finanziarie.

Per aumentare l'accettazione degli stability bond con questo approccio, si potrebbe aumentare la qualità delle sottostanti garanzie. Gli Stati membri potrebbero riconoscere priorità al servizio del debito degli stability bond. Inoltre gli stability bond potrebbero fornire garanzie collaterali, quali liquidità, riserve auree, che in gran parte eccedono le esigenze della maggior parte dei paesi dell'UE, oltre che destinare il gettito di specifici tributi al servizio degli stability bond. In misura maggiore rispetto all'approccio n. 2, in cui la parte comune è sostenuta dalle garanzie in solido, la fattibilità di questa opzione dipende dalla priorità dell'emittente comune e da un limite prudente all'emissione congiunta. Ciò evidenzia l'esigenza di un'attenta analisi delle implicazioni di questa opzione per le obbligazioni attualmente in circolazione, sulle quali possono esistere clausole di garanzia negativa, e l'individuazione di adeguate soluzioni.

²⁵ Questo approccio è stato considerato nella relazione del gruppo Giovannini (2000) anche se con emissione decentralizzata, ed è stato riproposto più di recente da De Grauwe e Moesen (2009), Monti (2010) e Juncker e Tremonti (2010).

Se in condizioni normali il costo totale del debito per un paese dovesse rimanere costante o ridursi, il costo marginale del debito aumenterebbe. In questo modo si contribuirebbe a contenere il rischio morale e a promuovere la disciplina di bilancio, anche in assenza di forme particolari di governance o sorveglianza di bilancio rafforzate. Gli stability bond costituirebbero quindi un collegamento e rafforzerebbero l'efficacia del nuovo pacchetto di governance, nel caso in cui gli importi finanziati con l'emissione congiunta siano determinati in stretta correlazione con gli obiettivi di bilancio definiti nei programmi di stabilità e creino forti incentivi alla riduzione rapida dei livelli complessivi del debito²⁶. Eliminarebbe inoltre la necessità di una modifica del trattato a tal fine. Tuttavia per mantenere l'affidabilità creditizia degli stability bond molto probabilmente sarebbe necessaria una legislazione secondaria che stabilisca la priorità degli stability bond.

Le alternative per il trattamento delle vecchie obbligazioni, e i relativi vantaggi e svantaggi, sarebbero simili a quelle descritte nell'approccio n. 2.

Questa opzione potrebbe essere realizzata abbastanza rapidamente. Essa potrebbe essere realizzata senza necessità di cambiamenti al trattato UE, anche se una legislazione secondaria potrebbe essere utile per rafforzare il principio della priorità. Inoltre la sostituzione delle obbligazioni nazionali con stability bond sarebbe solo parziale.

2.3.1. Combinazione di più approcci

Dato che la portata, le ambizioni e i tempi di realizzazione richiesti cambiano tra i tre approcci, è possibile anche pensare a una loro combinazione. L'approccio n. 1 può essere considerato il più ambizioso, quello che darebbe i migliori risultati in termini di integrazione dei mercati e di rafforzamento della stabilità, ma che potrebbe richiedere notevole tempo per la realizzazione. Al contrario l'approccio n. 3, con la sua differente portata e la diversa struttura di garanzie, sembra essere più facile e rapido da realizzare. Pertanto vi è un compromesso tra l'ambizione delle caratteristiche e la portata degli stability bond da un lato e la possibile velocità di attuazione dall'altro. Per superare questa correlazione negativa è possibile combinare diverse opzioni in fasi successive in un processo di attuazione graduale: un'introduzione relativamente rapida basata su un approccio parziale e su garanzie proporzionali, abbinata a un percorso verso uno sviluppo ulteriore di questo strumento e verso la correlata maggiore governance. Questo percorso politico anticipato potrebbe contribuire a garantire l'accettazione da parte dei mercati degli stability bond sin dall'inizio.

2.3.2. Impatto sugli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e sui paesi terzi

La partecipazione al quadro di riferimento degli stability bond è generalmente pensata per gli Stati membri dell'area dell'euro²⁷. Ciò è dovuto al normale desiderio degli Stati membri di emettere debito e di mantenere i mercati nella propria valuta e al fatto che le euroobbligazioni potrebbero far parte di un quadro di riferimento per una maggiore integrazione economica e politica. Tuttavia questi Stati membri risentirebbero comunque degli effetti dell'introduzione degli stability bond affiancati da un quadro rafforzato di governance economica. La stabilità finanziaria nell'area dell'euro sostenuta dagli stability

²⁶ Analogamente, ma presumibilmente con la necessità di una modifica del trattato, Bini-Smaghi ha proposto un'euroobbligazione con garanzie proporzionali ma con il diritto di emettere debito trasferito dagli Stati membri a un'agenzia sovranazionale. Il debito potrebbe essere emesso fino ai livelli concordati dal Consiglio nel quadro dell'approvazione annuale dei programmi di stabilità, rendendo impossibile l'emissione di debito a copertura di spese che eccedono il limite di debito definito ogni anno. Si creerebbe così un "freno al debito" che costringerebbe un paese a prendere una decisione tempestiva quando il debito pubblico si avvicina eccessivamente al limite concordato.

²⁷ Anche se in particolare nell'approccio n. 3 la partecipazione di Stati membri esterni all'area dell'euro sembra ipotizzabile.

bond stabilizzerebbe in modo diretto e considerevole anche i mercati finanziari e gli istituti finanziari di questi paesi. Lo stesso vale per qualunque paese terzo, in proporzione ai legami economici e finanziari con l'area dell'euro. D'altra parte la creazione da parte degli stability bond di un mercato molto ampio e solido per asset sicuri potrebbe incrementare la concorrenza tra i mercati finanziari per accaparrarsi l'interesse degli investitori.

Tabella 1: panoramica delle tre principali opzioni

	(Opzione 1)	(Opzione 2)	(Opzione 3)
<i>Caratteristiche principali</i>			
– Grado di sostituzione delle emissioni nazionali con stability bond	Totale	Parziale	Parziale
– Struttura delle garanzie	Solidali	Solidali	Proporzionali con protezioni del credito
<i>Effetti principali</i>			
– sui costi medi di finanziamento 1/ per gli stability bond nel complesso 2/ nei paesi	1/ Effetto positivo medio alla luce della grandissima liquidità compensata da un forte rischio morale. 2/ Forte spostamento dei benefici dai paesi ad alto rating a quelli con basso rating	1/ Effetto positivo medio alla luce della media liquidità e del medio rischio morale. 2/ Minore spostamento dei benefici dai paesi ad alto rating a quelli con basso rating. Una certa pressione dei mercati sugli Stati membri con elevato livello di debito e rating subprime	1/ Effetto positivo medio, effetto liquidità inferiore e politiche più solide promosse da una maggiore disciplina di mercato. 2/ Nessun impatto nei paesi. Maggiore pressione dei mercati sugli Stati membri con elevato livello di debito e rating subprime
– sul possibile rischio morale (senza governance rafforzata)	Elevato	Medio, ma con forti incentivi di mercato alla disciplina di bilancio	Basso, con forti incentivi di mercato alla disciplina di bilancio
– sull'integrazione finanziaria in Europa	Elevato	Medio	Medio
– sull'attrattiva per i mercati finanziari dell'UE	Elevato	Medio	Medio
– sulla stabilità dei mercati finanziari	Elevato	Elevato, ma con alcune criticità in caso di livelli insostenibili di emissione nazionale.	Basso, ma può aiutare a far fronte alla crisi attuale grazie alla velocità di realizzazione.

<i>Considerazioni giuridiche</i>	Probabile modifica del trattato	Probabile modifica del trattato	Nessuna necessità di modificare il trattato. Una legislazione secondaria potrebbe essere utile.
<i>Tempi minimi di realizzazione necessari</i>	Lunghi	Medio-lunghi	Brevi

3. QUADRO FISCALE PER GLI STABILITY BOND

3.1. Premessa

Il quadro di sorveglianza di bilancio è già stato rafforzato con la recente riforma del patto di crescita e stabilità che comprende nuovi meccanismi di esecuzione. Inoltre dovrebbe essere rafforzato ulteriormente a breve termine, in particolare per gli Stati membri dell'area dell'euro in PDE e/o o che richiedono o ricevono supporto finanziario, in linea con le recenti conclusioni dei capi di Stato e di governo dell'area dell'euro e con la proposta della Commissione di due nuovi regolamenti basati sull'articolo 136:

- la proposta di un regolamento sulle disposizioni comuni per il monitoraggio e la valutazione dei documenti programmatici di bilancio e per la correzione dei disavanzi eccessivi negli Stati membri della zona euro ha il triplice obiettivo di (a) integrare il semestre europeo con un calendario di bilancio comune che sincronizzi meglio le fasi principali nella preparazione dei bilanci nazionali; (b) integrare il sistema di sorveglianza multilaterale delle politiche di bilancio (la parte preventiva del patto di crescita e stabilità) con ulteriori requisiti di monitoraggio in modo da garantire che le raccomandazioni politiche dell'UE in materia di bilancio siano correttamente inserite nella predisposizione dei bilanci nazionali e (c) integrare la procedura per la correzione del disavanzo eccessivo di uno Stato membro (la parte correttiva del patto di crescita e stabilità) con un monitoraggio più stretto delle politiche di bilancio degli Stati membri in procedura per disavanzi eccessivi in modo da garantire una tempestiva e duratura correzione dei disavanzi eccessivi;
- la proposta di un regolamento sulla sorveglianza rafforzata garantisce che uno Stato membro dell'area dell'euro sia soggetto alla sorveglianza rafforzata quando si trova, o è a rischio di trovarsi, in gravi difficoltà finanziarie, con l'obiettivo di garantire il pronto ritorno a una situazione normale e di proteggere gli altri Stati membri dell'area dell'euro dalla possibile estensione degli effetti negativi.

Questi due nuovi regolamenti, unitamente ai profondi cambiamenti derivanti dalla riforma del patto di crescita e stabilità, costituiscono una base solida per una rafforzata cooperazione nelle politiche di bilancio degli Stati membri dell'area dell'euro.

Tuttavia gli stability bond comportano un pericolo di rischio morale e richiedono un ulteriore rafforzamento del quadro di riferimento, a seconda dell'opzione scelta. Possono essere individuate tre dimensioni di un quadro di riferimento rafforzato:

- Sarebbero giustificate una sorveglianza e un'invasività nella definizione e nell'attuazione delle politiche di bilancio nazionali oltre le recenti proposte. Inoltre sarebbe pienamente garantito il servizio del debito degli stability bond.
- Al contempo la stessa esistenza di stability bond potrebbe alterare in modo radicale i processi di bilancio in particolare per mezzo dei meccanismi di assegnazione, e rappresentare uno strumento per far effettivamente applicare un quadro di riferimento per le politiche di bilancio basato su regole.
- Potrebbero essere richieste condizioni di bilancio per accedere al sistema degli stability bond, rafforzando così la credibilità sia degli attuali piani correttivi sia di quelli a pieno regime.

3.2. Maggiore sorveglianza e invasività nelle politiche di bilancio nazionali

Le riforme recenti e a venire della sorveglianza costituiscono una buona base per limitare questi rischi, anche se ne sarebbero necessarie altre. Questo rafforzamento del quadro di riferimento potrebbe applicarsi alla sorveglianza UE e ai quadri di bilancio nazionali.

In linea con le modifiche attualmente in discussione, si avrebbe un esame più approfondito dei progetti di bilancio, non solo dei paesi in difficoltà finanziaria ma di tutti gli Stati membri partecipanti. L'approvazione da parte dell'UE dei bilanci potrebbe essere necessaria agli Stati membri in certe circostanze, ad esempio in caso di elevati livelli di debito o disavanzo. Inoltre sarebbe necessario un quadro di monitoraggio molto più rigido sull'esecuzione di bilancio. Il monitoraggio comprenderebbe una rendicontazione periodica in incontri comuni di bilancio, la definizione di meccanismi di allerta sulla base di schede di valutazione di bilancio, e l'effettiva possibilità di correggere gli scostamenti in fase di esecuzione, ad esempio pianificando espressamente in anticipo le riserve di bilancio e sottoponendo l'entrata in vigore di nuovi provvedimenti costosi al rispetto dei piani.

I quadri fiscali nazionali saranno rafforzati relativamente in breve tempo con l'introduzione della direttiva sui quadri fiscali (che infatti potrebbe subire un'accelerazione). Inoltre sono in corso discussioni per spingersi ancora oltre, tra l'altro con l'introduzione di regole che traspongano il quadro del patto di crescita e stabilità in legislazione nazionale, preferibilmente a livello costituzionale, e con adeguati meccanismi per il controllo dell'applicazione. Altri possibili importanti rafforzamenti dei quadri nazionali comprendono l'approvazione di quadri a medio termine vincolanti, il vaglio da parte di organismi indipendenti delle ipotesi sottostanti ai bilanci nazionali e meccanismi efficaci di coordinamento tra i livelli della pubblica amministrazione. Per quanto riguarda quest'ultimo punto, il cumulo del debito a livello europeo può portare ulteriori ragioni per avvicinare la gestione del debito dei sottosettori della pubblica amministrazione.

I quadri nazionali hanno anche un ruolo importante da svolgere nel sostenere la sorveglianza a livello dell'UE. Ad esempio tempistiche comuni nella stesura dei bilanci agevolerebbero la sorveglianza dell'UE (e potrebbero in effetti rivelarsi necessarie per definire in pratica l'assegnazione degli stability bond). Analogamente un corretto monitoraggio dell'esecuzione di bilancio a livello dell'UE si basa su solidi accordi nazionali a tal fine, che potrebbero richiedere l'adozione di norme comuni di controllo e informazione.

Sarebbe necessario creare un sistema che garantisca in modo credibile il totale rimborso del debito di ciascuno Stato membro che benefici dell'emissione di stability bond. In questo modo il servizio del debito degli stability bond, o più nello specifico il pagamento degli interessi sull'emissione congiunta, non dovrebbe mai essere messo in discussione. Un'opzione a tal riguardo sarebbe la concessione di ampi poteri invasivi a livello dell'UE in caso di gravi difficoltà finanziarie, compresa la possibilità di mettere lo Stato membro inadempiente sotto una qualche forma di "amministrazione". Un'altra opzione già citata nella precedente sezione, probabilmente con minore ingerenza nella sovranità nazionale, sarebbe quella di introdurre una clausola per i paesi partecipanti che preveda la priorità del servizio del debito nel sistema degli stability bond rispetto a qualunque altra spesa dei bilanci nazionali. Queste regole dovrebbero avere una forte efficacia giuridica, presumibilmente a livello costituzionale. Inoltre e coerentemente con quanto detto, gli obblighi nei confronti del sistema degli stability bond dovrebbero avere priorità rispetto alle eventuali nuove emissioni nazionali (rimanenti).

3.3. Gli stability bond come componente di un migliore quadro fiscale

Se da una parte gli stability bond generano un pericolo di rischio morale, all'altra possono anche cambiare radicalmente le condizioni in cui le politiche di bilancio sono formulate e attuate. Questo perché gli orientamenti sulle politiche nazionali di bilancio sarebbero tradotti in cifre concrete dallo stesso processo di definizione delle assegnazioni dei finanziamenti agli Stati membri partecipanti. Infatti il funzionamento degli stability bond, in tutte le opzioni presentate, richiede la definizione in anticipo di tetti per i finanziamenti nazionali che quindi costituirebbero una cornice per i bilanci nazionali, o quanto meno avrebbero ripercussioni sugli stessi, in particolare per le opzioni più ambiziose (ossia l'approccio n. 1 presentato sopra) in cui gli stability bond dovrebbero coprire in tutto o in gran parte il fabbisogno di nuovo finanziamento dei paesi partecipanti. In questa prospettiva gli stability bond possono essere considerati non solo una potenziale fonte di rischio morale, ma anche un elemento che favorisce un migliore coordinamento delle politiche di bilancio grazie a un'efficace esecuzione di un quadro di riferimento basato su regole.

Nell'eventualità in cui gli stability bond coprano la totalità o buona parte delle finanze pubbliche (ossia l'approccio n. 1), il quadro di riferimento dovrebbe essere improntato a principi chiari per quanto riguarda le assegnazioni effettuate nel quadro del programma di stability bond:

- (1) *Le assegnazioni massime dovrebbero basarsi su regole di bilancio sufficientemente solide, avendo come fondamento naturale il quadro definito dal patto di crescita e stabilità. Le regole prevedrebbero forti incentivi per un comportamento di bilancio responsabile.*
- (2) *Questi orientamenti dovrebbero affrontare il livello di flessibilità per far fronte a sviluppi imprevisti e per minimizzare il rischio di politiche procicliche. Una questione fondamentale sarebbe se la flessibilità di bilancio per rispondere agli shock, specifici di paesi o a livello dell'area dell'euro, debba essere fornita da ulteriori emissioni di stability bond o se si debba fare affidamento sulle emissioni nazionali (sempre che rimangano possibili). Maggiore è la flessibilità consentita all'interno del sistema, maggiore è la necessità di meccanismi di limitazione (come conti di controllo) al fine di garantire che la flessibilità sia mantenuta entro i limiti concordati ed evitare "un'insinuazione del debito".*
- (3) *Probabilmente le regole dovrebbero prevedere anche una qualche forma di "risposta graduata" agli sviluppi fiscali inadeguati. Questa gradazione potrebbe avvenire in forma di sorveglianza rafforzata, invasività nelle politiche di bilancio nazionali, come indicato in precedenza.*

Inoltre nel sistema potrebbero essere inseriti incentivi finanziari per le politiche di bilancio corrette. Anche se i rendimenti degli stability bond sarebbero definiti dal mercato, i costi di finanziamento potrebbero essere differenti per i diversi Stati membri a seconda delle rispettive posizioni o politiche di bilancio, o della loro affidabilità creditizia, come indicato dal premio per rischio delle emissioni nazionali rispetto alle emissioni congiunte. In questo modo si creerebbe un incentivo per politiche di bilancio corrette all'interno del sistema e si imiterebbe la disciplina di mercato in modo più morbido e più coerente rispetto ai mercati. Tale incentivo, che esisterebbe in modo automatico nell'opzione con "garanzia proporzionale", potrebbe essere ulteriormente migliorato con tassi "punitivi" in caso di deviazione dai piani.

3.4. Condizioni di bilancio per l'accesso al sistema

Al fine di realizzare l'obiettivo degli stability bond come "obbligazioni per la stabilità", si potrebbero anche prevedere condizioni macroeconomiche e di bilancio per gli Stati membri per l'accesso e la permanenza nel sistema. Ad esempio potrebbe essere possibile negare l'accesso agli stability bond agli Stati membri che non abbiano rispettato i propri impegni previsti dal patto di crescita e stabilità o da un quadro fiscale rafforzato. In alternativa gli Stati membri in violazione dei propri obiettivi di bilancio potrebbero essere tenuti a prestare (ulteriori) garanzie per l'emissione di stability bond o essere soggetti a tassi di interessi maggiorati. L'accesso potrebbe anche essere limitato in funzione del grado di difformità: uno scostamento del bilancio nazionale di una certa percentuale sul PIL potrebbe ridurre il diritto all'emissione di stability bond di una certa percentuale sul PIL.

Questo approccio potrebbe presentare diversi benefici.

- In primo luogo, nella misura in cui desiderano accedere al sistema degli stability bond, gli Stati membri avrebbero ulteriori incentivi a realizzare integralmente i piani di consolidamento e riforme per cui si sono impegnati, in modo non dissimile dagli impegni di convergenza intrapresi ai fini dell'adozione dell'euro.
- In secondo luogo i mercati finanziari e le società in generale considererebbero i piani di consolidamento più credibili grazie alla prospettiva degli stability bond. In questo modo la prospettiva di accedere agli stability bond potrebbe aumentare la fiducia già relativamente a breve termine. Questa rinnovata fiducia potrebbe infatti agevolare le correzioni di bilancio in alcuni paesi.
- Infine prima che i rispettivi paesi partecipino agli stability bond, le rigide condizioni di bilancio per l'accesso e la partecipazione contribuirebbero alla riduzione dei rapporti del debito e del fabbisogno di finanziamento. In questo modo sarebbe possibile ridurre i premi per il rischio e i rendimenti degli stability bond.

Questo approccio comporterebbe che gli Stati membri mantengano altre possibilità di finanziamento, nel caso in cui non rispettino queste condizioni. Pertanto gli stability bond non sostituirebbero necessariamente la totalità delle emissioni obbligazionarie di Stati membri dell'area dell'euro. Sarebbe inoltre necessario prevedere un'istituzione o un organismo che monitori il rispetto di questi criteri di accesso (ad esempio, ma non necessariamente, l'ufficio di gestione del debito).

4. PROBLEMI DI ATTUAZIONE

4.1.1. Assetto organizzativo

Per quanto riguarda l'organizzazione dell'emissione di stability bond sarà necessario definire numerosi aspetti tecnici. In primo luogo, sarebbe necessario definire l'assetto istituzionale delle attività di finanziamento, ossia l'opportunità di creare un ufficio centralizzato di gestione del debito o di far svolgere le funzioni essenziali in modo decentralizzato dalle tesorerie o dagli uffici di gestione del debito nazionali. Per quanto riguarda l'approccio decentralizzato, l'emissione dovrebbe essere effettuata con condizioni e procedure uniformi e richiederebbe un elevato grado di coordinamento. Al contrario l'approccio centralizzato eviterebbe la necessità di coordinare le emissioni obbligazionarie, ma richiederebbe comunque la comunicazione di informazioni dettagliate e affidabili sui fabbisogni di finanziamento degli Stati membri, in modo da poter pianificare le emissioni. Per quanto riguarda la creazione di un'agenzia centrale per le emissioni, sono possibili diverse opzioni, tra cui: (a) la Commissione europea potrebbe ricoprire il ruolo di ufficio di gestione

del debito, con conseguente rapida introduzione degli *stability bond* e possibilità di utilizzo dello strumento per la gestione della crisi attuale; oppure (b) il FESF/MES potrebbe essere trasformato in un ufficio di gestione del debito a tutti gli effetti; oppure (c) potrebbe essere istituito un nuovo ufficio di gestione del debito dell'UE²⁸, che richiederebbe del tempo per essere operativo. Non è possibile calcolare l'esatto costo amministrativo dell'introduzione degli *stability bond* senza aver predefinito tutti gli altri dettagli. Il loro ammontare avrebbe anche ripercussioni sui bilanci degli Stati membri.

Un aspetto tecnico importante sarebbe rappresentato dalle modalità in cui l'ufficio di gestione del debito potrebbe concedere in prestito agli Stati membri i fondi raccolti. In linea di principio vi sarebbero due opzioni, che potrebbero anche essere combinate: (a) il rigiro dei prestiti sotto forma di prestiti diretti, in cui lo Stato membro riceverebbe i fondi mediante un contratto di finanziamento; e (b) l'acquisto diretto della totalità o di una quantità concordata di titoli di Stato degli Stati membri da parte dell'ufficio di gestione del debito sul mercato primario. La seconda opzione consentirebbe all'ufficio di gestione del debito di acquistare anche debito pubblico in circolazione sul mercato secondario, se necessario.

Sarebbe inoltre necessario organizzare il rimborso delle obbligazioni. Il modo più diretto sarebbe mediante trasferimenti da parte delle autorità nazionali all'agente emittente che organizzerebbe il rimborso ai possessori delle obbligazioni. Per poter garantire che i partecipanti dei mercati possano avere fiducia che il servizio del debito sia sempre garantito e che non si verifichino ritardi nei pagamenti, l'ufficio di gestione del debito dovrebbe avere in dotazione un flusso di ricavi stabile e prevedibile. Anche se gli Stati membri sarebbero chiamati a garantire gli impegni di questo organo, bisognerebbe verificare se ciò sarebbe sufficiente, o se invece potrebbero essere richieste ulteriori riserve di liquidità a garanzia. Gli attuali uffici nazionali di gestione del debito fanno parte delle istituzioni fiscali nazionali, e godono quindi dell'autorità dei governi di incassare tributi. Un ufficio di gestione del debito a livello sovranazionale non avrebbe questo collegamento diretto con il gettito fiscale, con possibile conseguente minore accettazione da parte del mercato degli strumenti di debito emessi.

Anche con gli *stability bond* vi sarebbe la necessità di una gestione della liquidità degli Stati membri. In pratica potrebbe essere impossibile definire l'emissione obbligazionaria in modo che preveda un abbinamento perfetto dei flussi di pagamento degli Stati membri. Pertanto vi sarebbe la necessità di affiancare all'emissione di *stability bond* una gestione della liquidità quotidiana, che potrebbe essere lasciata alle autorità nazionali. Un'opzione sarebbe quella di concentrare l'emissione di *stability bond* sul fabbisogno di finanziamento a medio termine e di affidare alle autorità nazionali la gestione dei propri profili di pagamento mediante depositi o prestiti o titoli a breve termine. Indipendentemente dall'assetto organizzativo, sarà necessario definire procedure per coordinare la pianificazione dei finanziamenti dei singoli Stati membri, con l'obiettivo di creare emissioni benchmark e costruire una curva dei rendimenti di riferimento completa.

4.1.2. Rapporto con il MES

L'istituzione di un'agenzia per l'emissione congiunta di *stability bond* per gli Stati membri dell'area dell'euro giustifica un chiarimento della divisione dei compiti con il meccanismo europeo di stabilità. In linea di principio è possibile seguire due strade: il MES può essere considerato sostanzialmente ridondante, dato che l'emissione congiunta, abbinata alle regole di sorveglianza di bilancio rafforzate, potrebbe assumere il compito di organizzare

²⁸ Nella fase di transizione vi potrebbe essere un'agenzia della Commissione con personale della Commissione e personale temporaneo degli uffici nazionali di gestione del debito che sarebbe successivamente trasformata in un ufficio di gestione del debito, se necessario.

la finanza ordinaria per i governi degli Stati membri e la finanza aggiuntiva straordinaria in caso di gravi difficoltà di uno Stato membro. Tuttavia la commistione di ruoli di gestione del debito e di finanziamento dell'emergenza potrebbe non essere ottimale e causare confusione dei ruoli, un indebolimento degli incentivi e della governance e un'istituzione di finanziamento unica eccessivamente complessa. Per questo motivo il MES potrebbe rimanere un emittente separato di debito con l'obiettivo di organizzare e soddisfare le esigenze straordinarie di finanziamento.

Anche la scelta dei rapporti con il MES dipenderebbe dall'opzione scelta per gli stability bond. Il MES potrebbe essere considerato sostanzialmente ridondante nel caso dell'approccio n. 1 agli stability bond. Con questo approccio, che prevede una copertura pressoché completa del fabbisogno di finanziamento con gli stability bond, sarebbe possibile coprire anche le esigenze di finanziamento aggiuntive straordinarie. La situazione sembra molto meno chiara nel caso degli approcci n. 2 e 3, nei quali gli Stati membri continuerebbero a emettere obbligazioni nazionali parallelamente all'emissione congiunta di stability bond. Si potrebbe anche pensare di utilizzare il quadro del MES per i primi passi verso gli stability bond. Dato che il MES sarà basato su diverse garanzie prestate dagli Stati membri, l'introduzione graduale degli stability bond basati su garanzie proporzionali, ossia secondo l'approccio n. 3, potrebbe rientrare nel finanziamento e nell'emissione del MES che andrebbe quindi oltre l'attuale ruolo, fornendo assistenza finanziaria straordinaria. In linea di principio le garanzie in solido potrebbero essere applicate al MES in una fase successiva.

4.1.3. Regime giuridico dell'emissione

È necessario considerare il corretto regime giuridico all'interno del quale avverrebbe l'emissione di stability bond. Attualmente i titoli di Stato sono emessi secondo le leggi locali. Per le obbligazioni internazionali si ricorre spesso al diritto inglese o, se si punta al mercato statunitense, al diritto di New York. Non esiste un diritto equivalente dell'UE ai sensi del quale potrebbero essere emessi gli stability bond. Benché sia prassi corrente ricorrere al diritto estero per le emissioni di obbligazioni internazionali, potrebbe sorgere un problema nell'eventualità in cui tutto il debito pubblico sia coperto dal diritto inglese o statunitense, perché l'approccio giuridico anglosassone basato sui precedenti è differente dal sistema giuridico vigente in molti Stati membri. Sarebbe inoltre necessario concordare il foro competente.

4.1.4. Documentazione e convenzioni di mercato

Sarebbe necessaria una decisione sulle opzioni di finanziamento, sulle caratteristiche dei titoli e sulle convenzioni di mercato. Per un emittente consolidato l'opzione privilegiata per l'emissione sarebbe sotto forma di aste. La sindacazione presenta il vantaggio del coinvolgimento del settore finanziario nella commercializzazione degli strumenti e della più facile prevedibilità del prezzo di un titolo. Inoltre generalmente con la sindacazione è possibile collocare quantitativi più elevati perché si raggiungono anche gli investitori finali. Inoltre sarebbe necessario stabilire diverse caratteristiche dei titoli e convenzioni di mercato. Le più importanti sono esaminate nell'allegato 4.

4.1.5. Aspetti contabili

Un ulteriore aspetto che richiede maggiori chiarimenti è il trattamento degli stability bond nel quadro delle normative contabili nazionali. In particolare è necessario esaminare la questione di come i rapporti tra debito nazionale e PIL sarebbero influenzati dagli stability bond con le diverse strutture di garanzie. Un aspetto importante da considerare sarà la natura di eventuali nuovi soggetti emittenti.

5. CONCLUSIONI E PROSPETTIVE

L'emissione congiunta di stability bond da parte di Stati membri dell'area dell'euro presenta importanti benefici potenziali. Tra questi vi sono l'ampliamento del mercato interno e la maggiore efficienza dei mercati dei capitali, la maggiore stabilità e resistenza agli shock del settore finanziario e delle finanze pubbliche, la maggiore attrattiva per i mercati finanziari dell'area dell'euro e per l'euro a livello mondiale, e la riduzione dell'impatto di un eccessivo pessimismo dei mercati sui costi di finanziamento del debito sovrano.

L'introduzione degli stability bond è però connessa anche ad importanti criticità. È necessario risolverle in modo convincente se si desidera realizzare appieno i benefici ed evitare i possibili effetti negativi. In particolare sarebbe necessario un quadro sufficientemente solido per la disciplina di bilancio e la competitività economica a livello nazionale e un controllo più invasivo sulle politiche di bilancio nazionali da parte dell'UE, specialmente per le opzioni che prevedono garanzie in solido, così da limitare il rischio morale tra gli Stati membri dell'area dell'euro, sostenere l'affidabilità del credito degli stability bond e garantire la certezza del diritto.

Le numerose opzioni per l'emissione di stability bond possono essere raggruppate in tre grandi approcci. Questi approcci prevedono una sostituzione integrale delle emissioni nazionali con stability bond nel quadro di garanzie in solido, una sostituzione parziale delle emissioni nazionali con stability bond nel quadro di garanzie analoghe e una sostituzione parziale delle emissioni nazionali con stability bond nel quadro di garanzie proporzionali. Queste opzioni presentano diversi compromessi tra i benefici attesi e le precondizioni da rispettare.

In particolare a causa dei diversi gradi di modifiche richieste al trattato sul funzionamento dell'Unione europea, le diverse opzioni richiederebbero tempi di attuazione differenti. L'approccio n. 1 è quello di più ampia portata e sembrerebbe richiedere le più profonde modifiche al trattato e i più importanti preparativi amministrativi, sia a causa dell'introduzione delle obbligazioni comuni in sé e per sé sia per il parallelo rafforzamento della governance economica. Anche l'approccio n. 2 richiederebbe importanti tempi di attuazione. Al contrario l'approccio n. 3 sembrerebbe fattibile senza cambiamenti rilevanti del trattato e pertanto con tempi meno lunghi per l'attuazione.

I suggerimenti e i rilievi contenuti in questo documento sono ancora preliminari e l'elenco delle questioni da considerare non è necessariamente completo. Inoltre molti dei possibili benefici e delle criticità sono presentati solo in termini qualitativi. Una quantificazione di questi diversi aspetti sarebbe intrinsecamente difficile e/o richiederebbe una maggiore analisi e più dati da diverse fonti. Inoltre in molti casi i problemi da risolvere o le decisioni da prendere sono individuati ma non risolti.

Per poter procedere su questi aspetti sono indispensabili lavori e consultazioni più analitici. Diversi concetti chiave, obiettivi e benefici possibili, requisiti e criticità di attuazione richiedono un'analisi e un esame più dettagliati. A tal proposito sono essenziali i pareri delle parti interessate. In particolare è necessario consultare adeguatamente gli Stati membri, gli operatori dei mercati finanziari, le associazioni di categoria dei mercati finanziari, gli studiosi, all'interno e all'esterno dell'UE, nonché il più vasto pubblico. Occorre che i risultati di questa consultazione siano tenuti in considerazione per l'eventuale attuazione dell'introduzione degli stability bond.

Pertanto la commissione ha deciso di avviare un'ampia consultazione²⁹ sul presente Libro verde, che si chiuderà l'[8 gennaio 2012]³⁰. La Commissione richiederà i pareri di tutte le parti interessate indicate in precedenza e sentirà quelli di altre istituzioni. Sulla base dei riscontri la Commissione indicherà la propria posizione sulle opportune strade da intraprendere [metà febbraio 2012].

²⁹ È possibile inviare suggerimenti mediante i consueti canali, compresa una casella di posta dedicata: ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu;

(pagina web: http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/index_en.htm).

³⁰ Al fine di un'azione tempestiva, sembra giustificata la deroga dal consueto periodo di consultazione di otto settimane alla luce del fatto che l'idea di stability bond/euroobbligazioni è già stata ampiamente discussa per un considerevole periodo.

Allegato 1: dati base sui mercati delle obbligazioni sovrane

Stato membro	Debito dell'amministrazione pubblica			Debito del governo centrale % del PIL, a fine 2010	Rendimento delle obbligazioni sovrane % annuo, a 10 anni, 8/11/2011	Spread dei CDS Punti base all'anno; contratti a 5 anni, 8.11.2011	Rating Standard & Poor's, 8.11.2011
	In Mrd EUR a fine 2010	% del PIL, a fine 2010	% dell'area euro, a fine 2010				
Belgio	340,7	96,2	4,4	87,7	4,3	292,9	AA+
Germania	2 061,8	83,2	26,4	53,2	1,8	89,3	AAA
Estonia	1,0	6,7	0,0	3,3	ND	ND	AA-
Grecia	329,4	144,9	4,2	155,6	27,8	ND	CC
Spagna	641,8	61	8,2	52,3	5,6	400,1	AA-
Francia	1 591,2	82,3	20,3	67,8	3,1	183,8	AAA
Irlanda	148,0	94,9	1,9	94,3	8,0	729,7	BBB+
Italia	1 842,8	118,4	23,6	111,7	6,8	520,7	A
Cipro	10,7	61,5	0,1	102,6	10,1	ND	BBB-
Lussemburgo	7,7	19,1	0,1	17,4	ND	ND	AAA
Malta	4,3	69	0,1	68,9	ND	ND	A
Paesi Bassi	369,9	62,9	4,7	57,3	2,2	99,6	AAA
Austria	205,6	71,8	2,6	66,2	3,0	159,9	AAA
Portogallo	161,3	93,3	2,1	91,2	11,6	1 050,9	BBB-
Slovenia	13,7	38,8	0,2	37,3	6,0	304,25	AA-
Slovacchia	27,0	41	0,3	40,1	4,0	221,2	A+
Finlandia	87,0	48,3	1,1	43,9	2,3	60,63	AAA
Area dell'euro	7 822,4	85,4	100	71,6	ND	ND	ND
<i>confronto: Stati Uniti</i>	<i>10 258</i>	<i>94,4</i>			<i>2,08</i>	<i>47,5</i>	<i>AA+</i>

Fonte: Eurostat, FMI, S&P, Bloomberg

Allegato 2: breve panoramica della letteratura sugli stability bond

Studiosi, analisti finanziari e responsabili politici hanno pubblicato numerosi documenti sull'idea delle euroobbligazioni (stability bond). Il presente allegato sintetizza i contributi pubblicati finora, raggruppandoli in base alle caratteristiche fondamentali delle proposte.

- *Affidabilità creditizia e struttura delle garanzie*: la maggior parte degli autori sottolinea l'importanza dello status di rifugio che le euroobbligazioni dovrebbero avere e che dovrebbe trovare riscontro nel rating. La più elevata affidabilità creditizia sarebbe garantita principalmente mediante una struttura di garanzie e/o lo status privilegiato. In letteratura sono presenti due tipologie fondamentali di garanzie inserite nelle euroobbligazioni: (i) garanzie in solido (Jones, Delpla e von Weizsäcker, Barclays Capital, Favero e Missale, J.P. Morgan) in cui ciascun paese garantisce ogni anno l'intera emissione di euroobbligazioni e (ii) proporzionale (Juncker e Tremonti, De Grauwe e Moesen, BBVA), in cui ciascun paese garantisce solo una quota fissa dell'emissione. Favero e Missale sottolineano che un'euroobbligazione supportata da garanzie in solido potrebbe ridurre l'esposizione alla trasmissione e al contagio del rischio. D'altro canto gli autori che propendono per una garanzia proporzionale affermano che questa tipologia riduce il rischio morale. Capaldi combina una garanzia proporzionale con protezioni del credito (riserva di liquidità, garanzie eccedenti, capitale, ecc.) in modo da garantire il rating più elevato. Delpla e Weizsäcker, Barclays Capital, Dübel propongono di garantire l'affidabilità creditizia delle euroobbligazioni rendendole privilegiate rispetto ai titoli di Stato nazionali sostenendo che anche nel caso estremo di default di un paese il valore di recupero sarebbe sufficientemente elevato da coprire pienamente le obbligazioni privilegiate. Dübel presenta un approccio leggermente diverso di assicurazione parziale di obbligazioni sovrane (privilegiate) da parte del MES.
- *Rischio morale*: il rischio morale dovuto al minore incentivo alla disciplina di bilancio è il principale argomento utilizzato contro gli stability bond e la questione più ampiamente discussa in tutte le proposte (in particolare da Issing). Alcuni autori propongono di limitare il volume delle euroobbligazioni emesse per conto degli Stati membri, spesso adottando la soglia di debito del 60% prevista nel patto di crescita e stabilità. L'eventuale ulteriore fabbisogno di finanziamento dovrebbe essere coperto con titoli di Stato nazionali. Questa idea è esaminata nel modello di obbligazioni blu di Delpla e von Weizsäcker, nel quale si suggerisce di ripartire l'emissione tra obbligazioni blu, ossia obbligazioni molto liquide e sicure (garantite in solido da tutti i paesi partecipanti) con status privilegiato, e obbligazioni rosse, puramente nazionali e subordinate. Il prezzo delle obbligazioni rosse costituirebbe un incentivo per i governi al mantenimento sotto controllo del bilancio. Analogamente Jones e Barclays Capital's propongono limiti sia al debito sia al disavanzo che consentirebbero una riduzione graduale del rapporto debito/PIL. Oltre a limitare l'emissione di euroobbligazioni, Favero e Missale propongono di risolvere il problema del rischio morale con un modello di compensazione basato sull'indicizzazione degli interessi pagati da ciascuno Stato membro (in funzione del relativo premio per rischio di credito o di parametri di bilancio). Boonstra, De Grauwe e Moesen, BBVA e Natixis propongono diverse tipologie di sistema di bonus/penalità in funzione ad es. della capacità dei diversi Stati membri di ridurre il disavanzo e il debito dell'amministrazione pubblica.
- Tutti gli autori concordando sul fatto che il rafforzamento della disciplina di bilancio debba essere la chiave di volta di qualunque progetto di euroobbligazioni, indipendentemente dalla sua portata o dalla struttura delle garanzie. Oltre all'emissione "rossa"/nazionale, Favero e Missale suggeriscono di limitare la partecipazione agli Stati membri con il più elevato rating o di emettere solo una tipologia di strumento a breve scadenza e basso rischio come i

buoni del tesoro. Barclays, BBVA, Delpla e von Weizsäcker, Eijffinger, Becker e Issing prevedono l'istituzione di organi di controllo di bilancio indipendenti e di organi speciali per l'area dell'euro che coordini le politiche di bilancio ed economiche. Il sofisticato sistema di Delpla e Weizsäcker prevede che un consiglio di stabilità indipendente proponga l'assegnazione annuale. L'assegnazione sarebbe successivamente approvata dai parlamenti nazionali degli Stati membri partecipanti, che hanno l'autorità ultima in tema di bilancio necessaria per concedere le garanzie reciproche sulle euroobbligazioni (blu). Un paese che voti contro l'assegnazione proposta si precluderebbe l'emissione di euroobbligazioni (blu) nell'anno a venire, escludendo al contempo la prestazione di garanzie per le obbligazioni blu di quella particolare annata. Boonstra propone che i paesi che violano le regole siano immediatamente e severamente puniti, ad esempio perdendo i fondi del bilancio dell'UE e perdendo il peso politico del diritto di voto negli organi della BCE.

- *Aspetti pratici dell'emissione:* la maggior parte degli autori propone un'agenzia di gestione del debito congiunta che coordini l'emissione e gestisca il debito. Nella tipologia di proposte con obbligazioni blu-rosse l'emissione della parte nazionale del debito rimarrebbe prerogativa delle tesorerie nazionali.
- *Ambito dei paesi partecipanti:* Becker cita diverse opzioni per la partecipazione alle euroobbligazioni. Le opzioni sono: (i) obbligazioni comuni emesse da paesi con lo stesso rating; (ii) obbligazioni congiunte ad hoc simili alle obbligazioni congiunte emesse da alcuni stati federali tedeschi; (iii) partecipazione a un'obbligazione pubblica comune solo se i paesi dell'UEM sono idonei mediante un solido consolidamento di bilancio nei tempi di espansione; oppure (iv) la Germania e la Francia promuovono uno strumento liquido a breve termine o un mercato comune europeo per soli buoni del tesoro.

Allegato 3: panoramica degli attuali strumenti correlati

1. Unione europea

La Commissione europea per conto dell'Unione europea gestisce attualmente tre programmi nell'ambito dei quali può concedere prestiti emettendo strumenti di debito sui mercati dei capitali, generalmente mediante controcredito. Tutte le agevolazioni prevedono il prestito sovrano. L'UE ha facoltà secondo il trattato sul funzionamento dell'Unione europea di adottare programmi di prestito e garanzia che mobilitino risorse finanziarie per l'espletamento del suo mandato.

- Nel quadro del *programma della bilancia dei pagamenti* l'UE fornisce assistenza finanziaria agli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro che si trovano in gravi difficoltà con la bilancia dei pagamenti (articolo 143 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea).
- Nel quadro del *programma del meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria*, la Commissione europea ha diritto di contrattare prestiti per conto dell'UE con la finalità di finanziare prestiti concessi nell'ambito del meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (regolamento n. 407/2010 del Consiglio, dell'11 maggio 2010). Dopo il dicembre 2010 sono stati approvati programmi di sostegno per l'Irlanda e il Portogallo per 22,5 miliardi di EUR e 26 miliardi di EUR rispettivamente.
- Il *programma AMF* concede prestiti a paesi esterni all'Unione europea. L'assistenza macrofinanziaria (AMF) è uno strumento finanziario politico di sostegno alla bilancia dei pagamenti non vincolato e non finalizzato per sostenere i paesi terzi partner (articolo 212 e articolo 213 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea). Assume la forma di prestiti o concessioni a medio/lungo termine, o una combinazione degli stessi, e integra i finanziamenti messi a disposizione nel quadro di una riforma del Fondo monetario internazionale³¹.

Rating

Il rating AAA dell'UE dipende da diversi fattori. I prestiti sono impegni diretti e incondizionati dell'UE e garantite da tutti gli Stati membri dell'UE. Le risorse di bilancio sono tratte principalmente da quanto versato dagli Stati membri, indipendentemente dai parlamenti nazionali, comprese le tariffe e i dazi sulle importazioni nell'UE e i prelievi sul gettito IVA e sul RNL di ciascuno Stato membro. Alla luce di ciò le obbligazioni emesse dall'UE sono a rischio ponderato zero e possono essere utilizzate come garanzia collaterale presso la BCE.

Per tutti i prestiti gli investitori sono in ultima istanza esposti al rischio di credito dell'UE, non a quello dei beneficiari dei prestiti finanziari. Nell'eventualità in cui un paese beneficiario vada in default, il pagamento avverrebbe con risorse del bilancio dell'UE (127 miliardi di EUR nel 2011). Gli Stati membri dell'UE sono giuridicamente obbligati dal trattato UE a mettere a disposizione i fondi per far fronte a tutti gli impegni dell'UE

Caratteristiche principali dell'emissione dell'UE

L'UE finora ha emesso obbligazioni di dimensioni benchmark nel quadro del suo programma Euro Medium Term Note (EMTN) che è stato incrementato fino a 80 miliardi di EUR per tener conto dell'emissione nel quadro del meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria. La ripresa dell'emissione benchmark è cominciata a fine 2008, spinta dalla crisi.

³¹ Per ulteriori informazioni consultare il sito:
http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/macro-financial_assistance/index_en.htm

Con l'attivazione del meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria per l'Irlanda e il Portogallo, l'UE è diventata un emittente benchmark frequente. Il piano totale di prestiti per il meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria ammonta per il 2011 a circa 28 miliardi di EUR (13,9 miliardi di EUR per l'Irlanda, 14,1 miliardi di EUR per il Portogallo; nell'ambito della bilancia dei pagamenti e dell'assistenza macrofinanziaria, circa 2 miliardi di EUR). I finanziamenti sono denominati esclusivamente in euro.

Poiché l'assistenza dell'UE è a medio termine, il ventaglio di scadenze è normalmente compreso tra 5 e 10 anni, ma può ampliarsi fino a 3-15 od occasionalmente a 30 anni.

I controprestiti garantiscono che il bilancio dell'UE non si accoli rischi di interessi o rischi di cambio. Nonostante la metodologia del controcredito, il servizio del debito dell'obbligazione rappresenta l'impegno da parte dell'Unione europea a garantire il tempestivo pagamento di tutte le obbligazioni.

Essendo un mutuatario benchmark frequente, nel quadro dei precedenti parametri l'UE intende costruire una curva dei rendimenti liquida. L'UE impone le banche capofila di creare un mercato secondario attivo, quotando in ogni momento prezzi denaro-lettera, e monitora il rispetto di tali impegni.

Definizione del finanziamento dell'UE

I prestiti dell'UE sono finanziati esclusivamente con fondi raccolti sui mercati dei capitali e non da altri Stati membri né dal bilancio.

I fondi raccolti sono in linea di principio girati in prestito al paese beneficiario, ossia con la stessa cedola, la stessa scadenza e lo stesso importo. Il principio del controcredito impone limitazioni dell'emissione dell'UE: le caratteristiche degli strumenti finanziari emessi sono definite dall'operazione di prestito, quindi non è possibile finanziare scadenze o importi diversi da quelli del prestito.

La decisione del Consiglio determina l'ammontare complessivo del programma per il paese, le rate e la durata media massima del pacchetto di prestito. Successivamente la Commissione e il paese beneficiario devono trovare un accordo sui parametri del prestito/finanziamento, sulle rate e sulle tranche. Inoltre tutte le rate, meno la prima, del prestito dipendono dal rispetto di diverse condizioni politiche analoghe a quelle dei pacchetti del FMI, che rappresentano un ulteriore fattore che influenza i tempi dei finanziamenti. Pertanto i tempi e le scadenze dell'emissione dipendono dalla correlata attività di prestito dell'UE.

Procedura del meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria

- (1) Uno Stato membro che rischi di trovarsi in condizioni di gravi difficoltà economiche o finanziarie causate da eventi straordinari al di fuori del proprio controllo può richiedere l'assistenza dell'UE nel quadro del meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria.
- (2) Il Consiglio dell'UE decide a maggioranza qualificata sulla base della raccomandazione della Commissione europea.
- (3) Lo Stato membro negozia un programma di correzioni economiche con la Commissione europea, in coordinamento con il FMI e la BCE.
- (4) Lo Stato membro beneficiario negozia con la Commissione europea i dettagli di un memorandum d'intesa e di un contratto di prestito e prende decisioni circa la realizzazione.
- (5) A seguito della firma del memorandum d'intesa e del contratto di prestito, e di una richiesta di esborso da parte dello Stato membro beneficiario, si procede alla raccolta

sui mercati dei capitali internazionali dei fondi rilasciando la prima tranche. Le successive tranche del prestito sono rilasciate solo dopo che il Consiglio dell'UE ha stabilito il rispetto da parte dello Stato membro delle condizioni previste dal contratto.

2. Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF)

Il fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF 1.0) è stato creato dagli Stati membri dell'area dell'euro a seguito della decisione del 9 maggio 2010 del Consiglio ECOFIN. Il FESF 1.0 è stato costituito come società registrata in Lussemburgo. La finalità principale del FESF è prestare assistenza finanziaria agli Stati membri dell'area dell'euro. Nell'ambito di un pacchetto complessivo di assistenza da 750 miliardi di EUR, il FESF ha ricevuto garanzie da parte degli Stati membri dell'area dell'euro pari a 440 miliardi di EUR per i prestiti girati agli Stati membri dell'area dell'euro in difficoltà finanziarie, ferme restando le condizioni previste da un programma di correzione economica con l'UE/il FMI.

Capacità di prestito

Con il FESF 1.0 l'effettiva capacità di prestito del FESF è limitata a 255 miliardi di EUR, in modo da mantenere il rating AAA delle obbligazioni del FESF (cfr. *infra*).

Rating

Il FESF 1.0 ha ricevuto un rating AAA dalle agenzie di rating. Tuttavia secondo quanto previsto dall'accordo iniziale (FESF 1.0) questo risultato è stato ottenuto a scapito di una ridotta capacità di prestito, dato che ciascun prestito del FESF deve essere coperto da i) garanzie di paesi con tripla A; ii) un ammontare di liquidità pari alla relativa quota della riserva di liquidità del FESF; e iii) un cuscinetto di liquidità specifica per il prestito. Il rating AAA dipende essenzialmente dai seguenti quattro elementi:

- (1) *Meccanismo di garanzia:* l'accordo sulle garanzie tra gli Stati membri dell'area dell'euro impone loro di emettere una garanzia irrevocabile e incondizionata per i pagamenti previsti di interessi e quota capitale sugli strumenti di finanziamento emessi dal FESF. Inoltre la garanzia copre fino al 120% della quota delle obbligazioni del FESF (capitale e interessi) di ciascuno Stato membro dell'area dell'euro, che è comunque limitata ai rispettivi impegni di garanzia stipulati nell'allegato 1 dell'accordo quadro del FESF. Eventuali mancanze dovute a questa limitazione sarebbero coperte dalle riserve di liquidità e dal cuscinetto di liquidità.
- (2) *Riserva di liquidità:* i fondi distribuiti a un mutuatario sono al netto della commissione di servizio anticipata, calcolata in 50 punti base sull'ammontare totale in quota capitale di ciascun prestito e sul valore attuale netto del margine di tasso di interesse che maturerebbe su ciascun prestito al tasso contrattuale fino alla data di scadenza programmata.
- (3) *Riserva di liquidità specifica per il prestito:* ogniqualvolta è concesso un prestito a uno Stato membro, il FESF è tenuto a creare un cuscinetto di liquidità specifico per il prestito, di dimensioni tali che ciascun prestito FESF risulti totalmente coperto da garanzie AAA e da un ammontare di liquidità pari alla relativa quota della riserva di liquidità del FESF più il rispettivo cuscinetto di liquidità specifico per il prestito.
- (4) *Possibile ulteriore supporto:* l'accordo quadro del FESF prevede che la dimensione del programma FESF possa essere modificata con approvazione unanime dei garanti. Tuttavia la capacità del FESF non può essere accresciuta indefinitamente, per non peggiorare l'affidabilità creditizia dei paesi AAA garanti. Se uno perde il rating AAA la capacità del FESF si riduce per l'ammontare della garanzia concessa da quel paese.

Le obbligazioni del FESF sono a rischio ponderato zero e utilizzabili per il rifinanziamento presso la BCE. Il rating del FESF potrebbe essere pregiudicato da un possibile peggioramento dell'affidabilità creditizia degli Stati membri dell'area dell'euro, in particolare dei garanti a tripla A. Poiché il FESF ha garanzie proporzionali, in assenza di altre protezioni del credito l'abbassamento del rating di uno Stato garante a tripla A abbasserebbe il rating AAA del FESF.

Condizionalità

L'assistenza finanziaria del FESF è collegata all'esistenza di un programma di correzioni economiche, ivi compresa una rigida condizionalità politica definita nel memorandum d'intesa. La Commissione negozia con il paese beneficiario il memorandum d'intesa in collaborazione con la BCE e il FMI.

Processo decisionale

Le decisioni sulla concessione di fondi nel quadro del FESF sono prese all'unanimità.

3. Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF 2.0)

L'accordo quadro del FESF è stato modificato in modo da poter avere a disposizione una capacità totale di prestito di 440 miliardi di EUR.

Capacità di prestito

Con il FESF 2.0 l'effettiva capacità di prestito del FESF è limitata a 440 miliardi di EUR, in modo da mantenere il rating AAA delle obbligazioni del FESF (cfr. *infra*).

Rating

Il FESF 2.0 ha ricevuto un rating AAA dalle agenzie di rating. Per aumentare l'effettiva capacità di prestito del FESF fino a un massimo di 440 miliardi di EUR si è rivisto l'accordo quadro del FESF con l'obiettivo di aumentare le garanzie dei paesi a tripla A fino a 440 miliardi di EUR. Sostanzialmente il rating AAA si basa su un elemento soltanto, il meccanismo delle garanzie.

L'accordo sulle garanzie tra gli Stati membri dell'area dell'euro impone loro di emettere una garanzia irrevocabile e incondizionata per i pagamenti previsti di interessi e quota capitale sugli strumenti di finanziamento emessi dal FESF. Inoltre la garanzia copre fino al 165% della quota delle obbligazioni del FESF (capitale e interessi) di ciascuno Stato membro dell'area dell'euro, che è comunque limitata ai rispettivi impegni di garanzia stipulati nell'allegato 1 dell'accordo quadro del FESF. Le obbligazioni del FESF sono a rischio ponderato zero e utilizzabili per il rifinanziamento presso la BCE.

Il rating del FESF potrebbe essere pregiudicato da un possibile peggioramento dell'affidabilità creditizia di uno Stato membro dell'area dell'euro, in particolare dei garanti a tripla A. Poiché il FESF ha garanzie proporzionali, in assenza di altre protezioni del credito l'abbassamento del rating di uno Stato garante a tripla A abbasserebbe il rating AAA del FESF.

Condizionalità

L'assistenza finanziaria del FESF è collegata a una rigida condizionalità politica definita in un memorandum d'intesa. La Commissione negozia con il paese beneficiario il memorandum d'intesa in collaborazione con la BCE e il FMI. Oltre ai prestiti nel quadro di un programma di correzioni macroeconomiche, il FESF può concedere anche linee di credito, compiere operazioni sui mercati obbligazionari primario e secondario e concedere prestiti al di fuori di programmi per la ricapitalizzazione di istituti finanziari.

Processo decisionale

Le decisioni sulla concessione di fondi nel quadro del FESF sono prese all'unanimità.

4. Meccanismo europeo di stabilità (MES)

Il 24-25 marzo 2011 i capi di Stato e di governo dell'UE hanno sostenuto la creazione del MES quale meccanismo anticrisi permanente volto a salvaguardare la stabilità dell'euro e la stabilità finanziaria in Europa. Il MES sarà il più grande istituto finanziario internazionale del mondo, con un capitale di 700 miliardi di EUR, di cui 80 miliardi di EUR versati. L'entrata in esercizio del MES era inizialmente prevista per il luglio 2013 ma si prevede un anticipo a metà 2012.

5. Obbligazioni congiunte dei Länder tedeschi

Un segmento speciale del mercato obbligazionario dei Länder (stati) tedeschi è quello dei cosiddetti Jumbo. Si tratta di obbligazioni emesse da più stati tedeschi. Finora sono stati emessi 38 Jumbo da sindacati comprendenti da cinque a sette stati, con l'eccezione del Jumbo particolarmente grande del 1997, ripartito tra dieci stati. Finora tutti i Jumbo sono stati organizzati come obbligazioni semplici e la dimensione media dell'emissione è stata leggermente superiore a 1 miliardo di EUR, oltre sette volte la dimensione dell'emissione media in un Land. I partecipanti al programma Jumbo sono perlopiù stati di piccole dimensioni o con scarsa popolazione. I Jumbo sono più liquidi rispetto alle tradizionali obbligazioni dei Länder, e fanno risparmiare alle tesorerie degli stati parte del premio per rischio di liquidità rispetto a un'emissione relativamente piccola con un singolo emittente. Dal punto di vista degli investitori un Jumbo costituisce un'obbligazione strutturata composta da crediti separati nei confronti degli stati partecipanti in funzione della loro quota nell'emissione congiunta. Gli stati sono quindi responsabili proporzionalmente e non in solido.

Caratteristiche delle obbligazioni

- Frequenza di emissione: generalmente 2-3 emissioni all'anno
- Scadenze: 5-10 anni
- Dimensioni: 1-1,5 miliardi di EUR
- Uno stato coordina l'emissione e svolge le funzioni di agente per pagamenti.

Rating

Le emissioni hanno ricevuto da Fitch il rating AAA. Il motivo è che fino a poco tempo fa Fitch assegnava il rating AAA a tutti gli stati tedeschi in virtù del Länderfinanzausgleich (ossia un processo di perequazione che costituisce un meccanismo di solidarietà e garanzia implicita tra i Länder e in ultima istanza lo stato federale). Questo spiega anche la frequente divergenza tra i rating di Fitch e delle altre agenzie. Non tutti i Länder tedeschi ricevono ancora un rating da Fitch.

Secondo quest'ultima il rating AAA rispecchia l'affidabilità creditizia individuale di tutti i sette stati federati tedeschi coinvolti nell'emissione congiunta. Si basa sul forte meccanismo di sostegno che vale per tutti i membri della federazione tedesca e sulle ampie linee di liquidità di cui beneficiano, che garantiscono il tempestivo pagamento ed eguagliano l'affidabilità creditizia degli stati a quella della Repubblica federale di Germania. Fitch osserva come i meccanismi di supporto si applichino a tutti i membri della federazione tedesca: il governo federale (Bund) e i 16 stati federati. Le differenze tra i risultati economici e finanziari degli stati federati sono irrilevanti, dato che tutti i Länder hanno pari titolo a ricevere assistenza finanziaria dal governo federale in caso di difficoltà finanziarie. Le obbligazioni congiunte dei Länder tedeschi sono a rischio ponderato zero e utilizzabili per rifinanziamento presso la BCE.

Allegato 4: documentazione e convenzioni di mercato

Come citato nella sezione 4, l'introduzione di uno stability bond renderebbe necessario definire diverse caratteristiche dei titoli e convenzioni di mercato. Tra queste vi potrebbero essere:

- Giurisdizione dell'emissione degli stability bond: le obbligazioni del FESF e dell'UE/MESF sono emesse secondo il diritto inglese, ma in questo caso potrebbero incontrarsi resistenze politiche.
- Scadenza dei titoli: la strategia di finanziamento degli stability bond deve essere determinata con l'obiettivo di i) sviluppare emissioni di riferimento e una curva dei rendimenti, e ii) ottimizzare i costi di finanziamento, dato che l'emissione in alcuni segmenti della curva dei rendimenti è più costosa che in altri. L'emissione di titoli a breve termine (buoni ordinari) oltre a quelli a scadenze più lunghe migliorerebbe la flessibilità della tesoreria e garantirebbe un accesso significativamente migliore al finanziamento.
- Tipi di cedole (fissa, variabile, zero coupon, indicizzata all'inflazione): per la fase iniziale e per agevolare lo sviluppo dello status di benchmark, è preferibile concentrarsi su strutture classiche (plain vanilla). In questo modo si agevolerebbe lo sviluppo dei relativi strumenti derivati, in particolare opzioni e future.
- Borsa su cui quotare i titoli: le obbligazioni del FESF e dell'UE/MESF sono attualmente quotate alla borsa del Lussemburgo. Per gli stability bond questa soluzione potrebbe rivelarsi troppo limitata, anche se la quotazione su diverse borse comporterebbe maggiori costi.
- Convenzioni di liquidazione: queste convenzioni dovrebbero essere definite con l'obiettivo di sostenere l'attrattiva degli strumenti, ossia per i titoli a breve termine con t+1 (per agevolare il conseguimento degli obiettivi di tesoreria a breve termine) e per i titoli a più lungo termine con t+3 (per minimizzare il rischio di mancato regolamento).
- Strategia per la creazione e la conservazione di una base di investitori: sarebbe necessario instaurare rapporti con i potenziali investitori, con eventualmente la necessità di decidere se creare un gruppo di operatori primari, come integrare il settore al dettaglio, ecc.
- Introduzione di clausole di azione collettiva, al fine di consentire una procedura organizzata per la risoluzione di eventuali futuri problemi di solvibilità.

Riferimenti

- Assmann, Ch. and J. Boysen-Hogrefe (2011), Determinants of government bond spreads in the euro area: in good times as in bad, Institut für Weltwirtschaft Kiel, forthcoming in *Empirica*.
- Barclays Capital Economic Research (2011), Euro Themes, A proposal to restore euro area stability 18 August 2011
- BBVA (2011), A unified sovereign debt issuance procedure in the Euro area with a Basket Bond, Global Public Finance – Policy report No. 1
- Becker, W., The Creation of a Common European Government Bond, Arguments Against and Alternatives, Cahier Comte Boël, No. 14, ELEC, April 2010
- Bini-Smaghi, L. (2011), European democracies and decision-making in times of crisis. Speech at the Hellenic Foundation for European and Foreign Policy, Poros, 8 July 2011, <http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp110708.en.html>
- Boonstra, W.W. (2010), The Creation of a Common European Bond Market, *Cahier Comte Boël*, No. 14, ELEC, April 2010.
- Carstensen, K.(2011), Eurobonds, Ausweg aus der Schuldenkrise?, Ifo Institute, http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoContent/N/pr/pr-PDFs/PK_20110817_Eurobonds_PPT.pdf
- De Grauwe, P. and W. Moesen (2009), Gains for all: a proposal for a common euro bond, *Intereconomics*, May/June 2009, pp.132 – 135.
- Delpla, J. and von Weizsäcker, J. (2010), The Blue Bond Proposal, *Bruegel Policy Briefs 420*, Bruegel, Brussels 2010
- Dübel, H-J. (2011), Partial sovereign bond insurance by the eurozone: A more efficient alternative to blue (Euro-)bonds, CEPS Policy Brief No. 252
- EPDA/SIFMA (2009), Towards a Common European T-bill Briefing Note March 2009
- Eijffinger, S.C.W. (2011), Eurobonds – Concepts and Implications, *Briefing Note to the European Parliament*, March 2011
- Favero, C.A. and A. Missale (2010), EU Public Debt Management and Eurobonds, Chapter 4 in *Euro Area Governance - Ideas for Crisis Management Reform*, European Parliament, Brussels
- Frankfurter Allgemeine Zeitung (2011) Gemeinschaftsanleihen: Eurobonds erhöhen Zinslast um Milliarden, by Philip Plickert, 19 July 2011, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/gemeinschaftsanleihen-eurobonds-erhoehen-zinslast-um-milliarden-11115183.html#Drucken>
- Giovannini Group (2000), Report on co-ordinated issuance of public debt in the euro area, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf.
- Issing, O. (2009), Why a Common Eurozone Bond Isn't Such a Good Idea, White Paper No. 3, Center for Financial Studies, Frankfurt 2009
- Jones, E. (2010), A Eurobond Proposal to Promote Stability and Liquidity while Preventing Moral Hazard, ISPI Policy Brief, No 180, March 2010
- Jones, E. (2011), Framing the Eurobond, ISPI Commentary, 1 September 2011

J.P. Morgan (2011), Designing and pricing the gold-plated Stability Bond, Global Fixed Income Markets Weekly, 26 August 2011

Monti, M. (2010) Una nuova strategia per il mercato unico. Al servizio dell'economia e della società europea. Rapporto al Presidente della Commissione europea, http://ec.europa.eu/bepa/pdf/monti_report_final_10_05_2010_it.pdf

NATIXIS (2011), What bonus/penalty system for the Stability Bond? Flash Economics No 613, 22 August 2011

Prodi, Romano e Alberto Quadrio Curzio (2011), EuroUnionBond ecco ciò che va fatto, Il Sole 24 hore, 23 August 2011

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), Jahresgutachten 2011/12

Schäuble, W. (2010), Schäuble on Eurobonds and fiscal union, interview with Querentin Peel, Financial Times, 5 December 2010, <http://video.ft.com/v/698922855001/Sch-uble-on-eurobonds-and-fiscal-union>

Juncker, J.C. and G. Tremonti (2010), Stability Bonds would end the crisis, *The Financial Times*, 5 December 2010