

5

# GLI STABILITY BOND

28 novembre 2011

a cura di Renato Brunetta

# EXECUTIVE SUMMARY (1/2)

- Il 23 novembre 2011 la Commissione Europea ha presentato un documento di consultazione circa la possibilità di introdurre **Stability Bond**
- Il dibattito relativo all'emissione di obbligazioni comuni in Europa ha origini lontane (1993) ma questa volta si presenta come soluzione alla **crisi dei debiti sovrani**
- La crisi del debito pubblico in Europa ha origine con la crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti a metà 2007. A causa della **speculazione finanziaria**, la crisi si è propagata dagli USA in Europa
- I governi di tutto il mondo hanno contratto debiti per salvare la finanza privata ma, per tutta risposta, quest'ultima ha speculato contro i **governi indebitati**
- In particolare, la speculazione ha colpito l'**Unione Europea** in quanto, a differenza di USA, Gran Bretagna, Svizzera e Giappone, la **Banca Centrale** non garantisce il **debito sovrano** dei Paesi che ne fanno parte

# EXECUTIVE SUMMARY (2/2)

3

- Tuttavia, l'emissione di obbligazioni comuni in Europa può generare fenomeni di **azzardo morale** da parte degli Stati più deboli, che potrebbero scaricare sugli Stati più forti il costo del proprio debito
- Al fine di evitare il verificarsi di tale circostanza, contestualmente all'introduzione di **Stability Bond**, si rende necessaria
  - una **governance economica europea** più forte
  - una maggiore **vigilanza** da parte dell'UE sulle **politiche di bilancio** degli Stati membri

# INDICE

- Dal Libro Bianco al Libro Verde
- La bolla immobiliare
- La speculazione della finanza privata
- La crisi dei mutui subprime
- La contaminazione
- La finanza pubblica salva la finanza privata
- Il debito pubblico
- Il paradosso
- La speculazione sui debiti sovrani
- Le 3 opzioni del Libro Verde
- Le 3 opzioni a confronto
- Risultati
- La presentazione di Barroso
- Le reazioni

# DAL LIBRO BIANCO AL LIBRO VERDE

5

- **1993: Libro Bianco** sulla crescita, la competitività e l'occupazione
  - ▣ pubblicazione della Commissione Europea (presidente **Delors**)
  - ▣ lancia gli **Union Bond**, per **finanziare grandi progetti infrastrutturali**
- **2003: Semestre di Presidenza italiana** dell'Unione Europea
  - ▣ viene rilanciata l'idea degli **Euro Bond**, sulla base della proposta del 1993
- **2011: Libro Verde** sulla opportunità di emettere **Stability Bond**
  - ▣ pubblicazione della Commissione Europea (presidente **Barroso**)
  - ▣ finalità: **favorire la stabilità e l'integrazione finanziaria**

# LA BOLLA IMMOBILIARE

6

- Negli anni tra il 2001 e il 2006, la liquidità disponibile sul mercato statunitense determina
  - un'impennata dei **prezzi immobiliari**
  - un aumento dell'**indebitamento** delle famiglie
  - la diffusione dei **mutui "subprime"**, concessi a soggetti di non primaria solvibilità, per i quali si prevede tuttavia che il pieno valore della casa sarà coperto dall'andamento a rialzo dei prezzi

Il **debito** spinge il **consumo**, che spinge la **crescita economica**

# LA SPECULAZIONE DELLA FINANZA PRIVATA

7

## □ Le banche

- portano fuori bilancio i crediti derivanti dai mutui, emettendo titoli garantiti dai mutui stessi (**cartolarizzazione**)
- una volta venduto il credito cartolarizzato, che l'acquirente finale paga immediatamente, sono sgravate dal rischio di insolvenza del debitore iniziale
- con i fondi ricavati dalla vendita del credito cartolarizzato emettono nuovi mutui, che ricartolarizzano

Gli strumenti finanziari (**derivati**) così creati, successivamente definiti "**titoli tossici**", sono scambiati su un **mercato secondario, non regolamentato**, da operatori finanziari di **tutto il mondo**

# LA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME

8

- A partire dal 2006
  - ▣ la crescita del settore immobiliare rallenta
  - ▣ le famiglie non riescono a rimborsare i mutui
  - ▣ aumenta il numero dei pignoramenti e delle vendite immobiliari, generando un'ulteriore caduta dei prezzi

**Crolla il valore dei derivati collegati ai mutui, causando il fallimento delle società emittenti e contagiando i mercati finanziari di tutto il mondo**

# LA CONTAMINAZIONE

9

La difficoltà, comune alle banche di tutto il mondo, di determinare quantità, tipologia e valore dei titoli tossici detenuti in portafoglio genera una **crisi di fiducia nel sistema bancario**



il 9 agosto 2007 il tasso di interesse interbancario, che le banche applicano ai prestiti tra loro, raggiunge il livello più alto dal 2001

*“La cattiva coscienza di ogni banca sui propri attivi, sproporzionati al capitale, si era proiettata sulle altre”*

(Geminello Alvi – Il capitalismo, 2011)

# LA FINANZA PUBBLICA SALVA LA FINANZA PRIVATA

10

- L'amministrazione **USA** vara un piano da **700 miliardi di dollari** per **acquistare** o **assicurare** i **titoli tossici** presenti nei bilanci delle banche, altrimenti destinate al fallimento
- Anche nel **resto del mondo** la finanza pubblica salva, **indebitandosi**, la finanza privata

*“Il capitale fittizio da debito privato diventò debito pubblico”*

(Geminello Alvi – Il capitalismo, 2011)

# IL DEBITO PUBBLICO

11

- Al 5 giugno 2011 l'**esposizione dei governi** nei confronti del **sistema bancario** è pari a
  - **2.028,4 miliardi di dollari** negli **USA**
  - **1.221.2 miliardi di euro** in **Europa**

(dati ufficio studi Mediobanca)

# IL PARADOSSO

12

***“I governi hanno contratto molti debiti per salvare il sistema finanziario.  
E la grande finanza cosa fa? Specula contro i governi indebitati.  
Riescono a far denaro sul disastro che loro stessi hanno creato”***

*(Joseph Stiglitz, 4/2/2010)*

# LA SPECULAZIONE SUI DEBITI SOVRANI

13

- Alla speculazione partecipano le **agenzie di rating**
  - ▣ che avevano avuto un ruolo importante già nella **diffusione dei titoli tossici** in quanto, a causa dell'opacità dei contenuti di questi ultimi, la facilità di vendita era dipesa strettamente dal punteggio emesso dalle agenzie
  - ▣ che sono **controllate** dai **fondi** e dalle **banche d'affari** che comprano e vendono i titoli a cui le stesse agenzie attribuiscono i voti
- In particolare, la speculazione colpisce l'**Unione Europea** in quanto, a differenza di USA, Gran Bretagna, Svizzera e Giappone, la **Banca Centrale** non garantisce il **debito sovrano** dei Paesi che ne fanno parte

# LE 3 OPZIONI DEL LIBRO VERDE

14

1. **Sostituzione totale** dei titoli di Stato nazionali con obbligazioni comuni, **responsabilità distinte ma solidali** tra gli Stati
2. **Sostituzione parziale** dei titoli di Stato nazionali con obbligazioni comuni, **responsabilità distinte ma solidali** tra gli Stati
2. **Sostituzione parziale** dei titoli di Stato nazionali con obbligazioni comuni, **responsabilità distinte e non solidali** tra gli Stati

# LE 3 OPZIONI A CONFRONTO

15

	Opzione 1	Opzione 2	Opzione 3
Grado di <b>sostituzione</b> dei titoli nazionali	Intero ammontare delle emissioni	Parziale *	Parziale *
<b>Responsabilità</b>	Piena e solidale	Piena e solidale	<i>Pro rata</i>
Effetti su <b>stabilità e integrazione</b>	Sostanziali	Medi	Limitati
Rischio di <b>azzardo morale</b>	Alto	Medio	Basso
Necessità di <b>revisione dei Trattati</b> **	Significativa	Parziale	No

\* Assume rilevanza centrale, soggetta alla valutazione dei mercati, la determinazione dell'ammontare di obbligazioni comuni rispetto all'importo dell'intera emissione

\*\* Si allungano i tempi di implementazione, per quanto già solo la prospettiva dell'emissione di Stability Bond può avere effetti immediati sui mercati

# RISULTATI

16

- Con l'emissione di **Stability Bond**, gli Stati che risentono di tassi di interesse più alti sui titoli sovrani possono beneficiare del maggior credito di cui godono sui mercati gli Stati con interessi sul debito più bassi. Si riduce, pertanto, la pressione sui debiti sovrani
- Quanto sopra descritto può comportare fenomeni di **azzardo morale**, per cui gli Stati deboli scaricano il costo del proprio debito sugli Stati più forti e non sono stimolati a correggere i comportamenti poco virtuosi. Si rende necessaria
  - ▣ una **governance economica europea** più forte
  - ▣ una maggiore **vigilanza** da parte dell'UE sulle **politiche di bilancio** degli Stati membri

# LA PRESENTAZIONE DI BARROSO

***“Riteniamo che la creazione di un mercato obbligazionario comune possa portare grandi vantaggi all’Unione Europea. Sul tema adesso c’è il primo contributo formale, l’auspicio è di avere un’analisi chiara e obiettiva e una discussione che non venga affrontata con posizioni dogmatiche. La Commissione al momento non ha formato un proprio parere in merito alle tre opzioni presentate: adesso bisogna ascoltare tutti e solo alla fine delle consultazioni [8 gennaio 2012, nda] si scioglieranno le riserve [entro metà febbraio 2012, nda]. Considerare questa nostra mossa come un atto contro qualche governo di un paese membro sarebbe assurdo. Dai miei contatti posso dire che non c’è alcuna opposizione, al contrario c’è interesse. Le riserve ci sono ma riguardano le tempistiche. Di questo sono contento perché vuol dire che nel merito non c’è alcuna riserva”***

Bruxelles, 23/11/2011

# LE REAZIONI (1/3)

*“Se vogliamo la stabilità dell’Eurozona bisogna andare verso un’unione fiscale. Solo in questo contesto molti altri temi, come gli Stability Bond, potranno dare il loro contributo. **Tutto è possibile all’interno di un’unione fiscale** ma molte cose buone in sé possono diventare pericolose al di fuori di una solida unione”*

Mario Monti, Strasburgo, 24/11/2011

*“Non si tratta di essere contro o a favore. Ci sono delle debolezze nell’area euro e passo dopo passo devono essere superate. **Non ritengo necessari gli Stability Bond**, la priorità è la crescita. Siamo ancora lontani da avere tutti le stesse idee, ogni Paese ha delle idee su come attenersi al pacchetto di stabilità nel futuro ma, per quanto riguarda la Germania, le nostre posizioni non sono cambiate”*

Angela Merkel, Strasburgo, 24/11/2011

*“È pericoloso parlare di **Stability Bond** senza parlare, insieme, di **governance** e di **sanzioni**: è un pacchetto complessivo che presenteremo insieme”*

Nicolas Sarkozy, Strasburgo, 24/11/2011

## LE REAZIONI (2/3)

*“Credo che sia un’idea giusta quella di avere bond europei e di poter condividere le emissioni di prestiti. **L’idea è giusta e logica quando si ha uno stesso mercato, quando si ha la stessa moneta.** Ecco perché la Commissione Europea ha fatto una proposta, ha aperto il dibattito con tre opzioni, più o meno condivise, nel quadro del Trattato attuale o nel caso in cui il Trattato dovesse evolvere quindi proposte per questi bond di stabilità, come sono stati battezzati. Semplicemente, prima dell’emissione di obbligazioni europee, dobbiamo trarre insegnamento dalla crisi attuale e dalle difficoltà nelle quali versiamo. Non si può avere l’unione monetaria e la disunione economica. Dobbiamo impegnarci a costruire un’unione economica. **Il presupposto per andare verso l’emissione di prestiti comuni è proprio quello di un maggiore coordinamento economico, fiscale e di bilancio.**”*

Michel Barnier, 24/11/2011

audizione in Commissioni riunite VI, X e XIV di Senato e Camera

## REAZIONI (3/3)

***“Se da un lato la prospettiva di introdurre in qualche forma gli Stability Bond potrebbe attenuare la crisi del debito sovrano, da solo lo strumento non è atto a risolvere la crisi. Dobbiamo lavorare su tutti i fronti. È evidente che ogni forma di emissione comune di obbligazioni, che comporta un’ulteriore condivisione dei rischi, dovrebbe andare di pari passo con una sorveglianza fiscale molto rafforzata e con un maggiore e più incisivo coordinamento politico quindi con un rafforzamento della governance economica nell’area dell’euro e questo avrebbe ripercussioni e implicazioni anche per quanto riguarda la sovranità di bilancio quindi anche la sovranità parlamentare sulle prerogative di bilancio. Questo richiede un dibattito di sostanza negli Stati membri proprio in ordine alla disponibilità dei parlamenti a procedere su questa strada”***

Olli Rehn, 25/11/2011

audizione in Commissioni riunite V e XIV di Senato e Camera