

EUROBOND UNA SCELTA CONTESTATA

Perché l'opposizione tedesca non è poi così irrazionale e quanto conta il cambio di posizione della Germania

Erik Jones

L'OPPOSIZIONE TEDESCA ALLA PROPOSTA DI EUROBOND è veemente. Che si tratti di sondaggi presso l'opinione pubblica o di editoriali sulla stampa popolare, la risposta che emerge è sempre la stessa. I cittadini tedeschi non vogliono essere chiamati a rispondere dei debiti contratti da greci, irlandesi, portoghesi, spagnoli o italiani. Non sono disposti a correre il rischio di dover essere loro a pagare per quei paesi che hanno fatto ricorso all'indebitamento in maniera irresponsabile. E non ritengono che ai loro parlamentari debba essere consentito di prendere una decisione che sarebbe poi troppo doloroso rovesciare. L'errore dell'adesione alla moneta unica è bastato: la Germania non aderirà a un'Unione europea del debito.

Questa posizione è tanto chiara quanto irrazionale, per lo meno dal punto di vista di coloro che sostengono la proposta Eurobond. In primo luogo, l'idea alla base della creazione di Eurobond era quella di mettere in atto incentivi di mercato per i paesi molto indebitati affinché tenessero sotto controllo la spesa pubblica.

La proposta delineata dal ministro dell'Economia Giulio Tremonti e dal primo ministro del Lussemburgo Jean-Claude Juncker in un editoriale pubblicato sul *Financial Times* nel dicembre 2010 illustra molto bene questo concetto. Agli stati verrebbe concesso di ricorrere al credito sotto forma di Eurobond poco onerosi solo fino a una certa quota del loro prodotto interno lordo; avrebbero accesso a tale credito a condizioni molto rigide e si dovrebbero impegnare a onorare queste obbligazioni prima di tutto il resto.

Ogni ulteriore indebitamento sarebbe molto più costoso poiché risulterebbe molto più rischioso per gli investitori. Ne conseguirebbe un incentivo per gli stati a rimanere entro i limiti.



«Il mio nome è Bond. Euro Bond. Qualcuno mi ha chiamato?» «Quello comunque è scosso, non mosso!». «Io lo trovo dolce!».

La posizione tedesca

Entrando ancora di più nel merito, la Germania è già esposta, direttamente e indirettamente, a perdite significative in caso di default dei paesi europei più indebitati. Direttamente perché le banche tedesche sono l'origine di gran parte dei prestiti ora a rischio. I fondi pensione tedeschi hanno inoltre investito pesantemente in debito sovrano che ora appare discutibile. E, da ultimo, la Germania è il principale azionista della Banca centrale europea, l'istituzione con la massima esposizione. Indirettamente perché il sistema finanziario tedesco dipende dalle banche di altri paesi europei per il proprio finanziamento. Se queste altre banche de-

vono affrontare delle perdite, anche le banche tedesche avranno delle difficoltà.

Infine, l'introduzione degli Eurobond dovrebbe abbassare il rischio di default. Al momento i paesi fortemente indebitati sono in affanno perché non riescono a ricorrere al capitale privato a tassi di interesse accessibili. Grecia, Irlanda e Portogallo sono già stati espulsi dal mercato. Spagna e Italia stanno pagando un prezzo molto alto per poterci rimanere. Più i paesi dovranno pagare per il loro indebitamento, maggiore è la probabilità che siano costretti a svalutare il capitale del loro debito. La Grecia ha trascorso gran parte dell'estate nel tentativo di scongiurare questo risultato che

L'errore dell'adesione alla moneta unica è bastato: la Germania non aderirà a un'Unione europea del debito

ora appare inevitabile. Gli speculatori sul mercato scommettono che presto altri paesi la seguiranno. E questa speculazione sfocia in tassi di interesse più alti che, a loro volta, rendono più probabile il default.

In altri termini, l'opposizione tedesca agli Eurobond è irrazionale dal punto di vista dei loro sostenitori poiché l'introduzione degli Eurobond aumenterebbe la disci-



L'introduzione degli Eurobond metterebbe la Germania al riparo dalle perdite causate dall'indebitamento già contratto

plina fiscale dei paesi più indebitati, metterebbe la Germania al riparo dalle perdite causate dall'indebitamento già contratto e diminuirebbe l'influenza degli speculatori sul mercato. Tuttavia, il fatto che sia irrazionale da un punto di vista non rende la posizione tedesca irrazionale in termini assoluti. Al contrario, gli oppositori tedeschi agli Eurobond dicono di temere che un tale strumento li obbligherà ad accettare dei rischi per il futuro. Questi preferirebbero sobbarcarsi ora delle perdite piuttosto che affrontare un destino incerto. Per i fautori degli Eurobond, le perdite attuali appaiono notevo-

li e i rischi per il futuro sembrano minori. Per i tedeschi i rapporti sono esattamente invertiti.

Questa distinzione tra sostenitori e oppositori della proposta sugli Eurobond potrebbe apparire illogica, ma non lo è. Anzi, si tratta di un problema piuttosto comune nell'economia comportamentale, come hanno dimostrato Daniel Kahneman e Amos Tversky con la ricerca sulla "Teoria del prospetto" che ha poi portato al premio Nobel (di cui fu insignito solo Kahneman nel 2002 poiché il comitato Nobel non assegna il premio a ricercatori deceduti e Tversky morì nel 1996).

La Teoria del prospetto Kahneman e Tversky hanno dimostrato che gli individui rispondono diversamente a perdite e guadagni anche quando il valore atteso del risultato finale è esattamente lo stesso. L'idea è semplice. Davanti all'incertezza riguardan-

te i possibili rischi, la tendenza è quella di esagerare le perdite. Nell'esempio degli Eurobond, i tedeschi possono sollevare tutta una serie di domande. Come possiamo essere sicuri che l'accesso ai bond sarà limitato? Quale meccanismo verrà utilizzato per far sì che i paesi più indebitati rimborsino gli Eurobond prima di ogni altra forma di debito contratto? Cosa accadrà se gli investitori si spaventano e si rifiutano di continuare a finanziare gli Eurobond? Queste domande provocano un'incertezza che nel tempo potrà solo crescere. Di conseguenza, aumenta in maniera spropositata il rischio percepito dai tedeschi di dover essere loro a coprire le perdite sugli Eurobond emessi a nome di Grecia, Irlanda, Portogallo e così via. E aumenta inoltre l'opposizione psicologica alla proposta sugli Eurobond. I tedeschi preferirebbero limitare le loro perdite oggi piuttosto che affrontare la prospettiva di un'esposizione così incerta nel futuro.

Il calcolo che fanno i fautori degli Eurobond è esattamente opposto. Avendo di fronte precisamente lo stesso livello di incertezza, si concentrano sui vantaggi concreti che il presente potrebbe apportare e prestano minore attenzione alle implicazioni degli sviluppi futuri. E qui dovremmo ritornare al punto relativo alla disciplina fiscale. Al momento attuale è abbastanza semplice per i sostenitori degli Eurobond tenere in poco conto le im-

plicazioni di un accesso vincolato al finanziamento tramite bond a condizioni di favore. La cosa essenziale è ridurre il costo della copertura del debito. È questo il guadagno immediato. Ci sarà poi tempo per fare i conti con la disciplina di mercato a cui dovrà sottostare in futuro la finanza pubblica.

L'altro elemento che si può trarre dalla "teoria del prospetto" è che le emozioni che ruotano intorno al timore di una perdita sono più forti di quelle che si associano alla prospettiva di un guadagno. Questo spiega il motivo per cui la passione che mostrano i tedeschi nel loro rifiuto degli Eurobond è molto superiore a quella individuabile in coloro che invece sono a favore della proposta. Spiega perché sia più facile che i tedeschi si mobilitino e siano anche più espliciti nel dar voce alle loro opinioni. Opporsi agli Eurobond in Germania fa vendere più copie di giornali di quante non ne facciano vendere articoli di senso contrario pubblicati sulla stampa greca, irlandese o spagnola.

"Opera di convincimento"

Modificare radicalmente questa situazione sarà un'impresa. Tanto per cominciare, i politici europei dovranno ricontestualizzare il dibattito tedesco per mettere in evidenza i guadagni che deriveranno per la Germania dall'introduzione degli Eurobond e per minimizzare l'incertezza che riguarda le possibili perdite future. Ciò comporterà

delle concessioni concrete da parte dei paesi fortemente indebitati a proposito della loro disponibilità a tenere sotto controllo in futuro la spesa pubblica. Le iniziative recenti volte a introdurre nella legislazione nazionale dei vincoli formali su debito pubblico e deficit di bilancio fanno parte di questo sforzo di ricontestualizzazione. Tali vincoli potranno non sembrare molto sensati a un economista keynesiano, ma forniscono nondimeno un sostanziale supporto psicologico. Una parte più difficile di questo esercizio di ridefinizione sarà convincere i tedeschi dei vantaggi che deriveranno dall'introduzione degli Eurobond. Anche in questo caso dovranno essere fatte delle concessioni: ciò che i tedeschi vogliono sentirsi dire è che i paesi fortemente indebitati adempiranno ai loro obblighi. Pretendono di vedere prove certe del fatto che l'attuale debito sovrano verrà rimborsato in toto e rispettando le scadenze. Ridefinire in tal modo la questione esclude ogni possibilità di ristrutturazione, perché ciò si-

gnificherebbe che i creditori subiranno delle perdite senza alcun guadagno. Solo un impegno solido per il rimborso potrà modificare i termini del dibattito.

Fortunatamente, le proposte sugli Eurobond avanzate da Tremonti e altri sono in grado di soddisfare le richieste poste da entrambi i versanti di questo esercizio di ricontestualizzazione. Creano una disciplina di mercato in linea con i requisiti formali in termini di debito e deficit e abbassano il costo della copertura del debito in maniera tale da consentire ai paesi più indebitati di onorare appieno i loro impegni. Adesso sta ai politici europei riuscire a rafforzare questo messaggio. Sono loro che possono modificare i termini del dibattito. E quando l'avranno fatto, scopriranno che, dopo tutto, è possibile vincere anche la più ferma opposizione tedesca. ■

Questo articolo è stato pubblicato in lingua inglese nella collana *Commentary* dell'Istituto per gli studi di politica internazionale (Ispi), www.ispionline.it.



Erik Jones è direttore del Bologna Institute for Policy Research (Bipr) e professore di European Studies al Johns Hopkins Bologna Center, la sede europea della Scuola di studi internazionali avanzati (Sais) della Johns Hopkins University di Washington D.C., da sempre tra i più importanti centri di studi internazionali al mondo e una delle nove scuole della Johns Hopkins University di Baltimora. Fondato nel 1955, il Bologna Center offre a studenti laureati di tutto il mondo un programma post-laurea per conseguire un master nel campo delle relazioni internazionali secondo gli standard di istruzione americani (www.jhubc.it).