

# La crisi del debito

## Eurobond – la strada sbagliata per uscire dalla crisi

- Il limitato accesso al credito, il livello degli interessi sul debito e il timore per le conseguenze di un fallimento tengono a freno l'indebitamento.
- Se però i paesi dell'Eurozona mantengono la loro sovranità fiscale, l'introduzione degli eurobond o di un fondo di rimborso del debito aggira questo ostacolo.

I governi dei paesi con una problematica performance di bilancio e interessi sul debito attualmente elevati chiedono a gran voce gli eurobond, supportati dai rappresentanti UE che in caso di una disgregazione dell'Eurozona potrebbero perdere il loro incarico. La Germania, invece, non è disposta a garantire senza contropartita i debiti comuni dell'Europa, mettendo a rischio il patrimonio e il futuro della propria economia. L'Europa meridionale non vuole tuttavia farsi dettare dal Nord come gestire il bilancio statale.

La situazione sarebbe più semplice se un gruppo di paesi ugualmente indebitati e con la stessa forza economica collaborasse più strettamente. Se però di fatto la Germania toglie ad altri paesi la pressione regolatrice dei creditori preoccupati e si assume il rischio di un fallimento statale, ci si chiede come le venga garantito che in futuro i beneficiari adotteranno una gestione responsabile. Un comitato comune dei paesi dell'Eurozona, come è previsto per il controllo dei criteri di Maastricht e per il nuovo patto fiscale, sarebbe una tigre di carta e fallirebbe come finora a causa degli interessi politici troppo forti di molti paesi a indebitarsi maggiormente. Se si toglie il rischio di un fallimento statale, manca il contrappeso al desiderio di gruppi di interesse nazionali di un minore onere fiscale, di maggiori sovvenzioni statali e reti di sicurezza sociale.

### Quasi tutti i paesi sono unioni fiscali

La maggior parte degli stati sono unioni monetarie e fiscali di regioni, paesi, province o cantoni. Oltre al bilancio del rispettivo governo federale, le unità nazionali subordinate dispongono di propri governi e bilanci fiscali con un differente livello di sovranità. In tutti i casi vale tuttavia il principio organizzativo che il livello dei debiti assunti in comune sia anche in relazione con le entrate comuni, in modo che spese, competenze e responsabilità siano in equilibrio. Infatti, in Germania, Francia e Italia la maggior parte delle imposte e delle tasse viene riscossa a livello federale e anche la maggior parte del debito pubblico viene finanziato centralmente con titoli di Stato. Un sistema alternativo è presente in Svizzera e in Canada, dove i cantoni e le province dispongono di ampia competenza di bilancio, ma in cambio devono finanziare anche una parte consistente del debito pubblico con proprie obbligazioni. A differenza della Germania, questi cantoni e province non possono contare su una garanzia del governo centrale integrata nella

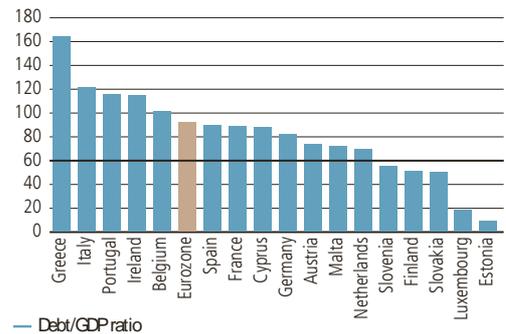
Thomas Wacker, CFA, analyst, UBS AG  
thomas.wacker@ubs.com



Fonte: Dreamstime

### Livello di debito atteso dei paesi dell'Eurozona alla fine del 2012

12 su 17 superano il tetto di debito del 60% del PIL



Fonte: UBS

costituzione contro il rischio di insolvenza. Il sistema della Confederazione svizzera e del Canada tiene così conto delle differenti preferenze sociali e fiscali delle regioni, diverse a livello linguistico e culturale.

Pertanto, il modello canadese e quello svizzero sembrano un buon approccio per l'Eurozona, molto diversa a livello linguistico e culturale, che purtroppo non ha avuto successo proprio in questo ambito e a differenza delle province canadesi e dei cantoni svizzeri alcuni stati non sono più in condizione di contrarre prestiti a condizioni tollerabili. A fronte della difficile situazione iniziale non rimane quindi che il modello tedesco. Nel 2011, in Germania è stato riscosso appena l'1,5% delle intere entrate fiscali a livello di Land e comuni; in Svizzera invece questo dato è stato del 68%. La distribuzione dei debiti mostra un quadro analogo: mentre nel sistema tedesco fortemente centralizzato, solo il 37% dei debiti pubblici è stato contratto dai Land e dai comuni, in Svizzera questo valore è del 52%. La conclusione è evidente: se l'Eurozona desidera finanziare una notevole parte dei debiti con gli eurobond, dovrebbe centralizzare anche la sovranità fiscale per la maggior parte delle entrate statali e non cederla più ai singoli stati subordinati.

Ciò ci riporta al motivo per cui il Canada e la Svizzera hanno scelto un sistema decentralizzato. Una forte integrazione fiscale dell'Eurozona necessita di un elevato livello di fiducia reciproca e analoghe priorità politiche, desiderate dalla società. Proprio per questo gli «Stati Uniti d'Europa» sono una visione così improbabile nel prossimo futuro. In base a quali regole dovrebbe essere governata un'Europa gestita centralmente e fino a che punto i gruppi d'influenza nazionali possono tutelare i loro interessi in una grande Europa? Governeranno i pochi e ricchi paesi donatori, mentre i più deboli si sentiranno come moderne colonie? Oppure la massa dei paesi economicamente più deboli metterà in minoranza, in un governo con pari diritti, i paesi finanziariamente più forti per imporre spese maggiori? La situazione dei Land federali tedeschi mostra ancora un altro aspetto di un'unione fiscale; per aiutare quelli economicamente più deboli, tre su sedici pagano ogni anno contributi miliardari nell'ambito di una compensazione finanziaria tra i singoli stati e la federazione trasferisce sovvenzioni integrative. Così come la Baviera trasferisce circa 3 miliardi di euro al Land Berlino, la Germania dovrebbe probabilmente trasferire ad altri paesi membri un elevato importo miliardario a due cifre di entrate fiscali. Sebbene per il salvataggio a lungo termine dell'euro sia necessaria proprio questa solidarietà europea, ci permettiamo per lo meno di mettere in dubbio la possibilità di conquistare gli elettori tedeschi per questa causa.

### Il dilemma tedesco

Oltre alla proposta di sostituire tutti i titoli di Stato nazionali dell'Eurozona con eurobond ed eurobill a breve termine (cfr. riquadro) comunemente garantiti, esiste nel frattempo una serie di proposte di compromesso che però in sostanza persegue lo stesso obiettivo, ossia una comunitarizzazione dei debiti. Il fondo di ammortamento del debito, ultimamente spesso citato, rifinanzerebbe per esempio solo i debiti che superano il 60% del prodotto interno lordo (PIL), con l'obiettivo di rimborsarli entro 25 anni circa. Quest'ultimo obiettivo ci sembra tuttavia utopistico. Alla fine del 2012, il volume complessivo dei «debiti eccedenti» sarà di circa 3088 miliardi di euro e perfino con tassi medi molto bassi di soltanto il 2,5% circa per 25 anni, i paesi dell'Eurozona dovrebbero non solo non contrarre alcun nuovo debito, ma addirittura ottenere ogni anno circa l'1,7% del PIL di avanzi di bilancio per finanziare l'ammortamento. Le riforme e le misure di risparmio necessarie a tal fine supererebbero di gran lunga quanto finora pianificato.

Tuttavia non solo le esigenze finanziarie sembrano inverosimili – con questa soluzione, anche i paesi come l'Estonia, la Finlandia, il Lussemburgo,

### Gli eurobond non sarebbero un investimento sicuro

Se contrariamente alle nostre previsioni già quest'anno si arrivasse alla creazione dei «debiti uniti dell'Europa» con garanzia reciproca, gli indicatori dell'Eurozona come unità fiscale e politica sarebbero importanti. Alla fine del 2012, il debito ammonterebbe a 8'690 miliardi di euro, ovvero circa il 92% del PIL di tutti i 17 paesi membri. Il deficit pubblico del 2011 è al 4,1% del PIL e per ottenere un avanzo sarebbero necessari non solo massicci sforzi dei paesi in crisi, ma soprattutto anche notevoli miglioramenti in Francia e in Olanda. Perfino con una forte integrazione dell'Eurozona il rating migliore «AAA» è fuori portata e per gli eurobond sarebbe prevedibile piuttosto un rating medio «AA». Se l'attuale fuga verso i titoli di Stato tedeschi, che viene alimentata dalla ricerca di strumenti liquidi relativamente più sicuri e dal timore di una disintegrazione dell'euro, diminuisce, il rendimento equo per i titoli di Stato tedeschi a dieci anni sarebbe del 2,5% circa. Si può qui argomentare ancora che l'effetto negativo della minore qualità del credito degli eurobond sarebbe compensata dall'elevata liquidità, paragonabile al mercato dei Treasury USA. A quel punto, gli interessi oscillerebbero probabilmente tra il 2,5% e il 3%, il che corrisponde all'attuale livello dei titoli di Stato francesi e belgi.

l'Olanda, la Slovacchia e la Slovenia, che non hanno alcun debito eccedente, dovrebbero garantire il debito e fornire un contributo annuale per l'ammortamento del fondo del debito. Questi paesi non hanno però lo stesso incentivo politico ed economico della Germania a mantenere l'euro a qualsiasi costo e rifiutando questa proposta creerebbero un dilemma al governo tedesco: i problemi di finanziamento dei paesi in crisi devono essere diminuiti in maniera duratura, rischiando possibili uscite i paesi più stabili, quindi una disintegrazione «dall'alto» dell'Eurozona, oppure si deve rimanere in una situazione di sopravvivenza con una persistente recessione e un crescente malcontento sociale nei paesi in crisi?

### **Processo lungo e faticoso invece di breve e indolore**

Molti osservatori e investitori insistono sempre più apertamente per una soluzione rapida e sembra quasi che le conseguenze a lungo termine vengano minimizzate di proposito solo per ritornare velocemente a ciò che negli ultimi 20 anni è diventato lo standard: elevata crescita finanziata da un aumento dei debiti privati, seguita da brevi e leggere recessioni che vengono attutite da nuovi massicci debiti pubblici. I limiti di questa politica sono stati raggiunti e una forte riduzione del debito dei bilanci privati e pubblici è possibile in Europa e negli Stati Uniti solo a costo di lunghe recessioni. Poiché questo non è gradito, rimane soltanto una politica della stabilizzazione del debito a un livello critico e una lenta riduzione del debito mediante l'inflazione, accompagnata da una debole crescita reale. Mediante tassi reali persistentemente negativi, gli Stati Uniti, la Gran Bretagna e la Germania potrebbero puntare a raggiungere una graduale riduzione del debito, che avverrebbe a scapito di una perdita del potere d'acquisto dei risparmiatori.

Paesi come l'Italia e la Spagna devono pagare attualmente elevati tassi reali per le nuove obbligazioni e sulla strada della stabilizzazione delle loro finanze potrebbero ricorrere al loro sistema bancario nazionale. Fino a quando con l'aiuto internazionale, come nel caso della Spagna, le banche verranno tenute solvibili, tali banche potranno procurarsi la liquidità presso la Banca centrale europea (BCE) e acquistare così le obbligazioni del proprio paese. Queste obbligazioni possono, a loro volta, essere utilizzate come garanzia per ulteriori fondi BCE, cosicché con relativamente pochi aiuti finanziari esterni si può garantire che un paese durante i suoi sforzi di riforma fiscale sia finanziato dalle banche. Le banche verrebbero nazionalizzate e, come il paese stesso, verrebbero escluse per molti anni ampiamente dai mercati finanziari internazionali, ma in cambio verrebbe evitato un fallimento statale e verrebbe mantenuta anche la pressione per ottenere di nuovo un miglioramento mediante le riforme e il consolidamento. La prospettiva di un percorso di più di un decennio per uscire dalla crisi ci sembra molto più realistica di una disgregazione caotica dell'euro oppure di una precipitosa comunitarizzazione di tutti i debiti a carico dei paesi che finora hanno mostrato una solida amministrazione.

## Appendice

### Global Disclaimer

UBS CIO WM Research è pubblicato da Wealth Management & Swiss Bank e Wealth Management Americas, Divisioni d'affari di UBS AG (UBS) o da una sua affiliata. In alcuni paesi, UBS AG viene indicata come UBS SA. Questa pubblicazione viene distribuita al solo fine informativo e non rappresenta né un'offerta né una sollecitazione di offerta diretta alla compravendita di prodotti di investimento o di altri prodotti specifici. L'analisi contenuta nella presente pubblicazione si basa su numerosi presupposti. Presupposti diversi potrebbero dare risultati sostanzialmente diversi. Alcuni prodotti e servizi sono soggetti a restrizioni legali e non possono essere offerti in tutto il mondo in modo incondizionato e/o potrebbero non essere idonei alla vendita a tutti gli investitori. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute attendibili e in buona fede, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita per mancanza di accuratezza o completezza (a eccezione delle divulgazioni d'informazione relative a UBS e alle sue affiliate). Tutte le informazioni e le opinioni così come i prezzi indicati si riferiscono unicamente alla data della presente pubblicazione e sono soggetti a cambiamenti senza preavviso. Le opinioni qui espresse possono discostarsi o essere contrarie alle opinioni espresse da altre aree di attività o divisioni di UBS a seguito dell'utilizzo di presupposti e/o criteri diversi. In ogni momento UBS AG e altre società del gruppo UBS (o dipendenti di queste società) possono avere posizioni lunghe o corte in questi strumenti finanziari o effettuare operazioni in conto proprio o in conto terzi o fornire consulenza o altri servizi all'emittente di questi strumenti finanziari o a un'altra società collegata all'emittente. Alcuni investimenti possono non essere immediatamente realizzabili, dal momento che lo specifico mercato può essere illiquido, e di conseguenza la valutazione dell'investimento e la determinazione del rischio possono essere difficili da quantificare. UBS fa affidamento su ostacoli all'informazione per controllare il flusso di informazioni contenute in una o più aree in seno a UBS o in altre aree, unità, divisioni o affiliate di UBS. Operazioni su futures e opzioni sono particolarmente rischiose. Il risultato passato di un investimento non rappresenta alcuna garanzia della sua futura evoluzione. Alcuni investimenti possono essere soggetti a imprevise e consistenti perdite di valore e allo smobilizzo dell'investimento è anche possibile ricevere una somma inferiore a quella inizialmente investita o dover effettuare un versamento integrativo. Le variazioni dei corsi di cambio possono avere un effetto negativo sul prezzo, sul valore o sul rendimento di un investimento. Considerata la nostra impossibilità di tenere conto degli obiettivi d'investimento, della situazione finanziaria e delle esigenze particolari di ogni singolo cliente, vi raccomandiamo di rivolgervi a un consulente finanziario e/o fiscale per discutere le implicazioni, comprese quelle fiscali, dell'investimento in uno qualunque dei prodotti menzionati nel presente documento. Questo documento non può essere riprodotto e copie di questo documento non possono essere distribuite senza la preventiva autorizzazione di UBS o di un'associata di UBS. UBS proibisce espressamente la distribuzione e il trasferimento per qualsiasi ragione di questo documento a parti terze. UBS non si riterrà responsabile per reclami o azioni legali di parti terze derivanti dall'uso o dalla distribuzione di questo documento. Questo documento è destinato alla distribuzione solo secondo le circostanze permesse dal diritto applicabile. Per lo sviluppo delle previsioni economiche di Chief Investment Office, gli economisti CIO hanno collaborato con gli economisti impiegati presso UBS Investment Research. Tutte le previsioni e stime si riferiscono unicamente alla data della presente pubblicazione e sono soggette a cambiamenti senza preavviso.

**Gestori patrimoniali esterni / consulenti finanziari esterni:** qualora la presente ricerca o pubblicazione sia fornita a un gestore patrimoniale esterno o a un consulente finanziario esterno, UBS vieta espressamente che questa sia ridistribuita dal gestore patrimoniale esperto o dal consulente finanziario esterno e che sia resa disponibile ai rispettivi clienti e/o terzi. **Australia:** 1) **Clienti di UBS Wealth Management Australia Ltd:** Il presente avviso viene distribuito ai clienti di UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937 (titolare della Australian Financial Services Licence n. 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, da UBS Wealth Management Australia Ltd. Il presente Documento contiene informazioni e/o raccomandazioni di carattere generale e non costituisce una consulenza personale in materia di prodotti finanziari. Il contenuto del Documento è stato pertanto preparato senza tenere conto degli obiettivi, della situazione finanziaria o delle esigenze di alcun destinatario specifico. Prima di qualsiasi decisione di investimento, un destinatario dovrebbe richiedere consulenza personale sui prodotti finanziari a un consulente indipendente e prendere in considerazione qualsiasi documento di offerta pertinente (compresa qualsiasi informativa sul prodotto), qualora venga presa in considerazione l'acquisizione di prodotti finanziari. 2) **Clienti di UBS AG:** Il presente avviso viene emesso da UBS AG ABN 47 088 129 613 (titolare della Australian Financial Services Licence n. 231087): il presente Documento viene emesso e distribuito da UBS AG, nonostante eventuali indicazioni diverse nel Documento. Il Documento è destinato all'utilizzo esclusivo da parte di «Clienti Wholesale» secondo la definizione della Sezione 761G («Wholesale Clients») del Corporation Act 2001 (Cth) («Corporations Act»). In nessun caso UBS AG potrà mettere il Documento a disposizione di un «Client Retail» secondo la definizione della Sezione 761G del Corporations Act. I servizi di ricerca di UBS AG sono offerti unicamente ai Clienti Wholesale. Il Documento è costituito da informazioni di carattere generale e non tiene conto degli obiettivi di investimento, finanziari né della situazione fiscale o di particolari esigenze di alcuna persona. **Austria:** Questa pubblicazione non costituisce né un'offerta pubblica né una sollecitazione di offerta ai sensi del diritto austriaco e sarà utilizzata esclusivamente in situazioni non equivalenti a quelle di un'offerta pubblica di titoli in Austria. Il documento può essere utilizzato esclusivamente dal destinatario diretto di tali informazioni e non può essere ceduto in alcun caso ad altri investitori. **Bahamas:** Questa pubblicazione è distribuita ai clienti privati di UBS (Bahamas) Ltd e non può essere distribuita a persone definite come cittadini bahamensi o residenti dalle «Bahamas Exchange Control Regulations». **Bahrain:** UBS SA è una banca svizzera non autorizzata, né sottoposta a vigilanza o regolamentazione nel Bahrain dalla Banca Centrale del Bahrain e non intrattiene attività bancarie o di investimento nel Bahrain. Per questo motivo, i Clienti non godono di alcuna protezione relativamente alle leggi e ai regolamenti locali sui servizi bancari e di investimento. **Belgio:** La presente pubblicazione non costituisce né un'offerta pubblica né una sollecitazione d'offerta ai sensi del diritto belga, ma può essere messa a disposizione, a scopi informativi, di clienti di UBS Belgium NV/SA, una banca sottoposta al controllo della «Commission Bancaire, Financière et des Assurances», alla quale la presente pubblicazione non è stata sottoposta per approvazione. **Canada:** In Canada, la presente pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Wealth Management Canada da UBS Investment Management Canada Inc.. **Dubai:** Research è pubblicato da UBS AG Dubai Branch all'interno del DIFC; è inteso unicamente per clienti professionali e non per un'ulteriore distribuzione negli Emirati Arabi Uniti. **EAU:** Il presente rapporto di ricerca non costituisce un'offerta, una vendita o una consegna di azioni o altri titoli ai sensi della legislazione degli Emirati Arabi Uniti (EAU). Il contenuto di questo rapporto non è stato e non sarà approvato da alcuna autorità degli Emirati Arabi Uniti, ivi compresa la Banca Centrale degli EAU oppure la «Dubai Financial Services Authority», la «Emirates Securities and Commodities Authority», il «Dubai Financial Market», l'«Abu Dhabi Securities Market» o qualsiasi altra borsa degli EAU. **Francia:** Questa pubblicazione è distribuita ai clienti attuali e potenziali di UBS (France) SA, «société anonyme» francese con capitale sociale di € 125.726.944, 69, boulevard Haussmann F-75008 Parigi, R.C.S. Paris B 421 255 670. UBS (France) SA è un fornitore di servizi di investimento debitamente autorizzato secondo i termini del «Code Monétaire et Financier» francese e regolato dalle autorità bancarie e finanziarie francesi quali la «Banque de France» e la «Autorité des Marchés Financiers». **Germania:** La presente pubblicazione è distribuita ai sensi della legge tedesca da UBS Deutschland AG, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG è autorizzata e regolata dalla «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **Hong Kong:** Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS AG Filiale di Hong Kong da UBS AG Filiale di Hong Kong, banca autorizzata ai sensi della «Hong Kong Banking Ordinance» e istituto registrato ai sensi della «Securities and Futures Ordinance». **Indonesia:** La presente ricerca o pubblicazione non è intesa come offerta pubblica di titoli ai sensi della Legge indonesiana sui mercati dei capitali e delle sue disposizioni esecutive. I titoli menzionati in questo materiale non sono stati e non saranno registrati secondo la Legge indonesiana sui mercati dei capitali e le sue disposizioni. **Italia:** Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS (Italia) S.p.A., Via del vecchio politecnico 3 – Milano, banca debitamente autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla «Banca d'Italia» e sottoposta alla supervisione della «Consob» e della «Banca d'Italia». **Jersey:** UBS SA, filiale di Jersey, è regolata e autorizzata dalla Commissione per i servizi finanziari di Jersey al fine di svolgere attività bancarie, di investimento e di gestione di fondi. **Lussemburgo:** La presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto del Lussemburgo, ma può essere messa a disposizione a scopo informativo ai clienti di UBS (Luxembourg) S.A., una banca regolata e sotto la supervisione della «Commission de Surveillance du Secteur Financier» (CSSF), alla quale la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Messico:** Questo documento è stato distribuito da UBS Asesores México, S.A. de C.V., ente non soggetto alla supervisione della Commissione Nazionale per la Banca e la Borsa Valori. UBS Gruppo Financiero, S.A. de C.V. non fa parte di nessun altro gruppo finanziario messicano e le proprie obbligazioni non sono garantite da nessuna terza parte. UBS Asesores México, S.A. de C.V. non garantisce nessun rendimento. **Regno Unito:** Approvata da UBS AG, autorizzata e regolata nel Regno Unito dalla «Financial Services Authority». Membro della Borsa Valori di Londra. Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Londra nel territorio del Regno Unito. Laddove i prodotti o i servizi forniti provengano da paesi esterni al Regno Unito, gli stessi non saranno coperti dalla legislazione del Regno Unito o dal Financial Services Compensation Scheme. **Singapore:** Per qualsiasi questione derivante da o in connessione con l'analisi e il report, siete pregati di contattare UBS AG Singapore branch, un «exempt financial adviser» ai sensi del «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110) e banca autorizzata in base al «Singapore Banking Act» (Cap. 19) sottoposta alla vigilanza della Monetary Authority of Singapore. **Spagna:** Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Bank, S.A. da UBS Bank, S.A., banca registrata presso la «Banca di Spagna». **USA:** Questa pubblicazione

## Appendice

non potrà essere diffusa nel territorio degli Stati Uniti d'America, né potrà essere distribuita a persone di nazionalità statunitense. UBS Securities LLC è una succursale di UBS AG e un'affiliata di UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services è una succursale di UBS AG.

Versione 05/2012.

© UBS 2012. Il simbolo della chiave e UBS figurano tra i marchi registrati e non registrati di UBS. Tutti i diritti riservati.