

Contesto

Secondo uno studio del Parlamento europeo, le prime proposte per la creazione di Eurobond, intesi come titoli di debito emessi a livello europeo per finanziare una o più politiche dell'Unione europea, risalgono agli anni '70.

La prima vera proposta di creazione di titoli di debito europeo arrivò nel **1993 dal Presidente della Commissione europea, Jacques Delors**, che, nel libro bianco sulla *Crescita, Competitività e Occupazione*, propose l'emissione di 'bond dell'Unione', garantiti dal bilancio dell'Ue, per finanziare investimenti infrastrutturali. La proposta di Delors non generò molto entusiasmo e l'idea fu archiviata.

Con la crisi finanziaria del 2008 e **la crisi del debito sovrano europeo del 2010**, l'idea di istituire degli eurobond fu resuscitata. Nel dicembre 2010, il Presidente dell'Eurogruppo, Jean Claude Juncker, e il ministro dell'economia e delle finanze italiano, Giulio Tremonti, pubblicarono un articolo sul *Financial Times* nel quale proponevano la creazione di "E-bonds o obbligazioni sovrane europee, emesse da un'Agenzia europea del debito che succeda all'attuale Fondo europeo di stabilità finanziaria" come soluzione alla crisi economica.

In una **risoluzione del 6 luglio 2011, il Parlamento europeo** chiese alla Commissione europea 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".

Nel novembre 2011, la Commissione europea, guidata da Jose Manuel Barroso, pubblicò un **libro verde sulla 'fattibilità dell'introduzione di Stability bond'** (obbligazioni di stabilità) nel quale si proponevano diverse possibilità per la creazione di eurobond.

Il Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la governance nell'Unione economica e monetaria ("trattato sul patto di bilancio"), concordato da 25 Paesi dell'UE il 30 gennaio 2012, prevede il coordinamento dell'emissione del debito, con i governi che informano la Commissione e il Consiglio dei loro piani per emettere dei titoli di Stato. Questa disposizione ha segnato un piccolo passo verso la creazione degli *stability bond*, anche se il Trattato omette qualsiasi riferimento esplicito agli eurobond.

Nel **dicembre 2012, il Presidente del Consiglio europeo, Herman von Rompuy**, presentò al Consiglio europeo la relazione *Verso un'autentica unione economica e monetaria*, nella quale presentava una tabella di marcia per il completamento dell'UEM. La relazione sottolineava che, in una prospettiva a lungo termine, sarebbe necessario creare una "capacità di bilancio della zona euro" che "potrebbe in effetti costituire una base adeguata per emissioni comuni di debito senza ricorrere alla mutualizzazione del debito sovrano."

Nonostante i ripetuti appelli del Parlamento (risoluzione del 12 febbraio 2012 e 16 gennaio 2013), della Commissione e di alcuni Stati membri, una forte opposizione da parte di alcuni Paesi del Nord Europa impedì la creazione degli eurobond.

Con l'emergenza sanitaria ed economica causata dal Coronavirus, si è tornato a parlare ancora una volta di eurobond.

Eurobond per far fronte al COVID-19

Le proposte avanzate da economisti, politici e accademici sono molto diverse tra di loro e per fare chiarezza sulle possibili modalità di Eurobond occorre rispondere ad alcune domande:

1. Da chi saranno emessi gli Eurobond?

Sono tre le possibilità:

- I. *Una nuova istituzione europea* - questa fu la strada percorsa nel 2010 quando fu istituito il Fondo europeo per la stabilità finanziaria (FESF). Però la creazione di una nuova istituzione richiede molto tempo: passarono ben 7 mesi da quando il FESF fu istituito al momento in cui ha emesso il suo primo titolo obbligazionario.
- II. *Un'istituzione europea già esistente:*
 - a. La Commissione europea potrebbe emettere dei titoli garantiti dal bilancio europeo - l'unico problema è che il bilancio settennale 2014-2020 ha pochi fondi rimasti e non è ancora stato trovato un accordo per il prossimo quadro finanziario pluriennale 2021-2027
 - b. Il Meccanismo europeo di stabilità (MES) ha già emesso titoli per finanziare prestiti agli Stati membri che hanno contratto un programma di aggiustamento, come la Grecia e il Portogallo, e ha la possibilità di fornire ancora 400 miliardi di euro di prestiti. Il problema è che, attualmente, ci sono molte condizionalità legate ai prestiti del MES.
 - c. Le proposte dei "nove governi" europei (tra cui quelli italiano, spagnolo e francese), di Mario Monti (Corriere, 20 marzo) e di Carlo Cottarelli (La Stampa, 30 marzo) parlano di bond emessi da "una istituzione dell'Ue"; mentre Tabellini e l'ex governatore della Banca del Portogallo, Carlos Costa (Reuters, 23 marzo), suggeriscono che potrebbe essere il MES ad emettere gli Eurobond.
- III. *Dagli Stati membri* - secondo la proposta avanzata da due economisti della Bocconi, Francesco Giavazzi e Guido Tabellini (VoxEU, 27 marzo), "ogni paese emetterebbe le proprie obbligazioni [Eurobond], che però sarebbero identiche tra loro in ogni altro aspetto. Il rating comune, e dunque il costo, sarebbe il risultato della garanzia comune derivante dalla capacità fiscale congiunta degli stati che partecipano all'emissione."

Inoltre è importante capire se gli eurobond riguarderebbero tutti paesi dell'Ue, i 19 membri dell'eurozona o un gruppo di paesi ancora più piccolo.

2. Quale sarà la durata degli Eurobond?

Non tutte le proposte affrontano il tema della durata degli Eurobond, ma si parla in ogni caso di obbligazioni a durata medio-lunga. Giavazzi e Tabellini parlando di "bond a scadenza di 50 o 100 anni o addirittura di obbligazioni perpetue (conosciute anche come Consols o titoli di debito pubblico consolidato, cioè titoli a cedola fissa senza scadenza)."

Inoltre, molte proposte non affrontano un'altra questione importante: gli eurobond saranno emessi una sola volta per raccogliere una somma predefinita di risorse, oppure saranno emessi diverse volte per garantire una continua raccolta di fondi nei prossimi mesi/anni?

3. Da chi saranno garantiti?

Come sottolinea Lorenzo Bini Smaghi (VoxEU, 28 marzo) “ciò che va chiarito è che l'attrattività di qualsiasi obbligazione emessa sui mercati dipende dalle sue garanzie, il che dovrebbe assicurare gli investitori sul fatto che gli interessi saranno pagati regolarmente e che il debito in essere è sostenibile.” Il punto delle garanzie è importante ed è dunque opportuno chiedere: da chi saranno garantiti gli Eurobond?

- *Dagli Stati membri partecipanti* - gli eurobond potrebbero essere garantiti da un 'fondo comune' dei paesi che partecipano all'emissione di questi titoli
- *Dal bilancio dell'Ue o dalle risorse comunitarie* - l'unico problema è che le risorse disponibili nel bilancio europeo non sono sufficienti (il bilancio 2014-2020 ha poche risorse rimaste) e non si è ancora trovato un accordo sul prossimo bilancio 2021-2027.
- Un problema comune a queste due proposte è che, come sottolinea Bini Smaghi (Il Foglio, 25 marzo), “non vi è oggi né un patrimonio europeo né una capacità europea di generare risorse tributarie autonome che possano essere usati come garanzie per titoli di debito europeo”.
- *Dalla Banca centrale europea (BCE)* - inoltre, diversi economisti e governatori di banche centrali sostengono che gli Eurobond potrebbero essere comprati dalla BCE
 - Secondo Bini Smaghi, ex membro del comitato esecutivo della BCE, l'acquisto degli Eurobond da parte della BCE “non è consentito legalmente, ne sarebbe peraltro desiderabile”
 - Secondo Carlo Cottarelli (Sole 24 Ore, 10 marzo) invece “gli eurobond potrebbero essere comprati anche dalla BCE col suo programma di Quantitative Easing”

4. Qual è l'obiettivo degli Eurobond?

Gli eurobond proposti oggi sono molto diversi dagli eurobond proposti durante la crisi del debito sovrano del 2010. Come sottolinea Cottarelli (La Stampa, 30 marzo) gli eurobond proposti dieci anni fa “erano titoli per mutualizzare il debito dei singoli Stati”, mentre gli eurobond proposti oggi “sarebbero titoli emessi per finanziare e, magari, gestire nuove spese da parte delle istituzioni europee, per esempio sussidi di disoccupazione europei o progetti infrastrutturali, in presenza di un grave choc comune.”

Questo è un punto molto importante perché, secondo Paolo Gentiloni (Circo Massimo, 30 marzo), Commissario europeo per gli affari economici, l'emissione di bond “genericamente per mutualizzare il debito non verrà mai accettata” a livello europeo. Per far sì che la proposta degli eurobond sia ‘politicamente accettabile’, **Gentiloni sostiene che è necessario che sia finalizzata a una “missione”,** che può essere quella di finanziare obiettivi comuni come “affrontare l'emergenza sanitaria” oppure creare “un nuovo strumento di garanzia per la disoccupazione e un piano per il sostegno alle imprese”.

Da un lato c'è chi sostiene che gli eurobond dovrebbero essere utilizzati **per generare risorse europee da destinare a progetti gestiti a livello europeo**:

- Cottarelli e Gentiloni ritengono che i fondi generati dagli eurobond potrebbero essere dedicati a uno strumento europeo di garanzia per la disoccupazione
- Calenda ed alcuni amministratori italiani (FAZ, 31 marzo) anche sostengono che l'obiettivo degli eurobond sarebbe di "dotare l'Unione europea di risorse sufficienti per un grande 'rescue plan' europeo, sanitario, economico e sociale, gestito dalle istituzioni europee"

Altri, e in particolare chi crede che dovrebbe essere il MES a emettere gli eurobond, sostengono che le risorse generate dagli eurobond dovrebbero essere utilizzate per **fornire dei prestiti agli Stati membri per permettere ai governi nazionali di mettere in atto le politiche necessarie per contrastare gli effetti economici del virus**.

5. Questioni legali

Un altro punto sul quale è importante riflettere è la base giuridica degli eurobond. Anche se questa dipende in gran parte da come e da chi verrebbero emessi i titoli europei, ci sono alcune considerazioni che si possono già fare, soprattutto per quanto riguarda i limiti entro i quali gli eventuali eurobond dovrebbero essere emessi.

- **Limiti costituzionali di alcuni Stati membri** - la Corte costituzionale tedesca, in una sentenza del 7 settembre 2011, ha dichiarato che la partecipazione della Germania al Fondo europeo di stabilità finanziaria era legittima, ma che il Parlamento tedesco non può "istituire meccanismi giuridici permanenti che comportino l'assunzione di responsabilità sulla base di decisioni volontarie di altri Stati" (questo è stato interpretato come un riferimento agli eurobond)
- **Banca centrale europea** - la BCE non può comprare titoli di Stato sul mercato primario (vietato dall'articolo 123 del TFUE) e l'articolo 21 del suo statuto vieta il finanziamento monetario degli Stati (può essere modificato solo con l'accordo di tutti gli Stati membri). Non è chiaro quindi se potrebbe comprare degli eurobond.
- **Clausola di non salvataggio** - secondo alcuni esperti, l'articolo 125 del TFUE (clausola di non salvataggio) potrebbe costituire un ulteriore ostacolo alla creazione di eurobond. Infatti l'articolo dice chiaramente che l'Unione e gli Stati membri non sono responsabili per e non subentrano nei debiti di un altro Stato membro.

Riassunto degli argomenti a favore e contro gli Eurobond

Punti a favore degli Eurobond:

- Potrebbero generare un'ingente somma di denaro, a tassi d'interesse bassissimi, che potrebbe essere utilizzata per contrastare gli effetti economici del COVID-19
- Per rispondere adeguatamente all'emergenza economica gli Stati membri dovranno indebitarsi - gli Eurobond permetterebbero ad alcuni paesi, tra cui l'Italia, di indebitarsi a un costo inferiore rispetto ad oggi (i.e. rispetto ai tassi d'interesse dei titoli di stato italiani)
- Al momento il programma di acquisto di titoli della BCE è limitato (fino 750 miliardi e solo fino alla fine del 2020) - i Coronabond potrebbero permettere alla BCE di utilizzare ulteriori risorse per finanziare i paesi europei e non lascerebbero la BCE 'da sola' nel rispondere alla crisi

Punti contro gli Eurobond:

- Per creare degli Eurobond potrebbero essere necessarie delle competenze e delle risorse di cui l'Ue attualmente non dispone
- Non è chiaro cosa accadrebbe nel caso in cui uno dei paesi dovesse andare in *default* - un motivo che spinge i Paesi nordici ad opporsi a qualsiasi tipo di mutualizzazione del debito

Riassunto di alcune proposte per creare i Coronabond

1. Proposta dei nove governi europei (25 marzo)

- **Emessi da chi?** Eurobond emessi “da una Istituzione dell’UE per raccogliere risorse sul mercato sulle stesse basi e a beneficio di tutti gli Stati Membri”
- **Scadenza?** “Questo strumento di debito comune dovrà essere di dimensioni sufficienti e a lunga scadenza, per essere pienamente efficace e per evitare rischi di rifinanziamento ora come nel futuro.”
- **Obiettivo?** “I fondi raccolti saranno destinati a finanziare, in tutti gli Stati Membri, i necessari investimenti nei sistemi sanitari e le politiche temporanee volte a proteggere le nostre economie e il nostro modello sociale”

2. Proposta di Calenda e amministratori italiani (FAZ, 31 marzo)

- **Obiettivo?** “Non si chiede la mutualizzazione dei debiti pubblici pregressi ma di dotare l'Unione europea di risorse sufficienti per un grande 'rescue plan' europeo, sanitario, economico e sociale, gestito dalle istituzioni europee”

3. Proposta di Cottarelli (La Stampa, 30 marzo)

- **Emessi da chi?** “La risposta dell’Europa alla presente crisi dovrebbe includere l'emissione di titoli da parte di una istituzione europea, i famosi eurobond.”
- **Obiettivo?** “Questi nuovi eurobond sarebbero titoli emessi per finanziare e, magari, gestire nuove spese da parte delle istituzioni europee, per esempio sussidi di disoccupazione europei o progetti infrastrutturali, in presenza di un grave choc comune”

4. Proposta di Giavazzi e Tabellini (VoxEU, 24 marzo)

- **Emessi da chi?** “Gli stati membri dovrebbero emettere tutti insieme una grande quantità di Covid Eurobond a lunghissima scadenza, garantiti dalla loro capacità fiscale collettiva. Ogni paese emetterebbe le proprie obbligazioni, che però sarebbero identiche tra loro in ogni altro aspetto.”
- **Durata?** emissione di bond “a scadenza di 50 o 100 anni o addirittura di obbligazioni perpetue (conosciute anche come Consols o titoli di debito pubblico consolidato, cioè titoli a cedola fissa senza scadenza)”
- **Garantiti da chi?** Gli eurobond sarebbero garantiti dalla capacità fiscale collettiva dei Paesi dell’eurozona e la Bce comprerebbe i titoli di eurobond
- **Obiettivo?** Permettere agli Stati membri di raccogliere le risorse necessarie per affrontare la crisi economica

5. Proposta di Bini Smaghi (Il Foglio, 25 marzo 2020)

- Premessa della proposta di Bini Smaghi: per avere degli Eurobond dobbiamo accettare a) che vengano trasferite delle competenze economiche e sociali a livello europeo e b) di togliere il veto alla riforma del MES
- **Emessi da chi?** Emissione da parte di un MES riformato con più capacità di indebitamento (oltre i 400 miliardi attuali) e meno condizionalità
- **Garantiti da chi?** Potrebbero essere garantiti a livello europeo da un vero e proprio bilancio europeo
- **Obiettivo?** Fornire finanziamenti agli Stati membri a tassi d'interesse bassi per permettere ai governi di rispondere alla crisi

Alternative ai Coronabond

Al di là dei Coronabond, esistono altre possibili misure che possono essere prese a livello Ue per far fronte alle conseguenze economiche del Coronavirus.

I. Meccanismo europeo per la stabilità

Il Meccanismo europeo di stabilità ha a sua disposizione oltre 400 miliardi di euro non utilizzati che potrebbe prestare agli Stati membri. Il problema principale è legato alle condizionalità dei prestiti del MES. Infatti, secondo le regole attualmente in vigore, prima di fornire un prestito, lo Stato che riceve il prestito si mette d'accordo con il MES e le istituzioni europee su un programma di aggiustamento finanziario. L'Italia e la Francia hanno suggerito di cancellare qualsiasi tipo di condizionalità, mentre la Germania e i paesi nordici stanno cercando di capire come 'allentare' queste condizionalità.

In un'intervista al Financial Times, il Presidente del MES, Klaus Reglings, ha detto che le condizionalità potrebbero essere molto diverse sui prestiti emessi per far fronte al Coronavirus. Secondo Reglings sarebbero sufficienti due condizioni: che i soldi verranno spesi per far fronte alla crisi economica e all'emergenza salutare, e che il MES riceverà indietro i soldi che ha prestato agli Stati membri.

II. Quadro Finanziario Pluriennale 2021-2027

La Commissione europea ha iniziato a valutare la possibilità di rielaborare le sue proposte per il bilancio europeo settennale 2021-2027. Prima del Coronavirus, si parlava di un bilancio 2021-2027 per un valore di oltre 1.100 miliardi di euro. Per dotare l'Ue di strumenti adeguati per far fronte alla crisi economica del Coronavirus, il bilancio dell'Ue potrebbe essere rafforzato. L'unico problema rimane convincere gli Stati membri, che fino a qualche settimana fa non volevano aumentare le risorse da dedicare al bilancio europeo.

III. Banca europea per gli investimenti

Il presidente della Banca europea per gli investimenti, Werner Hoyer, ha proposto la creazione di un fondo di 240 miliardi di euro con una garanzia di 25 miliardi, che dovrebbero essere forniti dal Mes (anche se questo potrebbe richiedere una modifica del suo trattato) o dagli Stati membri. La Bei potrebbe così emettere titoli sul mercato per finanziare le piccole e medie imprese europee.

IV. Piano di sussidi alla disoccupazione

La Commissione ha annunciato un nuovo strumento per sostenere il lavoro a orario ridotto, SURE. Anche se non si conoscono ancora i dettagli, si dovrebbe trattare di un fondo di 100 miliardi di euro che permetterà all'Ue di sostenere gli strumenti nazionali di protezione dei posti di lavoro già esistenti, tra cui la Cassa Integrazione in Italia. Non è ancora chiaro da dove verranno i fondi (si stima che per arrivare a 100 miliardi di euro saranno necessari 25 miliardi di garanzie dagli Stati membri) e la Commissione deve ancora pubblicare ulteriori dettagli a riguardo.