

Economia e finanza

Eurobond, Mes o covid-bond? Il risiko dei fondi per ricostruire

Isabella Bufacchi Il Sole 20-4-20

Francoforte - La pandemia da Covid-19 imporrà agli Stati europei un aumento della spesa pubblica e degli investimenti senza precedenti, per migliaia di miliardi di euro, nell'immediato e nel lungo termine, per ricostruire sulle macerie economiche, sociali e sanitarie provocate da questo shock di proporzioni bibliche.

Aspettando il nuovo eurobond «di scopo»

Per battere il coronavirus l'Eurozona e l'Unione europea sognano il corona-bond e preparano il lancio di un maxi-Fondo europeo per la ricostruzione da almeno mille miliardi (secondo alcune stime ne servirebbero anche 1.500). Si tratta di un "eurobond di scopo", cioè pandemico, un titolo di debito europeo che oggi non esiste e che va oltre i bond europei emessi per ora da Mes e Bei, mirato esclusivamente agli investimenti per la ricostruzione europea. Uno strumento innovativo e solidale di rilancio all'altezza della situazione, ma realisticamente anche di compromesso all'europea.

Un eurobond che potrebbe limitarsi alla mutualizzazione del nuovo debito (mai del vecchio) **senza** la condivisione dei rischi *joint and several*, cioè senza la responsabilità solidale dove ogni Stato si fa carico delle inadempienze potenziali di tutti gli altri Stati coinvolti. Tanto più salirà il compromesso, tanto più saranno deluse le aspettative. Spetterà ai capi di Stato e di governo sbrogliare questa matassa piena di nodi storici al Consiglio del 23 aprile.

Quel che c'è già ora nel piatto

Di eurobond, cioè titoli di debito europeo, ve ne sono già in circolazione **per 800 miliardi: 311** emessi dal Meccanismo europeo di stabilità (Mes) e l'ex-fondo salva-Stati Efsf per i 19 Stati membri dell'euro; **438** dalla Banca europea degli investimenti e una cinquantina dalla Commissione europea, due istituzioni dei 27 Paesi Ue. È per questo che la prima risposta europea alla pandemia del coronavirus, impostata dall'Eurogruppo del 9 aprile, ha messo sul piatto una tranche tempestiva di aiuti da **540 miliardi** facendo leva su ulteriori 500 miliardi di eurobond emessi dai soliti tre: **240** miliardi dalla nuova linea di credito pandemica del Mes, un centinaio di miliardi di Bei-bond e altri **100** miliardi di Commissione-bond per finanziare il fondo *Sure* di cassa integrazione europea.

Perché la formula Mes non piace

Il Mes è nato come fondo salva-Stati per correggere squilibri macroeconomici con condizionalità pesanti. Per alcuni è il veicolo pronto adattabile alla crisi pandemica. Per altri non è in grado di trasformarsi in un fondo di ricostruzione solidale, di finanziare nuovi investimenti degli Stati come la Bei fa per le imprese: il Mes è anche "stigma", umiliazione con perdita parziale di sovranità.

C'è tuttavia chi propone di replicare la struttura del Mes o del vecchio Efsf per avviare il Fondo di ricostruzione, con capitale e/o garanzie degli Stati europei: ma anche la formula tecnica dei fondi salva-Stati ha limitazioni.

Il Mes, prestatore di ultima istanza degli Stati dell'Eurozona, emette bond che devono essere ripagati e quindi eroga prestiti a lunghissima scadenza (la vita media dei prestiti Mes alla Grecia è di 32-35 anni), che devono essere rimborsati e diventano debito pubblico per gli Stati che li ottengono. L'Efsf, il primo fondo salva-Stati, era temporaneo e basato solo su garanzie dei 19: Eurostat decise di contabilizzare gli Efsf bond come debito pubblico dei garanti.

I 19 Stati dell'euro sono azionisti del Mes, con 80,55 miliardi di capitale *paid-in* già versato (di cui Italia 14,33 miliardi) e 624,5 miliardi di capitale *callable* (110 miliardi Italia). Il capitale versato è il cuscinetto che si accolla le eventuali prime perdite: solo se non bastasse verrebbe chiesto di versare

il capitale *callable*. Ma questo non è mai accaduto. Ogni azionista risponde per la propria quota e non per quella degli altri. Questa formula potrebbe funzionare per il nuovo Fondo.

Il fondo per la ricostruzione

Il nuovo eurobond potenzialmente emesso dal *Recovery fund* sarebbe a durata extra-lunga. Non è chiaro sarà utilizzato dai 19 Stati dell'euro (nel caso si basasse su versamenti o garanzie dall'eurobudget che ora non c'è) o dai 27 (nel caso attingesse al budget europeo 2021-2027, o MFF *Multiannual financial framework* o piano finanziario pluriennale, in pratica il bilancio comunitario). Questo eurobond finanzierebbe gli investimenti necessari per rimediare ai danni asimmetrici provocati da uno shock simmetrico come il Covid-19: evitando che il progetto europeo si inabissi, che l'euro si sfasci, che l'Europa e l'Eurozona escano a pezzi dalla pandemia. Ma come tutti i bond andrebbe rimborsato e le sue cedole pagate: il rimborso potrebbe essere a carico del budget europeo oppure tramite una speciale tassa europea. Gli interessi dell'eurobond potrebbero essere invece pagati pro-quota dagli Stati finanziati dal Fondo.

I Paesi europei economicamente più deboli e indebitati saranno colpiti più duramente dalla pandemia rispetto a Paesi con economie solide e con ampi spazi fiscali e basso debito/Pil: un "vero" eurobond dovrebbe sanare queste differenze e far sì che il Covid-19 non aumenti la frammentazione, ma al contrario acceleri e rinsaldi l'unione.

Chi mira all'eurobond con formula piena *joint and several*, cioè la totale mutualizzazione del nuovo debito emesso per l'emergenza Covid-19 e la totale condivisione dei rischi con la garanzia degli azionisti dell'emittente, rischierebbe una cocente delusione. Perché la totale condivisione dei debiti, anche solo futuri, implica comunque la condivisione totale delle responsabilità su come spendere i fondi raccolti. E dunque, una cessione di sovranità che potrebbe passare per la Commissione, che deciderebbe come fare gli investimenti.

Chi invece vede nell'eurobond del Fondo per la ricostruzione dei trasferimenti a fondo perduto, senza alcuna condizionalità, deve riporre le speranze in un uso massiccio del MFF, il bilancio comunitario.