



SURE TO MES(S) WITHOUT EUROBONDS? LA NECESSITA' DI UN'ALTERNATIVA AL MERCATO DEI CAPITALI E L'EUROGRUPPO DEL 9 APRILE 2020

di **Damiano Censi*** – cnsdmn@unife.it

L'articolo espone gli elementi di fondo, rispettivamente, della proposta denominata SURE (temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency), del MES (Meccanismo Europeo di Stabilità) e degli eurobonds. Strumenti vagliati a livello sovranazionale al fine di permettere, agli Stati membri dell'Ue, di ricevere i prestiti necessari a controbilanciare le conseguenze economico-sociali del Covid-19, ad un tasso di interesse per essi sostenibile. Si analizza, in particolare, in che misura i suddetti strumenti siano in grado di sostenere, dal punto di vista economico, gli Stati membri con un elevato debito pubblico ed una bassa credibilità sul mercato dei capitali, e, allo stesso tempo, quali criticità essi presentino dal punto di vista giuridico.

SOMMARIO: 1. L'incremento del debito come (non) soluzione. – 2. Alternative. – 3. Necessario operare una scelta: il diritto oltre l'economia.

1. Gli Stati membri dell'Ue con un debito largamente superiore al proprio PIL – Italia, Spagna, Portogallo, ovviamente Grecia ed in parte Belgio e Francia – sono più esposti a *shock* economici e hanno meno possibilità di implementare misure anticicliche (come già evidenziato da [Checherita e Rother nel 2010](#)). Non è dunque scontata la risposta della dottrina economica che oggi, interrogandosi su dove reperire le risorse per imprimere all'economia dell'Ue tale “spinta” anticiclica, individua il debito pubblico come prima opzione. A livello teorico, infatti, quest'ultimo (assieme alla guerra, alle tasse ed al controllo della moneta), è solo uno tra gli strumenti potenzialmente utili all'incremento delle risorse dello Stato.

Nelle condizioni attuali, tuttavia, tale scelta appare, effettivamente, l'unica perseguibile nel breve-medio termine (come sottolineato, tra gli altri, da [Draghi](#)), considerando: che agli Stati dell'Ue – in quanto membri delle N.U. per effetto dello Statuto di queste ultime e nel caso dell'Italia anche ai sensi dell'art. 11 della Costituzione – è impedito utilizzare lo strumento bellico; che in periodo di crisi economica aumentare indiscriminatamente le tasse produce un effetto pro-ciclico (mentre aumentarle in maniera “discriminata” può risultare ineffettivo stante l'attuale sistema di [libera circolazione dei capitali](#)); e che la BCE ha già tassi di interesse pari a 0 e tassi sui depositi bancari presso l'*Eurotower* pari a -0,50%.

* *Dottorando di ricerca dell'Università di Ferrara.*

In tal senso, si noti che il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) annunciato dalla BCE – programma di acquisto di titoli di stato e azioni di società europee per un valore di 750 miliardi con la possibilità di superare anche il limite complessivo [per Stato membro attualmente previsto](#) per il *Quantitative Easing* – garantirà certamente liquidità al sistema economico dell’Ue per i mesi a venire, ma potrà operare solo sul mercato secondario, in particolare in relazione ai titoli di Stato: in sostanza, la BCE potrà acquistare solo debito pubblico acquisito in prima istanza da altri investitori, salvo che nel caso della Grecia (differente sarebbe l’impatto di tale misura se la BCE garantisse di rimonetizzare per sempre i titoli di Stato da essa detenuti, [ipotesi finora rimasta puramente tale](#)). Pertanto, gli Stati citati in introduzione dovranno ricorrere in misura extra-ordinaria al mercato dei capitali – si consideri che le misure approvate all’interno dell’Ue corrispondono già ora [al 3% del PIL europeo](#) –, e, essendo privi della possibilità di obbligare le rispettive Banche Centrali ad acquistare i propri titoli rimasti invenduti, dovranno offrire interessi sul debito molto elevati. Questo, sia per la loro condizione pre-crisi, sia in quanto colpiti [più gravemente di altri](#) dalla [recessione economica complessiva](#), sia, infine, poiché con meno strumenti utili a contrastarne gli effetti (per le ragioni di cui in introduzione oltre che per quelle appena esposte).

A tali Paesi membri si presentano attualmente, dunque, due alternative: aumentare drasticamente il costo e l’ammontare del debito riducendo ulteriormente la propria capacità di rispondere a crisi future, oppure non spendere quanto necessario [a preservare le proprie economie](#) ampliando esponenzialmente la distanza tra queste e quelle degli altri Stati dell’Ue.

2. Per tale ragione l’Eurogruppo del 9 aprile scorso, [le cui conclusioni](#) hanno avuto ampia risonanza, si è concentrato, principalmente, su misure volte a permettere agli Stati facenti parte della stessa area valutaria di accedere a prestiti a interessi più bassi di quelli oggi ottenuti da essi sul mercato dei capitali. Tale risorse non possono, del resto, essere mobilizzate dal bilancio dell’Ue, che ha poco “spazio di manovra” oltre a essere limitato nelle dimensioni (ai sensi degli artt. 125 e 310.1 del TFUE). Infatti, i 37 miliardi da esso veicolati, di cui al § 9 delle suddette conclusioni, e dirottati al contrasto delle conseguenze del Covid-19 – derogando alle previsioni del [Quadro Finanziario Pluriennale per l’anno in corso](#) –, oltre a provenire nella quasi totalità da altri capitoli di spesa necessari a sostenere le rispettive politiche, non sono evidentemente sufficienti ad imprimere la “spinta” anticiclica richiamata in introduzione, né sortiscono effetti di qualche rilievo in relazione alla riduzione del “costo” del debito.

Invero, la medesima necessità si era resa evidente in seguito alla crisi economico-finanziaria del 2008 e a tal fine venne creato il MES. Quest’ultimo è, in estrema sintesi, uno strumento in grado di veicolare circa 700 miliardi, versati pro quota dai Paesi membri, istituito da un Trattato esterno all’ordinamento giuridico dell’Ue (per quanto [ad esso “contingente”](#)). Peraltro, accedere ad una linea di credito dal MES, nel solo caso in cui questa venga concessa con le condizionalità di seguito esposte, significa ottenere una “potenza di fuoco” molto più elevata dei 700 miliardi sopra richiamati, in quanto essa apre alla possibilità dell’attivazione delle [OMT](#) da parte della BCE (ragion per cui sussiste l’eccezione sopra richiamata per il PEPP in relazione alla Grecia). Attraverso la suddetta linea di credito il MES finanzia, dunque, il debito degli Stati ad esso aderenti, ad un tasso di interesse più basso di quanto il mercato sia disposto ad offrire, qualora questi lo richiedano e siano in difficoltà a reperire risorse sul mercato dei capitali (può operare anche a favore di Stati in condizioni solide, ma non è il caso dei Paesi di cui in introduzione).

Tuttavia, prerequisito per accedere a questa linea di credito è l’attuazione di misure correttive che, ai sensi della formula, molto ampia, utilizzata dall’art. 12.1 del Trattato che

istituisce il Mes, possono “spaziare da un programma di correzioni macroeconomiche al rispetto costante di condizioni di ammissibilità predefinite”. Per tentare di delineare la portata di queste misure correttive è utile ripercorrere l’ultima applicazione della norma suddetta, ovvero analizzare i *memoranda of understanding* sottoscritti dalla Grecia tra il 2010 e il 2015 che, oltre ad altri punti, includevano indicazioni relative alla regolazione di: mercato del lavoro, Iva, codice civile e sistema giudiziario, sistema bancario, sistema previdenziale, settore dell’energia, finanziamento presso il FMI, riforma dell’amministrazione statale, inserimento in norme di rango costituzionale del principio del pareggio di bilancio ed infine prevedevano il previo controllo da parte della Commissione di ogni norma che andasse ad influire sul bilancio dello Stato.

Proprio tali condizionalità sono state al centro del recente dibattito, anche pubblico, sia in connessione alla riforma complessiva del MES, alla quale **non si è ancora pervenuti**, sia in rapporto alla crisi correlata al Covid-19. Da un lato, infatti, l’ampia formula utilizzata dall’art. 12.1 del MES suscita il dubbio della possibilità di una cessione di sovranità in “bianco”; dall’altro l’impostazione di tali misure correttive – il cui contenuto deve essere coerente con lo spirito del *Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell’Unione economica e monetaria* (Fiscal Compact) la cui sottoscrizione è un ulteriore requisito di accesso al MES – implica un sostanziale contingentamento della spesa pubblica al fine, anche, di garantire la restituzione dei prestiti contratti, neutralizzando l’effetto anticiclico per il quale i prestiti del MES vengono sottoscritti.

Invero le suddette condizionalità non vengono menzionate dalle conclusioni dell’ultimo Eurogruppo, dove, semplicemente, al § 16 si afferma che, per accedere alla linea di credito del MES, l’unico requisito sarà utilizzare i fondi richiesti per sostenere direttamente o indirettamente il proprio sistema sanitario. Tuttavia, il prosieguo del suddetto paragrafo – “*The provisions of the ESM Treaty will be followed*” – implica o un’incoerenza in quanto concordato o che l’unicità di tale requisito verrà relegata alla sola fase iniziale di concessione della linea di credito. L’erogazione dei prestiti del MES è, del resto, impostata in modo tale da essere concessa in *tranches* temporalmente distanziate proprio al fine di poter verificare il rispetto dei *memoranda* sopra richiamati.

Più trasparente appare, viceversa, l’adesione dell’Eurogruppo allo strumento delineato dalla Commissione il 2 aprile scorso. La proposta di regolamento, denominata SURE, alla quale sono stati destinati 2,7 dei 37 miliardi del bilancio dell’Ue “dirottati” al contrasto del Covid-19, permetterebbe alla Commissione, sulla base dell’art. 122 del TFUE, di ricorrere al mercato dei capitali per raccogliere prestiti per un totale di 100 miliardi di euro. Quanto raccolto verrebbe, a sua volta, prestato agli Stati membri che ne facciano richiesta e nei quali si sia verificato un sostanziale incremento della spesa per sostenere il finanziamento di misure di supporto al mercato del **lavoro e degli ammortizzatori sociali nazionali**. Necessario è, anche, sottolineare che il prestito emesso sul mercato dei capitali verrebbe garantito congiuntamente dagli Stati dell’Ue, ragione per la quale lo Stato membro che richiederà un prestito al SURE potrà riceverlo ad un tasso di interesse molto più basso di quello che potrebbe ottenere autonomamente.

Tuttavia, se la condizionalità non appare un elemento divisivo in relazione al SURE (che invero sul punto afferma solo, all’art. 8 della proposta, che le condizioni di accesso verranno concordate con la Commissione), gli elementi di problematicità di quest’ultimo appaiono, per quanto complementari, non meno rilevanti di quelli delineati in relazione al MES. In prima istanza il SURE potrebbe divenire operativo, anche una volta approvato dal Consiglio all’unanimità, solamente previa sottoscrizione da parte di tutti e 27 i Paesi membri – “*in the form*

of irrevocable, unconditional and on demand guarantees” (art. 11.2 della proposta di regolamento) – di una quota di garanzie sui prestiti collegata a quanto da loro versato come risorsa propria Reddito nazionale lordo (RNL). Inoltre si attiverà solo a partire dalla sottoscrizione del 25 % dell’ammontare totale del capitale (art. 12), elemento che prolunga i tempi di attivazione dello strumento, limitandone l’efficacia e l’appetibilità per gli Stati membri. Ma soprattutto, proprio in quanto connesso con la quota di [risorsa propria RNL](#) versata da ogni Stato membro, il SURE presenta poche possibilità di un futuro incremento della sua, attualmente molto limitata, potenza di fuoco. Inoltre, tale strumento potrà solamente sommarsi a risorse già stanziato dallo Stato membro richiedente (art. 2 della proposta), e rimarrà operativo unicamente per il perdurare della fase di crisi attuale (§ 15 del preambolo della proposta).

3. Dunque, temporaneità e limitatezza dei fondi erogati circoscrivono il portato anticiclico del SURE; allo stesso tempo, la condizionalità del MES – in ogni caso necessaria ai sensi dell’art. 136 del TFUE che costituisce la base giuridica che ha permesso l’istituzione del MES – comporta una cessione di sovranità, che, a sua volta, anche qualora si superassero le perplessità relative all’efficacia economica delle misure ad essa connesse, sottende la necessità di un ripensamento della struttura della *governance* economica dell’Ue. Si può intravedere, invero, una sola alternativa ad una riforma di tale portata, ovvero una modifica sostanziale della fase di enucleazione, e dei presupposti (tra cui il Fiscal Compact e l’art. 136 del TFUE), delle misure correttive sopracitate (pertanto anche del MES stesso); sempre nel tentativo di rendere tale condizionalità compatibile con i molteplici paradigmi socio-economici enucleati dalle previsioni [costituzionali degli Stati membri](#).

Si ripongono dunque ampie aspettative sull’ultima parte delle conclusioni dell’Eurogruppo dove si parla, invero con termini piuttosto generici, di un *Recovery Fund* “*temporary*” e “*targeted*” (§ 19), perifrasi che è stata interpretata come un riferimento ai cosiddetti *eurobonds*. Questi ultimi consisterebbero nell’emissione di titoli di debito congiunta tra gli Stati membri dell’Ue (o perlomeno dell’Uem), al fine di supportare quelli con difficoltà ad approvvigionarsi sul mercato dei capitali. Gli *eurobonds*, denominati a volte [blue bond](#), altri [stabilitybond](#) altre [eurobills](#) (denominazioni corrispondenti ad una declinazione differente della proposta di condivisione delle garanzie per la loro emissione) e da ultimo “[coronabond](#)”, sono stati riproposti in molteplici fasi del processo di integrazione europea senza che si pervenisse in alcun caso alla loro [formalizzazione](#), scontratasi sempre con il *niet* dei Paesi con un’alta credibilità sul mercato dei capitali all’assumersi la responsabilità, ed il costo, del salvataggio di quelli privi del medesimo *rating*.

Tali titoli avrebbero, infatti, un’alta credibilità e un tasso di interesse molto basso, permettendo di perseguire l’effetto anticiclico soprarichiamato senza portare ad un incremento eccessivo del costo del debito. Nondimeno, prendendo ad esempio la Germania, [numerose ricerche](#) hanno sottolineato come un’emissione congiunta con gli altri Paesi europei comporterebbe, per questa, un incremento degli interessi sul debito pari, nella peggiore delle ipotesi, al 2% (quantificabili all’incirca in 40 miliardi annui). Invero, tutte le proposte sopra richiamate hanno previsto la suddetta eventualità ideando meccanismi automatici di compensazione dell’incremento con il minor costo complessivo sostenuto dagli Stati partecipanti agli *eurobonds*, che in ogni caso parrebbe largamente sufficiente a tale scopo (prendendo ad esempio il caso dell’Italia si prevede un minor costo pari a 60 miliardi di euro annui, sempre nel peggiore degli scenari). Tuttavia, l’imprescindibile automaticità di tale meccanismo implica chiaramente come anche gli *eurobonds* necessitino un ripensamento delle

forme di *governance* economica dell'Ue al fine, in particolare, di colmare il *deficit democratico* che deve premettere e può permettere una tale devoluzione di sovranità.

Il profilo appena illustrato, che evidenzia la complessità della sfida posta, allo stesso tempo, fornisce una risposta ai dubbi relativi alla possibilità di *moral hazard* – ovvero di spese incontrollate da parte dei cosiddetti Paesi *PIGS* “sfruttando” la garanzia sul debito dei *partner* europei – che gli *eurobonds* suscitano in alcuni degli attori coinvolti nel processo di integrazione europea; infatti, da tale infrastruttura discende, potenzialmente, l'istituzione di un *controllo più efficace* di quello effettuato attualmente all'interno del Semestre europeo (si pensi, in tal senso, anche solo alla leva che l'erogazione per *tranches* dei prestiti del meno quantitativamente rilevante MES garantisce ad istituzioni extraeuropee nel controllo di uno Stato membro).

Gli *eurobonds* assicurano, tuttavia, l'elemento che differenzia quanto possibile per il diritto da ciò che è perseguibile per l'economia come risposta alla crisi attuale. Essi infatti, permettono, come il MES, di fornire la necessaria “spinta” anticiclica, ma consentono, anche, di procedere senza che questa richieda, a priori, l'adesione ad un paradigma economico che potrebbe contrastare con la “*Costituzione economica*” di alcuni tra gli Stati membri. Da questa ulteriore necessità appare evidente come la dottrina giuridica sia, in tal caso, più esigente di quella economica: richiede non solo l'efficacia degli strumenti proposti, ma, anche, che questi diano la possibilità allo Stato di ottemperare ai compiti, in particolare di garanzia dei diritti sociali, ad esso affidati dalla Costituzione.

In conclusione, appare evidente che la riforma della *governance* economica europea, che gli *eurobonds* presuppongono, porterebbe ad un livello di integrazione tale da determinare un'interdipendenza reciproca tra gli Stati membri, economica, sociale e giuridica, pressoché inscindibile. Interdipendenza che a sua volta richiederebbe, necessariamente, l'adesione a quel *patto di fiducia* che sottende ogni convivenza sociale. Se tale patto pare difficile da delinearsi per parte dei cittadini europei, la crisi attuale può, almeno, essere utile a *chiarire* che l'alternativa non è più tra mantenere lo *status quo* o procedere verso la sponda a cui si era diretti nel percorso di integrazione europea, ma tra questa e – *per Italia, Spagna, Portogallo e Grecia così come per gli Stati membri non citati in introduzione* – tornare alla ricerca di una sponda sulla quale per ora si può avere una sola certezza: che pur potendo tornarvi lei non sarà più come la si è lasciata.