

OSSERVATORIO EMERGENZA COVID-19  
PAPER – 29 APRILE 2020

# L'emissione dei Coronabond alla luce dei Trattati: una possibile base per il Recovery Fund?

di Matteo Bursi

Dottorando di ricerca in Lavoro, Sviluppo e Innovazione  
Fondazione Marco Biagi – Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia



# L'emissione dei Coronabond alla luce dei Trattati: una possibile base per il Recovery Fund?\*

**di Matteo Bursi**

Dottorando di ricerca in Lavoro, Sviluppo e Innovazione  
Fondazione Marco Biagi – Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia

**Sommario:** 1. Introduzione – 2. Gli attuali strumenti europei per affrontare la crisi finanziaria (più uno) – 3. I Coronabond: un nuovo nome per una vecchia proposta – 4. Conclusioni: archiviare nell'immediato ma ragionare per il futuro.

## 1. Introduzione

L'attuale crisi sanitaria dovuta al diffondersi del COVID-19 genera a livello mondiale un'inevitabile situazione di rallentamento economico che, per quanto gestita nella maniera appropriata, sfocerà in una recessione di livelli perfino superiori a quella riconducibile al *crack* di Lehman Brothers<sup>1</sup>. La sospensione delle attività produttive ed il contemporaneo blocco del commercio internazionale si presentano come elementi inediti e dirompenti in una società globalizzata, fattori che inficiano in modo drastico sulla capacità di creare redditività e di sostenere elevati livelli di occupazione<sup>2</sup>. Il mondo privato, esente in questa circostanza da particolari responsabilità, dovrà essere accompagnato nella propria ripresa dalla mano pubblica la quale, come sostenuto da Mario Draghi sul Financial Times, sarà posta nell'obbligatoria condizione di assumere su di sé la quasi totalità delle passività derivanti dall'emergenza, con una conseguente espansione dei debiti sovrani<sup>3</sup>. Una rilevante messa in pratica di quanto teorizzato dall'ex presidente della BCE, in effetti, è già arrivata dagli Stati Uniti, dove l'amministrazione ha predisposto, successivamente all'abbassamento dei tassi deciso dalla *Federal Reserve*, un pacchetto di aiuti economici in

---

\* Paper valutato dalla Direzione.

<sup>1</sup> Il Fondo Monetario Internazionale, nelle sue più recenti previsioni sull'anno in corso, ha preventivato una caduta del PIL globale prossima al 3% mentre, nel 2009 (dunque immediatamente dopo l'esplosione della bolla finanziaria riconducibile ai mutui *subprime*) registrò un rallentamento pari allo 0,1%. Su quest'ultima tematica, fra tanti, cfr. V.ACHARYAN - T.PHILIPPON - M.RICHARDSON - N.ROUBINI, *The financial crisis of 2007-2009: Causes and Remedies*, in *Financial Markets, Institution & Instruments*, 5 marzo 2009.

<sup>2</sup> Con effetti sui Paesi manifatturieri votati alle esportazioni che, per via anche delle ricadute storiche del comportamento *wait and see* dal lato della domanda, saranno più acuti ed immediati rispetto a quelli avvertiti dagli Stati con economie maggiormente sviluppate nel settore dei servizi, inducendo dunque un arresto nelle *supply chains* globali. Vedasi a tal proposito: R.BALDWIN - E.TOMIURA, *Thinking ahead about the trade impact of COVID-19*, in R.BALDWIN - B.WEDER DI MAURO (a cura di), *Economics in the time of COVID-19*, Londra, 2020, pp.59-72.

<sup>3</sup> M.DRAGHI, *Draghi: we face a war against coronavirus and must mobilise accordingly*, in *Financial Times*, 25 marzo 2020.



favore di cittadini ed imprese dal valore pari a duemila miliardi di dollari<sup>4</sup>.

L'Unione Europea dal canto suo si trova pienamente coinvolta nelle problematiche relative alla diffusione del nuovo coronavirus ma, anche in questo frangente, torna a mostrare una struttura fortemente eterogenea che pone interrogativi su quale possa essere la via da perseguire. Il differente livello di indebitamento degli Stati membri continua infatti a dividere i Paesi tra quelli favorevoli ad un'azione finanziaria comune - ovvero, di fatto, quelli che hanno un rapporto debito/PIL elevato - e chi invece propende per una soluzione di carattere nazionale, presentando un quadro di finanza pubblica in linea con i parametri fissati dai Trattati. Questa crisi, rispetto a quella vissuta fra il 2008 ed il 2012, palesa però un livello di criticità sensibilmente maggiore: l'evento attuale, se non gestito nella maniera appropriata, potrebbe comportare un simultaneo aggravamento delle condizioni finanziarie di Paesi già particolarmente esposti sui mercati finanziari con il rischio, dato dall'acuirsi degli *spread* continentali, di generare una frattura insanabile all'interno dell'UE<sup>5</sup>. Risultano dunque insufficienti, a detta dei Governi delle Nazioni maggiormente indebitate, la sospensione del Patto di Stabilità e Crescita (già messa in atto dalla Commissione Europea con l'attivazione della "clausola di salvaguardia") ed un'interpretazione elastica sugli aiuti di stato<sup>6</sup> mentre si paleserebbe la necessità di adottare strumenti innovativi che possano permettere ai 27 Paesi membri di non sprofondare in una nuova spirale recessiva. Da qui si aprono ampie riflessioni sulle strade percorribili, da quelle più lineari a quelle più impervie, un'analisi che deve ovviamente ed inevitabilmente tenere in considerazione i margini operativi concessi dai Trattati in una logica che riesca ad unire fattibilità ed efficacia. Nella giornata del 9 aprile 2020 l'Eurogruppo ha trovato un accordo di massima sulla via da perseguire ma, in merito alla sua messa in atto, permangono ampi margini di manovra su cui possono consumarsi nuove divisioni<sup>7</sup>; Il Consiglio Europeo del 23 aprile ha infatti confermato le linee generali di quella che sarà l'azione comune europea senza però giungere ad una definizione puntuale della stessa, rimandando i punti critici ad una futura analisi affidata alla Commissione<sup>8</sup>. In tal senso dopo una disamina degli organismi attualmente esistenti nell'Unione mirata ad approfondire il potenziale ruolo che questi potrebbero rivestire nei mesi a venire, lo scritto di seguito

---

<sup>4</sup> Vedasi a tal proposito: J.POLITI e L.FEDOR, *What's in the historic \$2tn US stimulus deal?*, in *Financial Times*, 25 marzo 2020.

<sup>5</sup> Una caduta del PIL europeo del 2020 prossima al 10% potrebbe portare, entro il 2022, ad un rapporto debito/PIL italiano vicino al 167% con Francia, Spagna e Portogallo interessate da un *trend* affine (rispettivamente con valori pari al 135%, 129% e 144%). Vedasi a tal proposito: M.KRAEMER, *The Eurozone is at risk of a debt crisis worse than the last one*, in *Financial Times*, 10 aprile 2020.

<sup>6</sup> I due provvedimenti, l'attivazione della clausola di salvaguardia e la sospensione delle norme sugli aiuti di Stato, sono stati messi in atto dalla Commissione avvalendosi rispettivamente di quanto previsto dai Regolamenti (CE) 1466/1997-1467/1997 e dall'articolo 107, paragrafo 3, lettera b), del TFUE.

<sup>7</sup> In tal senso: A.GERONI, *Eurogruppo, accordo a metà: Fondo di ricostruzione ancora tutto da negoziare*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 aprile 2020.

<sup>8</sup> Vedasi a tal proposito: A.VILLAFRANCA, *Consiglio Europeo: i tre nodi del Recovery Fund*, in *Ispionline.it*, 24 aprile 2020.

presentato si pone il fine di vagliare l'eventuale creazione di Coronabond tentando di ponderare la loro fattibilità alla luce della normativa vigente e delle esigenze poste dall'ancora mutevole contesto economico.

## 2. Gli attuali strumenti europei per affrontare la crisi finanziaria (più uno)

L'Unione Europea, in seguito alla crisi avvenuta fra il 2008 ed il 2012, ha configurato al proprio interno un rinnovato sistema di *governance* economica<sup>9</sup> nel tentativo di far fronte da un lato alla contingente situazione greca<sup>10</sup> e, dall'altro, a criticità affini che si sarebbero potute presentare in futuro per altri Paesi membri. In tal senso, quasi in modo paradossale, l'organismo rappresentante il principale mezzo su cui porre aspettative per un intervento emergenziale di carattere finanziario, si posiziona al di fuori del diritto eurounitario: il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES).

Quest'ultimo, il cui Trattato istitutivo è entrato in vigore l'8 ottobre 2012, è stato infatti concepito come accordo intergovernativo e si è posto la finalità di raccogliere risorse su base comune per riuscire a sostenere, attraverso diverse linee di credito, Nazioni interessate da uno *shock* economico. Gli interventi, resi possibili come la costituzione dello stesso MES dall'aggiunta del terzo comma dell'art.136 del TFUE, vengono modulati a seconda della gravità della situazione (e delle motivazioni che l'hanno causata<sup>11</sup>) e reperiscono i fondi necessari principalmente sui mercati: il capitale sottoscritto supera di poco i 700 miliardi (di cui 80 già versati dai diversi Paesi aderenti) mentre la capacità di finanziamento è pari circa a 500 miliardi di euro<sup>12</sup>. Dal momento della sua costituzione sono state tre le Nazioni che hanno beneficiato della sua liquidità (Grecia, Cipro e Spagna) ed ora torna a presentarsi la possibilità di un suo impiego, con relative valutazioni in merito ai connessi aspetti favorevoli e contrari.

Partendo da questi ultimi è doveroso presentare il principale: la condizionalità degli interventi. Il Meccanismo Europeo di Stabilità rivela infatti una propria caratteristica essenziale nel subordinare l'eventuale assistenza prestata alla sottoscrizione di accordi relativi ad un "aggiustamento" dei conti

---

<sup>9</sup> Il tema è oggetto di una bibliografia ormai piuttosto ampia. Per tutti, v.: G.GUERRA, *Governance economica europea e principio democratico: alcuni aspetti problematici*, in *Federalismi.it*, n.1/2019 e G.NAPOLITANO, *L'incerto futuro della nuova governance economica europea*, in *Quaderni Costituzionali*, n.1/2012.

<sup>10</sup> Vedasi, fra i vari contributi: R.PRODI, *La crisi greca diverrà anche la crisi dell'UEM?*, in *Economia Politica*, n.2/2010.

<sup>11</sup> Il Meccanismo Europeo di Stabilità offre due tipologie di linee di credito (*ex art.14* del suo trattato istitutivo): la prima, denominata *Precautionary Conditioned Credit Linea* (PCCL), è destinata ai Paesi richiedenti assistenza su base precauzionale mentre la seconda, denominata *Enhanced Conditions Credit Line* (ECCL), è indirizzata agli Stati in una condizione economica già precaria. Questi aiuti possono essere offerti per mezzo di acquisti di titoli di stato sul mercato primario (*ex art 17*) e secondario (*ex art 18*) oppure attraverso una ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie della Nazione coinvolta (*ex art 15*).

<sup>12</sup> A.CASCAVILLA - G.GALLI, *Il MES: cos'è e come potrebbe essere utilizzato nell'attuale emergenza*, in *Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani*, 26 marzo 2020.



pubblici<sup>13</sup>; in tal senso sono stati lungamente trattati, in dottrina ma anche nel dibattito politico<sup>14</sup>, quelli a cui venne sottoposto il Paese ellenico con il coinvolgimento, nella stesura del *Memorandum of Understanding*, della cd. Troika. Ciò trova il proprio fondamento nel comma 3 del sopracitato art.136 (in cui si parla di una “rigorosa condizionalità”) e preoccupa notevolmente chi teme, per Stati con un rapporto debito/PIL elevato, di dover attuare politiche di austerità in una fase già contraddistinta da un marcato rallentamento dell’economia mondiale. Un ulteriore aspetto critico dell’eventuale intervento del MES è legato proprio alle passività dei Paesi particolarmente esposti sui mercati finanziari dato che un prestito di questo organismo contribuirebbe comunque ad aumentare l’onere in carico ai Governi nazionali coinvolti portando, nel medio termine, ad un allontanamento ulteriore dai parametri fissati dall’UE (con un eventuale inasprimento degli *spread* all’uscita di scena dell’organizzazione comunitaria, vista anche la forte temporaneità dei suoi interventi<sup>15</sup>). Analizzando invece gli aspetti favorevoli derivanti da un utilizzo dei fondi in questione non può che apparire positivo il fatto che questi godrebbero di tassi di interesse prossimi allo zero, permettendo agli Stati coinvolti di evitare (almeno nell’imminenza della situazione) di assumere oneri più gravosi attraverso prestiti emessi verso altri soggetti. Un altro elemento da considerare favorevolmente riguarda la possibile successiva entrata in scena della BCE: Francoforte, seguendo quanto stabilito dal programma OMT, potrebbe operare con l’attivazione del MES in acquisti che eccedano la regola della *capital key*, tutelando dunque in modo molto efficace i titoli pubblici dei Paesi finanziati<sup>16</sup>.

Nell’accordo di massima raggiunto dall’Eurogruppo in data 9 aprile (e confermato dal successivo Consiglio Europeo), è stata contemplata la possibilità di ricorrere al Meccanismo Europeo di Stabilità senza avere alcuna condizionalità per le sole spese mediche dirette ed indirette mentre, per le restanti, è rimasto ancora da chiarire quali siano le richieste che verrebbero contemplate nel fatidico *Memorandum of Understanding* (con il rischio di un mantenimento della configurazione “tradizionale”). Questa deliberazione, denominata *Pandemic Crisis Support* (PCC), prevede inoltre un massimale per Stato membro pari al 2% del Prodotto Interno Lordo (per l’Italia si ragionerebbe dunque di una somma prossima ai trentasei miliardi di euro) e, per quanto emerso fino ad ora, non avrebbe caratteristiche temporali superiori a quelle palesate in passato<sup>17</sup>.

---

<sup>13</sup> Le richieste avanzate dal MES variano a seconda dell’adesione al programma PCCL od ECCL (*supra* nota 7): nel primo dei due casi, vista la natura precauzionale dell’operazione, il *Memorandum of Understanding* pone infatti condizioni meno stringenti per il Paese che richiede assistenza finanziaria.

<sup>14</sup> Vedasi, fra i vari contributi, quello particolarmente critico nei confronti dell’operato della cd.Troika scritto da Gustavo Zagrebelsky: G. ZAGREBELSKY, *La tragedia greca e la sovranità spodestata*, in *La Repubblica*, 28 luglio 2015.

<sup>15</sup> T.MONACELLI, *Tre opzioni per sostenere l’economia*, in *LaVoce.info*, 31 marzo 2020.

<sup>16</sup> A.BAGLIONI - M.BORDIGNON, *Europa in mezzo al guado*, in *LaVoce.info*, 31 marzo 2020.

<sup>17</sup> In tal senso: F.FUBINI, *Eurogruppo, perché è un accordo “ambiguo” (e perché tutti possono dire di avere vinto)*, in *Corriere della Sera*, 10 aprile 2020.



Un intervento della Banca Centrale Europea, anche al di fuori dell'attivazione del MES, rappresenta, inoltre, la seconda risorsa nelle disponibilità dell'Unione per porre in campo strumenti atti a contenere la spirale recessiva derivante dalle conseguenze economiche della pandemia di COVID-19. L'ex-Eurotower, anche per via dell'impostazione assunta nel corso della presidenza Draghi, dispone infatti della possibilità di allargare la base monetaria attraverso un abbassamento dei tassi di interesse (questi per la verità già in negativo) e per mezzo di un maggior acquisto di titoli di debito. Quest'ultimo tipo di operazioni, agevolate da un'inflazione che rimane sensibilmente inferiore al due per cento stabilito dallo statuto, sono state enucleate dal programma *Pandemic Emergency Purchase Program* (PEPP) annunciato il 18 marzo ed avranno in questo frangente un *plafond* pari a 750 miliardi di euro da impiegare da qui alla fine dell'anno<sup>18</sup>; a ciò va anche aggiunta la decisione assunta dal Consiglio Direttivo di accettare come garanzia ai prestiti bancari, fino al settembre 2021, quei titoli sovrani conosciuti come *junk bond*<sup>19</sup> che, fino al 7 aprile 2020, presentavano un *rating* minimo pari a (BBB-)<sup>20</sup>. L'annuncio della costituzione di questa nuova "bocca di fuoco" della BCE, che ha contribuito ad una riduzione degli *spread* continentali e ad una contestuale ripresa dei listini borsistici, garantisce sicuramente una risorsa importante per gli Stati aventi un rapporto debito/PIL elevato ma, al contempo, non deve generare illusioni in merito ad un suo presunto effetto taumaturgico: la politica monetaria, come lungamente sostenuto da diversi economisti nel corso degli ultimi dieci anni, ha necessità di un supporto fiscale che unicamente gli Stati membri possono offrire attraverso politiche di bilancio espansive<sup>21</sup>.

Oltre al MES ed alla BCE, vi è una terza istituzione europea in grado di poter giocare un ruolo di rilievo in questo contesto economico avverso, ovvero la Commissione Europea. L'esecutivo comunitario ha infatti già proposto in tal senso un ambizioso piano di prestiti a tassi agevolati da cento miliardi di euro, denominato *state supported short time work* (SURE), destinato alla tutela del lavoro attraverso il finanziamento, per esempio, della cassa integrazione. A ciò è molto probabile venga abbinato un *placet* ad un utilizzo flessibile dei fondi strutturali europei nel biennio 2020/21, con la possibilità di spostare liberamente risorse tra regioni e settori, ed inoltre, come anticipato dalla presidentessa Von der Leyen, è possibile venga aggiunta una valutazione approfondita sulla possibilità di espandere il bilancio europeo 2021-2027<sup>22</sup>. Per quanto questi provvedimenti rappresenterebbero un aiuto tangibile per le diverse

---

<sup>18</sup> Fra i vari: M.ONADO, *Nella finanza non ripetiamo gli errori del dopo-crisi 2008*, in *LaVoce.info*, 2 aprile 2020.

<sup>19</sup> Letteralmente "titoli spazzatura": sono denominate in questo modo le obbligazioni che presentano un *rating* inferiore al livello (BBB-) e che quindi presentano un rischio di insolvenza elevato.

<sup>20</sup> A questo riferimento: I.BUFACCHI, *Coronavirus, svolta BCE: accetterà in garanzia anche i titoli "junk"*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 aprile 2020.

<sup>21</sup> Vedasi a tal proposito: A.TERZI, *Ripensare la politica fiscale*, in *Economia & Politica*, n.14/2017.

<sup>22</sup> In tal senso: B.ROMANO - R.SORRENTINO, *Bruxelles: no a piano Marshall, extra bilancio contro il virus*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 aprile 2020.



economie nazionali è ragionevole affermare come, alla luce degli importi mobilitati, sarebbe necessario attuare qualcosa di più consistente.

Vi è infine nell'UE un'ultima istituzione che dovrebbe, alla luce dell'esito del recente Consiglio Europeo, strutturare il proprio intervento per contrastare la presente recessione: la Banca Europea degli Investimenti (BEI). L'istituto, partecipato in proporzione al PIL da tutti i Paesi membri, emette già ora titoli a tripla A con il fine principale di finanziare progetti afferenti agli obiettivi strategici dell'Unione e, attraverso il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) di cui è il principale azionista, eroga prestiti in favore di piccole-medie imprese. Ad ora, con ventitré miliardi di euro di capitale versati, la BEI è in grado di raccogliere sui mercati fino a cinquecento miliardi di euro e, in questa situazione emergenziale, è stata avanzata la proposta di immettere ulteriori risorse per venticinque miliardi in modo da raggiungere un *plafond* potenziale pari a circa mille miliardi di euro. L'ipotesi, avallata fra gli altri da Alberto Quadrio Curzio, richiederebbe probabilmente una modifica dell'articolo 309 del TFUE ma, a differenza del MES, avrebbe il vantaggio di non contemplare al suo interno alcuna condizionalità permettendo dunque ai Paesi finanziati di evitare l'imposizione di politiche di *austerità*<sup>23</sup>. Per quanto delineato dall'accordo raggiunto dall'Eurogruppo del 9 aprile, la Banca Europea degli Investimenti si limiterebbe nel programma PCC all'erogazione di duecento miliardi di euro mantenendosi quindi non troppo distante dai volumi fino ad ora mobilitati<sup>24</sup>.

Il *Pandemic Crisis Support* prevede inoltre la costituzione di un Fondo per la Ripresa Europea (denominato *Recovery Fund*) dall'importo prossimo presumibilmente ai cinquecento miliardi di euro il quale dovrebbe, nelle intenzioni dell'Eurogruppo, fornire assistenza finanziaria agli Stati membri lasciando però ancora incerte le fonti da cui andare ad attingere queste risorse. In tal senso quanto deliberato dal Consiglio Europeo del 23 aprile lascia importanti dubbi anche sul tipo di interventi che verrebbero messi in atto: alcuni, vedasi il presidente Conte, hanno parlato di finanziamenti a fondo perduto ricavati per mezzo di obbligazioni emesse dalla Commissione mentre altri, fra cui la cancelliera tedesca Merkel, hanno espresso il loro favore unicamente nei confronti di prestiti dal carattere ordinario<sup>25</sup>. Ciò non può dunque che ravvivare il dibattito relativo alla costituzione di *bonds* comuni ed indurre ad un'analisi di quali possano essere i margini giuridici entro cui poter disegnare questa ipotesi, tentando di vagliare l'eventualità di costituire, come base del sopracitato *Recovery Fund*, gli oramai celeberrimi Coronabond<sup>26</sup>.

---

<sup>23</sup> A.BAGLIONI - M.BORDIGNON, *Europa*, cit., p.4.

<sup>24</sup> Vedasi a questo proposito: *Accordo all'Eurogruppo, i 4 pilastri: MES, BEI, SURE e Fondo per ripresa*, in *Corriere della Sera*, 10 aprile 2020.

<sup>25</sup> Fra i vari: S.FLEMING – M.KHAN, *EU fails to settle rifts over size and shape of 'recovery fund'*, in *Financial Times*, 24 aprile 2020.

<sup>26</sup> In tal senso: T.MONACELLI, *Il cerino chiamato Recovery Fund*, in *LaVocce.info*, 24 aprile 2020.



### 3. I Coronabond: un nuovo nome per una vecchia proposta

Gli Stati dell'area mediterranea, supportati in questo frangente da Belgio, Irlanda e Lussemburgo, hanno avanzato a Commissione, Consiglio Europeo ed Eurogruppo un progetto relativo alla creazione di *bonds* eurounitari, quali strumenti finanziari destinati ad assorbire la quota di debito derivante dall'emergenza sanitaria senza gravare sui bilanci dei singoli Paesi membri. Questa ipotesi, che rappresenterebbe una prima forma di mutualizzazione europea delle passività nazionali, permetterebbe agli Stati membri maggiormente esposti sui mercati di evitare una grave speculazione sui propri titoli pubblici investendo invece l'Unione Europea, composta da un rilevante numero di Paesi economicamente solidi, dell'onere di offrire proprie obbligazioni con tassi di interesse assai contenuti, data la valutazione a tripla A che, con ogni probabilità, vedrebbe riconoscersi dalle agenzie di *rating*<sup>27</sup>. La proposta in questione, denominata significativamente "Coronabond" e possibile strumento con cui creare il sopracitato *Recovery Fund* da cinquecento miliardi di euro, presenta però un'immediata criticità che va ricondotta ad un dibattito decennale che vede contrapporsi Stati virtuosi, ribattezzati "falchi", ed altri finanziariamente più fragili, cui è stato attribuito l'appellativo di "colombe". Una diffusa ritrosia presente in diverse forze politiche nord-europee intravede infatti nella maggiore integrazione di carattere finanziario un rischio per i propri conti pubblici: in tal senso viene palesato il timore secondo cui, Nazioni economicamente virtuose quali Germania ed Olanda, possano essere indotte a farsi carico dei disavanzi accumulati dai Governi del sud Europa, conseguenza di politiche di bilancio miopi e lassiste<sup>28</sup>. Questo dibattito, ora ravvivato da una contingenza emergenziale, rimanda a quello già instauratosi fra il 2008 ed il 2012 in merito alle condizioni dei cd. PIIGS<sup>29</sup> e suggerisce un collegamento con una proposta affine che vide promotori anche importanti economisti italiani: gli Eurobond. Invero, la prima crisi dei debiti sovrani aveva posto la questione dell'eterogeneo livello di indebitamento comunitario al centro del dibattito europeo presentando il rischio che l'impossibilità per la BCE di operare liberamente negli acquisti di titoli pubblici di un solo Stato potesse favorire situazioni speculative che avrebbero determinato un aumento degli *spread* ed un deterioramento delle finanze per i Paesi coinvolti (con conseguenti piani di rientro più rigidi da dover attuare). In tal senso accademici e rappresentanti istituzionali, provenienti in buona parte dagli Stati con un rapporto debito/PIL elevato, si prodigarono nell'elaborare nuove proposte fra cui, con riferimento al tema oggetto di trattazione, rientrarono anche le obbligazioni comuni europee. Queste ultime,

---

<sup>27</sup> A giustificare questa affermazione si considerino gli Stati Uniti d'America (Paese che, per dimensioni del PIL, risulta quello più affine all'UE): a fronte di un rapporto debito/PIL prossimo al 107% il *rating* attribuito da Standards & Poor's è pari ad AA+ mentre, quelli di Fitch e Moody's, raggiungono rispettivamente la tripla A ed Aaa.

<sup>28</sup> R.BIN - P.CARETTI - G.PITRUZZELLA, *La mutualizzazione dei debiti sovrani*, in *Profili Costituzionali dell'Unione Europea*, 2015.

<sup>29</sup> Acronimo riferito ai cinque Paesi europei all'epoca in maggiori difficoltà finanziarie: Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna.



denominate genericamente Eurobond, si sarebbero prefissate lo stesso scopo degli attuali ed eventuali Coronabond: alleggerire la pressione esercitata sui titoli di stato più esposti e creare un mercato europeo del debito pubblico che potesse godere di tassi di interesse minimi e che, al contempo, agevolasse una maggiore integrazione comunitaria in una logica funzionalista. I progetti avanzati in questa direzione furono diversi ma, visto anche il calibro dei soggetti promotori, si riportano di seguito quelli elaborati da Monti, Juncker e Tremonti, Prodi e Quadrio Curzio<sup>30</sup>, affinché possa essere effettuata una valutazione sulla possibile attuabilità degli strumenti in oggetto nel contesto attuale.

La proposta di Mario Monti venne strutturata all'interno di un rapporto inviato nel maggio 2010 all'allora presidente della Commissione Europea Barroso e si trovò in linea con quanto successivamente suggerito da Jean-Claude Juncker, all'epoca primo ministro del Lussemburgo, e dal ministro dell'economia italiano Giulio Tremonti in un articolo pubblicato sul *Financial Times* nel dicembre dello stesso anno<sup>31</sup>. Ambedue i modelli si ponevano nel solco di quanto progettato dal Think-Tank Bruegel<sup>32</sup> e prevedevano una divisione dei debiti pubblici nazionali: in tal senso sarebbe stata affidata la gestione di una quota, compresa fra il 40% ed il 60% del PIL, ad una istituzione denominata Agenzia del debito europea (Ade) la quale avrebbe emesso obbligazioni di carattere europolitano garantite in solido da ogni Stato membro mentre la parte eccedente a quella assorbita dal *costituendo* soggetto sarebbe rimasta in carico al Paese di "origine". Questo schema, che avrebbe dunque permesso agli Eurobond di godere di un *rating* elevato, richiedeva però la classificazione dei *bond* in carico all'UE come *senior* in modo da porre l'Ade in una condizione di privilegio rispetto ai creditori privati (generando dunque una configurazione *junior* per le obbligazioni nazionali, le quali avrebbero imposto ai Governi una maggiore ponderazione nelle politiche di spesa).

La terza proposta, elaborata invece da Romano Prodi ed Alberto Quadrio Curzio, venne denominata "EuroUnion Bond" ed avrebbe richiesto la creazione di un Fondo finanziario europeo (Ffe). Quest'ultimo organismo sarebbe stato dotato di un capitale pari a mille miliardi di euro, raccolto fra i Paesi membri in base alla quota di partecipazione alla BCE, ed avrebbe avuto la possibilità di emettere obbligazioni per tremila miliardi: in questo modo sarebbe stato assorbito a livello europeo un valore pari a duemila e trecento miliardi di euro di titoli di Stato e, con i rimanenti settecento miliardi, sarebbero stati

---

<sup>30</sup> Vedasi a tal proposito: A. BAGLIONI, *Eurobond: le proposte sul tappeto*, in *LaVoce.info*, 26 agosto 2011.

<sup>31</sup> M. MONTI, *Una nuova strategia per il mercato unico*, Rapporto al Presidente della Commissione Europea, 9 maggio 2010 e J.C. JUNCKER - G. TREMONTI, *E-bonds would end the crisis*, in *Financial Times*, 5 dicembre 2010.

<sup>32</sup> La proposta del Think-Tank con sede a Bruxelles prevedeva la costituzione di un sistema a due livelli composto da *Blue Bond* (a medio-lungo termine ed in carico all'UE) e *Red Bond* (a breve termine ed in carico agli stati membri), impostazione quindi indirizzata, da un lato, ad un abbassamento dei tassi di interesse e, dall'altro, ad una contestuale riduzione dell'azzardo morale. Vedasi a tal proposito: J. DELPLA - J. VON WEIZSACKER, *Eurobonds: the blue bond concept and its implications*, in *Bruegel Policy Contribution*, n.2/2011.



finanziati investimenti comunitari in diversi ambiti (energia, telecomunicazioni e trasporti)<sup>33</sup>.

Il dibattito relativo agli Eurobond, nonostante un'ampia condivisione delle proposte fra i membri delle istituzioni europee che portò nel 2011 anche alla redazione di un libro verde in cui venivano trattati sotto il nome di "Stability Bond"<sup>34</sup>, si arenò per via dell'opposizione di alcuni Paesi del nord del continente i quali, per le motivazioni riportate poco sopra, affermarono la propria assoluta indisponibilità ad un progetto simile. Emblematiche in tal senso sono le parole riportate da Mario Monti in merito ad un colloquio avuto con Angela Merkel nel periodo in cui ricopriva la carica di presidente del consiglio: la cancelliera tedesca, a margine di un *summit* incentrato sui possibili interventi della BCE, avrebbe riferito all'economista italiano come questi strumenti fossero una soluzione che lei non avrebbe mai avallato (l'esponente della CDU sarebbe giunta perfino a pronunciare la frase "not in my life time!")<sup>35</sup>.

A distanza di quasi un decennio da allora, il tema si ripropone dunque oggi in modo dirimpente, presentando nuove valutazioni relative alle conseguenze derivanti dalle *policies* messe in atto nel corso della precedente crisi economica. Il fronte degli Stati favorevoli ad una parziale mutualizzazione del debito è rimasto compatto, pur essendo cambiate le forze politiche che reggono i rispettivi esecutivi, vedendo in un'emergenza sanitaria che fugge dalle singole responsabilità nazionali una situazione che richiede un necessario sforzo comune mentre, al contempo, la linea degli Stati all'epoca contrari sostiene le medesime posizione (palesando però - vedasi l'SPD ed il Partito dei Verdi tedesco - alcune voci critiche). In questa situazione *in fieri* i rappresentanti dei Governi europei non hanno ancora avanzato specifiche e dettagliate proposte da poter prendere in considerazione, ma vari studiosi hanno anticipato i ministri dell'economia sviluppando modelli utili ad un'analisi maggiormente approfondita.

In tal senso, un puntuale riferimento teorico, che riprende alcune suggestioni emerse nel dibattito politico interno di alcuni Stati membri, è stato predisposto da Francesco Giavazzi e Guido Tabellini<sup>36</sup>. I due Autori hanno indicato nei Coronabond la soluzione ottimale per scongiurare una grave recessione ed hanno limitato il perimetro del proprio progetto alle sole risorse necessarie al superamento della crisi in corso, evitando dunque l'estensione alla percentuale del debito precedentemente accumulato dagli Stati membri (che, di fatto, rappresenta una delle principali ragioni alla base della divisione intraeuropea). Gli elementi cardine del modello sono riconducibili all'orizzonte temporale ed al livello di coinvolgimento della BCE: da un lato infatti per non creare una "concorrenza" tra i titoli di Stato nazionali e le nascenti

---

<sup>33</sup> I mille miliardi conferiti in favore del Fondo finanziario europeo avrebbero potuto essere rappresentati dalle riserve auree del Sistema Europeo delle Banche Centrali oppure da azioni ed obbligazioni afferenti ad aziende di proprietà dei diversi stati membri.

<sup>34</sup> Libro verde sulla fattibilità dell'introduzione di *stability bond*, COM (2011)811, 23 novembre 2011.

<sup>35</sup> M. MONTI, *Eurobond, ora si può*, in *Corriere della Sera*, 20 marzo 2020.

<sup>36</sup> F. GIAVAZZI - G. TABELLINI, *Eurobond perpetui contro il Covid-19*, in *LaVoce.info*, 27 marzo 2020.



obbligazioni eurounitarie sarebbe prevista una scadenza a lungo termine (50 anni, 100 anni o addirittura *bonds* perpetui sul modello dei *consols*) mentre, dall'altro, sarebbe prevista una garanzia offerta dalla Banca Centrale affinché i tassi di interesse riconosciuti rimanessero fortemente contenuti. Questa formulazione, che prevederebbe quindi la distribuzione dell'onere derivante dalla crisi su più generazioni, avrebbe probabilmente il vantaggio di coinvolgere nella sottoscrizione dei prodotti in questione degli investitori istituzionali (incentivati dal *rating* elevato e dalla garanzia di un flusso cedolare costante) e non presenterebbe nel breve termine un rischio di inflazione, visto l'andamento prossimo allo zero che avvicina piuttosto l'eurozona alla deflazione<sup>37</sup>.

La soluzione appena esposta, esemplificativa di come i Coronabond potrebbero essere strutturati, incontra però l'esigenza di confrontarsi con la normativa in modo da ponderarne, sotto il profilo giuridico, l'effettiva fattibilità in astratto nonché le tempistiche necessarie per una sua eventuale attuazione.

In questo contesto l'articolo 122 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea ai sensi del cui secondo comma “qualora uno Stato membro si trovi in difficoltà o sia seriamente minacciato da gravi difficoltà a causa di calamità naturali o di circostanze eccezionali che sfuggono al suo controllo, il Consiglio, su proposta della Commissione, può concedere a determinate condizioni un'assistenza finanziaria dell'Unione allo Stato membro interessato. Il presidente del Consiglio informa il Parlamento europeo in merito alla decisione presa” offre la principale base giuridica su cui si potrebbe articolare la proposta. L'articolo 122 ha d'altronde già rappresentato, in occasione della crisi greca, il punto di partenza da cui poi andare a creare il Meccanismo Europeo di Stabilizzazione Finanziaria (MESF, successivamente sostituito nelle funzioni dal MES<sup>38</sup>) e, se allora si faticava a considerare una falsificazione del bilancio come una circostanza eccezionale che sfugge al controllo di uno Stato, la situazione scatenante l'attuale condizione emergenziale presenta invece pienamente le caratteristiche delineate dalla fattispecie astratta<sup>39</sup>. L'analisi di questa disposizione non deve però indurre ad un'immediata e pacifica conclusione favorevole all'introduzione dello strumento in discussione vista la necessità di considerare quanto previsto da altre disposizioni del Trattato, ed in particolare l'art. 125 TFUE<sup>40</sup>. Quest'ultimo pone infatti il divieto per l'Unione di farsi carico degli oneri derivanti dalle scelte economiche attuate da altri Paesi facenti parte dell'UE, tentando di scongiurare qualunque tipo di politica assistita di bilancio dettata da una

---

<sup>37</sup> I due Autori sostengono allo stesso tempo come, in caso di un aumento dell'inflazione, la garanzia della BCE possa venire meno senza correre il rischio di un sensibile aumento dei tassi di interessi (ciò per via della garanzia in solido di un insieme di Paesi altamente solvibili).

<sup>38</sup> Si noti che il MESF rientrava all'interno del diritto comunitario mentre il Meccanismo Europeo di Stabilità no, rappresentando quest'ultimo un'organizzazione internazionale esterna alla normativa europea.

<sup>39</sup> Vedasi: LANRO, *Le procedure decisionali d'urgenza dell'Unione Europea in tempi di crisi*, in *Eurojus.it*, 13 giugno 2017.

<sup>40</sup> A tal proposito: F.DONATI, *Crisi dell'euro, governance economica e democrazia nell'Unione Europea*, in *Rivista AIC*, n. 2/2013.

deresponsabilizzazione degli esecutivi nazionali. Con riferimento all'azzardo morale<sup>41</sup> si palesa dunque un ostacolo per l'ipotesi strutturata da Giavazzi e Tabellini: una scadenza a lungo termine permetterebbe di evitare una concorrenza fra Coronabond e BTP (volendo citare un esempio nostrano) ma, allo stesso tempo, impedirebbe che si venisse a creare quella condizione di *accountability* per gli Stati coinvolti che invece era presente nei modelli *senior/junior* elaborati in occasione della precedente crisi finanziaria. Inoltre, per quanto la situazione emergenziale venutasi ora a concretizzare non sia direttamente considerabile come un evento dovuto ad una erronea gestione del bilancio, si potrebbe comunque sostenere che i Paesi ora maggiormente esposti a livello debitorio scontino il *gap* accumulato nel corso di anni in cui avrebbero dovuto porsi in linea con i parametri fissati dalla normativa; da qui nasce la proposta del ministro olandese Hoekstra, poi ritirata, di avviare un'indagine atta a verificare come gli Stati richiedenti i Coronabond abbiano amministrato le proprie finanze nel periodo 2014-2019, lasso temporale contraddistinto da una crescita economica continua. Dagli articoli 108, 123, 124 e 130 del TFUE, emergono poi ulteriori limiti che questo *costituendo* progetto incontrerebbe in merito al coinvolgimento della Banca Centrale Europea la quale, come affermato dall'appena citato art.130 del TFUE, è investita di un'assoluta indipendenza che comporta l'impossibilità per altre istituzioni europee di imporre su di essa alcun tipo di scelta. Siffatta configurazione trova le proprie radici nel primario perseguimento della stabilità dei prezzi e nella consapevolezza, data per esempio dalla spirale inflattiva italiana degli anni '70, che il decisore politico non possa demandare alla banca centrale compiti per converso afferenti alla sfera fiscale<sup>42</sup>. In tal senso, per la configurazione attuale è inverosimile ipotizzare un automatismo che comporti un'acquisizione di Coronabond da parte dell'istituto di Francoforte e, qualora ciò dovesse comunque avvenire, l'operazione difficilmente potrebbe presentarsi all'emissione dei titoli per via di quanto previsto dal comma 1 del sopracitato articolo 123 il quale, in modo esplicito, vieta l'acquisto diretto di obbligazioni statali (ragion per cui il *Quantitative Easing* ha potuto operare unicamente sui mercati secondari)<sup>43</sup>.

Una strada percorribile affinché si possano superare le criticità testé indicate, è delineata dal comma 6 dell'articolo 48 del Trattato sull'Unione Europea il quale, attraverso una procedura semplificata, attribuisce al Consiglio Europeo la facoltà di apportare revisioni parziali o totali a quanto contemplato dalla parte terza del TFUE. Questa norma ha offerto la base giuridica per l'aggiunta del terzo comma all'articolo 136 del medesimo trattato, novella che, come accennato, ha legittimato la creazione del Meccanismo Europeo di Stabilità prevedendo l'eventuale istituzione di “[...] un meccanismo di stabilità

---

<sup>41</sup> Situazione in cui un soggetto conduce comportamenti differenti da una condizione normale in quanto deresponsabilizzato rispetto ai rischi del proprio operato.

<sup>42</sup> In tal senso: M.BAGELLA, *L'Euro e la politica monetaria*, Torino, 2014, pp.49- 51.

<sup>43</sup> Vedasi: F.BASSAN, *Il parametro di legittimità delle misure non convenzionali della BCE*, in *Banca Impresa Società*, n.2/2015.



da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme”. Anche il comma 6 dell’articolo 48 del TUE, al pari del sopracitato secondo comma dell’art.122 TFUE, non deve però risultare foriero di eccessive aspettative vista la necessità di vagliare pur sempre la validità di una simile decisione, ammesso e non concesso che ve ne fosse la volontà politica, rispetto alle Costituzioni nazionali dei Paesi membri. In tal senso, il principale interlocutore potrebbe essere il Tribunale costituzionale tedesco, i cui pronunciamenti hanno riguardato più volte, come noto, strumenti finanziari strutturati su di una logica comune<sup>44</sup>. Il *Bundesverfassungsgericht* (BVerfG), infatti, è intervenuto con riferimento alla costituzione di MES e *Fiscal Compact*<sup>45</sup>, all’avvio del programma OMT della Banca Centrale Europea<sup>46</sup> ed al *Public sector asset purchase programme* (PSPP)<sup>47</sup>, vagliando con particolare attenzione la compatibilità di queste strutture finanziarie con la Legge Fondamentale (*Grundgesetz*), giungendo ad interpellare in via pregiudiziale la Corte di Giustizia Europea per ambedue le vertenze riguardanti l’operato di Francoforte<sup>48</sup>. Alla luce di quanto appena esposto è ragionevole dunque affermare come l’ipotetica creazione di Coronabond possa incontrare resistenze da parte della giurisprudenza tedesca la quale, come evidenziato dai tre pronunciamenti citati, ha progressivamente alzato il livello di valutazione critica nei confronti di forme di condivisione del rischio, ponendo non poche preoccupazioni sugli ipotetici effetti risultanti da un responso avverso a quanto attuato su base comunitaria.

#### **4. Conclusioni: archiviare nell’immediato ma ragionare per il futuro**

L’emissione di obbligazioni europee, per quanto limitate ad un lasso temporale specifico e ad un importo che dovrebbe essere determinato in modo altrettanto netto, rappresentano un passaggio molto rilevante per i ventisette Stati membri (anche per via di una disputa oramai ideologica), uno strumento che per essere messo in atto evoca probabilmente l’annoso problema della mancanza di una maggiore legittimazione democratica dell’Unione Europea per riuscire quantomeno a superare quei limiti per cui il BVerfG richiedeva un obbligatorio coinvolgimento del *Bundestag*. Come sostenuto da Monacelli, qualora si considerasse il bilancio europeo 2021-2027 come base dei Coronabond, sarebbe probabilmente

---

<sup>44</sup> F.DONATI, *Crisi*, cit., p.10.

<sup>45</sup> 2 BvR 1390/12; 2 BvR 1421/12; 2 BvR 1438/12; 2 BvR 1439/12; 2 BvR 1440/12; 2 BvE 6/12. Vedasi a tal proposito: A.DI MARTINO, *La sentenza del Bundesverfassungsgericht sul Meccanismo Europeo di Stabilità e sul Fiscal Compact: una lettura alla luce della giurisprudenza precedente*, in *Federalismi.it*, n.18/2012.

<sup>46</sup> 2 BvR 2728/13. Vedasi, fra gli altri: A.DE PETRIS, *Un compromesso responsabile: la risposta del Tribunale Costituzionale Federale tedesco alla sentenza della Corte di Giustizia sul rinvio pregiudiziale di Karlsruhe*, in *Federalismi.it*, n.13/2016.

<sup>47</sup> Sentenza C-493/17, Weiss e a. A questo proposito: F.FABBRINI-A.SAJO, *The dangers of constitutional identity*, in *European Law Journal*, n.4/2019.

<sup>48</sup> P.FARAGUNA, *La sentenza del Bundesverfassungsgericht sul caso OMT/Gauweiler*, in *Diritti Comparati.it*, 21 luglio 2016 e F.PENNESI, *Nel nome della stabilità dei prezzi? La Corte di Giustizia approva il Quantitative Easing della Banca Centrale Europea (Nota a sentenza C-493/17, Weiss e a.)*, in *Diritti Comparati.it*, 20 dicembre 2018.

doveroso addivenire ad una rimodulazione fiscale che porti alla creazione di una fiscalità terza, un sistema che permetta all'Unione di agire in modo indipendente rispetto ai Paesi europei concedendo quindi alla Commissione un potere politico di cui ad ora non è investita<sup>49</sup>. Risulta complesso poter ottenere tutto ciò attraverso l'attivazione della procedura semplificata delineata dal sesto comma dell'art.48 TUE e la rapidità dell'emergenza sanitaria in corso renderebbe comunque probabilmente troppa lenta anche questa soluzione. Il Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria<sup>50</sup> ha impiegato ben 7 mesi prima di emettere la sua prima obbligazione e un lasso di tempo del genere ha rappresentato un risultato notevole in termini di celerità rispetto ad istituzioni con funzioni simili che hanno invece impiegato circa 3 anni per divenire operative<sup>51</sup>. La proposta, avanzata fra gli altri da Pascal Lamy<sup>52</sup>, di creare un debito pubblico condiviso dagli Stati determinati a seguire la strada dei Coronabond, escludendo quelli invece non intenzionati, produrrebbe una frattura probabilmente insanabile all'interno dell'Unione (oltre che non ottenere un consistente beneficio per il *rating* dei titoli emessi): un nuovo *limes* di carattere finanziario non tarderebbe a tramutarsi in un confine di tipo politico che farebbe venire meno la colonna vertebrale comunitaria formatasi al momento della stipula del Trattato di Roma.

La sfortunata situazione derivante dalla diffusione del COVID-19 può dunque rappresentare un'occasione su cui rilanciare una riflessione in merito al progetto europeo, implementando o riducendo le funzioni in capo all'Unione a seconda della visione che di essa si ha (come soggetto realmente politico o meramente economico<sup>53</sup>) ma, nel breve termine, sembra inevitabile ragionare con gli strumenti già a disposizione per riuscire a fornire una risposta efficace e tempestiva ad una crisi dall'impatto ancora difficilmente stimabile.

In tal senso, a nostro modesto avviso, appare ragionevole affermare come la strada più percorribile, dentro o fuori il *Recovery Fund*, sia rappresentata da un'azione combinata del MES, della Commissione Europea, della BCE e della BEI; un'operazione coordinata che deve evitare le storture derivanti dalla gestione della precedente crisi dei debiti sovrani, evitando di subordinare ad alcun tipo di condizionalità il finanziamento, stante l'esigenza di sostenere il contesto socio-economico continentale (vedasi dunque l'importanza di non imporre aggiustamenti strutturali a chi ricorre al MES anche al di fuori delle spese sanitarie ed allungando al contempo il piano temporale dei finanziamenti stessi) ed aumentando le

---

<sup>49</sup> T.MONACELLI, *Il cerino*, cit., p.7.

<sup>50</sup> Istituzione creata in occasione della crisi del debito greco.

<sup>51</sup> K.RESLING, *Usare gli strumenti europei già pronti*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 aprile 2020.

<sup>52</sup> A. CHEYVIALLE, *Pascal Lamy: "Si l'Allemagne ne veut pas de coronabonds, en bien faisons sans l'Allemagne!"*, in *Le Figaro*, 5 aprile 2020.

<sup>53</sup> Si consideri a questo proposito il dibattito in merito al ruolo della stessa Commissione Europea la quale, nella situazione attuale, si trova compressa fra una diffusa richiesta di "terzietà tecnica" ed un'altrettanta ampia domanda di "protagonismo politico". Si veda in tema, fra i numerosi scritti: E.C. RAFFIOTTA, *Gli Spitzenkandidaten e il necessario rafforzamento politico dell'UE*, in *Federalismi.it*, n.11/2019.



capacità delle istituzioni già ora operanti in favore dei sistemi produttivi (estendendo per esempio il capitale della BEI affinché questa possa incrementare le risorse mobilitate verso somme ben superiori ai 200 miliardi delineati dall'Eurogruppo). Conviene quindi accantonare il ragionamento afferente agli estemporanei Coronabond, che, al di là delle ragioni politiche sottese alla proposta, incontra allo stato attuale limiti anche giuridici non facilmente (e di certo non velocemente) sormontabili e rilanciare in parallelo, all'interno di una logica dall'ampio respiro, un progetto eurounitario ad ora in affanno, che necessita di inediti strumenti, tra cui probabilmente anche i più durevoli Eurobond, per raggiungere nuove e più ambiziose mete.