

Eurobond con cura

Oltre la Bce. L'Europa ha bisogno di nuovi strumenti per non aggravare la sostenibilità dei debiti. Un'idea

Ora che la Bce ha fatto la sua parte, tocca ai governi. Oltre alla scelta degli strumenti migliori per sostenere l'economia e il sistema sanitario, la sfida per la

DI GUIDO TABELLINI

politica fiscale è trovare il giusto equilibrio, tra due rischi contrapposti: essere troppo timidi e non fare abbastanza, *versus* compromettere la solvibilità degli stati nel lungo periodo. La sfida è particolarmente difficile per il nostro paese, data la dimensione del debito. Gli interventi annunciati dalla Bce evitano che il costo del debito diventi troppo alto, ma non risolvono i problemi di sostenibilità nel medio periodo. E la sostenibilità non può essere trascurata se, come è molto probabile, il nostro debito sarà presto vicino al 150 per cento del reddito nazionale.

Molti pensano che l'emissione di Eurobond per finanziare le spese eccezionali legate all'epidemia sarebbe un passo risolutivo. Non c'è dubbio che titoli emessi dalla zona euro, ad esempio dal Mes o da altra istituzione europea, e sostenuti dalla capacità fiscale congiunta di tutti i paesi dell'Eurozona, avrebbero importanti vantaggi. I singoli paesi sarebbero meno riluttanti a spendere, perché consapevoli di potersi finanziare senza difficoltà; il costo del nuovo debito sarebbe eguale per tutti i paesi, a vantaggio dei paesi più indebitati; nascerebbe un nuovo strumento finanziario privo di rischio; i paesi dell'Eurozona sarebbero spinti verso una maggiore integrazione politica. *(segue nell'inserto IV)*

Bene gli Eurobond. Ma devono essere irredimibili per non diventare un guaio

(segue dalla prima pagina)

Tuttavia l'emissione di Eurobond avrebbe anche un inconveniente non trascurabile per il nostro paese. Inevitabilmente, questo strumento finanziario sarebbe senior (cioè a rimborso privilegiato), rispetto ai titoli di stato nazionali, che quindi diventerebbero ancora più rischiosi. Cioè, non solo gli Eurobond non risolverebbero il problema della sostenibilità del nostro debito, ma potrebbero anche aggravarlo. Per affrontare in modo davvero risolutivo l'emergenza economica, il passo da compiere è un po' più lungo. Gli Eurobond dovrebbero essere *irredimibili*, avere un tasso di interesse molto basso, ed essere acquistati dalla Bce. Naturalmente dovrebbe trattarsi di un'emissione speciale, e i governi potrebbero usarla esclusivamente per finanziare spese sanitarie e

altri provvedimenti specificamente legati all'attuale emergenza economica. Una misura di questo tipo sarebbe quasi come la manna dal cielo. Gli stati potrebbero finanziare l'espansione fiscale senza mettere a repentaglio la solvibilità dei conti

pubblici: ad esempio, un'emissione pari al 10 per cento del reddito nazionale con un tasso allo 0,5 per cento avrebbe un costo annuo per interessi di solo lo 0,05 per cento del reddito, una percentuale trascurabile. Essendo irredimibili, i titoli non contribuirebbero neanche ad aumentare il rischio di crisi di liquidità sul debito nazionale al momento del rinnovo. La creazione di moneta corrispondente all'acquisto dei titoli da parte della Bce non creerebbe inflazione in questo momento di grave recessione. Né verrebbe pregiudicata la credibilità della Bce nel control-

lo dell'inflazione in futuro, perché la Bce sarebbe sempre libera di rivendere i titoli sul mercato quando avesse l'esigenza di ridurre la liquidità. L'emissione di titoli irredimibili a basso tasso di interesse è stata suggerita anche da Mario Monti in un recente articolo sul Corriere della Sera, con riferimento però solo all'Italia. Tuttavia un'emissione nazionale non avrebbe il sostegno della Bce, che invece è cruciale per assicurarsi che i tassi di interesse siano davvero bassi a fronte di un importo



rilevante. E l'importo dovrebbe davvero essere intorno al 10-15 per cento del reddito nazionale, perché questo potrebbe essere l'ordine di grandezza del sostegno fiscale necessario. E' pura fantascienza (o fanta-economia)? Può darsi. E' probabile che l'opinione pubblica del nord Europa non sia pronta a un svolta così radicale

nell'assetto finanziario dell'Eurozona.

Un sondaggio fatto in Germania a novembre 2019 dall'Istituto Allensbach riscontrava che, a giudizio del 72 per cento degli intervistati, il maggior pericolo per la coesione dell'Unione europea era, indovinate cosa? Non l'immigrazione, né la disuguaglianza, bensì l'eccessivo debito pubblico in alcuni paesi. Tuttavia, l'ipotesi di un'emissione speciale di Eurobond è entrata nelle discussioni politiche europee, anche grazie all'impulso di Italia e Francia, e non si può escludere che a un certo punto essa diventi realizzabile. Se così fosse, è fondamentale insistere che siano titoli irredimibili e acquistati all'emissione dalla Bce. Altrimenti potrebbero poi non essere così risolutivi come oggi appaiono a molti.

Guido Tabellini