

RIFORME

SOLUZIONI  
CONDIVISE  
PER L'EURO

di **Marcello Minenna**

**A**latere del negoziato tra governo e Commissione europea, l'Eurogruppo ha finalmente ripreso il progetto di riforma dell'Unione monetaria. I risultati vanno letti in chiaro-scuro: se da un lato sono state colmate le distanze sul *backstop* del Meccanismo unico di

risoluzione delle crisi bancarie, il processo di riforma del Fondo Salva-Stati (Esm) prosegue a piccoli passi.

L'Eurogruppo ha concordato di rafforzare il ruolo dell'Esm anche se il messaggio è accompagnato dal riferimento a livelli "adeguati" di condizionalità. Il convitato di pietra resta il principio della condivisione del rischio (*risk-sharing*).

—*Continua a pagina 9*

IL FONDO SALVA STATI

ITALIA-GERMANIA, SOLUZIONI CONDIVISE PER RIFORMARE L'EURO

di **Marcello Minenna**

—*Continua da pagina 1*

Infatti se finalmente il tema di un meccanismo di stabilizzazione del Pil è nel comunicato ufficiale, pesa il blocco sull'assicurazione europea dei depositi bancari.

L'esigenza di una graduale "condivisione dei rischi" sui debiti pubblici è alla base di una proposta di riforma dell'Esm sviluppata insieme agli economisti Dosi, Roventini e Violi. L'ipotesi è quella di un'assicurazione comune sul debito in rifinanziamento. Ognuno paga da sé il proprio debito e un premio assicurativo determinato attraverso i *credit default swap* (Cds) da destinare a un rafforzamento patrimoniale del fondo Salva-Stati e la garanzia interviene in caso di elevate difficoltà finanziarie non riconducibili a comportamenti opportunistici dello Stato emittente. Non serve (almeno nella prima fase) un *budget* federale,

anche se il progetto punta agli Stati Uniti dell'Eurozona.

La ricapitalizzazione dell'Esm attraverso i premi supporterebbe anche una maggiore capacità di raccolta obbligazionaria da parte del fondo da destinare un grande piano di investimenti nell'Eurozona, in modo da creare de facto una *golden rule* che integri costruttivamente l'algebra del *Six Pack* e del *Fiscal Compact*.

Meccanismi di assicurazione sono stati impiegati con successo durante la crisi, quando le banche negli Usa ed in Europa hanno approfittato di garanzie pubbliche. Inoltre il c.d. "*credit enhancement*" – una forma di assicurazione di titoli – è stato applicato alle obbligazioni greche ristrutturate dopo l'insolvenza del 2012. Per ridurre al minimo il *moral hazard* tipico dei meccanismi di

assicurazione, ogni Paese dovrebbe accettare chiari limiti di deficit (anche 0) al netto dei premi assicurativi.

Recentemente il capo economista di Allianz Michael Heise ha presentato un'ipotesi di assicurazione dei debiti dell'Eurozona attraverso l'Esm che mostra ampie convergenze con la proposta Dosi-Minenna-Roventini-Violi.

Dalla Germania però arrivano anche altri segnali. Un *policy paper* dell'istituto CESIFO, dal quale era già arrivata la proposta di una clausola per l'uscita dall'Euro, rilancia sulla riforma del sistema di pagamenti bancari transfrontalieri *Target2*, prevedendo un periodico riallineamento dei debiti/crediti tra banche centrali tramite scambio di valuta pregiata ed oro. Per via di persistenti

“  
Il convitato di pietra resta il principio di condivisione del rischio (risk-sharing)

sbilanciamenti nei flussi commerciali e finanziari nell'Eurozona, la Banca d'Italia ha un debito con l'Eurosistema di 489 miliardi di euro mentre la Bundesbank vanta un credito di 903 miliardi. Questa apertura illimitata di linee di credito serve a garantire che un Euro depositato in una banca italiana valga esattamente quanto un euro depositato in una banca tede-

sca. Qualsiasi limite, blocco, rallentamento del sistema Target2 è incompatibile con l'Unione monetaria. Non a caso il paper conclude esaminando possibili strategie di exit per Italia e Germania.

Eppure è minore la strada da fare per venirsi incontro con soluzioni condivise e evitare la dissoluzione dopo 50 anni di integrazione. Possiamo sperare che le parti in causa lo riconoscano.

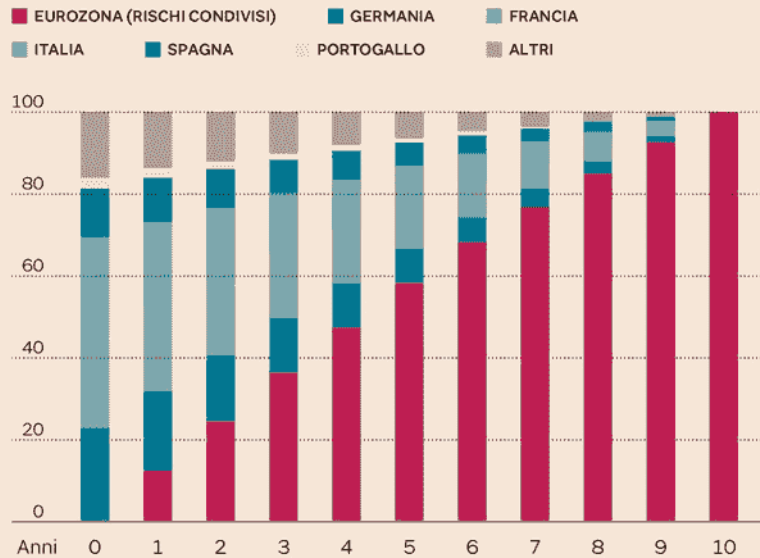
Economista

🐦@MarcelloMinenna

È minore la strada da fare per venirsi incontro ed evitare la dissoluzione dell'Unione

### La transizione

Possibile percorso di transizione da debiti pubblici dei singoli Stati a un unico debito pubblico dell'Eurozona a rischi condivisi. Valori in %



Fonte: elaborazione dell'Autore su dati Eurostat