

AUDIZIONE PRESSO LA COMMISSIONE BILANCIO, TESORO E PROGRAMMAZIONE ECONOMICA E LA COMMISSIONE POLITICHE DELLA COMMISSIONE EUROPEA AVENTE AD OGGETTO IL MECCANISMO EUROPEO DI STABILITÀ (MES) E LE SUE PROSPETTIVE DI RIFORMA

(*Marcello Minenna*)

Grazie Presidente, ringrazio anche i Commissari per la loro disponibilità. Intervengo a titolo personale.

Innanzitutto darei un quadro del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) come riveniente dall'accordo del settembre del 2012. Leggiamo all'articolo 3 che l'obiettivo è quello di «*mobilizzare risorse finanziarie e fornire un sostegno alla stabilità secondo condizioni rigorose commisurate allo strumento di assistenza finanziaria scelto a beneficio dei membri del MES che già si trovano, o rischiano di trovarsi, in gravi problemi finanziari, se indispensabile per salvaguardare la stabilità finanziaria della zona euro nel suo complesso e quella dei suoi Stati membri*». Quindi, dal punto di vista dell'impostazione e dell'obiettivo ha una responsabilità importante.

L'assetto del capitale presenta una quota di partecipazione dove tre Stati, che sono Italia Germania e Francia, hanno una quota superiore al 15%. Il capitale è di fatto sottoscritto per 704 miliardi, ha una parte *cash* di 80 miliardi e una parte cosiddetta di *callable shares*, cioè di capitale non ancora versato, che può essere richiamato in caso di esigenze di assistenza, di 624 miliardi (una cosa del genere per esempio non esiste nel Fondo Monetario Internazionale). Il capitale rappresenta solo l'11,4% del capitale sottoscritto; per l'Italia si tratta di 14 miliardi con una potenziale richiesta di ulteriore esborso per oltre 100 miliardi.

C'è tutta una serie di questioni architettoniche nell'impostazione del MES (accordo 2012) che non vedono questo accordo strutturato secondo una logica di condivisione dei rischi all'interno della nostra area valutaria; anzi diversi sono gli aspetti per i quali questo accordo si ricollega ad altri accordi e altri interventi – come il *Fiscal Compact* o la struttura di alcuni interventi straordinari politica monetaria – che muovono nella direzione della segregazione dei rischi nei vari Stati sovrani. Innanzitutto c'è un grande divario tra capitale sottoscritto e versato e c'è anche una

limitata adesione al principio democratico di non discriminazione tra gli azionisti, in quanto i primi tre possono porre il veto su qualsiasi decisione anche nella procedura di voto di emergenza.

L'adesione di un paese membro al MES è inoltre subordinata: (1) al rispetto del *Fiscal Compact*, cioè quell'accordo che ha meglio completato il *Six Pack* e che è noto alla cronaca per essere il principale responsabile delle politiche di *austerity*; (2) all'impegno a inserire nei titoli di Stato emessi dal 1° gennaio 2013, con scadenza superiore all'anno, clausole di azione collettiva – le cosiddette CAC, in questo caso a due gambe (*two-limb CAC*) – che, tralasciando gli aspetti tecnici, di fatto da un lato rendono più razionale l'eventuale processo di ristrutturazione dei debiti pubblici, dall'altro lato però riducono, per come sono strutturate attualmente, il rischio di ridenominazione di quel debito pubblico in un'altra valuta a seguito di una decisione di uno Stato sovrano.

Come dicevo, i limiti dell'attuale assetto circoscrivono la capacità operativa del Meccanismo Europeo di Stabilità e non consentono ai mercati finanziari di credere che questo strumento rappresenti uno strumento di *risk sharing* all'interno della nostra area valutaria. Tra i limiti in questione ci sono strette condizionalità: per accedere al programma bisogna rispettare delle condizioni «che possono spaziare da un programma di aggiustamento macroeconomico al rispetto costante di condizioni di ammissibilità predefinite». È inoltre possibile il Coinvolgimento del Settore Privato nelle perdite: ricordiamo tutti l'espressione *Private Sector Involvement* riferita alla ristrutturazione del debito greco che sicuramente non fu un indolore. E poi c'è quello che si può definire 'self-financing paradox': il paese beneficiario dell'assistenza del MES non è esonerato dalla stessa contribuzione al capitale.

Per quanto riguarda gli interventi del passato, i più rilevanti (escludendo gli interventi effettuati dalla *European Financial Stability Facility* che peraltro non aveva del capitale versato a garanzia), sono stati a favore di Cipro, Spagna (fondamentale per il salvataggio nell'anno 2012 in cui la Spagna incorse in una gravissima crisi finanziaria) e ovviamente la Grecia.

Di seguito esporrò le principali novità della bozza di nuovo accordo del giugno 2019, su cui sappiamo sono in corso potenziali ulteriori rinegoziazioni. Innanzitutto, anche la bozza di riforma del MES si muove, al margine, nella medesima direzione dell'accordo del 2012. Quindi non è una bozza che inserisce principi chiari di condivisione dei rischi e che diano segnali in questa direzione agli operatori sui mercati finanziari.

Fondamentalmente abbiamo la creazione di un *common backstop* al Fondo Unico di Risoluzione. In altri termini, se una banca dovesse andare in difficoltà all'interno della nostra area valutaria, prima si applicherebbe il *bail-in* fino al 8% del passivo, poi si applicherebbe il cosiddetto '*Single Resolution*

Fund e poi si potrebbe attivare il MES fino a un limite di 55 o 60 miliardi. Il tutto non oltre il 1° gennaio 2024; quindi sono questioni che, se un operatore dovesse valutare, verrebbero percepite come abbastanza in là nel tempo e soprattutto, dal punto di vista delle probabilità di questo intervento, sicuramente se non altro non come una cosa che abbia un effetto immediato sull'architettura finanziaria della nostra area valutaria.

Nel 2020 invece potrebbe esserci un *assessment* sulla qualità degli attivi dei sistemi bancari che nella bozza di documento continua a essere un po' troppo incentrato sul tema dei crediti deteriorati, tralasciando gli *assets* cosiddetti di Livello 2 e 3, in sostanza titoli strutturati, che invece sono ben più presenti nei bilanci di banche non italiane, peraltro per dimensioni dalle 3 alle 4 volte superiori a quelle dei crediti deteriorati. E questa sicuramente è una discriminazione dal momento che invece di considerare tutti i rischi dei sistemi bancari, si sceglie una specifica tipologia di attivi sui quali concentrare l'attenzione.

La seconda principale novità è rafforzare l'efficacia degli strumenti di assistenza finanziaria del MES. Nel documento, in più punti, dal preambolo all'articolato, c'è forse, al margine, una maggiore enfasi sull'analisi di sostenibilità del debito, la capacità di rimborso del paese richiedente e soprattutto in questa valutazione viene inserita un'analisi anche da parte dello stesso Meccanismo Europeo di Stabilità. Cioè quello che prima veniva lasciato alla Commissione Europea, se del caso anche con dei supporti da parte della Banca Centrale Europea, ora vede un'ulteriore analisi tecnica. E poi c'è una lista dettagliata dei criteri di ammissibilità per l'assistenza finanziaria che costituiscono un nuovo allegato al trattato MES, (*l'Annex 3*), tra cui il rispetto di parametri fiscali – che sono sostanzialmente quelli del *Fiscal Compact* – nei due anni precedenti. Su questo punto ricordo soltanto che tra queste regole c'è quella del saldo strutturale che deve superare o almeno eguagliare un certo *benchmark* minimo definito specificamente per ogni paese. Sappiamo che in questa regola è ricompresa la stima dell'*output gap*, che è abbastanza controversa sia per le modalità di calcolo, attraverso le funzioni Cobb-Douglas, sia per il fatto che attualmente la differenza tra queste due grandezze, cioè PIL potenziale e PIL effettivo, risulta risibile per la Commissione Europea mentre stime di altri autorevoli centri di ricerca la danno addirittura a -5%. Più questa differenza è negativa più è facile per un paese essere *compliant* con la regola del saldo strutturale. Pertanto questa grandezza economica rientra ancora una volta nell'ambito delle regole che caratterizzano il funzionamento del MES e questo è un aspetto sicuramente controverso.

Poi, nella nuova bozza di trattato, dalle *double limb* CAC si passa – a partire dal 2022, quindi di là da venire, ecco perché dicevo che si tratta di modifiche al margine – all'inserimento di *single limb* CAC. Per dirla in maniera più semplice possibile, da un lato si rende ancora più proceduralizzata

la modalità con cui svolgere una possibile ristrutturazione del debito pubblico e dall'altro però obiettivamente il contraltare di questo è sempre la possibilità di ridenominare un debito pubblico in un'altra valuta, che in questo caso, con questa regola, diventa ovviamente più ampia. Ricordo infatti che i temi sono sempre due quando si parla di eventuali crisi finanziarie di uno Stato sovrano: da un lato io mi posso trovare a dover gestire, perché voglio restare nell'Eurozona, un'interazione con un meccanismo come il MES e quindi devo rispettare certe condizionalità, tra cui anche regole eventualmente che potrebbero portare – se la sostenibilità del debito non venisse ritenuta adeguata – alla ristrutturazione; ma dall'altro lato uno Stato ha la possibilità di esercitare la clausola di uscita e quindi di ridenominare il debito pubblico in un'altra valuta. È chiaro che se da un lato queste clausole accelerano in una direzione, dall'altro decelerano nell'altra. Quindi c'è una sorta di *trade-off* che in questo caso ovviamente opera in senso opposto rispetto a quello delle *double limb* CAC.

Quindi, anche il nuovo assetto di questo meccanismo è ben lontano da muovere nella direzione della condivisione dei rischi nella nostra area valutaria, nonostante questa sia la base stessa di funzionamento della stessa. Ricordo che quando ci fu la crisi di Lehman Brothers, non si verificò immediatamente nei mercati finanziari il fenomeno dello spread. Tutt'altro. Perché ci fu una presa di posizione importante della Banca Centrale Europea; all'epoca il presidente era Jean-Claude Trichet che dichiarò che l'unicità della curva dei tassi di interesse non era in discussione. Fu successivamente, a ottobre 2010, in un incontro che si tenne a Deauville tra due capi di Stato, quello francese e quello tedesco, invece che si rese chiaro ai mercati finanziari che non ci sarebbe stata nessuna forma di condivisione dei rischi e quindi i mercati iniziarono ad apprezzare quale principale fonte di rischio per i debiti sovrani, invece che il rischio di inflazione quello di credito dei singoli Stati membri perché divenne chiaro che non ci sarebbe stata nessuna forma di solidarietà. E a poco vale dire che lo spread è una questione naturale in un'area valutaria come la nostra, ragionando in analogia con l'area del dollaro dove esiste lo spread tra i debiti dei singoli Stati degli USA, perché la cosa è mal posta dal punto di vista dimensionale e di architettura finanziaria. In realtà, infatti, gli spread tra i vari Stati degli USA al più potrebbero essere paragonabili, in un'area come la nostra, con gli spread che potrebbe avere una singola regione di uno Stato membro, fosse il Lazio, la Loira, la Catalogna, etc., per tutta una serie di motivi architettureali. Non a caso fino al 2009-2010 lo spread era assente all'interno della nostra area valutaria, al più c'erano i differenziali d'inflazione.

Quindi noi tempo fa (dico noi perché la ricerca fu sviluppata con i Professori Dosi e Roventini dell'Istituto Sant'Anna di Pisa e con il Dottor Violi della Banca d'Italia) svilupparammo invece un'ipotesi di lavoro alternativa per il MES, per usare questo veicolo come uno strumento per

portare, in un orizzonte temporale medio-lungo, prima la condivisione dei rischi dei debiti pubblici dell'Eurozona e poi la condivisione dei debiti stessi. Per quanto riguarda la condivisione dei rischi la soluzione era, in una fase 1 che avrebbe avuto una durata di 10 anni, una graduale trasformazione del MES in un garante sovranazionale del debito pubblico dei paesi membri: ogni anno l'ammontare di debito garantito aumenta in misura corrispondente al debito in scadenza di quell'anno e quindi in una logica di mercato i paesi pagano al MES un premio assicurativo, un tipo di contratto di *credit default swap*, legato al loro rischio sovrano. I premi assicurativi vengono corrisposti in contanti al MES e vanno ad aumentare la dotazione del capitale secondo questo schema. Va da sé che, essendo un'operazione di mercato, laddove si dovesse verificare un evento di credito all'interno di questa architettura, sarebbe il MES il soggetto che dovrebbe dare eventuale copertura finanziaria, se del caso anche rivolgendosi al mercato per finanziare eventuali esigenze di liquidità. Il vantaggio di una simile operazione è che naturalmente avrebbe generato una transizione verso un'unica curva dei tassi di interesse, perché gli operatori di mercato, con una simile ingegneria finanziaria, avrebbero aggiornato le loro aspettative e ripreso quell'attività di *convergence trading* che si verificò nei tre anni che videro la nascita dell'Euro, dopo il 1996. E cioè vendere obbligazioni emesse dai governi dei paesi *core* per acquistare obbligazioni emesse dai governi dei paesi periferici. L'effetto è che il premio per il rischio dei vari Stati sovrani, cioè lo spread, andrebbe, in un periodo di tempo pari al numero degli anni necessari per rifinanziare tutti i debiti pubblici dei paesi membri e avere così la garanzia da parte del MES e quindi avere un unico debito garantito, a un unico livello di tasso. L'altro grande vantaggio di una simile soluzione è che finalmente avremmo un *safe asset* europeo, altro oggetto mancante nella nostra architettura valutaria, perché un titolo privo di rischio, per dimensione, quantità e qualità, non esiste oggi all'interno della nostra area valutaria dal momento che il Bund è assolutamente insufficiente per le esigenze del nostro sistema. E nel giro di 10 anni, ripeto, noi arriveremmo ad avere un unico rischio per il debito pubblico di tutti i paesi membri. Dopo di che, cosa ci dovrebbe fare il MES con i premi raccolti e possibilmente operando con un minimo di leva sui mercati come ha fatto sinora per finanziarsi? Dovrebbe diventare un soggetto che effettua anche investimenti sotto la *governance* e la supervisione delle istituzioni dell'Unione Europea. In altri termini, sviluppando questo modello, saremmo in grado in 10 anni di portare il livello del debito pubblico/PIL della nostra area valutaria nell'ambito dei parametri di Maastricht. Cosa fare nella fase 2? La fase 2 sarebbe naturale: se alla fine dei 10 anni siamo nelle condizioni di avere un debito pubblico con un unico rischio, è evidente che man mano che questo debito pubblico garantito va in scadenza verrebbe naturale emettere *Eurobond* in sostituzione di questo debito. E quindi da un sistema a rischi condivisi andremmo a un sistema dove non solo i rischi sarebbero mutualizzati ma anche i debiti. Ecco questa è una soluzione di sistema, è una soluzione che porterebbe a inserire

all'interno della nostra area valutaria un oggetto, un veicolo, in grado di dare un segnale forte ai mercati di condivisione e quindi anche convergenza dei rischi.

Una seconda cosa che però andrebbe fatta, anche per ridurre a mio avviso l'esposizione del nostro sistema di gestione del debito pubblico a potenziali fenomeni speculativi, sarebbe quello di creare un'agenzia del debito pubblico alla tedesca per dare stabilità in sede d'asta e quindi allineare il più possibile gli spread del primario a quelli del secondario. In Germania esiste questo oggetto, anzi questa agenzia, che si occupa appunto di assorbire temporaneamente parte dei Bund che vengono offerti sul mercato primario, congelandoli temporaneamente presso la Bundesbank. È una soluzione che funziona da anni e muove anche volumi rilevanti perché ci sono addirittura emissioni dove il 60% dell'ammontare emesso viene temporaneamente congelato e assorbito dall'operatività dell'agenzia. Parliamo di importi che quindi in ogni asta possono variare da uno a due, tre, quattro miliardi di euro; dal 2009 ad oggi, in media, si può dire che negli anni tra il 15% e il 25% delle emissioni è stato congelato secondo questo schema operativo, ossia l'agenzia in questione è intervenuta in maniera tale da ridurre l'esposizione al rischio di gestione del debito pubblico rispetto a quella che è la normale operatività di mercato.

In un contesto in cui sicuramente gli anni che vengono potrebbero vedere ulteriori tensioni sui mercati e soprattutto possibili rallentamenti dell'economia globale (motivo per cui negli ultimi tempi ci sono state inversioni nelle logiche di politica monetaria da restrittiva a di nuovo espansiva), avviare, come Stato membro dell'Eurozona, e presentare un progetto a rischi condivisi, secondo logiche di mercato e con una serie di regole stringenti anche sulla gestione della spesa pubblica, unitamente a una soluzione di agenzia del debito pubblico alla tedesca per gestire meglio il meccanismo di collocamento del debito sul primario e di interazione con secondario, potrebbe rafforzare la posizione del nostro Paese ma soprattutto rafforzare, secondo me, la tenuta stessa della nostra area valutaria nel tempo. Grazie.