

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO 2-2020

Coronavirus e crisi economica

LA RISPOSTA EUROPEA



Coronavirus e crisi economica. La risposta europea

ottobre 2020

Autori del presente rapporto sono: Angelo Baglioni (Coordinatore),
Andrea Boitani, Massimo Bordignon, Elisa Coletti, Giorgio Costantino,
Rony Hamaui, Marco Lossani, Andrea Resti, Roberto Tamborini.



Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Marco Lossani (Direttore LAM), Angelo Baglioni, Alberto Banfi, Andrea Boitani, Domenico Delli Gatti, Piero Giarda.

Laboratorio di Analisi Monetaria – Università Cattolica del Sacro Cuore:

Segreteria: Barbara Caprara

Via Necchi, 5 - 20123 Milano

tel. 02-7234.2487 - laboratorio.monetario@unicatt.it - [LAM](#)

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli, 1

Segreteria: presso UBI Banca – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – tel. 02-6275.5252 - www.assbb.it

INDICE

INTRODUZIONE	pag. 1
 1. LA CRISI PANDEMICA E IL FUTURO DELLE ISTITUZIONI EUROPEE – Massimo Bordignon	 pag. 3
1. Le due Europe	4
2. La reazione alla crisi	5
3. Gli interventi approvati	6
4. Le implicazioni	8
5. Il SURE	10
 2. RECOVERY FUND: COME USARLO BENE – Andrea Boitani, Roberto Tamborini	 14
1. Il Recovery Fund e le resistenze dei “frugali”	15
2. Il nuovo avanza, lentamente	18
3. La Next Generation Europe	20
4. Come spendere (e non sprecare) i soldi del NGEU?	21
5. La qualità della governance è cruciale	23
6. ‘Il piano Amaldi’: ricerca di base per la resilienza	25
 3. MES: DALLA PROPOSTA DI RIFORMA ALLA NUOVA LINEA DI CREDITO PER SPESE SANITARIE – Marco Lossani	 30
1. MES: luci e ombre	30
2. Le proposte di riforma pre-COVID-19	31
3. Le riforme post-COVID-19. L’istituzione della Pandemic Crisis Support Credit Line	36
 4. LA BCE TRA INTERVENTI CONGIUNTURALI E PROBLEMI ISTITUZIONALI – Angelo Baglioni	 41
1. Le misure di politica monetaria messe in campo dalla BCE	42
2. L’anomalia istituzionale della zona-euro e la controversia sull’acquisto di titoli di Stato	45
 5. LE MISURE DELLE AUTORITÀ DI SUPERVISIONE BANCARIA A FRONTE DELL’EMERGENZA COVID – Giorgio Costantino, Andrea Resti	 52
1. L’impatto del Covid-19 sul settore del credito: alcune considerazioni di contesto	52
2. La normativa ante-Covid e il rischio di una “tempesta perfetta”	56
3. Gli interventi delle autorità sulla normativa e le prassi di vigilanza bancaria	58
4. Conclusioni	62
 6. UNIONE BANCARIA EUROPEA ALLA LUCE DELLA PANDEMIA – Elisa Coletti, Rony Hamaui	 65
1. La situazione del sistema bancario europeo	67
2. Le prospettive dell’unione bancaria europea	73

INTRODUZIONE

Angelo Baglioni*

La pandemia scatenata dal Covid-19 e la crisi economica, dovuta alle misure di restrizione, hanno rappresentato una sfida formidabile per i governi di tutto il mondo. Per l'Europa la sfida è stata ancora più insidiosa, poiché il governo dell'economia avviene nel nostro continente su più livelli: quello nazionale, quello della zona euro e quello della Unione Europea. La UE ha istituzioni complesse, che generalmente prendono decisioni in tempi lunghi e attraverso faticose trattative, procedendo per piccoli passi. L'emergenza Covid-19 ha richiesto invece decisioni forti e rapide. All'inizio della crisi, sembrava che l'Europa stesse per rimanere imprigionata nelle sue logiche fatte di diffidenze reciproche, veti incrociati e complicazioni procedurali. Poi invece ha dimostrato di sapere agire in tempi rapidi e con decisioni importanti. Le iniziative prese nel campo della politica monetaria e fiscale rappresentano un successo per l'Europa, che ha così smentito i suoi detrattori. In particolare, alcuni degli strumenti introdotti, come il SURE e il Recovery Fund, prefigurano l'inizio di una politica fiscale europea. Senza fare del facile ottimismo, possiamo dire che queste novità contribuiscono a rimediare alla storica asimmetria che affligge l'area-euro: politica monetaria unica e politiche fiscali nazionali. Naturalmente resta ancora molta strada da fare, su due fronti. Il primo è l'individuazione delle modalità con le quali utilizzare la straordinaria dotazione di fondi messi a disposizione dai nuovi strumenti europei. Il secondo è il completamento del processo di integrazione fiscale, di cui le iniziative prese quest'anno rappresentano solo l'inizio.

Il n.2/2020 di *Osservatorio Monetario* discute la reazione europea alla crisi generata dal coronavirus. Questa crisi ha messo in luce che vi sono due modi di decidere in Europa, diversi tra di loro: quello comunitario e quello intergovernativo. Il primo è quello utilizzato dalle istituzioni sovranazionali, in particolare dalla BCE e dalla Commissione europea. Il secondo è quello che prevale nel Consiglio europeo, dove i capi di governo trattano tra di loro. Le istituzioni sovranazionali sono state in grado in tempi rapidi di attuare (nel caso della BCE) e di proporre (nel caso della Commissione UE) interventi di ampio respiro, basati su di una visione che tenesse conto della necessità di una risposta corale alla sfida posta dalla pandemia. La trattativa tra i governi è stata invece impostata, almeno all'inizio, sulla base di una contrapposizione tra i paesi cosiddetti "frugali" e quelli interessati a realizzare importanti programmi di spesa pubblica senza accrescere troppo i già elevati debiti pubblici nazionali. Alla fine l'accordo è stato trovato: un ruolo determinante è stato giocato dal governo tedesco, che ha fatto pendere la bilancia delle trattative a favore del secondo gruppo di paesi (tra cui il nostro) che rappresenta peraltro la netta maggioranza della popolazione europea (unitamente alla Germania stessa). La minaccia di un veto da parte di una piccola minoranza di paesi è stata così sventata.

Il Recovery Fund (o meglio il Next Generation EU) mette a disposizione nei prossimi anni 750 miliardi di euro a livello europeo, di cui quasi 210 destinati all'Italia. Ora è di fondamentale importanza progettare bene l'utilizzo di questi fondi. I settori sui quali investire sono noti: l'ambiente, la digitalizzazione, l'istruzione, la ricerca, l'efficienza della pubblica amministrazione. Il problema è uscire dalla genericità delle linee-guida e individuare progetti precisi, nonché monitorarne

*Università Cattolica del Sacro Cuore



la realizzazione. Cruciale sarà la *governance* dei processi decisionali: meglio accentrare il controllo presso una unica autorità piuttosto che disperdere le responsabilità. Un ostacolo da superare sarà la proverbiale complicazione e lentezza della pubblica amministrazione nostrana.

Un altro strumento importante è il SURE: il nuovo fondo europeo di sostegno ai lavoratori colpiti dalla perdita del lavoro. Il fondo, partito con una dotazione di 100 miliardi di euro, è già un successo: 17 paesi europei hanno fatto richiesta per utilizzarlo, per un totale di 87 miliardi (di cui 27 sono andati all'Italia). Non altrettanto si può dire per la nuova linea di credito del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) dedicata alle spese sanitarie (240 miliardi, di cui 36 potenzialmente destinati all'Italia): nessun paese ha fatto finora richiesta per utilizzarla. Evidentemente lo stigma politico associato al MES è ancora forte e diffuso, nonostante la nuova linea di credito abbia come unica condizione la destinazione dei soldi a spese (direttamente o indirettamente) legate a motivi sanitari.

Sul fronte della politica monetaria, La BCE ha messo in campo un nuovo piano di acquisto di titoli, pubblici e privati, per 1350 miliardi, che si aggiunge a quelli già esistenti. Oltre alla dimensione, il nuovo piano si caratterizza per una maggiore flessibilità rispetto al passato, relativa agli acquisti di titoli di Stato: il limite del 33% per emittente e per emissione è stato abilito e sono ammesse deviazioni rispetto al principio delle *capital keys*. Le operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (T-LTRO III) sono diventate più convenienti per le banche e sono state affiancate da un altro strumento (PELTROs) meno conveniente in termini di tasso d'interesse ma potenzialmente illimitato. Tuttavia, la ripresa del *quantitative easing* da parte della Bce è avvenuta in un contesto istituzionale ancora non chiaro, che la espone a controversie legali, come

dimostra la sentenza della Corte Costituzionale tedesca del maggio scorso. L'emissione di debito europeo da parte della Commissione UE, per finanziare il Recovery Fund e il Sure, potrebbe in prospettiva facilitare il compito della Bce, rimediando alla mancanza di un debito federale su cui indirizzare gli acquisti di titoli nell'ambito del QE.

La risposta delle autorità monetarie alla crisi non è avvenuta solo utilizzando gli strumenti di politica monetaria, ma anche muovendo le leve della regolazione e supervisione prudenziale. Prima della crisi, alcune misure prese in questo campo avevano reso più intensa e automatica la classificazione dei crediti problematici come Non Performing Loans (NPL) generando costi aggiuntivi per le banche in termini di accantonamenti patrimoniali. A partire dal marzo di quest'anno, la BCE, l'EBA e l'ESMA hanno agito per allentare temporaneamente queste regole, accrescendo i gradi di libertà concessi alle banche nell'evidenziare a bilancio gli NPL e le relative perdite. Ciò al fine di agevolare l'erogazione di nuovi prestiti bancari e la concessione di moratorie su quelli esistenti.

Se sul piano della supervisione l'Europa ha fatto passi da gigante con il Single Supervisory Mechanism, su altri fronti dell'Unione bancaria europea resta molto da fare. Le istituzioni e le regole di gestione delle crisi bancarie vanno ridisegnate, superando le attuali incongruenze e puntando su di un modello più simile a quello americano, con un'unica autorità di risoluzione e assicurazione dei depositi. Occorre portare a termine i lavori sulla bad bank.

1. LA CRISI PANDEMICA E IL FUTURO DELLE ISTITUZIONI EUROPEE

Massimo Bordignon[♦]

L'Europa ha reagito alla crisi del coronavirus in modo vigoroso e tempestivo, sia con misure congiunturali che con azioni di lungo periodo, potenzialmente in grado di aumentare il grado di integrazione tra i paesi membri. E' stato il risultato dell'azione contrastante delle due "Europe" che coesistono nell'Unione Europea, l'Europa sovranazionale, rappresentata dalle istituzioni comunitarie, e quella intergovernativa, rappresentata dal Consiglio nelle sue diverse configurazioni. La prima si è mossa rapidamente, con le iniziative prese dalla BCE e dalla Commissione, mentre la seconda ha raggiunto il più importante risultato, relativo al New Generation EU, solo dopo lunghe e faticose trattative. Il NG-EU sarà finanziato utilizzando il bilancio europeo; questo rende più facili trasferimenti tra paesi e un controllo accentrato, presso la Commissione, sulle modalità con cui verranno impiegati i fondi erogati ai singoli paesi. E' il germe iniziale di una politica fiscale comunitaria che inevitabilmente rafforza l'Europa sovranazionale. Una implicazione è che anche i paesi dell'area euro dovranno risolvere i loro problemi a livello comunitario: tramonta così la prospettiva di una Europa "a due velocità". Già 17 paesi, di cui 12 appartenenti all'eurozona, hanno richiesto l'utilizzo del fondo SURE (gestito dalla Commissione), mentre nessun paese euro ha chiesto di utilizzare la nuova linea di credito del MES per le spese sanitarie, a riprova dello stigma di cui soffre questa istituzione intergovernativa.

"E la sciagurata (finalmente..) rispose". Parafrasando Alessandro Manzoni, questa è probabilmente la più rapida sintesi della reazione dell'Unione Europea allo shock pandemico. A differenza delle due crisi del 2008-9 e del 2010-12, dove la reazione collettiva è stata tardiva e insufficiente, nel caso del Covid, pur con tutte le difficoltà insite nel suo complesso meccanismo decisionale, l'Unione Europea è riuscita ad articolare una risposta tempestiva e coerente. Questa mette in campo sia interventi congiunturali di sostegno al sistema economico che azioni di più lungo periodo, tese a produrre una maggiore convergenza delle economie e una maggiore integrazione politica tra i paesi membri. È in effetti possibile che la crisi pandemica venga ricordata in futuro come un momento di cesura nella storia della Unione, un "Hamilton moment", confermando l'intuizione di Jean Monnet che

l'Europa si sarebbe forgiata come risposta alle crisi piuttosto che in attuazione di un piano deciso a tavolino. Ma non è detto che succeda. Molto dipenderà dalla capacità delle politiche approvate di raggiungere gli obiettivi cercati; e a sua volta, questo dipenderà molto dalla capacità dei paesi più beneficiati dagli aiuti europei (a cominciare dal nostro) di essere all'altezza della sfida. È certo comunque che in assenza di questi interventi europei, il rischio di una rapida dissoluzione dell'Unione sotto i colpi della pandemia sarebbe stato molto maggiore. Non solo, ma come cercheremo di argomentare, le decisioni assunte in questo contesto, se ancora non prefigurano il punto di arrivo dell'evoluzione dell'Unione, definiscono più chiaramente le strade da percorrere, mettendo un punto fermo ad un dibattito che si è protratto anche troppo a lungo.

[♦] Università Cattolica del Sacro Cuore e European Fiscal Board

1. Le due Europe

Ma andiamo con ordine. Per comprendere meglio cosa è stato deciso e anche le difficoltà nel decidere conviene partire da una constatazione di fondo. Nell'Unione Europea così come si è andata configurando negli ultimi decenni, sia per motivi istituzionali che come conseguenza inattesa delle severe crisi economiche dell'ultimo quindicennio, convivono in realtà due "Europe". Una prima Europa, sovranazionale, è quella rappresentata dalle *istituzioni comunitarie*, e cioè la Commissione, il Parlamento Europeo e per i paesi che hanno adottato l'euro, anche la BCE. Queste istituzioni hanno diversa composizione interna e obiettivi diversi (la BCE è vincolata dai limiti tecnici del suo mandato), ma con due caratteristiche in comune; regole decisionali relativamente rapide e una *constituency* genuinamente sovranazionale come referente ultimo ideale delle proprie decisioni.

A questa prima Europa sovranazionale si affianca la seconda, l'Europa intergovernativa, rafforzata istituzionalmente dal Trattato di Lisbona. Questa Europa è rappresentata dal Consiglio nelle sue varie incarnazioni: Euro-gruppo, Ecofin, Consiglio Europeo etc. Qui siedono i rappresentanti dei governi dei 27 paesi membri, 19 dei quali hanno messo in comune anche la moneta. Questi rappresentanti sono politici nazionali, che anche quando discutono di interventi a livello europeo portano sempre avanti istanze nazionali. Sebbene in alcuni casi siano previsti votazioni e maggioranze qualificate, in realtà il meccanismo decisionale principale di queste assemblee è l'unanimità; i rappresentanti nazionali contrattano tra di loro e cercano soluzioni che includano compensazioni in modo da massimizzare il consenso dei membri. La ragione di questa ricerca costante dei più ampi compromessi è che, per quanto costosa, resta sempre la possibilità di una secessione da parte di qualcuno dei paesi membri; l'Europa intergovernativa è un'unione di stati

sovranici basata solo sulle convenienze reciproche e il rischio della *exit* di qualche membro resta sempre sullo sfondo.

Un chiaro esempio dell'Europa intergovernativa è il Meccanismo Europeo di Stabilità o "fondo salva stati", come noto nella pubblicistica italiana. Questa istituzione è il frutto di un accordo separato tra i paesi che hanno adottato l'euro; in quanto tale, non è soggetto alla legislazione europea, sebbene si avvalga anche di istituzioni comunitarie (la Commissione, la BCE..) per le sue attività. I ministri delle finanze dei paesi appartenenti all'eurozona sono i diretti proprietari del MES e hanno diritti di voto in proporzione alle risorse versate al fondo (che a loro volta riflettono le quote dei diversi paesi nel capitale della BCE). Eccetto casi eccezionali (quando si decide comunque con l'80% dei voti), tutte le decisioni nel MES vengono prese all'unanimità.

La capacità di reazione dell'Unione Europea ai vari shock possibili è determinata dal ruolo relativo che nei vari campi hanno le due "Europe"; e in particolare, mentre la BCE è statutariamente sovrana per la politica monetaria nell'eurozona, l'Europa intergovernativa domina nel settore della politica fiscale e di gran parte delle *policies*, stante il fatto che le politiche pienamente delegate all'Unione sono limitate e che le risorse a disposizione di quest'ultima sono comunque decise dai paesi membri (ogni 7 anni, in sede di approvazione delle *Multiannual Financial Framework*). La ben nota "incompletezza" dell'Unione Monetaria Europea, per esempio, deriva essenzialmente dal fatto che essa è caratterizzata da una completa centralizzazione della politica monetaria e da una totale decentralizzazione della politica fiscale (eccetto per il *debt brake* rappresentato dalle regole fiscali europee), una sorta di "unicum" tra le unioni monetarie esistenti.

2. La reazione alla crisi

Una prima osservazione importante è che di fronte alla crisi generata dal Covid, l'Europa sovranazionale, per quanto anch'essa caratterizzata da numerosi conflitti interni, ha saputo muoversi rapidamente. Specificamente, la BCE è intervenuta con decisione e con più strumenti non appena la dimensione della crisi è diventata manifesta: rafforzando i programmi di acquisto di titoli pubblici già presenti (*Asset Purchase Program*); introducendone uno interamente nuovo (*Pandemic Emergency Purchase Program*, con la possibilità di discostarsi negli acquisti dalla quota dei diversi paesi nel capitale della Bce); riducendo i requisiti minimi di qualità del credito per le attività accettate come collaterali; varando un ulteriore programma di finanziamento (TLTRO-3) estremamente favorevole per il sistema bancario e così via¹.

Non c'è dubbio che gli interventi della BCE abbiano consentito ai paesi euro, soprattutto a quelli più appesantiti da elevati debiti pubblici e scarsi spazi fiscali, di continuare ad approvvigionarsi sul mercato a tassi favorevoli, finanziando così le politiche fiscali anti-cicliche varate per sostenere l'economia colpita dalla pandemia e dal *lockdown*. In particolare, nel caso dell'Italia, gli interventi della BCE sono stati fondamentali per evitare il collasso economico e finanziario del paese (Codogno e Corsetti, 2020). Lo spread BTP-Bund che si era innalzato a oltre i 300 punti base a marzo, dopo le politiche varate della BCE è sceso rapidamente sotto i 150 punti base, con anche una forte ripresa di acquisti da fonte estera. Al momento, nonostante l'alto debito pubblico e la pesante crisi economica, il paese può ancora finanziarsi sul mercato ad un tasso attorno all'1% sui 10 anni, un livello storicamente assai basso.

Anche la Commissione ha agito con rapidità. Ha immediatamente sospeso - con il consenso delle altre istituzioni europee - il patto di stabilità e crescita e la disciplina sugli aiuti di stato, consentendo così ai paesi di spendere più liberamente e di intervenire a sostegno delle imprese in crisi; ha riallocato risorse finanziarie residue esistenti nel bilancio europeo per sostenere la politica sanitaria dei paesi membri; ha consentito una riallocazione dei fondi strutturali europei non ancora spesi per fronteggiare l'emergenza, eliminando anche la necessità di co-finanziamento da parte dei paesi. Nei limiti delle sue competenze (scarse) in campo sanitario, la Commissione è anche intervenuta per cercare di coordinare le politiche sanitarie dei diversi paesi e mantenere le frontiere aperte per quello che riguarda il commercio inter-comunitario di materiale sanitario. Più fondamentalmente, la Commissione è stata essenziale nel costruire, con l'avallo del Parlamento, le proposte che hanno caratterizzato la risposta europea alla crisi e di cui si discute in dettaglio più avanti.

Viceversa, l'Europa intergovernativa ha dato in generale il peggio di sé e le decisioni sono state raggiunte solo a prezzo di lunghe trattative e faticosi compromessi successivi, fino all'approvazione da parte del Consiglio Europeo, avvenuta all'unanimità nel luglio 2020, del pacchetto finale relativo al *New Generation EU* (NG-EU). I compromessi raggiunti sono poi stati generalmente peggiorativi rispetto alle proposte iniziali della Commissione, dovendo garantire a ciascun leader nazionale qualche risultato da sventolare al ritorno a casa (Bordignon, 2020b). Per quanto l'acceso dibattito pubblico tra i leader fosse in larga parte ad uso e consumo delle rispettive opinioni pubbliche nazionali, il processo di contrapposizione forte tra interessi nazionali ha

¹ Queste misure di politica monetaria e di supervisione bancaria sono approfondite rispettivamente nei capitoli 4 e 5.

avuto la conseguenza negativa di porre i media e le opinioni pubbliche nazionali in conflitto le une con le altre, esacerbando le differenze esistenti. Indipendentemente dai contenuti dell'accordo, i risultati sono stati pessimi in termini di messaggio politico.

Va sottolineato infine che se poi un accordo soddisfacente e per certi versi storico è stato trovato, molto è stato dovuto al nuovo atteggiamento assunto dal paese più importante dell'Unione per reddito e popolazione, e cioè la Germania. Questa ha abbandonato l'usuale posizione di chiusura ad ogni ipotesi di politiche comuni finanziate collettivamente, lasciando soli i suoi tradizionali alleati nordici a difenderla, ed ha invece sposato la linea più interventista, sponsorizzata dalla Francia e dai paesi europei meridionali, compresa l'Italia².

Non è questo il luogo per discutere i complessi processi politici che hanno condotto a questa mutata posizione tedesca. Certo, alcuni eventi recenti hanno giocato un ruolo rilevante. Da un lato, la Brexit, che ha tolto dal tavolo delle contrattazioni il grande paese europeo più contrario ad ogni ipotesi di maggiore integrazione fiscale o politica, consolidando di conseguenza il tradizionale motore franco-tedesco dell'Unione. Dall'altro, una recente sentenza della Corte Costituzionale tedesca (si veda Poiarses Maduro, 2020), molto critica e potenzialmente limitativa della politica di "rilassamento monetario" (acquisto di titoli pubblici) perseguita della BCE. La sentenza ha reso chiaro alla dirigenza tedesca che lasciare alla sola banca centrale il compito di sostenere i paesi più deboli dell'Unione, ipotesi probabilmente considerata all'inizio della crisi, non era più perseguibile. Infine, le esigenze della solidarietà, fortemente sentite dalla popolazione tedesca (si veda per esempio l'esperimento

condotto da Beestma et al., 2020) e la percezione del carattere globale della crisi innescata dal Covid, che dunque richiedeva anche una risposta comune. Ma al di là di questi aspetti e di un afflato solidarista che certamente non è mancato nel determinare la svolta tedesca, c'è anche da sottolineare la capacità di visione della dirigenza politica del paese. Questa ha compreso che senza interventi forti i rischi di dissoluzione dell'Unione sarebbero stati elevati, così danneggiando anche gli interessi di lungo periodo della Germania.

3. Gli interventi approvati

Altri capitoli in questo Rapporto indagano in maggior dettaglio le caratteristiche, i limiti e i probabili effetti economici dei principali interventi approvati dalle due Europee per affrontare la crisi, dalla nuova linea di finanziamento precauzionale del MES, all'incremento di capitale per la BEI, al NG-EU (si vedano anche Baglioni e Bordignon, 2020, Buti e Messori, 2020). Quello che è invece utile sottolineare qui sono gli elementi di maggior novità, anche alla luce di cosa questi implicano o possono implicare per l'evoluzione futura delle istituzioni europee. Ammesso che fosse già stata presa, per le ragioni prima ricordate, una decisione da parte dei principali paesi del Nord Europa di aiutare i paesi del Sud, più in difficoltà economica e maggiormente colpiti, almeno inizialmente, dalla crisi pandemica, restava comunque il problema di come farlo, cioè attraverso quali strumenti. Così come ci sono due Europee, c'erano due possibili strumenti di intervento, uno di tipo più intergovernativo, l'altro che facesse leva sulle istituzioni comunitarie.

Nella crisi dell'euro (2010-12) successiva alla crisi internazionale del 2008-9, la soluzione cercata era stata di tipo intergovernativo. Con la creazione del

² L'accordo preliminare franco-tedesco che ha aperto la strada all'approvazione finale del pacchetto era in realtà un po' diverso: si veda Merkel & Macron, 2020.

MES e i suoi prestiti agevolati in cambio di politiche di stabilizzazione macro-economica (la c.d. Trojka e i programmi di aggiustamento); con la BCE che garantiva la sostenibilità delle soluzioni raggiunte (attraverso le OMT, le *outright monetary transactions*); e con il contemporaneo rafforzamento delle regole fiscali per evitare il ripetersi di crisi finanziarie. Questa strada è stata in parte tentata anche questa volta (con l'introduzione di nuova linea di credito precauzionale nel MES, con condizionalità limitata al solo uso delle risorse ottenute, si veda più avanti e Bordinon, 2020a), sebbene finora (come diremo più avanti) con ben scarso successo. Tuttavia, ci si è presto resi conto che questa strada avrebbe limitato fortemente la dimensione degli aiuti possibili di fronte ad una crisi di dimensioni mai viste in passato, con crolli del PIL stimati dell'ordine del 9% nel 2020 in media europea e superiori al 10% in molti paesi europei. In più, il debito emesso dal MES sarebbe rimasto comunque debito dei paesi in un momento in cui anche i paesi più finanziariamente solidi si trovavano ad affrontare importanti esigenze di finanziamento. Il debito emesso dal MES è infatti garantito *jointly and separately* dai paesi dell'Euro, che significa che in caso i prestiti non vengano restituiti da un paese beneficiario, ciascuno degli altri paesi è responsabile in solido del pagamento degli interessi e della restituzione del capitale agli investitori.

Si è dunque deciso di optare sul bilancio europeo, sfruttando la possibilità dell'Unione di emettere debito comune a fronte di questo bilancio, usando come garanzia per gli investitori la differenza tra le risorse garantite al bilancio europeo dai paesi membri per i prossimi 7 anni tramite la decisione sulle "risorse proprie" e la spesa programmata per lo stesso periodo (con l'approvazione del *Multiannual Financial Framework* per il 2021-27). Questa possibilità di indebitarsi sfruttando il proprio bilancio era già stata usata in passato

dall'Unione Europea, ma per prestiti di dimensioni molto minori dei 750 mld di euro ora previsti per il piano NG-EU. Il meccanismo scelto per garantire il debito sollevato con il NG-EU è in realtà molto simile a quello utilizzato per finanziare i 100 mld di euro di prestiti ai paesi resi disponibili dal SURE, su cui torniamo più avanti, un nuovo strumento di finanziamento della spesa a sostegno dell'occupazione proposto dalla Commissione e approvato dal Consiglio nel maggio 2020. La differenza è che nel caso del SURE, siccome le risorse dovevano essere rese disponibili immediatamente, la Commissione ha chiesto e ottenuto dai paesi membri garanzie aggiuntive per 25 mld di euro in modo da potersi indebitare rapidamente sui mercati per 100 mld di euro.

L'utilizzo del bilancio europeo offre molti vantaggi. In primo luogo, il bilancio europeo è tradizionalmente il luogo in Europa dove si finanziano politiche comuni e dove anche trasferimenti netti tra i paesi (per sostenerne la convergenza economica) sono considerati accettabili. Questo ha consentito da un lato di condizionare gli aiuti del NG-EU (almeno in teoria) al perseguimento di politiche di carattere europeo (riqualificazione energetica, controllo del clima e agenda digitale), e dall'altro, di superare le obiezioni a trasferimenti netti tra i paesi che appaiono viceversa ingestibili in un contesto intergovernativo. In secondo luogo, la Commissione ha già una esperienza consolidata nel predisporre meccanismi di monitoraggio delle risorse trasferite dal bilancio europeo ai singoli paesi (con i fondi di coesione e i fondi strutturali), meccanismi che possono essere applicati anche nel caso dei nuovi fondi. In terzo luogo, e forse ancora più fondamentalmente, questi meccanismi sono considerati accettabili da tutti. Nessuno obietta al fatto che la Commissione, in cui tutti i paesi sono coinvolti, possa monitorare le politiche attuate dai singoli paesi con l'utilizzo di fondi europei, mentre un analogo controllo da parte di

altri paesi, come di fatto avviene o può avvenire con i meccanismi intergovernativi, viene percepito come molto più lesivo della sovranità nazionale.

Last but not least, l'impegno assunto dai paesi a garanzia del debito emesso per finanziare il NG-EU è limitato. Il debito europeo non è (di nuovo almeno in teoria) infatti *jointly and separately* garantito dai paesi membri; per dire, l'impegno della Germania come di tutti gli altri paesi a garanzia del debito europeo è solo limitato a quanto questa ha attribuito all'Unione con la decisione sulle risorse proprie per il periodo 2021-27. E' questo aspetto che ha consentito al cancelliere tedesco, Angela Merkel, di sostenere di fronte al proprio parlamento di non aver ceduto alla pressioni degli altri partner europei sul fronte degli euro-bonds; il debito europeo non è costituito da euro-bonds proprio perché non garantito in solido da ciascun paese.

Un ulteriore aspetto di novità è costituito dai meccanismi di finanziamento previsti per il nuovo debito. Gli 850 mld di euro di debito europeo che verrà emesso nei prossimi mesi (i 100 mld di SURE più i 750 mld del NG-EU) servono per finanziare prestiti ai paesi per 460 mld e trasferimenti per 390 mld di euro. I primi verranno restituiti dai paesi beneficiati, ad un tasso inferiore a quello che gli stessi paesi avrebbero ottenuto per la medesima scadenza, visto il maggiore merito di credito dell'Unione Europea rispetto ai paesi beneficiati. Ma i secondi dovranno essere rimborsati dall'Unione stessa, in un periodo compreso tra il 2026 e il 2058. Questo può avvenire solo in due modi; o attraverso maggiori contributi futuri al bilancio europeo da parte dei paesi membri³; oppure attraverso la cessione di vecchie o nuove risorse tributarie all'Unione che le userà per finanziare gli interessi e restituire il principale sul debito residuo.

La Commissione (e ancor più il Parlamento) sostiene da molti anni la necessità di rivedere il sistema di finanziamento del bilancio europeo trasferendo vere risorse tributarie all'Unione Europea (e.g. Monti, 2017; Bordinon e Scabrosetti, 2016), finora senza alcun successo per l'ostinata opposizione del Consiglio. Tuttavia, la Commissione ha visto nel NG-EU la possibilità di portare avanti questa agenda, contando sul fatto che i paesi membri avranno poca voglia di aumentare in futuro i propri contributi all'Unione, quando si tratterà di ripagare il debito. Ciò ha già portato all'introduzione di una "*plastic tax*" (sulla plastica non riciclata) i cui proventi andranno direttamente all'Unione e sono in corso di discussione ulteriori cessioni di risorse tributarie (sostanzialmente, altre tasse ambientali come una nuova *carbon tax* sulle importazioni, una quota dei diritti di inquinamento pagate dalle imprese europee a seguito dell'*emissions trade scheme* europeo, una nuova *digital tax*, una parte delle imposte pagate dalle multinazionali europee etc.).

4. Le implicazioni

A seguito della crisi innescata dal Covid, l'Unione Europea ha dunque preso la decisione (storica) di emettere debito comune per sostenere le politiche anti-cicliche dei paesi, soprattutto di quelli più fragili sul piano economico, ed è possibile che in parte o in tutto il debito europeo non rimborsato dai singoli paesi venga finanziato in futuro con risorse tributarie proprie attribuite all'Unione. Le politiche perseguite dai paesi a fronte di questi finanziamenti devono inoltre riflettere almeno in parte le decisioni assunte a livello europeo su politiche di interesse comune e comunque riflettere anche le raccomandazioni che annualmente la Commissione fa ai diversi paesi. Il passo in avanti è dunque enorme; esso

³ Sulla base dei criteri con cui ciascun paese già finanzia il bilancio europeo, cioè all'incirca -e tralasciando

"rebates" e distorsioni varie- in proporzione al proprio PIL rispetto al PIL dell'Unione.

sembra prefigurare l'introduzione di un vero e proprio *bilancio federale* per l'Unione Europea, capace di agire in modo anticiclico quando necessario (indebitandosi a fronte di risorse tributarie proprie), di perseguire autonomamente politiche comuni e di sostenere politiche specifiche nei diversi paesi. Di necessità, per garantire la legittimità democratica delle scelte, un simile passo dovrebbe anche condurre in futuro ad una revisione dei trattati, attribuendo un maggior ruolo delle istituzioni europee e specificamente del Parlamento europeo nelle decisioni relative al bilancio (*no taxation without representation*).

Tuttavia, mentre questa evoluzione è possibile e certamente più probabile ora di quanto non fosse nell'era pre-Covid, è bene sottolineare che non si tratta affatto di un percorso obbligato. Al momento tutti i nuovi meccanismi europei descritti in precedenza, dal SURE al NG-EU, sono *temporanei*, introdotti all'unico scopo di fronteggiare la pandemia. La temporaneità degli interventi è stata una scelta necessaria per convincere anche i paesi più riottosi a dare il proprio consenso. Proprio per questo, per esempio, si è imposto che i fondi del NG-EU fossero impegnati e spesi nel giro di pochissimi anni, benché tempi più lunghi sarebbero stati sicuramente preferibili visto che si tratta essenzialmente di finanziare investimenti. L'accelerazione nella spesa negli anni vicini all'esplosione della pandemia serve appunto a segnalare il carattere straordinario e non ripetibile dell'intervento.

Che cosa succederà davvero, se cioè il temporaneo diventerà permanente, dipende in larga misura dal successo delle iniziative finanziate con questi fondi. Se davvero serviranno per rilanciare l'economia europea e aumentare la convergenza tra paesi è allora probabile che simili interventi vengano reiterati e che l'evoluzione federale prima tratteggiata diventi una realtà, anche a

seguito di un conseguente e probabile maggior sostegno all'integrazione politica da parte delle opinioni pubbliche europee. Se viceversa verranno sprecati o comunque non otterranno gli obiettivi cercati è molto probabile che il percorso sia reversibile. Per questo una particolare responsabilità cade sui paesi beneficiati, e in particolare sull'Italia, come il maggior beneficiario (per le sue dimensioni e per la sua fragilità economica) di questi fondi.

Le politiche scelte per affrontare l'epidemia hanno conseguenze importanti anche in merito al dibattito relativo all'area dell'euro. L'Unione Monetaria ha ben noti problemi; manca di una capacità fiscale comune che possa accompagnare la politica monetaria in funzione anti-ciclica; molte delle sue istituzioni sono incomplete (dall'unione bancaria a quella dei capitali); non prevede trasferimenti che possano sostenere paesi colpiti da shock asimmetrici etc. A fronte di queste problematiche, si è discusso a lungo di possibili soluzioni istituzionali specifiche a quest'area, quali l'introduzione di un bilancio e di un ministro del tesoro per l'area dell'Euro, sussidi di disoccupazione co-finanziati dai soli paesi euro, *rainy day funds* limitati all'eurozona e così via. Qualche osservatore si è spinto anche a suggerire la necessità di una enucleazione dell'area dell'euro dal resto dell'Unione, con un processo di integrazione politica ed economica più spinto per i paesi dell'eurozona, che tra parentesi largamente coincidono anche con quelli che hanno adottato Shengen (Fabbrini, 2017).

Questi argomenti hanno un fondamento sia economico che politico. Economicamente, una moneta comune impone più vincoli ai singoli paesi che una generica adesione all'Unione e al mercato unico, maggiori vincoli che dunque richiederebbero di essere compensati da strumenti specifici. Politicamente, è vero che i paesi dell'eurozona hanno più punti in comune tra di loro che con il complesso dei paesi nell'Unione

(si pensi per esempio, alle democrazie autoritarie dell'Est Europa).

Tuttavia, la stessa struttura intergovernativa dell'area euro (il "club dell'eurogruppo") ha sempre impedito che progressi seri venissero svolti in questo contesto, rendendo il dibattito largamente sterile. Già la Brexit, eliminando il più grande paese no euro dal consesso dei paesi europei, aveva ridotto la differenza tra area euro e non euro in Europa; con la scelta attuale di puntare alle istituzioni sovranazionali e al bilancio europeo come cuore della risposta comune alla pandemia, è probabile che queste ipotesi di una separazione dei destini dell'area euro dal resto dell'Unione sia definitivamente tramontata. L'inevitabile rafforzamento politico delle istituzioni sovranazionali che ne deriva, con la chiara necessità di attribuire anche maggiori funzioni al livello europeo (e.g. Van der Leyen, 2020), suggerisce che se soluzioni ai problemi specifici dell'area euro verranno trovate in futuro, lo saranno nell'ambito di una rafforzata Unione Europea a 27 membri.

5. II SURE

Merita in conclusione spendere due parole più in dettaglio sul SURE, anche perché si tratta di un nuovo meccanismo non discusso nei capitoli successivi. Il SURE, acronimo per *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, è uno strumento proposto dalla Commissione, operativo dal 1 giugno 2020, per offrire assistenza finanziaria ai paesi per le spese sostenute in eccesso, a partire da febbraio 2020, per mantenere i livelli occupazionali, minacciati dalla crisi economica e dalle politiche di *lockdown* varate per contenere la pandemia (si veda per maggiori dettagli, EU Commission, 2020). L'idea è quella di sostenere finanziariamente a livello europeo interventi nazionali che consentano una più rapida ripresa della economia una volta che

l'epidemia venga messa sotto controllo. Il finanziamento è *temporaneo*; i paesi hanno tempo fino al 31 dicembre 2022 per avanzare le loro richieste, anche se è già previsto che il meccanismo possa essere reiterato (di 6 mesi per volta, su decisione del Consiglio) nel caso gli effetti della pandemia si propagassero più a lungo del previsto.

Le spese finanziabili con il SURE sono trasferimenti alle imprese per sostenerne i livelli occupazionali in situazioni di crisi e di riduzione dell'orario di lavoro e/o ai lavoratori per mantenerne il livello di reddito in condizioni simili. In sostanza, la cassa integrazione in Italia e i meccanismi simili esistenti nella maggior parte degli altri paesi europei. Il finanziamento non è comunque limitato ai lavoratori dipendenti; anche spese con finalità simili per altre categorie di lavoratori (come i trasferimenti *una tantum* introdotti in Italia a favore di lavoratori autonomi e partite IVA durante il *lockdown*) possono ambire al finanziamento SURE. Per accedere ai prestiti, i paesi devono presentare una richiesta in questo senso, certificando le spese addizionali sostenute a seguito dell'epidemia. La Commissione verifica la documentazione dei paesi e decide se la richiesta possa essere accolta e in che misura, presentando in tal senso una proposta al Consiglio per l'approvazione definitiva.

Siccome si tratta di prestiti, la convenienza dei paesi ad accedere ai fondi SURE dipende dalla differenza dei tassi che un paese può spuntare indebitandosi autonomamente sui mercati rispetto a quello che può invece ottenere dall'Unione. A sua volta, questo dipende dal merito di credito dell'Unione rispetto a quello dei singoli paesi, visto che l'Unione si limita semplicemente a trasferire le proprie condizioni di credito ai paesi membri, senza imporre oneri ulteriori. In pratica, tutti i paesi europei con un merito di rischio inferiore alla tripla o doppia A (il verosimile rating della Unione su queste

emissioni) avrebbero una convenienza a richiedere il finanziamento SURE.

Ad agosto 2020, l'Italia ha dunque presentato richieste di finanziamento al SURE per 28,5 mld di euro; alla fine dello stesso mese, la Commissione ha approvato la richiesta per 27,4 mld di euro. Ma così hanno fatto numerosi altri paesi: per l'esattezza 17 paesi europei (su 27); per 16 di questi la Commissione ha già presentato una proposta che dovrà ora essere approvata dal Consiglio; per l'ultimo (l'Ungheria) è ancora in corso, al momento di scrivere, la procedura relativa.

La TAB. 1⁴ riassume i contenuti della proposta della Commissione e aggiunge qualche altra informazione utile. La Tabella suggerisce numerose osservazioni. Primo, il programma è stato un indubbio successo; già ad agosto 2020, i finanziamenti proposti coprono, come già detto, ben 16 paesi e oltre 87 mld di euro, cioè già l'87% dei fondi disponibili. Secondo, in termini assoluti l'Italia è il principale beneficiario del SURE; seguono in ordine Spagna, Polonia e Belgio. Non è così però in termini di reddito; usando il PIL del 2019 come anno di riferimento, si osserva che per esempio, mentre l'Italia ha ottenuto un prestito pari a poco più del 1,5% del PIL, un po' meno della media (circa l'1,7%), il Portogallo ha ottenuto un prestito pari a quasi il doppio, il 2,8% del PIL. Terzo, l'ambito di variazione dei prestiti sul PIL dei diversi paesi è ampio; come mostra la Tabella, si va da un prestito minimo dello 0,6% del PIL alla Lettonia, al 2,8% del Portogallo.

Non è chiaro cosa ha determinato questo intervallo di variazione nell'entità dei prestiti ai diversi paesi. Per avere una qualche idea, nella TAB. 1 si riportano anche le correlazioni dei prestiti

con le variazioni del reddito⁵, rispettivamente nel primo trimestre del 2020 rispetto al primo trimestre 2019, nel secondo trimestre 2020 rispetto al secondo trimestre 2019 e infine nel primo semestre 2020 rispetto al primo semestre 2019. Come atteso, la correlazione diventa negativa (meno reddito, più prestiti SURE) a partire dal secondo trimestre, quando cioè la crisi diventa generalizzata; ma il coefficiente non è molto elevato, 0.35 se si prende a riferimento il secondo trimestre, solo 0.2 se si prende a riferimento la variazione dell'intero primo semestre 2020 rispetto allo stesso semestre del 2019.

Il confronto tra il "successo" del SURE e quello del MES (o più esattamente della *pandemic emergency precautionary line* approvata dai paesi Euro a valere sulle risorse del MES) è anche molto significativo. Entrambi i finanziamenti agevolati sono stati approvati a maggio dal Consiglio e sono operativi dal 1 giugno 2020; entrambi sono prestiti con l'unica condizionalità di poter finanziare solo particolari sotto-settori di spesa (incluse quelle già sostenute al momento della richiesta): i sussidi di disoccupazione nel caso del SURE, le spese per l'emergenza sanitaria nel caso del MES. Infine, entrambi gli strumenti sono disponibili per tutti i paesi dell'Euro. E tuttavia, mentre come si osserva dalla TAB. 1, ben 12 paesi euro hanno già chiesto di ricorrere al SURE (in pratica, tutti coloro che hanno una convenienza economica a farlo), *nessuno di questi (al momento di scrivere) ha chiesto il supporto del MES*.

Evidentemente l'effetto "stigma" associato ai prestiti MES è ancora molto forte, nonostante tutte le rassicurazioni sull'eliminazione delle condizionalità offerte dalla Commissione. In

⁴ Ringrazio Luca Gerotto per l'aiuto nella raccolta e nella elaborazione dei dati riportati nella tabella. La fonte dei dati sul PIL è Eurostat.

⁵ Usiamo il reddito invece della occupazione perché la stessa espansione dei meccanismi di supporto al

mercato del lavoro varati nei diversi paesi durante il *lockdown* hanno impedito in Europa una variazione molto ampia dei livelli occupazionali, almeno nel breve periodo.

termini più generali ed in linea con quanto suggerito nelle pagine precedenti, il differente successo dei due schemi di finanziamento suggerisce una chiara superiorità dell'approccio "sovranaazionale" rispetto a quello intergovernativo. La perdita di sovranità implicita nel ricorrere al prestito, anche se solo limitata alla destinazione delle spese, è chiaramente percepita

come più accettabile se questa avviene nei confronti di un entità sovranazionale come la Unione Europea, dove tutti sono rappresentati, che se avviene nei confronti di *altri paesi*, come può almeno potenzialmente accadere nel caso di una struttura intergovernativa come il MES⁶.

TAB. 1 - La proposta di allocazione dei prestiti SURE da parte della Commissione

	Finanziamento fondo SURE		Variazione GDP (%)		
	Mld €	% Pil	2020Q1 su 2019Q1	2020Q2 su 2019Q2	2020S1 su 2019S1
Belgium	7.8	1.65%	-1.53%	-14.07%	-7.95%
Bulgaria	0.5	0.84%	2.87%	-7.06%	-2.51%
Czechia	2.0	0.89%	2.13%	-11.95%	-5.20%
Greece	2.7	1.44%	-2.74%	-17.11%	-10.34%
Spain	21.3	1.71%	-2.20%	-20.81%	-11.77%
Croatia	1.0	1.85%	1.47%	-17.51%	-8.65%
Italy	27.4	1.53%	-4.87%	-16.61%	-10.85%
Cyprus	0.5	2.18%	1.50%	-14.27%	-6.70%
Latvia	0.2	0.63%	-0.15%	-9.70%	-5.22%
Lithuania	0.6	1.24%	3.77%	-3.68%	-0.17%
Malta	0.2	1.82%	3.16%	-14.89%	-6.13%
Poland	11.2	2.12%	5.30%	-8.93%	-2.01%
Portugal	5.9	2.78%	-0.20%	-13.69%	-7.11%
Romania	4.0	1.79%	5.06%	-10.19%	-3.27%
Slovenia	1.1	2.29%	-0.24%	-12.05%	-6.39%
Slovakia	0.6	0.67%	-0.79%	-10.42%	-5.82%
TOTALE	87.3	1.66%	-1.60%	-15.66%	-8.85%
Correlazione Var. GDP e Finanziamento SURE (% Pil)			6.29%	-34.88%	-20.25%

⁶ Per essere onesti, ci possono anche essere altre ragioni che rendono più conveniente un prestito SURE rispetto ad un prestito MES di pari entità. I prestiti MES hanno durata prefissata massima di 10 anni; la durata dei prestiti SURE non è al momento nota, ma è probabile che sia più lunga, visto che per esempio per il NG-EU la Commissione ha già dichiarato di volersi indebitarsi su diverse scadenze per minimizzare il costo

del credito, fino ad un massimo di 30 anni. Per un paese euro con alto debito prestiti di lunga durata sono sicuramente più attraenti di prestiti decennali. Ma ai tassi attuali si tratta davvero di vantaggi limitati, che non sembrano in grado da soli di giustificare l'assoluta mancanza di interesse finora dimostrata dai paesi euro nei confronti del MES.

Riferimenti bibliografici

Baglioni, A., Bordignon, M., (2020) "Recovery Fund, una grande occasione da non sprecare" Lavoce.info, <https://www.lavoce.info/archives/67381/recovery-fund-una-grande-occasione-da-non-sprecare/>.

Beetsma, R., Burgoon, B., Nicoli, F., de Ruijter, A., Vandenbroucke, F., (2020) "What kind of EU fiscal capacity? Evidence from a randomized survey experiment in five European countries in times of corona" Mimeo, University of Amsterdam.

Bordignon, M., (2020a) "Mes sì o Mes no?" Lavoce.info, <https://www.lavoce.info/archives/66629/mes-si-o-mes-no/>.

Bordignon, M., (2020b) "Recovery Fund, non è tutto oro quello che luccica" Lavoce.info, <https://www.lavoce.info/archives/68641/recovery-fund-non-e-tutto-oro-quello-che-luccica/>.

Bordignon, M., Tabellini, G., (2020) "The EU response to the coronavirus crisis: How to get more bang for the buck" VoxEU <https://voxeu.org/article/eu-response-coronavirus-crisis-how-get-more-bang-buck>

Bordignon, M., Scabrosetti, S., (2016) "The Political Economy of Financing the EU Budget", in Buettner, T., Thoene, M. (ed.), The Future of EU-Finances, Mohr Siebeck, Tuebingen 2016: 63-94 [<http://hdl.handle.net/10807/86318>]

Buti, M., Messori, M., (2020) "NG-EU: An interpretative guide" Policy brief, School of European Political Economy, LUISS, <https://sep.luiss.it/brief/2020/06/15/m-buti-and-m-messori-next-generation-eu-interpretative-guide>

Codogno, L., Corsetti, G., (2020) "Post-pandemic debt sustainability in the EU/euro area: This time may (and should) be different." VoxEU <https://voxeu.org/article/post-pandemic-debt-sustainability-eueuro-area>

EU Commission, (2020) "SURE" https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure_en#:~:text=The%20temporary%20Support%20to%20mitigate,coronavirus%20outbreak%20on%20their%20territory.

Fabbrini, S., (2017) Sdoppiamento. Una prospettiva nuova per l'Europa, Editori La Terza, Bari.

Merkel, A., Macron, E., (2020) "A French-German initiative for the European Recovery from the Coronavirus Crisis", Pressemitteilung, Presse und Informationsamt der Bundesregierung <https://www.bundesregierung.de/resource/blob/975226/1753772/414a4b5a1ca91d4f7146eeb2b39ee72b/2020-05-18-deutsch-franzoesischer-erklaerung-eng-data.pdf?download=1>

Monti, M., (2017) "Future Financing of the EU: Final report and recommendations of the High Level Group on Own Resource", https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/how-it-works/long-term-planning/high-level-group-own-resources_en

Poiares Maduro, M (2020), "Some Preliminary Remarks on the PSPP Decision of the German Constitutional Court", Verfassungsblog on Matters Constitutional.

Von der Leyen, U., (2020) "State of the Union address to the European Parliament" https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_20_1655



2. RECOVERY FUND: COME USARLO BENE

Andrea Boitani, Roberto Tamborini♦

Quello del Recovery Fund è stato un parto travagliato, che ha occupato l'intera primavera del 2020 e, la prima parte dell'estate. Un parto caratterizzato da mille ostacoli (posti dai paesi cosiddetti "frugali") e dalle obiettive difficoltà di tutti a concepire uno strumento basato su un nuovo debito comune europeo. Ma con il Consiglio Europeo più lungo della Storia, verso la fine di luglio, il Recovery Fund ha finalmente visto la luce, non senza aver cambiato nome in Next Generation Europe e con un po' più di spazio concesso al veto dei "frugali" sui Piani di ripresa e resilienza che tutti i paesi dovranno preparare. Piani che richiedono capacità di programmazione, valutazione e realizzazione che, almeno in Italia, sono tutt'altro che acquisite. Piani che devono coniugare investimenti e riforme, raccordando gli uni e le altre in modo che si rafforzino e si facilitino a vicenda. Chiaro che la semplificazione della Pubblica Amministrazione dovrà accompagnarsi a un potenziamento delle sue capacità di pianificare, realizzare e controllare ex post l'esecuzione dei progetti. Un'Agenzia pubblica incaricata di coordinare le operazioni, guidata da una personalità di indiscusso prestigio e dotata di competenze professionali di primo ordine potrebbe essere un buon punto di partenza, ferma restando la competenza politica nelle grandi scelte sul futuro che devono orientare il Piano, seguendo le linee guida della Commissione europea. Un punto certo (e poco costoso) di questo piano dovrebbe essere un graduale ma deciso aumento delle risorse dedicate alla ricerca scientifica, l'unica che può configurare un'economia realmente basata sulla conoscenza.

I mesi terribili della pandemia da Covid 19 e del conseguente *lockdown* hanno mostrato sia la debolezza che la forza dell'Unione Europea. Dai notiziari dolorosi e ansiogeni del freddo mese di marzo ci eravamo abituati a sentire il lugubre numero dei caduti seguito sempre dallo stesso allarme: l'Europa è immobile, paralizzata dalla paura per il contagio e dalla paura di sbagliare. In breve: incapace di qualsiasi reazione. L'Italia (prima colpita dal virus) chiedeva di attivare il meccanismo europeo di protezione civile. Nessuna risposta. La Commissione e il Parlamento europeo balbettavano. Forse non avevano i poteri per prendere l'iniziativa. Comunque non avevano il coraggio. Ogni stato-nazione europeo sembrava contro l'altro armato: si lottava perfino sulla consegna tra paesi delle mascherine, improvvisamente divenuti beni tanto preziosi

quanto introvabili. La mancanza di una politica sanitaria comune contro le epidemie si mostrava in tutte le sue conseguenze malefiche. L'unico baluardo appariva la BCE, che aveva varato subito un nuovo programma di acquisto di titoli (*Pandemic Purchase Program*).

La pandemia era un test della resilienza europea che, se fallito, poteva divenire il catalizzatore di tutte le annose criticità europee. Ciononostante, la pesantezza dello *status quo* si stava dimostrando, ancora una volta, difficile da superare. E le risorse necessarie a far riprendere l'economia e la società europea, dopo il peggiore e più drammatico shock dopo la Seconda Guerra Mondiale, sembravano di un ordine di grandezza di gran lunga superiore a quanto l'Unione Europea era abituata. Con l'arrivo della primavera le cose sono pian piano cambiate, anche se momenti di

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore, Università di Trento

calma e di tempesta si sono alternati con frequenza. Il punto di maggior attrito era la costituzione di un grande *Recovery Fund* europeo tramite un indebitamento diretto della Commissione sui mercati, cioè tramite l'emissione di titoli europei che subito venivano variamente etichettati come *Coronabonds*, *Covid-bonds*, *Recovery bonds* ecc.

1. Il Recovery Fund e le resistenze dei "frugali"

La Francia, col sostegno di Italia e Spagna, aveva proposto un fondo da 500 miliardi per fornire *grants* a fondo perduto agli stati europei più colpiti dalla pandemia, come invocato già a marzo da una petizione di oltre 1800 economisti europei (<https://europeanrenaissance.altervista.org/>) e dettagliato in varie proposte istituzionali e di studiosi¹. Ma questa opzione era presto bollata da alcuni governi del Nord, guidati dall'Olanda, come la resurrezione dei sempre odiati Eurobonds, con annesso avvio di una altrettanto aborrita unione fiscale. Le ragioni sono note. Eurobonds e unione fiscale erano associati a due tabù (o ritenuti tali) per gli elettori dei paesi che hanno preso ad autodefinirsi "frugali": la condivisione del debito pregresso con gli spendaccioni del Sud, con tutti i temuti rischi di destabilizzazione dei frugali e della stessa UE; l'avvio di una unione basata sui trasferimenti tra paesi ben governati, virtuosi e paesi prodighi, corrotti e perciò in continua difficoltà economica. Un pregiudizio morale più che un'obiettivo disamina dei fatti.

Difficile smuovere l'auto-convinzione di superiorità morale coi numeri. Eppure, se si guardassero con un po' di attenzione, si vedrebbe

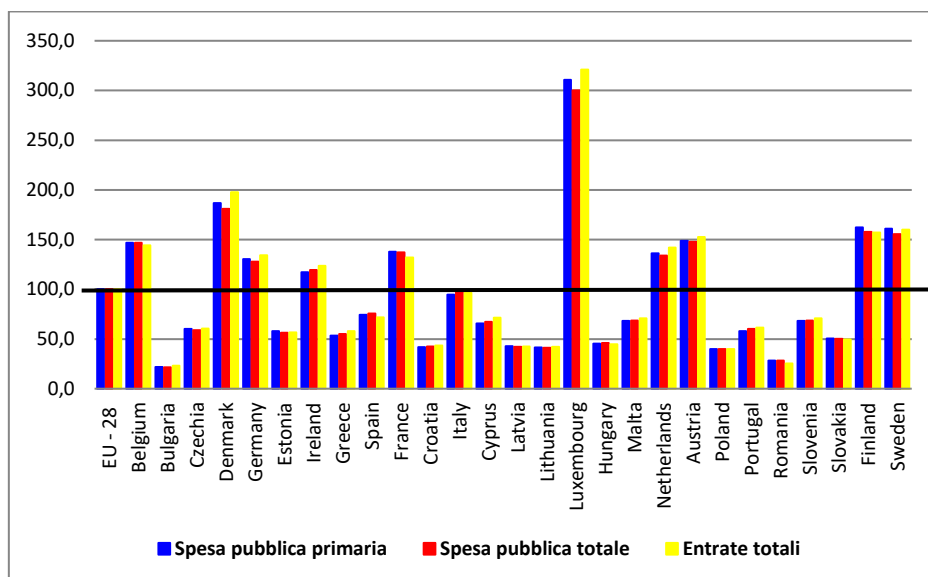
che, fatta uguale a 100 la spesa pubblica pro-capite media dei paesi UE nel 2019, i quattro sedicenti frugali stanno molto al di sopra (Danimarca 181; Svezia 156; Austria 148; Olanda 134), mentre i "sudici" sono più o meno in linea (Italia 98) o decisamente sotto la media (Spagna 76; Portogallo 60; Grecia 55), con Francia (137) e Germania (128) anche loro nettamente sopra la media (FIG. 1). Certo i frugali hanno tutti entrate che superano le uscite (sempre pro-capite) in misura superiore alla media UE, nonché all'Italia e alla Spagna (ma non, nel 2019, al Portogallo o alla Grecia). Qualcosa che non sembra coincidere con la nozione di frugalità. Si direbbe, piuttosto, che sono paesi che spendono tanto e tassano tanto, oltre ad avere redditi pro-capite elevati che forniscono basi imponibili ben sostanziose. Sono anche paesi con bassa evasione fiscale e in cui l'efficacia redistributiva del bilancio pubblico è maggiore che in Italia. Ma questa è davvero un'altra storia.

Quanto al fardello del debito, è certo che i paesi frugali hanno rapporti tra debito e Pil molto più bassi rispetto ai paesi del Sud. Tuttavia qualche numero serve a capire che il valore e la dinamica di questo rapporto hanno a che fare non solo col "peccato" del debito pubblico ma anche con la scarsa crescita del Pil nominale. Per capire, prendiamo due paesi considerati campioni di "frugalità" e "virtù" l'uno e di "cicaleria" e "dissolutezza" l'altro: l'Olanda e l'Italia. Nel 2000 il rapporto debito/Pil italiano era pari a 109%, arrivato nel 2019 a 134,8%, con un tasso di variazione medio annuo positivo e pari all'1,13%.

¹ Ricordiamo il cosiddetto "non paper" del ministro spagnolo Máximo Gual, gli articoli di Francesco Giavazzi e Guido Tabellini su www.lavoce.info e di A. Boitani e R. Tamborini su www.lavoce.info; <http://www.fes-italia.org/>; <https://www.ips->

[journal.eu/](http://www.fes-italia.org/) (che hanno preceduto la proposta ufficiale del Recovery Fund), ma anche il documento dei deputati del *Renew Europe Group* al Parlamento europeo Luis Garicano, Valérie Hayer e Guy Verhofstadt.

FIG. 1 - Spesa pubblica (primaria + totale) ed entrate pro-capite (2019)
EU28=100

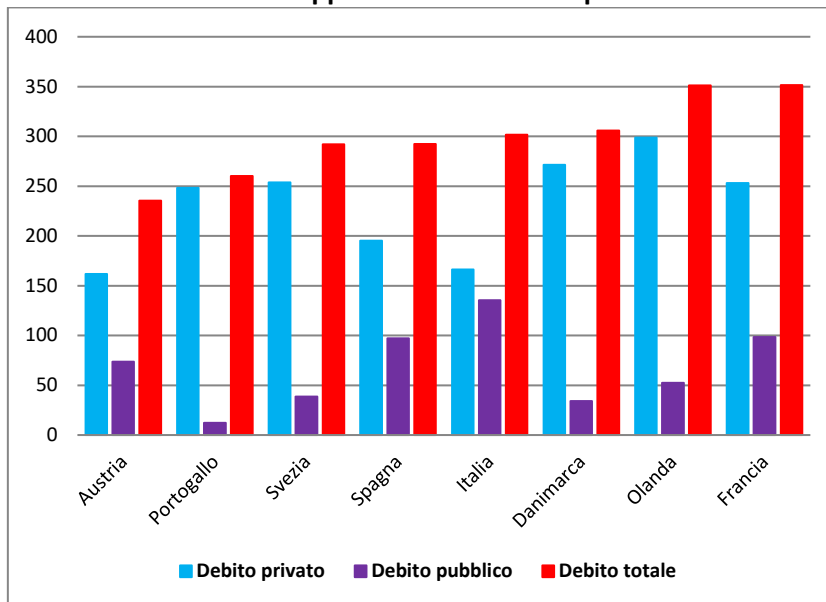


Fonte: nostre elaborazioni su dati Eurostat

In Olanda, invece il rapporto si è ridotto mediamente dello 0,12% l'anno, dal 52,1% fino al 48,6%. Il debito (numeratore), nel ventennio considerato è aumentato più o meno allo stesso tasso medio annuo: 3,09% in Italia, 3,03% in Olanda. La differenza nei tassi di crescita del rapporto debito/Pil l'ha dunque fatta il diversissimo andamento del denominatore, cioè il Pil nominale: 1,95% medio annuo in Italia contro 3,14% in Olanda. Ma c'è di più. Se nel ventennio considerato l'Italia – con la sua dinamica del debito – avesse avuto la crescita olandese, il rapporto debito/Pil si sarebbe ridotto dello 0,74% all'anno, arrivando nel 2019 al 94,7%. Al contrario, con la sua dinamica media del debito, ma con la crescita italiana, l'Olanda avrebbe visto aumentare il suo rapporto debito/Pil dell'1,07% l'anno, raggiungendo il 63,7% nel 2019. Senza nulla togliere alla capacità olandese di controllare deficit e debito, è innegabile che l'Italia sia stata penalizzata da una crescita incredibilmente bassa.

Sempre a proposito di frugalità, va anche notato come il leader del gruppo, l'Olanda sieda su una montagna di debito complessivo (351% del Pil) più alta di quelle di Italia (301,7%), Spagna (292,4%) e Portogallo (260,3%) e uguale solo a quella francese (351,4%). La Svezia ha un debito complessivo uguale a quello della Spagna e la Danimarca arriva al 305,7%, superando quindi l'Italia (FIG. 2). Sembra proprio che l'Austria sia l'unica "frugale" della compagnia con un debito complessivo inferiore al 250% del Pil. In Svezia, Danimarca e Olanda a pesare sono i debiti privati, che superano il 250% del Pil, arrivando a toccare il 300% nel paese dei tulipani. Ammesso che i governi di questi paesi siano "frugali" (e come s'è visto non sembra lecito concederlo), non si vede come possano esserlo imprese e famiglie, con quei livelli di debito in quota di Pil. A meno non si sia disposti ad accettare l'accoppiamento (poco giudizioso) tra frugalità e fragilità (finanziaria).

FIG. 2 – Debiti privati (escluse le istituzioni finanziarie), pubblici e totali in rapporto al Pil in diversi paesi UE



Fonte: IMF, Global DEbt Database

Al di là di narrazioni più o meno obiettive, o di comodo, nel negoziato sulle politiche anti-Covid i “frugali” si sono attestati su una linea di “euro-ortodossia fiscale” (ogni paese deve affrontare la crisi coi propri mezzi), temperata con alcune concessioni - la sospensione temporanea del Patto di stabilità e crescita, l’attivazione di alcuni programmi di aiuto europei (prevalentemente al di fuori del bilancio)² - e, per i paesi della moneta unica, un allentamento della “euro-ortodossia monetaria” con l’avallo dei programmi straordinari della BCE (sebbene, o forse in quanto, siano sotto la lente dei giudici della Corte costituzionale tedesca). E’ opportuno mettere in chiaro che questo approccio presenta alcuni gravi rischi per la stabilità e l’integrità dell’Unione. Primo, il peso dei debiti nazionali (pubblici e privati) esploderebbe, non importa quanto confortevole possa apparire lo spazio fiscale nazionale (basso debito) attuale. La crisi

multiforme indotta dalla pandemia è ancora ad uno stadio iniziale e la sua dinamica futura è avvolta da molta incertezza. La sottostima della scala dei suoi costi economici e sociali, e la sovrastima della capacità fiscale di farvi fronte sono molto probabili. Nel caso di una depressione profonda e prolungata, misure fiscali paese per paese, a spizzichi e bocconi, sarebbero prive di efficacia e credibilità, scatenando reazioni controproducenti dei mercati finanziari e un aumento generalizzato dei premi di rischio. Secondo, abbandonare ciascun paese al proprio destino fiscale nasconde un grave azzardo morale, perché qualsiasi paese che non sia in grado di contrastare la crisi sanitaria ed economica con tutti i mezzi possibili rappresenta una seria minaccia sia per sé che per gli altri. Ora più che mai, nessuno può salvarsi da solo. Terzo, anche nel caso in cui i governi che presumono di avere spazio fiscale sufficiente

² BEI, SURE, MES sanitario



avessero ragione, spingere gli altri ai limiti della loro capacità d'indebitamento, o oltre, disarticolerebbe i mercati finanziari europei e, nella Zona euro, metterebbe sotto pressione la BCE: un *remake* della crisi dei debiti sovrani di dieci anni fa su scala incommensurabile. Come quell'episodio dovrebbe aver insegnato (invano?) affidare l'euro alla "disciplina dei mercati" come ad un bisturi per separare gli eletti dai dannati è una tragica illusione.

Occorre riconoscere però che i "frugali" non rappresentano solo sé stessi, e non costituiscono solo un disturbo minore. Il loro posizionamento in materia di politiche anti-Covid non è estemporaneo o dettato da meri egoismi nazionali, ma discende da una ben precisa visione di "cosa è", e cosa dovrebbe essere, l'Unione europea, e quella monetaria in particolare, ampiamente condivisa a Nord-Est della linea geopolitico-economica (una nuova "cortina"?) che va da Calais al Pireo (Boitani e Tamborini, 2020a). E' la visione di una *competition union*, ossia un'arena di libere forze di mercato, con ben delimitati recinti monetari e fiscali sorvegliati da alcune istituzioni sovranazionali, entro la quale paesi e governi sovrani(sti) competono tra loro, ognuno con le sole proprie forze e badando solo ai propri interessi.

Questa è la visione che, fino ad oggi, ha governato di fatto l'Unione fornendone la "costituzione materiale" in assenza di una giuridica (quanto alla sua coerenza e fedeltà con i Trattati, si potrebbe, e dovrebbe, discutere a lungo). Siccome tale visione non è morta, ma temporaneamente sospesa a causa del tempo eccezionale che stiamo vivendo, e grazie soprattutto allo spostamento della Germania da *Lord protettore* dell'euro-ortodossia a *sponsor* di un approccio "comunitario", è opportuno mettere in chiaro, e tenere ben a mente, che essa non solo ora, *ma*

anche in futuro, sarebbe foriera di gravi problemi per l'Unione post-Covid.

Se è vero che l'integrazione economica (e monetaria) crea maggiori opportunità per tutti, essa comporta anche maggiori responsabilità comuni, altrimenti a lungo andare il sistema diventa insostenibile. Se tale principio è giustamente invocato per richiedere, o imporre, responsabilità fiscale, non lo si può ammutolire quando altre dimensioni di comune responsabilità entrano in gioco. La competizione senza cooperazione è un gioco a somma zero con vincenti e perdenti. Nel corso del tempo i vincenti possono diventare perdenti e viceversa. Tuttavia, il destino dei vincenti non può essere separato da quello dei perdenti, a meno che il legame dell'unione monetaria sia reciso. Se l'Unione europea, economica e monetaria, vuole avere un futuro la *competition union* dev'essere archiviata, e il piano *Next Generation EU* deve diventare quel che il suo nome dice: l'Unione della prossima generazione.

2. Il nuovo avanza, lentamente

Il 15 maggio una risoluzione del Parlamento europeo, approvata con 505 voti favorevoli, 119 contrari e 69 astensioni, chiedeva un Recovery Fund alimentato dall'emissione di obbligazioni a lungo termine garantite dal bilancio (potenziato) dell'Unione. Il 18 maggio arrivava l'accordo franco-tedesco, dal quale era chiaro come la Cancelliera Merkel stesse spostando tutto il peso della Germania dal lato franco-italo-spagnolo. Con il che "l'asse della solidarietà" arrivava a contare il 67% della popolazione dell'Unione a 27 (e il 73,2% del suo Pil nel 2019). Merkel e Macron avevano trovato un'intesa su un fondo da 500 miliardi, per finanziare tempestivamente programmi di spesa straordinari (leggi temporanei) nei paesi maggiormente colpiti dalla pandemia (non cioè nella stessa proporzione in tutti i paesi

dell'Unione). Inoltre, era messo nero su bianco che le risorse dovevano essere trovate emettendo debito comune; che le spese dovevano essere inserite in programmi coordinati e diretti dalla Commissione europea; che quei programmi sarebbero stati finanziati con trasferimenti e non con prestiti. Ma l'accordo andava molto più in là, arrivando a dire non solo l'entità e il finanziamento della spesa, ma a disegnare anche le linee del rilancio post-Covid. Un vero e proprio cambiamento dell'Europa, con al centro l'avvio di una politica sanitaria europea per la prevenzione delle malattie e la reazione alle emergenze, nonché per programmi comuni di *procurement* di vaccini e trattamenti, a cui veniva subito accostato il supporto per la transizione verde e digitale delle economie europee.

Qualcuno ha annunciato che fosse arrivato il tanto atteso "Hamilton moment", con riferimento a quando il Ministro del Tesoro americano Alexander Hamilton propose e ottenne nel 1790, dopo la vittoriosa guerra di indipendenza, che il nuovo governo federale (nato il 4 luglio 1776) si facesse carico dei debiti contratti dagli stati federati per finanziare la guerra e, in cambio, ottenne un piccolo potere di imposizione federale. Molti attribuiscono a quel passo (accompagnato da un piano per ripagare il debito) un valore fondativo della credibilità e del potere acquisiti dagli Stati Uniti d'America nei due secoli successivi grazie alla creazione di un bilancio federale, destinato a divenire sempre più consistente. E crediamo abbiano ragione. Ma quello proposto da Merkel e Macron non è affatto la condivisione dei vecchi debiti e neanche, a veder bene, la nascita di un vero bilancio federale. Come ha notato Sergio Fabbrini, più che ad Hamilton bisognerebbe guardare ad Albert Gallatin (Ministro del Tesoro USA dal 1801 al 1814) che inventò la formula degli aiuti federali agli stati al fine di perseguire obiettivi federali. Macron ha deciso di rinviare il progetto di

produzione "federale" di beni pubblici europei (tranne, appunto, la comune politica sanitaria), con relativa attribuzione di competenze e risorse a un irrobustito bilancio dell'Unione. Progetto che richiede un passaggio politico e istituzionale complesso e delicato, molto probabilmente con un deciso rafforzamento dei poteri di controllo e di decisione del Parlamento europeo e la costituzione di un vero e proprio Ministero delle finanze europeo. Insomma, un cambiamento del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea. Merkel e Macron hanno esplicitamente dichiarato di non escludere questo passo. Ma è ovvio che condizionare la nascita del *Recovery Fund* a cambiamenti tanto difficili ne avrebbe posticipato l'avvio all'anno del poi. Avrebbe dato ragione alle posizioni più conservatrici emerse in Germania e altrove: il *Recovery Fund* è un embrione di bilancio federale; si può fare, in astratto, ma prima bisogna cambiare il Trattato, quindi non si può fare oggi! Sarebbe stato un clamoroso autogol.

Sia come non sia, l'iniziativa franco-tedesca ha fatto saltare lo stallo a cui la Commissione sembrava destinata. Infatti, il 27 maggio la Commissione presentava il piano *Next Generation EU* (NGEU), nuovo nome usato per evitare di sbattere in faccia ai frugali il *Recovery Fund* franco-tedesco. Ma di quello si tratta, saldamente imperniato sull'esistente bilancio europeo pluriennale 2021-2027. Anzi, la Commissione ha voluto aggiungere ai 500 miliardi di *grants* anche 250 miliardi di prestiti a lungo termine e tasso basso al settore privato, cui dovevano aggiungersi le risorse per finanziare sussidi di disoccupazione europei (SURE). Esplicitamente, l'obiettivo non è tornare allo status quo precedente la pandemia ma - si legge sul sito della Commissione - "rimbalzare avanti. Dobbiamo riparare i danni a breve termine della crisi in modo da investire anche nel nostro futuro a lungo termine".

3. La Next Generation Europe

Alla vigilia del Consiglio Europeo del 17 luglio sembrava comunque alto il rischio che il piano della Commissione venisse bocciato o quantomeno fortemente ridotto per dimensione e impatto, grazie all'interdizione dei 4 frugali (circa il 9,5% della popolazione e il 14,3% del Pil della UE), e a quella opposta dei paesi del gruppo *Visegrad* (specialmente Polonia e Ungheria), che cercavano di ottenere il massimo per loro (già grandi beneficiari dei fondi strutturali), nonostante fossero stati meno colpiti dalla pandemia e fossero sotto la lente per lo scarso rispetto dei diritti civili e delle libertà democratiche. Se l'Europa alla fine non fosse stata in grado di trovare un minimo di slancio e di coesione necessari a uscire in modo solidale da questa pandemia, la divergenza tra paesi meno colpiti e/o più resilienti e paesi più danneggiati dalla pandemia e meno capaci di rialzarsi sulle proprie gambe sarebbe tornata ad ampliarsi e con la divergenza avrebbero ripreso a crescere i rischi di instabilità in tutto il continente (Buti, 2020). Per non dire dell'aumento delle disuguaglianze sociali e sanitarie provocato dalla pandemia, che non avrebbe trovato alcun rimedio coordinato e sarebbe stato lasciato ai bilanci e alle scelte politiche nazionali e locali. Sarebbe stato lecito aspettarsi che le forze centrifughe e disgregatrici riprendessero quel vigore che il virus aveva di fatto indebolito.

³ Per una discussione su quali potrebbero essere le entrate in questione si veda Fuest, Pisani Ferry (2020), la cui conclusione è, in sintesi, che la via migliore

FIG. 3 – La Recovery and Resilience Facility

Dispositivo per la ripresa e la resilienza: sovvenzioni

Totale delle sovvenzioni: 312,5 miliardi di EUR

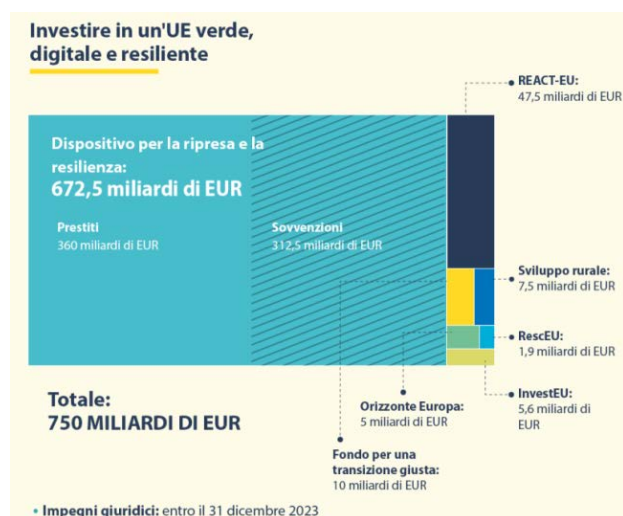


Ma stavolta la Cancelliera Merkel (divenuta nel frattempo presidente di turno dell'Unione Europea) giocava con la squadra "giusta" e, alla fine, si è trovato un compromesso che ha raccolto il consenso di tutti. I *grants* sono stati ridotti da 500 a 390 miliardi e i prestiti sono aumentati da 250 a 360. L'entità complessiva del NGEU è rimasta di 750 miliardi (SURE a parte) e l'assoluta novità del debito comune europeo è stata confermata. Per garantire il rimborso del debito il Consiglio ha previsto un aumento temporaneo del limite annuo delle risorse proprie dell'Unione pari allo 0,6% del reddito nazionale lordo dei 27 paesi e che l'Unione, nei prossimi anni, dovrà dotarsi di nuove imposte comunitarie proprio per garantire l'aumento necessario di risorse proprie³. I frugali hanno ottenuto un maggior controllo sulle spese, perché a decidere sui "piani per la ripresa e la resilienza" nazionali non sarà solo la Commissione. Questa proporrà la sua valutazione sulla base di articolati criteri e punteggi e chiederà il parere del comitato economico e finanziario; se il parere di tale comitato sarà positivo, la proposta passerà al

consiste nell'aumentare la quota comunitaria degli incassi derivanti dai "permessi di emissione", che attualmente affluiscono ai bilanci degli Stati membri.

Consiglio dei ministri che dovrà votarla (a maggioranza qualificata). Se invece uno o più stati membri non fosse d'accordo sulle valutazioni della Commissione, potrebbe richiedere una discussione al successivo Consiglio Europeo. Discussione, si dice nelle Conclusioni del Consiglio Europeo, non delibera. Quindi non sembra esserci potere di veto. Si prevede che l'intero processo decisionale si concluda entro tre mesi dal momento in cui la Commissione avrà chiesto il parere al comitato economico e finanziario. Ovviamente, si è messo in piedi un processo decisionale alquanto barocco che, di fatto, dà nuovo respiro al metodo intergovernativo rispetto al metodo comunitario.

FIG. 4 – I 750 miliardi del NGEU



Le risorse del NGEU (FIG. 4) dovranno essere spese per fare investimenti e realizzare riforme profonde in tutti i paesi, nell'ambito di un comune progetto europeo. Riforme capaci di aumentare la resistenza e la resilienza economica e sociale a eventi estremi (non solo sanitari) ma che molto raramente sono a costo zero e spesso sono difficili da realizzare in autarchia. Inoltre, il NGEU – se speso bene da tutti - potrà rimettere in moto la

crescita economica sostenibile del continente. Con il NGEU, l'Unione si è data in maniera più ferma le sue priorità per il futuro immediato: protezione dell'ambiente e del territorio attraverso il sostegno all'economia verde; protezione comune dai rischi sanitari epidemici; sviluppo e ampio accesso al digitale; equità sociale; investimenti in istruzione e formazione. Purtroppo, sulla capacità del governo italiano di formulare, attuare e monitorare un *Recovery and Resilience Plan* (PRR) articolato e complesso in Europa i dubbi sono condivisi non solo dai "frugali".

Comunque, il compromesso raggiunto al Consiglio Europeo del 17-21 luglio, con la riaffermazione del potere dei governi nazionali, ha allontanato la prospettiva di riforme istituzionali dell'Unione in senso federale e dell'evoluzione del NGEU nell'embrione di un vero bilancio federale, alimentato da risorse fiscali proprie amministrate da un governo Europeo, sotto il controllo del Parlamento Europeo. Il problema di definire meccanismi, regole e risorse per fare politiche anticicliche nella UE e, soprattutto, nell'Eurozona è ancora da affrontare (si veda Boitani, Tamborini 2020a). Così come ancora da affrontare è il tema delle "risorse proprie" del bilancio europeo

4. Come spendere (e non sprecare) i soldi del NGEU?

Per l'Italia e risorse del NGEU dovrebbero essere pari a 87 miliardi a fondo perduto e circa 120 sotto forma di prestiti. Nella sua audizione alla quinta Commissione (Bilancio, Tesoro e Programmazione) della Camera dei Deputati, Fabrizio Balassone (2020) – capo del Servizio Struttura Economica della Banca d'Italia – ha presentato qualche simulazione dei possibili effetti macroeconomici derivanti dall'uso delle risorse del NGEU destinate all'Italia. Ipotizzando che 1) le spese siano pienamente ed

efficientemente utilizzate, 2) distribuite in modo uniforme nel quinquennio 2021-2025, 3) interamente destinate a progetti di investimento e 4) siano tutte aggiuntive e non sostitutive delle spese già programmate, si tratterebbe di oltre 41 miliardi l'anno che "potrebbero tradursi in un aumento cumulato del livello del Pil di circa 3 punti percentuali entro il 2025, con un incremento degli occupati di circa 600.000 unità" (p. 8). In pratica, si tratterebbe di raddoppiare per cinque anni la spesa di investimento che, in media, tra il 2000 e il 2019 è stata di 43,5 miliardi l'anno. Balassone ha presentato anche una simulazione più "contenuta", in cui si ipotizza che il 30% delle risorse venga utilizzata per misure già programmate (cosa, per altro, difficilmente autorizzabile dalla Commissione). In questo caso si arriverebbe a spendere circa 29 miliardi, di cui solo 19 per investimenti. L'impatto sul Pil sarebbe conseguentemente ridotto: un aumento cumulato di quasi 2 punti percentuali nel 2025. È possibile che gli impatti siano maggiori se i moltiplicatori della spesa risultassero più alti che nella media del passato, come normalmente accade nei periodi di profonda recessione quale quella innescata dalla pandemia da Covid-19 (Boitani, Perdichizzi, Punzo, 2020). Ma naturalmente, l'ipotesi che le risorse vengano spese nei tempi e con la massima efficienza è tutt'altro che scontata. Un aumento della quota di spese non destinate a investimento o degli "sprechi" si tradurrebbe in una riduzione dell'impatto macroeconomico positivo, cioè in un minor aumento del Pil. Il che avrebbe, come ovvio, un contraccolpo negativo sugli indicatori di finanza pubblica (come il rapporto tra deficit e Pil e il rapporto debito/Pil), che già sono peggiorati inevitabilmente nel corso di quest'anno.

Le *slides* presentate a metà settembre dal governo italiano come "Linee guida per la definizione del piano nazionale di ripresa e resilienza" sono un elenco di obiettivi, missioni, azioni/progetti e politiche di supporto che declinano con diligenza quanto indicato a suo tempo dalla Commissione. C'è tutto. E niente. Non traspare ancora una strategia complessiva, una definizione di priorità tra obiettivi, un accordo tra strategie e strumenti per raggiungere insieme o in ordine più obiettivi, una sia pur grossolana quantificazione delle risorse da destinarsi a ciascuna "missione", per non parlare del coordinamento con altri paesi europei (che la Commissione intende favorire), dei tempi di realizzazione e delle istituzioni chiamate a realizzare. Si dirà che quelle uscite il 9 Settembre sono solo "linee guida" e che il Piano deve ancora venire. Vero. Ma il metodo apparentemente scelto, consistente nell'elicitare tutti i progetti disponibili da parte delle varie amministrazioni locali e di altre parti della P.A., non sembra andare nella direzione di soddisfare i criteri piuttosto stretti con cui i Piani di ripresa e resilienza verranno valutati⁴.

Il governo francese ha presentato una bozza di piano di rilancio da 100 miliardi di euro il 3 settembre scorso. Per la verità non è chiaro che si tratti proprio del PRR previsto per l'accesso ai fondi NGEU. Il piano ha tre gambe: il clima, la competitività dell'economia francese e la coesione sociale. Ma - ha osservato Charles Wyplosz (2020) - manca una diagnosi dei mali che si vogliono curare, da cui derivare cosa serva per il rilancio. Non è chiaro se gli estensori del piano abbiano presente che, per un rilancio rapido ed efficace, il piano dovrebbe prevedere spese immediate, temporanee e ad alto moltiplicatore, magari (come ha suggerito Olivier Blanchard) in parte

⁴ Esistono però dei contributi di gruppi e associazioni private che il governo potrebbe utilmente considerare e che appaiono, al momento, assai più articolati delle

linee guida governative. Si veda, per esempio, Minima Moralia (2020).

condizionate ad eventuali altri tracolli della domanda in caso di nuovi *lock-down*. E che la resilienza richiede spese capaci di aiutare (al momento dell'avvio) le necessarie riforme delle istituzioni economiche francesi, migliori e più solide di quelle italiane forse, ma anche parecchio incrostate e sempre afflitte da alta conflittualità sociale.

Alcune osservazioni possono essere comunque utili, qualora il futuro piano italiano dovesse orientarsi nella stessa direzione di quello francese. Gli investimenti ambientali sono certamente un'ottima cosa: è cruciale riuscire a ridurre le emissioni di CO₂ per unità di Pil, ma non solo. Tuttavia, gli investimenti ambientali non sembra rispondano al criterio della rapidità di realizzazione. E se sono rapidi, bisogna accettare una larga percentuale di errori e, quindi di "sprechi". Il rimpatrio delle produzioni medicali (previsto nel piano francese) è forse popolare, ma sostituire un lavoratore indiano con uno europeo ha un costo piuttosto elevato. Non sarebbe meglio investire in impianti medicali ad alta tecnologia e assumere medici e infermieri per colmare i vuoti di organico? Ma ogni allargamento degli organici, si deve tenere a mente, fa aumentare la spesa sanitaria in modo permanente. Quindi si richiede un finanziamento permanente che, se non viene da aumenti di entrate, produce nuovo deficit e nuovo debito pubblico. Le spese per la coesione sociale, se mal gestite, possono tradursi nella creazione di nuovi "diritti" e, quindi, essere tutt'altro che temporanee e anzi, anche loro, generare deficit futuri permanenti.

5. La qualità della governance è cruciale

In un documento di lavoro della Commissione Europea (2020) viene descritto in dettaglio il funzionamento dei Piani nazionali di Ripresa e Resilienza. Non solo le grandi linee che essi

dovranno seguire, ma come, quanto, in che modo e in che tempi i vari progetti di investimento e riforma si devono complementare nel raggiungimento dei grandi obiettivi, che sono quelli più volte riaffermati.

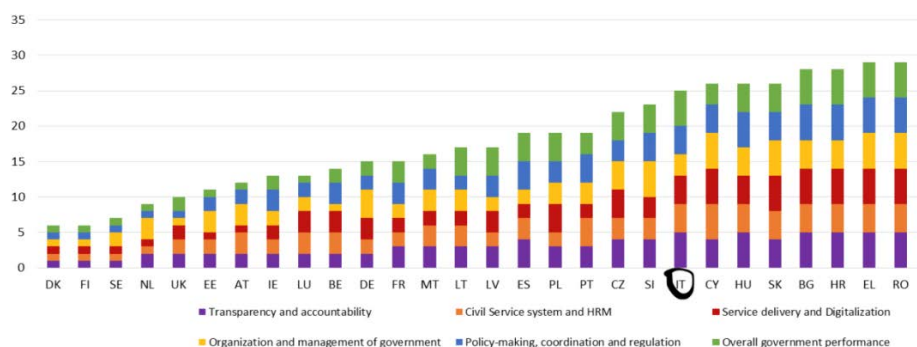
Il documento chiarisce che non potranno essere ammesse spese permanenti (cioè quelle connesse alla creazione di nuovi "diritti") o tagli permanenti di entrate fiscali e contributive, a meno che i paesi non siano in grado di dimostrare con adeguati modelli di simulazione che il taglio delle entrate è sostenibile grazie all'impatto delle riforme realizzate. Comunque, ai paesi UE che faranno richiesta dei fondi si lascia ampia libertà di scelta e, allo stesso tempo, la definizione di caratteristiche, entità e durata dei progetti, la valutazione degli impatti su crescita, occupazione e sostenibilità (economico-finanziaria e ambientale). Il giudizio della Commissione e, probabilmente del Consiglio (magari su richiesta dei "frugali") verterà sulla coerenza dei Piani, sulla corretta individuazione dei canali attraverso cui si eserciteranno gli impatti, sulla quantificazione precisa dei tempi di realizzazione e dei costi. Carenze sotto questo profilo potranno portare anche a riduzioni delle risorse oltre che, ovviamente, a benefici ridotti per l'economia del paese trovato in difetto.

L'opportunità della Next Generation Europe (NGE) richiede, dunque, una programmazione articolata e, soprattutto, impone un'attuazione rapida e ben sincronizzata. Negli anni del declino e dell'oblio della programmazione, in Italia la macchina amministrativa si è arrugginita in molte parti, sia lato programmazione che lato attuazione. Il che non promette niente di buono, tanto più che le risorse del NGE saranno sottoposte all'occhiuta attenzione dei paesi frugali, pronti a cogliere l'Italia nelle sabbie mobili dei suoi storici difetti. La FIG. 5 (dove un indice più alto misura una performance peggiore), mostra abbastanza

chiaramente come l'Italia sia molto lontana dai primi della classe europei (ma anche dai tradizionali benchmark tedesco e francese) soprattutto per trasparenza e responsabilità delle amministrazioni pubbliche e per la loro gestione

delle risorse umane, ma anche per la performance complessiva dei vari livelli di governo.

FIG. 5 – Performance ed efficacia delle amministrazioni pubbliche nei paesi della UE



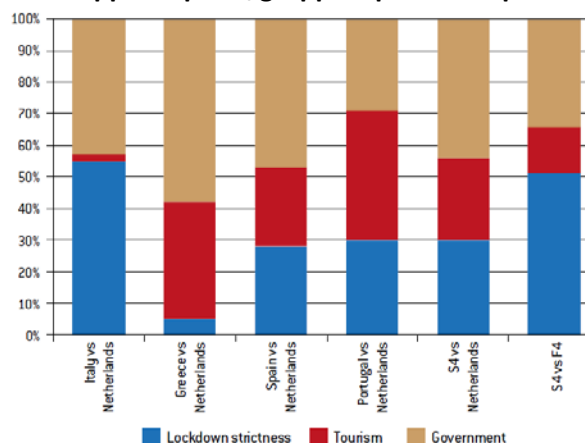
Come ha notato l'ex Ministro dell'Economia Piercarlo Padoan (2020), uno dei benefici che l'Italia potrebbe trarre dal NGEU è proprio quello di "un'esperienza di gestione senza precedenti della macchina dello Stato". Rimane il fatto che alcune delle "politiche di supporto" individuate nelle slides del governo sono in realtà premesse essenziali alla realizzazione di qualsiasi programma. Un esempio su tutti: la riforma dei sistemi di valutazione, autorizzazione e controllo (preventivo) sui progetti di investimento che oggi (e da anni), con le loro stravaganti e snervanti duplicazioni, sono come un insieme di freni a mano permanentemente tirati. E hanno contribuito significativamente al declino degli investimenti pubblici netti (in effetti, negativi dal 2012) nel nostro Paese (Agenzia per la Coesione Territoriale, 2018; Boitani, Mele, 2019; Buti, Messori, 2020). Il governo rivendica di aver già fatto quanto serve con il "decreto semplificazioni". Ma si sa che quel decreto non era davvero granché e non tagliava né scioglieva i nodi

più stretti. A ciò ora si aggiunge l'urgenza di attrezzare la nostra PA con competenze e risorse adeguate a gestire un programma di estensione e complessità senza precedenti. Un Progetto tra i Progetti l'ha chiamato il "Gruppo dei 20" della Fondazione Economia Tor Vergata (Paganetto, 2020). Con piena ragione.

Del resto, la cattiva governance è stata individuata come una delle spiegazioni del perché la pandemia da Covid-19 abbia causato perdite di Pil maggiori in alcuni paesi europei che in altri (Sapir, 2020). In effetti, secondo le stime econometriche di Sapir, spiegherebbe "tra il 30% e il 50% della differenza dimensionale dello shock economico" tra paesi del Sud e paesi del Nord Europa. Certo, ha contribuito anche la rigidità e la durata delle misure restrittive attuate dai diversi paesi, mentre non sembra che il livello del debito pubblico con cui i paesi sono entrati nella crisi pandemica abbia giocato alcun ruolo (FIG. 6). Ne segue che l'effettiva resilienza dei paesi (soprattutto del Sud Europa) dipende in modo cruciale dalla capacità di migliorare, proprio

grazie al NGEU, la qualità della propria “governance” (Giordano et al. 2020; Wolff, 2020).

FIG. 6 – Contributi stimati di alcuni fattori alle differenti conseguenze economiche del Covid-19 in alcune coppie di paesi/gruppi di paesi europei



Fonte: Sapir, 2020, p. 7

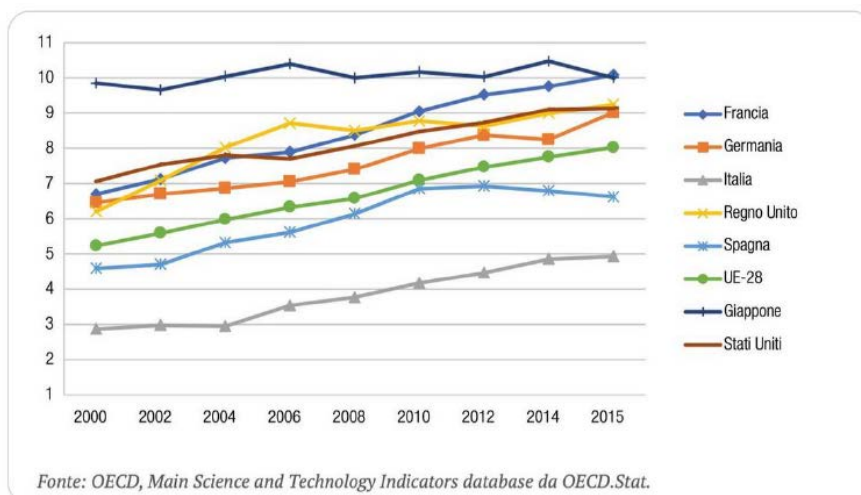
Il menzionato documento di lavoro della Commissione Europea (2020) raccomanda l’individuazione di un soggetto, una autorità, un ministero che svolga il compito di coordinare il lavoro per la formulazione e la realizzazione dei progetti che rientrano nel *Recovery and Resilience Plan* e che funga da punto di contatto unico con la Commissione. Le decisioni generali relative al Piano dovranno essere politiche, tanto più che esse riguardano le prossime generazioni e richiedono quindi un’idea forte di quale futuro vogliamo ad esse assicurare, idea che è compito della politica esprimere. Sarebbe auspicabile, tuttavia che le valutazioni dei progetti, il loro coordinamento e poi le singole decisioni di spesa, la gestione dei progetti e la loro realizzazione venisse affidato – come suggerisce la Commissione – a un soggetto dotato di ampi

poteri, provate competenze e sufficiente prestigio per raccogliere intorno a sé le migliori professionalità manageriali e amministrative per la realizzazione del Piano. Più volte Giorgio La Malfa (da ultimo su Il Sole 24 Ore del 23 settembre) ha indicato in Mario Draghi la persona più qualificata cui chiedere “di rendere all’Italia questo prezioso servizio”. Potrebbe essere un’ottima idea, qualora Draghi fosse disponibile, ovviamente in un quadro chiaro di autonomia e di responsabilità.

6. “Il piano Amaldi”: ricerca di base per la resilienza

Uno dei punti centrali del Piano per la ripresa e la resilienza dovrebbe essere il deciso rafforzamento della ricerca scientifica di base. Come ha sottolineato Ugo Amaldi (2020), “la ricerca scientifica di base è, nel lungo periodo, il motore dell’innovazione tecnologica; senza di essa non sarà possibile trasformare l’Italia in una ‘società della conoscenza’ che – oltre ad affrontare il problema posto dal riscaldamento climatico, che è attualmente dimenticato ma non cancellato – sia resiliente, più dematerializzata, circolare e parca nell’uso di risorse naturali”. Inoltre, proprio la pandemia ha chiarito definitivamente il ruolo della ricerca scientifica non solo per fronteggiare le emergenze sanitarie, ma anche per orientare le scelte delle istituzioni. Inoltre, la ricerca scientifica è certamente essenziale per porre su solide basi la riconversione ambientale e lo sviluppo sostenibile. Una posizione, quella di Amaldi, naturalmente in consonanza con quanto espresso più volte dal Governatore della Banca d’Italia (da ultimo, Visco, 2020).

FIG. 7 - Numero di ricercatori ogni mille occupati in alcuni paesi Ocse (2000-2015)



L'Italia, purtroppo è molto indietro in tutte le misure dell'attività di ricerca, dal numero di ricercatori ogni mille occupati (FIG. 7), al numero di persone con dottorato di ricerca ogni mille abitanti (FIG. 8), alle spese per la ricerca e sviluppo (sia pubblica che privata, FIG. 9), per di più con una assoluta prevalenza della ricerca pubblica

(soprattutto universitaria) nel Mezzogiorno. Ma anche quanto a investimento delle imprese in "capitale basato sulla conoscenza", l'Italia si colloca nel gruppo di coda dei paesi Ocse (FIG. 10).

FIG. 8 - Numero di persone con dottorato di ricerca ogni mille abitanti in alcuni paesi Ocse (2016)

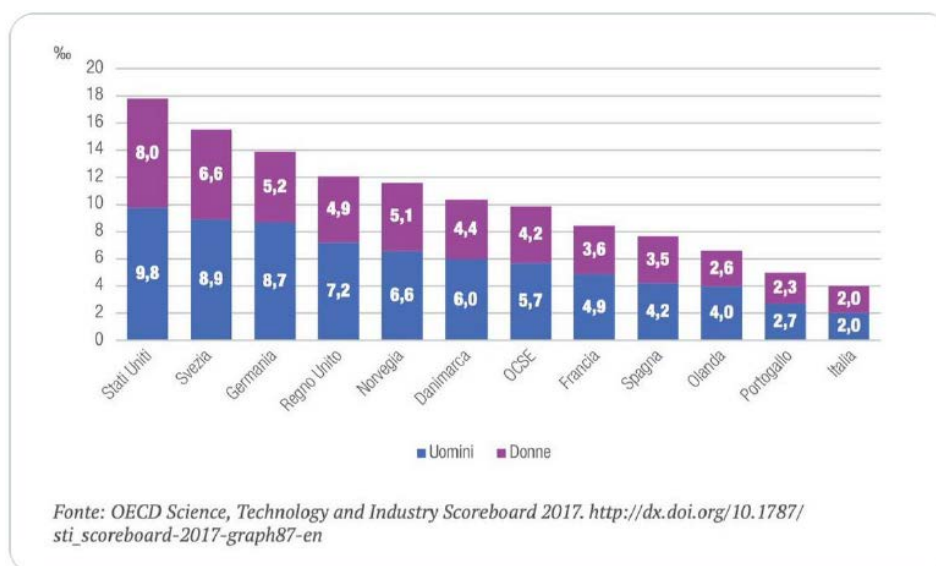
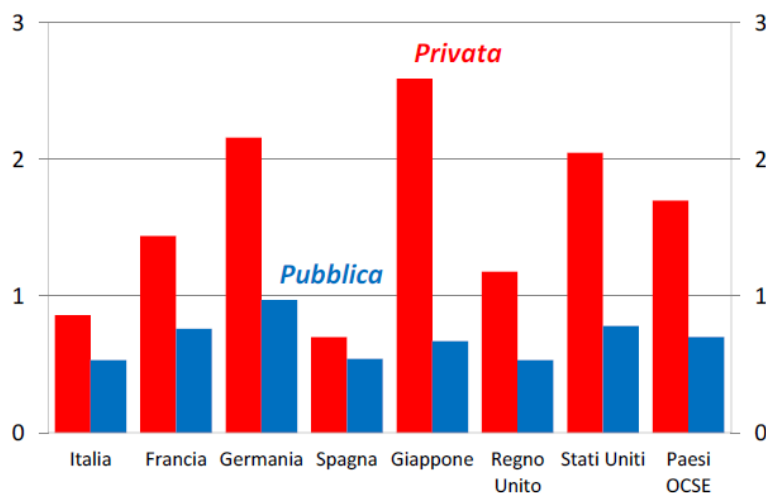
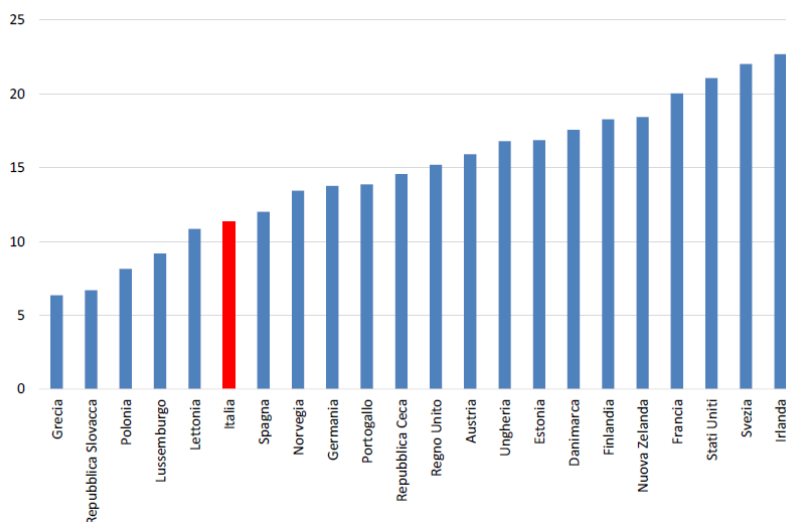


FIG. 9 – Spesa per ricerca e sviluppo in % del Pil - 2018



Fonte: Ocse, cit. in Visco (2020)

FIG. 10 - Investimenti delle imprese in “capitale basato sulla conoscenza” in % del Pil - 2015



Fonte: Ocse, cit. in Visco (2020)

Il piano Amaldi consiste nell’aumento drastico dei fondi per la ricerca scientifica, in modo da raggiungere nel 2026 una spesa in ricerca pubblica pari all’1,1% del Pil, contro l’attuale 0,5%. Per fare ciò bisognerebbe aumentare la spesa per ricerca

di base di 1,5 miliardi e quella per ricerca applicata di 0,5 miliardi nel 2021 e poi aumentare entrambe del 14% l’anno per cinque anni. In parallelo coi finanziamenti, dovrebbero crescere “sia il numero delle borse per dottorati di ricerca sia gli organici



degli Atenei e degli Enti di ricerca privilegiando i gruppi di ricerca scientificamente più produttivi. Nel 2016 l'Italia aveva superato la Francia per numero di pubblicazioni scientifiche. La qualità dei ricercatori italiani non è in discussione. Il loro numero e le risorse su cui possono contare, invece, sono limitati. Se una piccolissima frazione delle risorse NGEU verranno dedicate alla ricerca è molto probabile che tutta la capacità di resilienza e il raggiungimento di una maggiore crescita sostenibile saranno rafforzati. Tanto meglio se poi questa strategia si accompagnerà (anche grazie alle risorse NGEU) a una riforma mirata del sistema di istruzione capace di potenziarne la qualità e, di conseguenza, di migliorare la preparazione degli studenti delle prossime generazioni. Del resto, NGEU sta proprio per *Next Generation Europe*.

Riferimenti bibliografici

- Agenzia per la Coesione Territoriali (2018), "Rapporto sui tempi di attuazione delle opere pubbliche", Temi CPT, No. 6/2018.
- Amaldi U. (2020), "Per la transizione verso una società più resiliente è necessario finanziare la ricerca di base", in *Pandemia e resilienza*, Roma, Edizioni del Consiglio Nazionale delle Ricerche.
- Balassone F. (2020), Audizione nell'ambito dell'attività conoscitiva preliminare ai fini dell'individuazione delle priorità nell'utilizzo del Recovery Fund", Roma, Camera dei Deputati, 07.09.2020.
- Boitani A., Mele G. (2019), "Investimenti pubblici e debole crescita economica", in C. Dell'Aringa, P. Guerrieri (a cura di), *Inclusione, produttività e crescita*, Bologna, Arel-Il Mulino, cap. 6.
- Boitani A., Perdichizzi S., Punzo C. (2020), "Nonlinearities and expenditure multipliers in the Eurozone", Working paper No. 89, Dipartimento di Economia e Finanza, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano.
- Boitani A., Tamborini R. (2020a), "Crisis and reform of the Euro zone: Why do we disagree? A reflection paper on the North-South divide", Rome: Friedrich-Ebert-Stiftung, March 2020, <http://library.fes.de/pdf-files/bueros/rom/16042.pdf>.
- Boitani A., Tamborini R. (2020b), "Eurobonds and European citizenship", Rome: Friedrich-Ebert-Stiftung, April 2020, <http://library.fes.de/pdf-files/bueros/rom/16778.pdf>.
- Boitani A., Tamborini R., Saraceno F. (2020), "Der European Recovery Fund: eine Lösung, um Europa zu einen", Rom: Friedrich-Ebert-Stiftung, Mai 2020, <http://library.fes.de/pdf-files/bueros/rom/16198.pdf>.
- Buti M. (2020), "A tale of two crises: Lessons from the financial crisis to prevent the Great Fragmentation", Vox.eu, July 13.
- Buti M., Messori M. (2020), "Questa volta l'Italia non può sbagliare", Policy Brief 34/2020, Luiss-SEP.
- Commissione Europea (2020), Guidance to member states. Recovery and Resilience Plans, SWD (2020) 205 final, Bruxelles, 17.09.2020.
- Darvas Z. (2020), "Having the cake, but slicing it differently: How is the grand EU recovery fund allocated", Bruegel Blog, July 23.
- Fuest C., Pisani-Ferry J. (2020), "Financing the European Union: New context, new responses", Bruegel, Policy Contribution No. 16, September.
- Giordano R., Lanau S., Tommasino P., Topalova P. (2020) "Does public sector inefficiency constrain firm productivity? Evidence from Italy", *International Tax and Public Finance*, 27(4), pp. 1019-1049.
- La Malfa G. (2020), "Un'agenzia a guida forte per il piano di rilancio", *Il Sole 24 Ore*, 23.09.2020, p.2.
- Minima Moralia (2020), "Next Generation Italia", <http://www.associazionemandm.org/iniziativa/next-generation-italia>.
- Padoa-Schioppa C. (2020), "Guida pratica per rendere più efficiente lo stato con l'aiuto dell'Europa", *Il Foglio*, 26.09.2020, p. 3.
- Paganetto L. (2020), "Next Generation EU, governance e progetti di investimento", Fondazione Economia Torvergata.
- Sapir A. (2020), "Why has COVID-19 hit different European Union economies so differently?", Bruegel, Policy Contribution No. 18, September.
- Visco I. (2020), "Economic growth and productivity: Italy and the role of knowledge", EuroScience Open Forum, 04.09.2020.
- Wolff G. (2020), "Without good governance, the EU borrowing mechanism to boost the recovery could fail", Bruegel Blog, September 15.
- Wyplosz C. (2020), "Le plan de relance qui n'en est pas un", *Telos*, 16 septembre.



3. MES: DALLA PROPOSTA DI RIFORMA ALLA NUOVA LINEA DI CREDITO PER SPESE SANITARIE

Marco Lossani[♦]

La revisione del Trattato costitutivo del MES è stata oggetto di una discussione – protrattasi per tutto lo scorso anno e non ancora giunta a un punto conclusivo - concentrata su tre punti considerati cruciali per lo svolgimento di una nuova serie di funzioni utili a rafforzare il funzionamento dell'Unione Economico-Monetaria e favorire il completamento dell'Unione Bancaria:

- *l'introduzione di un common backstop a sostegno del Single Resolution Fund (SRF);*
- *la ri-definizione di alcuni degli strumenti di assistenza finanziaria concessa ai paesi che fronteggiano il rischio di crisi sovrana;*
- *l'introduzione di CACs fondate sul principio single limb.*

Lo scoppio della pandemia ha aggiunto nuovi elementi alla bozza di riforma del Trattato MES. E' stata infatti approvata l'attivazione di una nuova linea di credito erogata dal MES: la Pandemic Crisis Support Credit Line (PCSC) che consente ai paesi dell'Eurozona di accedere a prestiti (di durata decennale) per coprire spese di carattere sanitario – dirette e indirette - indotte dalla pandemia. Il contributo valuta i costi e i benefici dell'insieme delle riforme proposte.

Nel 2010 viene costituito lo European Financial Stability Fund (EFSF), un Fondo avente sin dall'origine una natura esclusivamente temporanea, che viene a sostituirsi alla rete di accordi di finanziamento bilaterale erogati dai paesi dell'Eurozona alla Grecia allora in profonda crisi. Due anni dopo, nell'Ottobre del 2012, prendono l'avvio le operazioni del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) le cui funzioni fondamentali vengono nel tempo trasformate. Il MES passa dall'essere un semplice meccanismo *funding-to lend* a una istituzione vera e propria responsabile di operazioni di prevenzione e salvataggio contro il rischio crisi finanziarie dei sovrani dell'Eurozona che soffrono di temporanee difficoltà di accesso ai mercati finanziari¹.

Nell'arco di poco tempo, il MES fornisce assistenza finanziaria a Grecia, Cipro e anche alla Spagna, cui concede risorse per ricapitalizzare il suo sistema

bancario. Tuttavia, il ruolo del MES non si limita a quello già importante della assistenza finanziaria diretta ai sovrani in crisi. Infatti, il MES costituisce l'istituzione alla cui condizionalità si deve sottoporre un sovrano per poter ottenere dalla Banca Centrale Europea l'attivazione del big bazooka: le famose – ancorché mai utilizzate – Outright Monetary Transactions (OMT).

1. MES: luci e ombre

Fin dalla sua costituzione il MES è stato oggetto di un vivace dibattito.

Da un lato, c'è chi ne ha sottolineato lo spirito solidaristico (Strauch, 2019), ancorché fondato su di una giustificata condizionalità. A supporto di tale visione è stata più volte menzionata la capacità del MES di erogare a paesi in difficoltà finanziarie risorse a condizioni estremamente

[♦] Università Cattolica del Sacro Cuore

¹ Da qui la definizione – diventata di uso comune – del MES come Fondo Salva Stati.

favorevoli. In virtù del capitale versato² e del rating elevato goduto (pari a quello di un emittente con rating AAA), il MES è capace di raccogliere risorse emettendo obbligazioni in Euro in ragione di tassi di interesse molto bassi che vengono successivamente praticati a vantaggio dei paesi assistiti. A titolo di esempio, nel solo anno 2018 la Grecia ha risparmiato 7 punti di PIL grazie al prestito MES erogato in ragione di tassi di interesse di gran lunga inferiori a quelli richiesti dal mercato (Strauch, 2019). Inoltre, lo svolgimento della funzione di Fondo Salva Stati consente di contenere il rischio di contagio all'interno dell'Eurozona.

Dall'altro, vi sono invece state le posizioni assunte dai suoi più strenui oppositori che ritengono il MES l'espressione di una tecnocrazia europea che impone – senza legittimità politica e senza una valida giustificazione economica – delle regole che si rivelano foriere di costi eccessivi ai paesi richiedenti assistenza³ e che si richiamano alla (criticabile, per i suoi oppositori) logica del Fiscal Compact.

A prescindere dai giudizi espressi nei suoi confronti va ricordata – come già chiarito nel capitolo curato da M. Bordinon – la particolare natura giuridica del MES, che si configura come un'istituzione intergovernativa frutto di un accordo separato tra i paesi membri dell'Eurozona, che non risulta soggetta alla legislazione europea, nonostante il suo funzionamento preveda anche il coinvolgimento di istituzioni comunitarie. La più importante conseguenza di questo particolare assetto è che la proprietà del MES appartiene ai Ministeri della

Economia e delle Finanze dei paesi dell'Eurozona e non all'Unione Europea.

2. Le proposte di riforma pre-COVID-19

Il 21 Giugno 2019, il vertice dell'Eurogruppo (allargato al resto dei paesi dell'Unione Europea) si conclude con una serie di dichiarazioni che chiariscono le direttrici lungo cui l'Eurozona intende impegnarsi sul fronte delle riforme. Da un lato, l'istituzione di uno strumento di bilancio della zona euro – che potrà essere eventualmente recepito su base volontaria anche da parte dei paesi membri dell'Exchange Rate Mechanism II – avente lo scopo di favorire convergenza e competitività dell'intera area. Dall'altro, la revisione del Trattato costitutivo il MES, al fine di modificarne strumenti e funzioni con l'obiettivo ultimo di creare le condizioni affinché possa essere progressivamente trasformato in una sorta di Fondo Monetario Europeo.

La revisione del Trattato costitutivo del MES (MES, 2019) – che nell'opinione di alcuni suoi esponenti di spicco è il vero snodo cruciale del più generale processo di riforme previste all'interno dell'Eurozona⁴ – è necessaria per consentire – da un punto di vista giuridico – lo svolgimento di una nuova serie di funzioni utili a rafforzare il funzionamento dell'Unione Economico-Monetaria e favorire il completamento dell'Unione Bancaria. Tra le altre, spiccano 3 linee di intervento:

- l'introduzione di un *common backstop* a sostegno del Single Resolution Fund (SRF);
- la ri-definizione di alcuni degli strumenti di assistenza finanziaria concessa ai paesi che fronteggiano il rischio di crisi sovrana;

² Il capitale versato pari a 80 mld. Euro - cui vanno aggiunti oltre 620 mld. di capitale richiamabile – fa del MES la più grande istituzione finanziaria europea.

³ Peraltro, nel caso specifico di alcuni partiti italiani, il MES viene anche considerato come una istituzione che – in modo del tutto improprio – trasferisce risorse dai

risparmiatori italiani a vantaggio delle banche tedesche (ed eventualmente francesi). Un punto che sta (ovviamente!) ancora aspettando un minimo supporto empirico.

⁴ Tra le riforme in cantiere vi è anche il completamento della unione del mercato dei capitali.



- l'introduzione di CACs fondate sul principio single limb.

2.1 Common backstop

E' noto da tempo il quadro regolatorio che definisce le regole del gioco in caso di crisi nella costituenda Unione Bancaria. Il Single Resolution Board (SRB) – che unitamente alle autorità nazionali di risoluzione delle crisi bancarie dà vita al Single Resolution Mechanism (SRM) – si impegna a garantire una risoluzione ordinata delle eventuali crisi bancarie seguendo una procedura predeterminata. Qualora una banca si trovasse in difficoltà, la BCE lo segnalerebbe al SRB. A sua volta il SRB esaminerebbe se – date le condizioni esistenti – fosse possibile risolvere la situazione di crisi mediante coinvolgimento del settore privato (*bail-in*) oppure attraverso la procedura di risoluzione che richiede utilizzo delle risorse disponibili presso il SRF (*Single Resolution Fund*), la cui entità è l'esito del versamento delle quote da parte degli istituti bancari delle singole industrie nazionali⁵. Qualora il SRF si esaurisse e il SRB non riuscisse a raccogliere fondi a condizioni di mercato accettabili, entrerebbe in gioco il MES, fornendo un *backstop* a vantaggio del SRB, garantendone in tal modo la solidità finanziaria e la credibilità. Il *backstop* verrebbe alimentato da una sottostante linea di credito il cui ammontare massimo potrà raggiungere 68 mld. Euro. Nel contempo, lo strumento della Ricapitalizzazione Diretta delle Istituzioni Finanziarie, originariamente concepito (anno 2014) per spezzare il circolo vizioso tra banche e sovrani in

difficoltà verrebbe eliminato (in quanto ormai ridondante).

Nel complesso la riforma appare foriera di benefici. Il sistema nel suo complesso si avvale ora di un *backstop* (prima inesistente), che rafforza SRF e garantisce al SRF/SRB la possibilità di un intervento efficace per tempistica e per dimensione. Inoltre il rischio finanziario cui è esposto il MES si andrebbe a ridurre rispetto alla situazione pre-riforma.

La decisione di attivare il *backstop* verrebbe infatti presa dal Board of Directors del MES in tempi davvero brevi (entro 12/24 ore dalla richiesta da parte del SRB) sulla base di una votazione a maggioranza qualificata⁶, a condizione di rispettare due principi fondamentali: equità (di trattamento) tra paesi membri dell'Eurozona e paesi esterni; neutralità (fiscale) nei confronti dei paesi membri, che nel medio termine dovranno contribuire a SRF solo mediante versamento delle quote già previste. La dimensione della sottostante linea di credito garantirebbe l'attivazione di un "salvante finanziario" di dimensione adeguata, una volta considerato che il *backstop* entrerebbe in gioco solo dopo l'esaurimento del SRF che a regime sarà dotato di 60 mld. Euro. Infine, non va dimenticato che mentre lo strumento di Ricapitalizzazione Diretta comportava una esposizione del MES nei confronti di una singola banca (quella che riceveva la ricapitalizzazione), l'attivazione del *backstop* comporterebbe l'esposizione verso una istituzione comunitaria (SRB). Per il MES ne discendono importanti effetti positivi in termini di riduzione di

⁵ Il processo di contribuzione quote da parte delle industrie bancarie nazionali è stato avviato nel 2016 e dovrebbe terminare alla fine del 2023, dopo aver raggiunto una dimensione pari al 1% dei depositi degli istituti bancari operativi nell'Eurozona (pari a 60 mld. Euro ca.). Attualmente la dimensione di SRF è di 33 mld.. Peraltro il SRF potrebbe entrare in funzione anche prima del Gennaio 2024 qualora si realizzasse

un'appropriata riduzione del grado di esposizione al rischio (cioè degli NPLs) delle stesse banche.

⁶ In tal modo, la celere erogazione del *backstop* elimina/contiene la possibilità di una condizione insostenibile dal punto di vista economico-finanziario all'interno dell'area Euro, limitando la diffusione della crisi stessa attraverso canali di interdipendenza finanziaria e/o contagio.

esposizione al rischio finanziario e di mantenimento di una elevata qualità del credito (essenziale per poter mantenere su un basso livello il costo del *funding*).

2.2 Strumenti di assistenza finanziaria ai paesi in crisi

La cassetta degli attrezzi (*lending toolkit*) a disposizione del MES si compone – oltre che di due linee di intervento utilizzabili per la ricapitalizzazione diretta e indirette delle istituzioni bancarie e finanziarie in difficoltà⁷ – di altri quattro strumenti: operazioni di acquisto di titoli sovrani condotte sul mercato primario; operazioni di acquisto di titoli sovrani condotte sul mercato secondario; prestiti a sovrani impegnati in un programma di aggiustamento macroeconomico; attivazione di linee di credito precauzionali.

Nell'attuale proposta di riforma del Trattato del MES non sono previste modificazioni sostanziali riguardanti i primi tre strumenti sopra menzionati. Al più vengono leggermente modificate le condizioni per l'erogazione di un prestito a un sovrano che si trova a realizzare un programma di aggiustamento macroeconomico. Al controllo ex-ante sulla sostenibilità del debito sovrano del paese richiedente viene aggiunto un esame preliminare della capacità di ripagare il prestito, che in realtà era già incluso nel programma di sorveglianza ex-post.

Alcune novità sono invece previste relativamente alle condizioni riguardanti l'attivazione di linee di credito precauzionali⁸, che si compongono di due linee di supporto. La prima è costituita dalle linee di credito "semplici" (*Precautionary Conditioned*

Credit Line, PCCL) – che vengono attivate a vantaggio di paesi che benché colpiti da shock avversi rimangono caratterizzati da fondamentali buoni e da un debito pubblico sostenibile. Le PCCL vengono erogate con l'obiettivo di evitare che una crisi inizialmente modesta possa degenerare in una più ampia e profonda – che richiederebbe interventi di aggiustamento strutturale e che potrebbe arrivare a contagiare paesi limitrofi (privi di particolari fragilità/responsabilità).

La legislazione attualmente vigente prevede che per accedere alla PCCL un paese debba sottoscrivere un (vincolante) MoU, approvato da tutti i paesi membri del MES. La versione rivista del Trattato invece prevede che una PCCL possa essere attivata a vantaggio di un paese che si impegni – sottoscrivendo una "semplice" lettera di intenti – a soddisfare dei criteri di eleggibilità ex-ante (verificati ogni 6 mesi) definiti in termini di:

- assenza di squilibri macroeconomici eccessivi,
- assenza di procedura per disavanzi eccessivi
- capacità di soddisfare precisi requisiti quantitativi di finanza pubblica: nei due anni precedenti la richiesta, il deficit pubblico deve essere inferiore al 3% del PIL; il debito pubblico PIL deve essere inferiore al 60% del PIL o quantomeno in riduzione alla velocità prevista dal Fiscal Compact (cioè in riduzione di un ventesimo all'anno); il saldo strutturale di bilancio deve essere vicino al benchmark specificato per il paese richiedente.

In aggiunta a questi requisiti il debito deve essere giudicato sostenibile – sulla base di una Analisi di Sostenibilità del Debito (DSA), che verrà

⁷ Come appena ricordato la linea di Ricapitalizzazione Diretta delle Istituzioni Finanziarie verrà abolita una volta introdotto il Common Backstop.

⁸ Obiettivo di tali linee di credito è quello di dare sostegno alla politica economica – rafforzandone la

credibilità– e di impedire l'insorgere di situazioni di crisi in paesi membri attraverso la concessione di assistenza finanziaria (assimilabile a una safety-net) prima che questi perdano l'accesso ai mercati.

monitorata anche dal MES, oltre che dalla Commissione⁹.

L'erogazione di linee di credito "con condizionalità rafforzata" (*Enhanced Conditions Credit Line*, ECCL)¹⁰ avviene a vantaggio di quei paesi che – benchè caratterizzati da fondamentali solidi – non sono in grado di soddisfare i requisiti per accedere a PCCL. Sia nella versione originaria che in quella rivista del Trattato l'accesso a tale linea avverrebbe siglando un *Memorandum of Understanding* (MoU) che specifica i classici requisiti di condizionalità e venendo assoggettato a una vigilanza rafforzata – sulle condizioni finanziarie e del sistema finanziario del paese richiedente – da parte della Commissione Europea. Ciò che nei fatti equivale a un temporaneo trasferimento di sovranità (in ambito fiscale) dal paese in crisi al MES e ad altre istituzioni europee.

E' facile dimostrare che – nel loro insieme - queste nuove condizioni sono oggettivamente più stringenti rispetto a quelle previste nella originaria versione del Trattato, che sono costituite dal rispetto delle regole fiscali e dall'assenza di squilibri macroeconomici e dalla presenza di un debito (pubblico ed estero) sostenibile. Se è infatti vero che le PCCL sarebbero attivate senza MoU (una condizione più semplice), è tuttavia altrettanto vero che le condizioni da sottoscrivere nella (apparentemente meno vincolante) lettera di intenti – sono nel complesso più difficili da soddisfare. A comprovare il giudizio basterà ricordare che alla fine del 2018 – non appena le prime bozze di revisione al Trattato hanno iniziato a circolare – un semplice esercizio di simulazione

(Claeyis e Wolff, 2020) ha mostrato che numerosi paesi dell'Eurozona fossero incapaci di soddisfare i requisiti per attivare PCCL: ben 10 su 19 (tra cui Italia, Francia e Spagna) per una quota del 55% del Pil dell'Eurozona! Infine, non è di poco conto osservare che l'introduzione di un requisito definito in termini di deficit strutturale solleva una lunga serie di perplessità legate alla inosservabilità dello stesso indicatore (e quindi alla sua scarsa trasparenza, con quanto ne consegue in termini di difficoltà nel corso di eventuali contenziosi intergovernativi). Sotto questo punto di vista, la riforma proposta appare quindi come leggermente peggiorativa.

Nonostante ciò va ribadito che nella attuale versione rivista del Trattato non viene mai esplicitata la (spesso paventata) possibilità di un'automatica ristrutturazione del debito dei sovrani che faranno richiesta di assistenza finanziaria al MES. Il punto è importante in quanto in una prima fase del dibattito – antecedente la definizione dell'attuale proposta di riforma del Trattato MES e successiva alla "famosa" dichiarazione di Meseberg del Giugno 2018 – le maggiori critiche espresse nei confronti del progetto di riforma vertevano proprio sulla possibilità di una ristrutturazione del debito, da attuarsi automaticamente e preventivamente. Il rischio era che i paesi che avessero fatto richiesta dell'Intervento del MES avrebbero dovuto automaticamente ristrutturare il proprio debito e così facendo sarebbero facilmente andati incontro a crisi del debito *self-fulfilling*¹¹. Uno scenario non troppo distante da quanto effettivamente accaduto in occasione del cosiddetto "Deauville

⁹ Non va dimenticato che mentre la Commissione vanta una lunga e consolidata esperienza nell'attività di monitoraggio dell'impiego delle risorse trasferite dal bilancio europeo ai singoli paesi membri, al momento attuale non si può dire altrettanto per quanto riguarda il MES.

¹⁰ E' questa la terminologia semplificatrice utilizzata da Banca d'Italia (2019).

¹¹ Per una discussione approfondita di questo punto si rimanda ai contributi presentati in Osservatorio Monetario no.2/2018.

moment” nell’Ottobre 2010 che – nel momento in cui scriviamo, sulla base del progetto di riforma del Trattato MES – è invece pienamente da escludere

2.3 Clausole di azione collettiva

La revisione del Trattato MES prevede anche l’introduzione di Clausole di Azione Collettiva (CACs) del tipo *single-limb*, riguardanti le condizioni di emissione di nuovi titoli sovrani a partire dal Gennaio 2022.

L’introduzione delle CACs nei contratti di emissione dei titoli del debito di paesi dell’Eurozona costituisce una innovazione relativamente recente. CACs *double-limb* sui titoli sovrani dei paesi dell’Eurozona sono già in essere dal Gennaio 2013, con lo specifico obiettivo di rendere più semplice e ordinata una eventuale operazione di ristrutturazione del debito. Raggiungere un consenso tra i creditori – diffuso e in tempi brevi – sulla dimensione dell’eventuale *haircut* e/o sull’allungamento delle scadenze è notoriamente assai difficile, se non impossibile. Peraltro il rischio di trovarsi di fronte a comportamenti opportunistici posti in essere da *holdout creditors* è di non poco conto¹². La scrittura di una Clausola di Azione Collettiva (CAC) serve esattamente a superare questi ostacoli. Al fine di cambiare i termini contrattuali di tutto il debito emesso è sufficiente che i nuovi termini vengano approvati da una maggioranza qualificata (e non dalla totalità) dei detentori i titoli di debito¹³. Tuttavia, con una CAC *double limb*, la decisione è ancora relativamente lunga e faticosa, in quanto sarebbe necessario ottenere una duplice maggioranza qualificata: una calcolata sul

totale dei titoli emessi e una rispetto a ciascuna singola emissione effettuata. Al contrario, l’adozione di una *single limb* renderebbe più agevole e trasparente l’intero processo di ristrutturazione. In tal caso, infatti, basterebbe il voto a maggioranza qualificata espresso dai detentori di tutto il debito emesso. Una condizione più semplice da realizzare.

L’obiettivo di questa innovazione normativa – che segue una tendenza internazionale supportata dal Fondo Monetario Internazionale sin dall’Ottobre 2014 – è quindi quello di agevolare e accelerare il processo di ristrutturazione, specificando l’ammontare minimo di adesioni necessarie per alterare i termini di ripagamento del contratto di debito.

Quali sono le possibili conseguenze ultime di un processo di ristrutturazione reso più ordinato e più veloce dalla adozione di CACs (*single limb*)? Il dibattito che ne è scaturito ha evidenziato due possibili effetti. Il primo ha a che vedere con la possibilità che una clausola *single limb* – dal momento che rende più semplice e trasparente il processo di ristrutturazione – riduca il costo contrattuale del default e renda più probabile la ristrutturazione del debito. Un punto teorico interessante che però non ha trovato sinora alcun supporto di carattere empirico. Anche perché la sostenibilità del debito di un sovrano – e la probabilità che il suo debito venga ristrutturato – dovrebbero dipendere (soprattutto, se non quasi esclusivamente) dalle grandezze macroeconomiche in gioco. Il secondo riguarda invece l’impatto delle CACs sui prezzi dei titoli. Dal momento che le CACs facilitano il coordinamento

¹² Un singolo creditore può rifiutarsi di partecipare a un’operazione di ristrutturazione del debito sovrano di cui possiede titoli, se si pone l’obiettivo di ottenere dei termini di ripagamento migliori rispetto a quelli garantiti ai creditori che hanno eventualmente aderito al piano di ristrutturazione offerto dal sovrano.

¹³ A partire dal 1 Gennaio 2013, è sufficiente che il 66,6% dei sottoscrittori di una certa emissione sovrana aderisca al piano di ristrutturazione del debito per rendere quello stesso piano vincolante anche per il residuo 33,3% dei sottoscrittori la stessa emissione.

tra i creditori e riducono gli *holdouts* dovrebbero concorrere a ridurre i tassi sui titoli contenenti CACs. Un risultato che ha effettivamente trovato riscontro empirico nello svolgimento di un esperimento naturale recentemente condotto proprio all'intero dell'Eurozona. Carletti et al. (2017) rilevano infatti che i rendimenti sui bond dell'Eurozona contenenti CACs (di prima generazione – *double limb* – in quanto emessi successivamente al 2013) sono in media inferiori di almeno 10-20 punti base a quelli di titoli analoghi ma privi di CACs. Un risultato che sembra confermare l'ipotesi che le CAC facilitino un processo di ordinato di ristrutturazione e che dovrebbe logicamente persistere anche con l'adozione di CACs *single limb*.

3. Le riforme post-COVID-19. L'istituzione della Pandemic Crisis Support Credit Line

Le riforme del Trattato MES – proposte a partire dal 2017 e ulteriormente riviste durante lo scorso anno – avrebbero dovuto essere ratificate da tutti i paesi dell'Eurozona entro i primi mesi del 2020. In realtà l'intero processo si ferma, ben prima della diffusione del COVID-19, anche e soprattutto in conseguenza dello scontro politico che si viene a manifestare in Italia¹⁴.

Lo scoppio della pandemia aggiunge nuovi elementi alla riforma del Trattato MES. Lo scorso 9 Aprile 2020, l'Eurogruppo propone – all'interno di un più ampio pacchetto di misure volte a contrastare gli effetti di COVID-19 – l'attivazione di una nuova linea di credito erogata dal MES: la *Pandemic Crisis Support Credit Line* (PCSCl). Il 23 aprile il Consiglio Europeo approva tale proposta, che viene ufficialmente resa operativa il 15 Maggio 2020 dal Board of Governors del MES

stesso. A partire dal 1 Giugno 2020 e sino alla fine del 2022 la PCSCl è a tutti gli effetti accessibile.

3.1 Le caratteristiche della PCSCl.

Si tratta di prestiti (di durata decennale) erogati per coprire le spese di carattere sanitario – dirette e indirette - indotte dalla pandemia. Tutti gli stati membri dell'Eurozona possono accedervi. La PCSCl sarà disponibile in termini standardizzati (quindi uguali tra i paesi, definiti in base a un *template* comune già concordato). L'ammontare di risorse complessivamente a disposizione è di 240 mld., pari al 2% del PIL di ciascun paese dell'Eurozona. Con riferimento al nostro paese ciò sta a significare che si potranno ottenere finanziamenti sino a 36 mld. Euro

Per essere titolati a ottenere il prestito dal MES, i paesi richiedenti saranno sottoposti a una valutazione preliminare effettuata dalla Commissione Europea, in collaborazione con lo stesso MES e con la BCE, che si concentra sull'esame della sostenibilità del debito e di eventuali rischi di instabilità finanziaria e bancaria. La Commissione ha già dichiarato che ogni paese dell'Eurozona soddisfa i requisiti di eleggibilità e può quindi fare richiesta di utilizzo della PCSCl. I prestiti sono erogati al termine di un iter in cui la decisione finale viene presa dal Board of Governors del MES (sulla base delle valutazioni della Commissione e della BCE).

L'unica condizione da soddisfare per ottenere i fondi è costituita dal loro esclusivo utilizzo per spese sanitarie (dirette e indirette)¹⁵. Sul soddisfacimento di questa condizione svolge attività di sorveglianza la Commissione Europea che ogni trimestre redigerà un rapporto

¹⁴ Per una dettagliata ricostruzione di tali eventi si rinvia a Galli (2020). Anche in Spagna si è assistito a una discussione vivace sulla riforma del MES.

¹⁵ Una volta affidata la linea di credito, la Commissione – di concerto con il MES – definisce il Pandemic Response Plan assieme al paese richiedente, che lo sottoscrive.

presentato al Board of Governors del MES¹⁶. Ciò significa che – una volta ottenuto il giudizio di sostenibilità della propria posizione debitoria da parte della Commissione – un paese potrà accedere al PCSCL senza dover sottoscrivere un MoU o sottostare a un processo di sorveglianza macroeconomica rafforzata¹⁷.

Anche questo è un punto importante dal momento che – secondo i più strenui oppositori al MES – l'utilizzo della PCSCL sarebbe in realtà gravato da condizionalità in virtù di due fattori. In primis, l'art. 136 del TFUE (Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea) che stabilisce che "La concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una rigorosa condizionalità". In aggiunta a ciò, bisognerebbe considerare anche l'Art. 2 comma 3 del cosiddetto "Two Pack" (Regolamento 472 del 2013), secondo cui "un paese che richiede al MES utilizzo di strumenti di assistenza precauzionale, viene automaticamente sottoposto a sorveglianza rafforzata". Tuttavia, una volta tenuto conto dei pareri espressi dal Consiglio Europeo e dal MES stesso, l'unica condizione da rispettare per soddisfare l'art.136 risulta semplicemente quella di utilizzare i fondi ricevuti per spese sanitarie, dirette o indirette.

La PCSCL fa riferimento a una delle due linee di credito già esistenti sotto l'ombrello delle Precautionary Credit Lines, quello delle Enhanced Conditions Credit Line (ECCL). Il costo del prestito

ottenuto attivando la PCSCL è definito in ragione di uno spread di 35 bps ca. – cui vanno aggiunti l'insieme di margini e fees – applicato ai costi del funding sostenuti dal MES, notoriamente molto bassi grazie all'elevato merito di credito goduto. Ciascuna linea di credito avrà durata di un anno, rinnovabile per 6 mesi per due volte al massimo.

Anche il prestito erogato attivando PCSCL – al pari di altri prestiti da parte del MES – viene considerato senior, nel confronto con tutti gli altri creditori (con la sola eccezione del Fondo Monetario Internazionale). Ciò significa che qualora il paese richiedente il prestito dichiarasse default il MES potrà vantare lo status di creditore privilegiato che quindi avrà priorità nel processo di ripagamento. Ne derivano possibili effetti negativi per tutta la parte (invero consistente) di debito sovrano di proprietà del mercato, il cui prezzo dovrebbe diminuire. Non va però sottovalutato l'argomento secondo cui la dimensione relativamente piccola del prestito erogato attivando PCSCL – che al massimo potrà essere pari al 2% del PIL del paese – rende improbabile l'effetto diluizione sofferto dai creditori privati, con effetti praticamente nulli sugli spread.

3.2 Usare PCSCL conviene?

Innanzitutto, occorre chiedersi se davvero sia opportuno richiedere la PCSCL. Ovviamente tanto più contenuto è lo spazio fiscale e tanto più consistente è lo sforzo da sostenere per spese in ambito sanitario, tanto maggiore dovrebbe essere l'incentivo ad avanzare la richiesta al MES per

¹⁶ Il MES può eventualmente far scattare un sistema di allerta preventiva (*early warning system*) qualora si profilasse la possibilità che il paese richiedente il prestito non fosse in grado di ripagarlo nei tempi previsti. Ciò servirebbe anche a garantire al MES un rating pari ad AAA che consente il mantenimento di un funding a tassi di interesse bassi.

¹⁷ Secondo Corsetti e Erce (2020) la rimozione della condizionalità non solo eliminerebbe l'eventuale

effetto stigma correlato alla richiesta di un prestito al MES, ma avrebbe anche la capacità di impedire "i costi dovuti alla realizzazione di misure fiscali che potrebbero rivelarsi controproducenti durante un processo di ricostruzione post-COVID che si annuncia lungo e difficile".

attivare la PCSCL. Un paese come l'Italia – con una situazione fiscalmente non semplice – non dovrebbe rinunciare ex-ante a tale possibilità. Tale conclusione tiene anche e soprattutto alla luce del probabile ripristino – prima o poi – del Patto di Stabilità e Crescita che, riportando in vigore il limite sui disavanzi eccessivi, limiterà ulteriormente lo spazio fiscale goduto dai sovrani ad alto debito (come l'Italia).

In secondo luogo, è opportuno quantificare i potenziali vantaggi dovuti alla concessione di fondi MES. Il costo della PCSCL corrisponde alla differenza tra quanto deve essere corrisposto al MES (sottoforma di interessi sul prestito ottenuto) e quanto dovrebbe essere altrimenti pagato al mercato (emettendo titoli sovrani di scadenza analoga). Paesi fiscalmente virtuosi come la Germania – le cui emissioni di titoli sovrani sono caratterizzate da tassi negativi anche sulle scadenze più lunghe – non hanno alcuna convenienza a ricorrere a un prestito MES. Viceversa, la grande maggioranza dei paesi dell'Eurozona (11 su 19) avrebbe convenienza a ricorrere alla PCSCL, in quanto godrebbe di tassi di interesse decisamente bassi. Tale conclusione tiene – a fortiori – anche nei mesi a venire qualora i tassi di interesse di mercato dovessero rimanere invariati o aumentare! Il risparmio di risorse ancora prima dell'estate – dato il livello vigente dei tassi – era stimato per il sovrano italiano in ragione di 500/700 milioni annui, pari a 5/7 miliardi per la durata del prestito decennale. Evidentemente un rialzo dei tassi sui mercati corrisponderebbe a un incremento di tali risparmi. Qualora lo spread dovesse tornare sui livelli prevalenti durante la crisi del debito sovrano il risparmio dovuto al pagamento di minori spese per interessi – sui dieci

anni – sarebbe superiore ai 12 miliardi (Ticchi, 2020).

Infine, può essere utile stabilire quando convenga utilizzare – una volta ottenuta – tale linea di credito. In altre parole va chiarito se – una volta ottenuto l'accesso ai Fondi MES – valga la pena attivare subito il prelievo dalla linea di credito dedicata oppure rinviare a momento successivo. Su questo secondo punto entrano in gioco considerazioni più sottili legate alle possibili reazioni dei mercati. Si è già discusso lungamente della possibilità che la richiesta di accesso al MES possa determinare un effetto stigma di segno diverso. Secondo i più, ciò rappresenterebbe una dichiarazione di debolezza che potrebbe portare a un aumento dello spread. Peraltro l'aumento dello spread potrebbe derivare dal fatto che essendo i prestiti del MES senior rispetto ai titoli del debito sovrano nazionale, l'attivazione della PCSCL determinerebbe un lieve aumento della rischiosità attribuita ai titoli del debito pubblico del paese richiedente. Viceversa, la richiesta di accesso al MES potrebbe segnalare la consapevolezza di avere – al netto delle necessità per le spese sanitarie dirette e indirette – i conti in ordine, il che favorirebbe un calo dello spread¹⁸. L'opportunità di esercitare l'opzione rinvio nell'attivazione del prelievo apre scenari simili. Rinviare l'utilizzo dei fondi MES – dopo averne ottenuto l'attribuzione – equivarrebbe a segnalare che il governo aveva avanzato la richiesta nel timore di perdere la valutazione di ammissibilità relativa alla sostenibilità del debito: un comportamento che il mercato probabilmente penalizzerebbe con un aumento dei tassi (Ticchi, 2020).

¹⁸ Dal momento che la linea di credito PCSCL è stata concepita come strumento di assicurazione/protezione, una volta richiesta e ottenuta potrebbe non essere sfruttata. Potrebbe

quindi essere usata semplicemente come segnale per assicurare i mercati rispetto alla disponibilità di fondi a basso costo.

In linea di principio, dal momento che la richiesta di accesso al prestito MES può essere avanzata sino alla fine del 2022, si apre la possibilità di rinviare il timing della richiesta più avanti nel tempo, qualora rimanga ancora valida la valutazione positiva sulla sostenibilità del nostro debito espressa a suo tempo dalla Commissione congiuntamente alla BCE e:

- non ci sia impellente necessità di avviare immediatamente un programma di spese a sostegno del settore sanitario,
- ci siano fondate aspettative di invarianza del livello dei tassi (e dello spread) e di mantenimento della sospensione del Patto di Stabilità e Crescita.

E' tuttavia degno di nota il fatto che – come sottolineato da Bordignon in questo numero di Osservatorio Monetario – mentre il programma SURE ha già riscosso ampio successo (12 paesi ne hanno fatto richiesta) altrettanto non si possa dire per quanto riguarda PCSCL, nonostante i notevoli punti di analogia tra i due programmi di intervento¹⁹. A oggi, nessun paese dell'Eurozona ha infatti chiesto di ricorrere al MES. Evidentemente – come sottolineato recentemente dal Governatore Visco (2020) – l'effetto "stigma" associato ai prestiti MES è decisamente ancora molto consistente.

3.3 Un primo bilancio

Un'importante conseguenza delle revisioni proposte al Trattato è l'ampliamento del ruolo giocato e dell'importanza assunta dal MES rispetto alle altre istituzioni comunitarie. Il MES assume infatti un ruolo più rilevante sia nella

predisposizione *ex-ante* che nel monitoraggio *ex-post* del pacchetto di condizioni poste alla base della erogazione di prestiti; inoltre, assume un ruolo rafforzato anche nella valutazione della sostenibilità del debito dei paesi richiedenti assistenza finanziaria e della loro capacità di ripagare il debito.

Dal momento che il MES – in quanto istituzione intergovernativa, esterna all'Unione Europea – non risponde del proprio operato al Parlamento Europeo, viene sollevata da più parti una questione di opportunità e legittimità politica. Un punto rilevante che rientra nella più generale questione – ampiamente affrontata nel contributo di M. Bordignon in questo numero – della divisione tra Europa sovranazionale ed Europa intergovernativa. Mentre non sono mai state sollevate obiezioni sul fatto che la Commissione controlli le azioni intraprese dai singoli stati nell'utilizzo di fondi europei, è stato chiesto in più occasioni se sia opportuno e corretto cedere rilevanti poteri di *conditionality* e *monitoring* – e quanto ne consegue – a un'istituzione intergovernativa. Una condizione che spesso viene assimilata a una vera e propria (ingiustificata) perdita di sovranità nazionale.

Va peraltro aggiunto che il dibattito su questo ultimo punto – svolto soprattutto nel nostro paese – ha spesso dimenticato di considerare adeguatamente un fattore importante, legato proprio alla natura del MES. Oltre a essere un'istituzione intergovernativa, il MES è un'istituzione priva di una propria base fiscale di riferimento, vale a dire di risorse proprie generate da una propria capacità impositiva. Di conseguenza, per il MES prestare risorse finanziarie – che derivano dal capitale versato

¹⁹ Ricordiamo brevemente le analogie tra i due strumenti. Sono finanziamenti disponibili per tutti i paesi dell'Euro a condizioni agevolate; operativi dal 1 giugno 2020; sottostanti all'unica condizione di poter

finanziare solo particolari tipi di spesa: sussidi di disoccupazione nel caso del SURE, le spese per l'emergenza sanitaria nel caso del MES.

dagli stati membri e da quanto raccolto attraverso operazioni di funding a leva – richiede (ovviamente) la definizione di condizioni e lo svolgimento di attività di controllo sull'uso dei fondi stessi al fine di preservare il capitale proprio. Un aspetto – che differenzia in modo cruciale il MES rispetto alla Commissione – che non è stato adeguatamente preso in considerazione dai critici del Fondo Salva Stati.

Riferimenti bibliografici:

- Aerts, J., e Bizarro, P. (2020), The Reform of the European Stability Mechanism, ESM Discussion Paper no.14.
- Banca d'Italia (2019), Il Meccanismo europeo di stabilità (MES - European Stability Mechanism, ESM) e la sua riforma: domande frequenti e risposte, disponibile a https://www.bancaditalia.it/media/fact/2019/mes_riforma/index.html
- Cascavilla, A. e Galli, G.P., (2020), Q&A sul MES. Osservatorio Conti Pubblici Italiani, 30 Aprile.
- Clayeis, G. Wolff, G., (2020), COVID-19 Fiscal response: What Are the Options for the EU Council? disponibile a <https://www.bruegel.org/topic/european-macroeconomics-and-governance/>
- Corsetti, G. e Erce, A. (2020), Maturity, Seniority and Size: Make Sure the ESM's Pandemic Crisis Support is Fit for Purpose!, Voxeu.org, 29 Aprile, disponibile a <https://voxeu.org/article/make-sure-esm-s-pandemic-crisis-support-fit-purpose>
- Erce, A., Pascual A.G., e Marimon, R. (2020), The ESM Can Finance the COVID Fight Now, Voxeu.org, 6 Aprile, disponibile a <https://voxeu.org/article/esm-can-finance-covid-fight-now>
- ESM (2019), DRAFT revised text of the treaty establishing the European Stability Mechanism as agreed by the Eurogroup on 14 June 2019, disponibile a <https://www.consilium.europa.eu/media/39772/revised-esm-treaty-2.pdf>
- Galli G.P., (2020), The Reform of the ESM and Why It Is so Controversial in Italy, LUISS; School of European Political Economy, W.P. 3/2020.
- Messori, M. (2019), The Flexibility Game Is Not Worth the New ESM, LUISS; School of European Political Economy, W.P. 15/2019.
- Strauch, R., (2019), The Realignment of the European Stability Mechanism as the Centrepiece of Euro Area Reform, Discorso tenuto a Wurzburg, 20 Luglio.
- Ticchi, D., (2020), C'è Tempo per l'Opzione MES, disponibile a <https://www.lavoce.info/archives/68195/ce-tempo-per-loptione-mes/>
- Visco, I., (2020), Intervento al Festival dell'Economia Trento, disponibile a <https://2020.festivaleconomia.eu/live?encoder=en04&stream=crescita-finanza>
- Carletti, E., Colla, P., Gulati, M., e Ongena, S., (2017), The Price of Law: The Case of the Eurozone Collective Action Clauses, Swiss Finance Institute Research Paper Series, 17-35, Swiss Finance Institute.

4. LA BCE TRA INTERVENTI CONGIUNTURALI E PROBLEMI ISTITUZIONALI

Angelo Baglioni[♦]

La BCE ha messo in campo una risposta robusta alla crisi generata dal coronavirus: un nuovo piano di acquisto di titoli, pubblici e corporate, per 1350 miliardi, che si aggiunge a quelli già esistenti. Oltre alla dimensione, il nuovo piano si caratterizza per una maggiore flessibilità rispetto al passato, relativa agli acquisti di titoli di Stato: il limite del 33% per emittente e per emissione è stato abilito e sono ammesse deviazioni rispetto al principio delle capital keys. Oltre a ciò, le operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (T-LTRO III) sono diventate più convenienti per le banche e sono state affiancate da un altro strumento (PELTROs) meno conveniente in termini di tasso d'interesse ma potenzialmente illimitato.

La ripresa del quantitative easing da parte della BCE è avvenuta in un contesto istituzionale ancora non chiaro, che la espone a contrasti e controversie legali. L'assenza di un debito federale pone il problema di come distribuire gli acquisti di titoli di Stato nazionali tra i diversi paesi membri dell'area euro. In prospettiva, l'emissione di titoli da parte della Commissione UE, per finanziare i programmi europei in risposta alla crisi (Recovery Fund e Sure), può facilitare il compito della BCE. La sentenza della Corte costituzionale tedesca del maggio scorso ha respinto un precedente pronunciamento della Corte di giustizia europea, sostenendo che la BCE, adottando il programma PSPP, sarebbe andata oltre i limiti del suo mandato violando il principio di proporzionalità. Oltre ad essere assai discutibile sotto il profilo economico e quello giuridico, la sentenza tedesca mette in luce come l'assetto istituzionale della BCE non sia ancora del tutto soddisfacente.

In questo capitolo affronteremo due temi relativi alla politica monetaria nell'area euro: le misure introdotte per fronteggiare la crisi dovuta alla pandemia e alcune criticità nel quadro istituzionale in cui opera la BCE.

La BCE ha reagito alla crisi economica generata dall'emergenza sanitaria seguendo due linee di azione. La prima ha visto un ritorno in grande stile del *Quantitative Easing* (QE), con un rafforzamento del programma esistente *Asset Purchase Programme* (APP) e con il lancio di un nuovo programma di notevoli dimensioni: il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). La seconda ha fatto leva sulle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine: le T-LTRO III, che erano state avviate l'anno scorso, sono state modificate in modo da renderle ancora più

convenienti per le banche; ad esse sono state aggiunte altre operazioni complementari. Nel complesso, queste misure hanno determinato un significativo aumento del grado di espansione monetaria nell'area euro. Ad esse va aggiunta una serie di interventi che non rientrano nel perimetro della politica monetaria, bensì in quello della supervisione bancaria: queste verranno analizzate nel prossimo capitolo.

Mentre la BCE riprendeva su larga scala l'acquisto di attività finanziarie sul mercato, tra cui titoli del debito pubblico, la Corte costituzionale tedesca emanava una sentenza che mette in discussione la legittimità di questo tipo di interventi. Questa sentenza, molto criticabile, ha reso evidente la necessità di migliorare l'assetto istituzionale della BCE, tuttora non chiaro riguardo alla possibilità di

[♦] Università Cattolica del Sacro Cuore

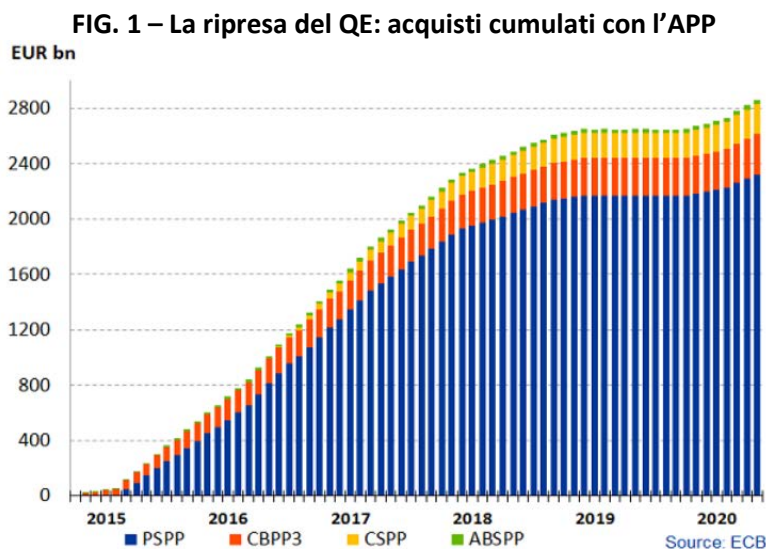
acquistare titoli del debito pubblico da parte della banca centrale.

1. Le misure di politica monetaria messe in campo dalla BCE

1.1 La ripresa in grande stile del Quantitative Easing

Il 12 marzo 2020, il Consiglio direttivo della BCE faceva il primo passo verso un rafforzamento del QE, in risposta al precipitare della crisi sanitaria, dovuta al diffondersi della pandemia in Europa. Lo APP, che era stato riavviato nel novembre precedente su scala relativamente ridotta (acquisti netti mensili di 20 miliardi di euro), veniva integrato con un programma aggiuntivo di

120 miliardi di acquisti netti, comprendenti sia titoli pubblici che privati, da effettuare entro la fine del 2020. Il timing delle operazioni non veniva precisato ulteriormente, per lasciare sufficiente spazio di manovra alla banca centrale, a fronte dell'ampio grado di incertezza che caratterizzava il quadro economico e finanziario in quel momento. Gli acquisti netti, effettuati in esecuzione del nuovo programma, hanno determinato già nella prima metà del 2020 una significativa ripresa dello stock di titoli detenuti dalla BCE in virtù dell'APP, dopo la battuta d'arresto registrata l'anno precedente: si veda la FIG. 1.



Legenda. PSPP: Public Sector Purchase Programme. CBPP: Covered Bond Purchase Programme. CSPP: Corporate Sector Purchase Programme. ABSPP: Asset Backed Securities Purchase Programme.

Tuttavia, nel giro di una settimana ci si rese conto che l'integrazione dell'APP, secondo le linee appena riportate, non sembrava sufficiente ad affrontare il precipitare delle previsioni economiche e a venire incontro alle aspettative dei mercati finanziari. Per questo motivo, il 18

marzo 2020 la BCE annunciava l'adozione di un nuovo programma: il PEPP. Questo non solo si presentava già come un programma di scala ben maggiore rispetto a quello in corso (APP) al quale andava ad aggiungersi, ma fu ulteriormente rafforzato nella riunione del Consiglio direttivo

del 4 giugno: la dimensione complessiva degli acquisti venne portata dai 750 miliardi stabiliti inizialmente a 1350 miliardi di euro. Anche la *forward guidance* venne rafforzata, estendendo l'orizzonte temporale degli acquisti netti, effettuati nell'ambito del PEPP, almeno sino alla fine del giugno 2021, e in ogni caso finché il Consiglio direttivo non avrebbe ritenuto conclusa la fase critica legata al coronavirus. Veniva anche assicurato che il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP (*roll-over*) sarebbe durato almeno sino alla fine del 2022. Il PEPP costituisce la principale risposta della BCE alla revisione al ribasso dell'inflazione prevista, connessa alla pandemia; esso è finalizzato ad espandere ulteriormente l'orientamento della politica monetaria, aggiungendosi agli altri strumenti già in uso, sostenendo le condizioni di finanziamento all'economia reale.

I titoli acquistati nell'ambito del PEPP sono sia pubblici che privati, comprendendo tutte le categorie di titoli acquistabili nell'ambito dell'APP, ai quali è stata aggiunta la carta commerciale emessa da imprese non finanziarie. Il range di scadenze è molto ampio: da tre mesi a trent'anni. Al di là di queste caratteristiche e dell'importo assai consistente del programma, l'aspetto più interessante del PEPP è una importante innovazione che esso ha introdotto: la possibilità di deviare dal principio delle *capital keys*. Questo continua ad essere il criterio di base per determinare la distribuzione degli acquisti di titoli pubblici nell'ambito del PEPP (*benchmark allocation*). Tuttavia, il Consiglio direttivo ammette una certa flessibilità nel modo in cui gli acquisti possono essere distribuiti nel tempo, tra categorie di titoli e tra paesi. Quest'ultimo punto

apre ad una applicazione non rigida delle *capital keys*. Inoltre, con l'adozione del PEPP la BCE ha rimosso il limite, che si era auto-imposta quando aveva adottato il PSPP, di non potere acquistare una quota maggiore del 33% del debito complessivo di un emittente sovrano e di ciascuna emissione di titoli di Stato.

I margini di flessibilità, introdotti con il PEPP, vanno visti con favore. Una applicazione rigida delle *capital keys* e il limite del 33% possono rendere meno efficace la trasmissione della politica monetaria, in particolare del QE, in presenza di elevati spread tra i rendimenti dei titoli sovrani dei diversi paesi membri della zona euro. La crisi legata al coronavirus ha reso evidente che occorre dosare gli acquisti di titoli con una certa flessibilità, dando relativamente un peso maggiore ai paesi che, partendo da un livello già elevato di debito pubblico in rapporto al PIL, si sono trovati costretti ad aumentare consistentemente quel rapporto per finanziare le misure di sostegno alle loro economie, duramente colpite dalla pandemia.

La tabella 1 mostra il grado effettivo di flessibilità esercitato dalla BCE nei primi tre mesi di attuazione del PEPP, in cui sono stati acquistati 173 miliardi di titoli di Stato. Si può notare come l'unico paese che abbia usufruito di un ampio margine di flessibilità sia stata l'Italia: la quota di titoli pubblici di questo paese, acquistati dalla BCE, eccede di quasi cinque punti percentuali la sua *capital key*. Al contrario, la Francia è stata "sotto-pesata" per quasi sette punti percentuali. Altre deviazioni minori dalle *capital keys* si osservano, ad esempio, a favore di Spagna e Germania.

TAB. 1 – PEPP: acquisti cumulati di titoli di Stato (marzo – maggio 2020)

Paese	Acquisti % (A)	Capital key (B)	Differenza: A – B
Austria	2,85	2,92	-0,07
Belgium	3,74	3,63	0,11
Cyprus	0,28	0,22	0,06
Germany	27,07	26,38	0,69
Estonia	0,00	0,28	-0,28
Spain	12,97	11,98	0,99
Finland	1,87	1,83	0,04
France	13,65	20,41	-6,76
Greece	2,72	2,48	0,24
Ireland	1,74	1,69	0,05
Italy	21,64	16,95	4,69
Lithuania	0,61	0,58	0,03
Luxembourg	0,27	0,33	-0,06
Latvia	0,23	0,39	-0,16
Malta	0,07	0,11	-0,04
Netherlands	6,02	5,84	0,18
Portugal	2,40	2,35	0,05
Slovenia	0,54	0,48	0,06
Slovakia	1,33	1,15	0,18
Totale	100,00	100	0

Fonte: nostra elaborazione su dati BCE.

1.2. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine

La terza serie di operazione mirate di rifinanziamento a più lungo termine (T-LTRO III) era stata avviata prima della crisi sanitaria, nel marzo 2019, con la finalità di rafforzare il grado di espansione monetaria. Essa prevede sette operazioni di prestito con durata triennale, effettuate ogni trimestre a partire dal settembre 2019. Le condizioni che regolano queste operazioni sono state riviste nella primavera di quest'anno, in senso più favorevole per le banche, nell'ambito delle misure prese dalla BCE per contrastare l'emergenza economica creata dal coronavirus.

Il meccanismo di base, con cui funzionano le T-LTRO III, è il seguente. Per ogni banca viene stabilito un benchmark. Per le banche che abbiano registrato un aumento degli *eligible loans* (prestiti alle imprese e alle famiglie, esclusi i mutui immobiliari) nell'anno di riferimento (quello terminante al 31 marzo 2019) il benchmark è costante. Per le banche che abbiano registrato una riduzione degli *eligible loans* nel periodo di riferimento, il benchmark si riduce allo stesso ritmo. Il benchmark serve per determinare il tasso d'interesse da applicare ai finanziamenti della banca centrale, in modo tale da fornire un incentivo alle banche ad espandere il volume di prestiti alla clientela. In particolare, il tasso di interesse per ciascuna operazione è di norma

fissato ad un livello pari al tasso sulle *main refinancing operations* (MRO), fatta eccezione per il periodo compreso tra il giugno 2020 e il giugno 2021 (*special interest rate period*) in cui si applica un tasso di interesse inferiore di 50 p.b.: quindi rispettivamente zero e -0,50%. Tuttavia, è previsto un meccanismo premiale per le banche i cui prestiti idonei siano superiori al benchmark nel periodo marzo 2020 - marzo 2021: in questo caso, il tasso d'interesse applicato è pari a quello sulla DF, con l'eccezione dello *special interest rate period* in cui il tasso è inferiore di 50 p.b.: quindi rispettivamente -0,50% e -1%.¹

La quantità lorda di prestiti ottenibili complessivamente tramite le TLTRO III è ampia, essendo pari al 50% dei prestiti alla clientela in essere alla fine di febbraio 2019. Tuttavia, da tale quantità occorre sottrarre l'importo dei finanziamenti ancora in essere, derivanti dalle precedenti operazioni TLTRO II, per ottenere la somma netta di nuova liquidità effettivamente disponibile con le TLTRO III.

In aggiunta alle TLTRO III, la BCE ha messo in campo altre operazioni di prestito a più lungo termine, per assicurare al sistema bancario tutta la liquidità necessaria nella situazione emergenziale creata dalla pandemia. Nell'Aprile 2020 sono state introdotte le *Pandemic Emergency Longer Term Refinancing Operations*: PELTROs. Questi prestiti, effettuati ogni mese tra il maggio e il dicembre 2020, con scadenze comprese tra gli 8 e i 16 mesi, hanno un tasso d'interesse fissato a 25 p.b. al di sotto del tasso sulle MRO, quindi al -0,25%. Essi prevedono una piena aggiudicazione (full allotment). Le PELTROs sono perciò meno convenienti delle TLTROs per il tasso d'interesse applicato, ma offrono una liquidità potenzialmente illimitata (ad eccezione della

disponibilità di collaterale): è chiara quindi la loro funzione di supporto (*backstop*) per quelle banche che non fossero in condizioni di ricevere sufficienti finanziamenti tramite le altre operazioni a più lungo termine.

2. L'anomalia istituzionale della zona-euro e la controversia sull'acquisto di titoli di Stato

La ripresa del QE da parte della BCE è avvenuta all'interno di un contesto istituzionale, relativo all'acquisto di titoli del debito pubblico da parte della banca centrale, che non è ancora soddisfacente e necessita di essere chiarito. Questo quadro istituzionale confuso ha reso possibile alla Corte costituzionale tedesca di mettere in discussione il programma di acquisti PSPP, precedente al PEPP, con la sentenza del maggio 2020. Questa sentenza, molto criticata sul piano giuridico ed economico, rende evidente la necessità di migliorare l'assetto istituzionale della BCE.

2.1 Il divieto di finanziamento monetario del settore pubblico

Il trasferimento della sovranità monetaria presso una istituzione sovranazionale, come la BCE, mantenendo allo stesso tempo una frammentazione della sovranità fiscale, assegnata a singoli Stati nazionali, rappresenta una fondamentale anomalia istituzionale della zona-euro, che ha condizionato i tempi e i modi in cui il QE è stato adottato. In altri paesi, come USA, UK e Giappone, la banca centrale può decidere liberamente di procedere all'acquisto di titoli del debito pubblico, senza incontrare gli ostacoli che ha incontrato la BCE nel suo cammino. In quei paesi, non esiste il problema di quali titoli

¹ Sono previste anche situazioni intermedie: banche che non soddisfano la condizione indicata nel testo, ma che soddisfano altri parametri per ottenere condizioni di tasso d'interesse agevolate. Per maggiori dettagli, si

veda il Comunicato della Banca d'Italia (2020): *Dettagli delle nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (programma TLTRO-III)*.

acquistare: esiste un debito pubblico nazionale (federale nel caso degli USA) che costituisce il naturale oggetto degli acquisti di titoli nell'ambito di un programma di QE, oltre a quelli privati (ma quelli privati non costituiscono un problema neppure nell'area-euro). Non esiste neanche un divieto di finanziamento monetario del debito pubblico: la banca centrale, nella sua autonomia e nel rispetto dei suoi obiettivi finali, decide se e in quale misura acquistare titoli pubblici e se garantirne il *roll-over* alla scadenza degli stessi. In quei paesi, la banca centrale si fa garante della liquidità del mercato dei titoli pubblici, evitando che attacchi speculativi generino aumenti dei rendimenti non giustificati da fattori fondamentali; in altre parole, essa agisce da "prestatore di ultima istanza" (*Lender of Last Resort* - LLR) dei governi, oltre che delle istituzioni creditizie.

Tutto ciò non è possibile, o è assai problematico, nell'Unione monetaria europea. Anzitutto si pone un problema relativo a quali titoli acquistare nell'ambito di un programma di QE. Data l'assenza di un debito federale, la BCE può acquistare solo titoli del debito pubblico dei singoli paesi membri della Unione monetaria. In quale proporzione? Come abbiamo visto, questo problema è stato risolto, quando è stato introdotto il PSPP, ricorrendo al principio delle *capital keys*. Tuttavia, questo principio può generare una eccessiva rigidità del programma in alcune circostanze, in particolare quando è necessario agire per contenere gli spread di tasso di interesse tra un paese e l'altro, al fine di salvaguardare la corretta trasmissione della politica monetaria in tutta l'area-euro. Proprio per questo motivo, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di introdurre qualche margine di flessibilità nell'applicazione di questo principio nella fase in cui ha adottato il PEPP.

Ma la questione più spinosa è quella relativa al divieto di finanziamento monetario del settore

pubblico, stabilito all'art.123 del Trattato della Unione Europea: questo vieta alla BCE e alle banche centrali nazionali (Bcn) il finanziamento diretto dei governi e degli enti pubblici locali, tramite estensione di linee di credito e acquisto diretto di titoli. Quest'ultima espressione è stata sempre interpretata come un divieto di acquisto di titoli pubblici sul mercato primario, cioè nella fase di emissione. Il divieto non si applica invece all'acquisto di titoli sul mercato secondario; anzi questo è espressamente incluso tra gli strumenti a disposizione della BCE (art.18 dello Statuto). Tuttavia gli acquisti sul mercato secondario non devono essere tali da produrre effetti equivalenti a quelli che sarebbero prodotti da acquisti diretti: come vedremo, questa sottile distinzione può dare luogo a dispute legali.

Il divieto di finanziamento monetario, che si aggiunge alla anomalia sopra ricordata della Unione monetaria europea, produce una situazione in cui, quando i governi dei paesi membri emettono debiti in euro, di fatto è come se emettessero debiti denominati in una valuta estera. L'euro è infatti una valuta emessa da una istituzione sovranazionale, la BCE, che si sottrae alla giurisdizione dei governi nazionali dei paesi membri. In più, il divieto di finanziamento monetario impedisce che essa possa svolgere una funzione di LLR al pari delle altre banche centrali. Tale divieto ha una origine precisa. Esso è stato introdotto per evitare che eventuali finanziamenti monetari dei disavanzi pubblici nazionali diventino un modo per aggirare un'altra regola della Unione monetaria: la "no-bail out clause" (art. 125 del Trattato UE). Questa afferma che uno Stato membro della UE non è responsabile per gli impegni finanziari assunti da un altro Stato membro. Se la BCE subisse perdite, a seguito dell'insolvenza di un governo di cui avesse in precedenza acquistato i titoli, tali perdite finirebbero per gravare sugli altri Stati membri, che sarebbero chiamati a ripristinare il capitale

della BCE. Al di là della questione giuridica legata alla “no-bail out clause”, il divieto di finanziamento monetario trae origine dalla diffidenza reciproca tra i governi, in particolare verso quelli dei paesi ad alto debito pubblico: si teme che il finanziamento monetario possa costituire una agevolazione, tale da allentare la disciplina di bilancio che i mercati finanziari normalmente esercitano sui governi, facendo salire il costo del debito dei paesi “indisciplinati” nella gestione della finanza pubblica (effetto di *moral hazard*).

Quale che sia la sua giustificazione, il divieto di finanziamento monetario ha come conseguenza il fatto che la BCE non può esplicitamente esercitare il ruolo di LLR per i governi della zona euro. Com'è noto, c'è stato un importante miglioramento a partire dall'estate del 2012, quando la “svolta di Draghi” e l'adozione dei programmi *Outright Monetary Transactions* (OMT) e PSPP hanno creato una situazione in cui la BCE ha di fatto assunto il ruolo di LLR. Tuttavia ciò è avvenuto in un quadro istituzionale che resta confuso, generando controversie (anche legali, come vedremo nel prossimo paragrafo) e costringendo la BCE a giustificare i suoi interventi sul mercato dei titoli pubblici come rispondenti e proporzionali all'obiettivo finale della stabilità dei prezzi.

La soluzione di questo problema è una questione complessa. La rimozione del divieto di finanziamento monetario del settore pubblico sarebbe la soluzione più diretta, ma essa incontra tali ostacoli di natura politica da essere poco realistica. Più praticabile può essere la strada di introdurre un titolo pubblico di livello europeo e di consentire alla BCE di esercitare la funzione di LLR limitatamente a questo titolo.² In questa prospettiva, un passo avanti significativo è

l'emissione di titoli di debito da parte della Commissione Ue, per finanziare i programmi europei introdotti per affrontare la crisi generata dal Covid-19: Recovery Fund e Sure (oltre potenzialmente alla nuova linea di credito del MES dedicata alle spese sanitarie).

2.2 La battaglia giuridica sul PSPP.

La sentenza della Corte di giustizia UE del Dicembre 2018

Per comprendere l'origine e le implicazioni della sentenza della Corte costituzionale tedesca del maggio 2020, occorre fare un passo indietro e riassumere brevemente i termini della questione sollevata da alcuni cittadini tedeschi, sulla quale è stata chiamata ad esprimersi la Corte di Giustizia Europea (CGE). La sentenza emanata dalla CGE l'11 dicembre 2018 è molto interessante, in quanto chiarisce assai bene alcuni punti controversi relativi al programma PSPP. La sentenza era stata sollecitata dalla Corte Costituzionale tedesca (CC) alla quale i cittadini di quel paese si erano rivolti, contestando il fatto che alcune decisioni della BCE non fossero applicabili in Germania essendo contrarie alla Costituzione tedesca, mettendo così in discussione l'applicazione di quelle decisioni da parte della Bundesbank. La CC tedesca, prima di esprimersi definitivamente, chiese appunto un pronunciamento della CGE.

Il ricorso dei cittadini tedeschi, e di conseguenza i quesiti posti dalla CC alla CGE, verteva sostanzialmente su due questioni: 1) se il PSPP fosse compatibile con il mandato della BCE (così come definito all'art.127 del Trattato UE); 2) se il PSPP non costituisse una forma di finanziamento monetario del debito pubblico degli Stati membri, violando così l'art.123 del Trattato UE. Su entrambe le questioni, la CGE si è espressa chiaramente a

² Entrambi le soluzioni sono discusse in: Baglioni A. e M. Bordignon, *Sovereign debt restructuring: rules versus discretion*, LUISS Policy Brief, Luglio 2018.

sostegno delle decisioni prese dal Consiglio direttivo della BCE, respingendo i dubbi posti dal ricorso dei cittadini tedeschi e a valle dalla CC.

Sulla prima questione, la CGE ricorda anzitutto che il Trattato UE conferisce alla BCE la responsabilità di gestire la politica monetaria in piena autonomia. Lo stesso obiettivo finale della stabilità dei prezzi è definito dal Trattato in maniera generale: spetta alla BCE definirlo esattamente e decidere come perseguirlo. Nell'ambito di questo spazio di manovra, la BCE ha ritenuto che gli strumenti tradizionali (leggasi le variazioni dei tassi di interesse di policy) non fossero più uno strumento adeguato al perseguimento dell'obiettivo finale (inflazione inferiore ma prossima al 2%) dato il rischio di deflazione presente nell'area euro all'inizio del 2015. La BCE ha quindi ritenuto di avviare un piano di acquisto di attività finanziarie tra cui titoli di Stato (al pari di altre banche centrali) motivando in modo trasparente le ragioni della sua decisione. La CGE ricorda anche che l'acquisto a titolo definitivo di titoli, compresi quelli sovrani, rientra tra gli strumenti previsti a disposizione del SEBC per attuare la politica monetaria (art.18 dello Statuto). Il PSPP rientra pertanto nell'ambito della politica monetaria.

Una questione specifica, sempre attinente alla presunta violazione del mandato conferito alla BCE, è quella che deriva dal principio di proporzionalità: questo richiede che le istituzioni comunitarie perseguano i loro obiettivi tramite atti che non vadano oltre quanto è strettamente richiesto per il raggiungimento di tali obiettivi. Su questo punto, la CGE riconosce alla BCE di avere argomentato compiutamente le ragioni tecniche alla base della sua decisione di avviare il PSPP, esercitando peraltro la sua legittima discrezionalità: la CGE non ritiene pertanto che la decisione della BCE, di avviare il PSPP al fine di perseguire l'obiettivo finale della stabilità dei prezzi, sia viziata da un "manifesto errore di

valutazione". Il programma quindi non va manifestamente al di là di quanto necessario per raggiungere il suo obiettivo, anche per la presenza di alcune caratteristiche. Anzitutto, il fatto che il PSPP sia finalizzato a influire sulle condizioni finanziarie generali della zona euro assicura che esso non sia volto a soddisfare le specifiche esigenze di finanziamento di alcuni Stati membri. Il programma ha un carattere temporaneo: è destinato ad essere attuato per il periodo necessario a raggiungere l'obiettivo finale (anche se il termine del programma è stato rivisto nel tempo per rispondere all'evolversi della congiuntura). Anche in termini di quantità il programma è circoscritto, attraverso la previsione degli importi mensili da acquistare e grazie al limite del 33% per emittente e per emissione. La condivisione delle perdite, eventualmente subite dal SEBC, è limitata al 20% del programma.

Sulla seconda questione, quella del finanziamento monetario del debito pubblico, ricordiamo che l'art. 123 del Trattato UE proibisce il finanziamento diretto, in particolare l'acquisto di titoli sul mercato primario. Il quesito posto dai cittadini tedeschi e dalla CC è se gli acquisti sul mercato secondario, previsti nell'ambito del PSPP, possano essere considerati un modo per aggirare tale divieto: lo sarebbero se essi producessero effetti equivalenti a quelli di ipotetici acquisti sul primario. Quali effetti e per chi? Qui bisogna distinguere tra soggetti privati e settore pubblico.

Per i primi, l'equivalenza si avrebbe se gli acquirenti di titoli di Stato sul mercato primario avessero la certezza che la banca centrale acquisterà quei titoli sul secondario entro un termine e a condizioni tali da consentire loro di agire, di fatto, come intermediari della banca centrale per l'acquisto diretto di titoli presso il settore pubblico dei paesi interessati. Secondo la CGE, questa eventualità è da escludere, grazie alle seguenti caratteristiche del PSPP. Primo, il

periodo di *black-out*: la BCE si è impegnata a lasciare trascorrere alcuni giorni tra l'emissione di un titolo e il suo eventuale acquisto da parte della banca centrale stessa. Secondo, gli operatori non sanno in anticipo quali specifici titoli verranno acquistati dal SEBC, per diverse ragioni: esistono alcuni (limitati) margini operativi di flessibilità nell'applicazione del criterio delle *capital keys*; il limite del 33% (per emissione e per emittente) impedisce a un operatore di avere la certezza che un determinato titolo, acquistato sul primario, potrà essere interamente ceduto al SEBC sul secondario; informazioni pubbliche dettagliate sui singoli titoli detenuti dalla BCE, per effetto del PSPP, non sono disponibili, posto che vengono diffuse solo statistiche aggregate.

Per il settore pubblico, il problema nasce dal fatto che la certezza dell'intervento della banca centrale potrebbe falsare le condizioni di mercato e ridurre l'incentivo dei governi a condurre una sana politica di bilancio. E' il classico argomento dell'azzardo morale, che deriverebbe dal venir meno della disciplina di mercato. A questo proposito, la CGE osserva in primo luogo che la politica monetaria comporta generalmente interventi sui tassi d'interesse e sulle condizioni di rifinanziamento delle banche, influenzando per questa via sulle condizioni di finanziamento dei disavanzi pubblici: le operazioni di mercato aperto previste nell'ambito PSPP non fanno eccezione in questo senso. Peraltro, occorre che il programma di acquisto di titoli pubblici non generi nei governi la certezza che, grazie alla garanzia di intervento della banca centrale, essi saranno sottratti alla necessità di cercare finanziamenti sul mercato per coprire eventuali disavanzi. Anche questa eventualità sembra da escludere, grazie alle caratteristiche del PSPP. Il carattere temporaneo del programma impone ai governi di tenere conto che, prima o poi, essi dovranno reperire sul mercato le risorse per finanziare i loro disavanzi. Il principio delle *capital*

keys assicura che, se uno Stato accumula più debiti degli altri, la quota di titoli acquistati dal SEBC, sullo stock di titoli emessi dal quel paese, si riduce. Il limite del 33% impone ovviamente ai governi di cercare sul mercato la maggior parte delle risorse finanziarie reperite in debito. Una politica di bilancio irresponsabile espone un governo al rischio che, in seguito al declassamento del suo debito da parte delle agenzie di rating, i suoi titoli vengano esclusi dal PSPP. Infine, il fatto che il SEBC detenga i titoli, acquistati nell'ambito del PSPP, fino a scadenza, non implica una violazione del divieto di finanziamento monetario: anzitutto perché alla scadenza dei titoli i governi emittenti dovranno comunque ripagare i loro debiti, poi perché la BCE si riserva in ogni caso la facoltà di rivendere quei titoli sul mercato prima della scadenza; ovviamente non c'è alcun obbligo della BCE ad acquistare ulteriori titoli emessi da un governo che non osservi la disciplina di bilancio.

In conclusione, con la sentenza del dicembre 2018 la CGE ha stabilito che la BCE, adottando e attuando il PSPP, non è andata oltre i limiti del suo mandato istituzionale, né ha violato o aggirato il divieto di finanziamento monetario diretto del debito pubblico. Va detto che questa conclusione è stata possibile anche grazie ad alcune caratteristiche del programma e limiti auto-imposti dalla BCE, tra cui: il programma è temporaneo; la dimensione degli acquisti è limitata (dagli importi mensili e dal limite del 33%); l'acquisto di titoli di Stato nazionali è realizzato in massima parte dalle BCN senza condivisione delle eventuali perdite all'interno del SEBC; la distribuzione degli acquisti per paese rispetta il principio delle *capital keys*.

La sentenza della CC tedesca del Maggio 2020

La sentenza della CGE ha soddisfatto solo a metà i giudici della CC tedesca: la loro sentenza del 5 maggio 2020 ha fatto molto discutere, suscitando



Essi hanno però respinto il verdetto della Corte europea nella parte in cui essa afferma che la BCE, adottando il PSPP, non è andata oltre i limiti posti al suo mandato dalle regole europee. Secondo la CC tedesca, i giudici della CGE si sono limitati a esaminare se la decisione della BCE non sia viziata da un “manifesto errore di valutazione”, lasciando così troppa discrezionalità alla BCE stessa e sottraendosi ad un esame approfondito degli effetti economici della decisione della banca centrale di procedere con il PSPP. A sua volta, la BCE avrebbe preso la sua decisione senza fornire una analisi che bilanciassse il perseguimento dell’obiettivo finale (inflazione vicino al 2%) con gli effetti economici collaterali del programma di acquisto di titoli pubblici. Secondo la CC tedesca, il primo di questi effetti sarebbe la creazione di condizioni più favorevoli per il finanziamento del settore pubblico, alterando le condizioni di mercato. Il secondo sarebbe quello di consentire ad alcune banche di trasferire titoli di Stato rischiosi dal loro bilancio a quello dell’Eurosistema. Ad essi si aggiungono le conseguenze dei bassi tassi di interesse, che da un lato danneggiano i risparmiatori privati e dall’altro consentono a imprese “decotte” (*economically unviable*) di stare sul mercato. Per queste ragioni,

La presa di posizione dei giudici costituzionali tedeschi è stata oggetto di critiche sul piano giuridico.³ E' stato rilevato che essa non rispetta il diritto europeo, in particolare il fatto che la Corte chiamata a vigilare sulla corretta applicazione delle regole europee è la CGE e solo quella: cosa accadrebbe se ogni Corte nazionale decidesse di prendere per buone solo le decisioni della CGE (o quelle parti di esse) che le piacciono, respingendo le altre? Sarebbe come se, in una partita di calcio, i giocatori rispettassero solo le decisioni dell'arbitro che li favoriscono, ignorando le altre. Inoltre, la CC tedesca ha sostituito la sua valutazione, relativa al PSPP, a quella fatta dalla BCE: in questo modo, essa ha palesemente violato l'indipendenza della BCE (tutelata dal Trattato UE). L'invito alla Bundesbank a non rispettare le decisioni prese dal Consiglio direttivo della BCE appare particolarmente grave, potenzialmente in grado di suscitare un contrasto istituzionale senza precedenti all'interno del SEBC. Non a caso, nel

³ Si veda, ad esempio, P. Manzini, *Dalla Corte tedesca un bicchiere di veleno per la UE*, lavoce.info, 8 maggio 2020.

prendere atto della sentenza tedesca, la BCE ha ricordato che la CGE ha stabilito che essa sta agendo all'interno del suo mandato e ha ribadito che essa continuerà a fare tutto il necessario per perseguire il suo obiettivo finale (stabilità dei prezzi in tutta l'area euro): come dire che essa riconosce solo la sentenza europea e non si sente condizionata dalla CC tedesca.⁴

Sul piano economico, la CC tedesca sembra sottovalutare il fatto che il PSPP è stato adottato sulla base di una analisi economica e monetaria che tiene conto di una pluralità di indicatori, secondo quanto prevede la strategia della BCE. I giudici tedeschi sembrano ignorare che, in presenza di un rischio di deflazione e di tassi d'interesse che hanno raggiunto lo *Zero Lower Bound*, la banca centrale non ha altra arma che aumentare in misura consistente la dimensione del suo bilancio, acquistando titoli sul mercato. Lo hanno fatto, prima della BCE, altre banche centrali, passando dal controllo dei tassi d'interesse al QE. Adottando il PSPP, la BCE non ha fatto altro che dare attuazione al suo mandato, utilizzando tutti gli strumenti a sua disposizione per raggiungere i suoi obiettivi istituzionali: stabilità dei prezzi e, in subordine, crescita economica.

Al di là della schermaglia giuridica, le due sentenze appena riportate hanno due implicazioni. In primo luogo, esse dimostrano come il quadro istituzionale in cui si muove la BCE non è ancora soddisfacente, come abbiamo argomentato più sopra: l'acquisto di titoli sovrani, e di conseguenza l'adozione del QE, solleva una serie di problemi e di limiti che non esistono negli altri paesi. In secondo luogo, entrambe le sentenze gettano un'ombra sul programma (PEPP) adottato dalla BCE in risposta alla crisi generata dal coronavirus. Anche la sentenza della CGE, infatti, basa il suo

giudizio, favorevole al PSPP, sul fatto che questo programma rispetti alcune condizioni, tra cui: il principio delle *capital keys* e il limite auto-imposto del 33% per ciascuna emissione e per emittente. Questo limite è stato rimosso con l'adozione del PEPP. Gli acquisti effettuati nell'ambito del PEPP non rispettano rigidamente le *capital keys*. Questi margini di flessibilità costituiscono una novità positiva del nuovo programma (PEPP) rispetto a quello precedente (PSPP). Tuttavia, alla luce delle sentenze appena esaminate, essi sembrano suscettibili di dare origine ad ulteriori dispute legali, di cui l'Europa non avrebbe bisogno.

⁴ Si veda il Comunicato stampa della BCE del 5 maggio 2020.



5. LE MISURE DELLE AUTORITÀ DI SUPERVISIONE BANCARIA A FRONTE DELL'EMERGENZA COVID

Andrea Resti, Giorgio Costantino ♦

Il Covid-19 incide marcatamente sul rischio di credito; i primi mesi del lockdown hanno ridotto in misura significativa la domanda di finanziamenti e nei prossimi mesi diventerà cruciale concentrare i prestiti su imprese e settori maggiormente resilienti alla pandemia. Il prevedibile incremento dei crediti deteriorati dovuto alla congiuntura negativa si innesta su alcune recenti riforme che avevano reso più intensa e automatica la classificazione dei crediti dubbi come 'default' e i conseguenti abbattimenti patrimoniali. A partire da marzo, BCE, EBA e ESMA hanno cercato di contrastare il rischio di una "tempesta perfetta" accrescendo i gradi di libertà concessi alle banche nell'evidenziare i non-performing loan e le relative perdite. Su iniziativa della Commissione europea, il Parlamento di Bruxelles è intervenuto per attenuare gli effetti negativi sul patrimonio delle banche, introducendo regole straordinarie anche in tema di svalutazioni su crediti, principi contabili, titoli di Stato. Ulteriori provvedimenti sembrano auspicabili, ma l'uscita dalla crisi potrà venire, in primis, dall'adeguamento delle prassi gestionali delle banche.

1. L'impatto del Covid-19 sul settore del credito: alcune considerazioni di contesto

I riflessi della pandemia di Covid-19 sul settore bancario sono stati (e permangono) ampi e variegati, e certamente travalicano il semplice rischio di credito. La possibilità di consistenti perdite economiche legate al dissesto dei debitori, in effetti, è solo uno dei risvolti – ancorché certamente il più macroscopico – di un'emergenza destinata a esercitare un ampio ventaglio di impatti sul comparto creditizio.

Pensiamo ad esempio alle potenziali conseguenze in termini di rischi operativi, legati alla possibilità che un gigantesco quanto inatteso ricorso al lavoro a distanza possa compromettere l'ordinato funzionamento dei processi produttivi anche in ambiti vitali per lo svolgimento dell'attività economica, come i servizi di pagamento tra privati e di riscossione delle imposte. O al significativo incremento del rischio legato al cyber-crime in un contesto in cui i l'e-commerce e i pagamenti remoti svolgono un ruolo fondamentale negli

approvvigionamenti, anche per i piccoli operatori economici e la clientela familiare.

Si tratta di fenomeni certamente consistenti e degni di riflessione, a maggior ragione in quanto essi – superata senza particolari impatti negativi la fase dell'emergenza – rappresentano altrettante opportunità per accrescere l'efficienza e l'efficacia dei processi produttivi: il lavoro a distanza può condurre a una diversa concezione degli spazi aziendali, consentendo un alleggerimento del patrimonio immobiliare; l'utilizzo dei canali remoti può essere esteso a nuovi prodotti come la concessione di piccoli prestiti al consumo con tempi sensibilmente inferiori a quelli dei canali tradizionali.

Nondimeno, il rischio di credito rappresenta con ogni probabilità il profilo maggiormente interessato dalla pandemia, in termini di intensità e persistenza dei possibili impatti negativi. Il Covid-19 e la conseguente perturbazione delle attività economiche sono infatti destinati a influenzare – in assenza di adeguate risposte normative e

♦ Università Bocconi, CRIF Group

gestionali – tutte e quattro le principali determinanti di tale tipologia di rischio:

- la PD (probabilità di default) conoscerà necessariamente un incremento per effetto dell'indebolimento dei flussi di cassa attesi dalle aziende e del ridimensionamento del reddito disponibile delle famiglie;
- la LGD (loss given default, tasso di perdita unitario in caso di dissesto) risentirà negativamente della minore appetibilità delle garanzie reali e del prevedibile prolungamento dei tempi di recupero, dovuto anche alla difficile gestione delle procedure giudiziali in presenza di un loro significativo incremento sul piano numerico;
- la EAD (exposure at default, ammontare del prestito al momento del dissesto) potrebbe incrementarsi perché i debitori in difficoltà utilizzeranno tutti i margini di credito disponibili, o addirittura ne otterranno di nuovi se la banca scommette sulla loro "resurrezione" per scongiurare la prospettiva di un default;
- la diversificazione (che consente a un buon banchiere di tenere sotto controllo i rischi estremi) per definizione funziona meno del solito, di fronte a una pandemia ormai diffusa su scala mondiale e che incide negativamente su tutti i principali settori produttivi.

L'impatto del Covid-19 sul mercato del credito appare, in effetti, ampio e significativo. Esso può essere analizzato con riferimento al breve termine (i primi mesi di convivenza con la pandemia, contraddistinti da un forte rallentamento dell'attività economica, ma anche da misure-tampone di sostegno alla liquidità) oppure al medio periodo (le prospettive di superamento dell'emergenza e progressiva ripresa, peraltro molto incerte e comunque assai diversificate tra

settori industriali). Approfondiamo, in sequenza, queste due prospettive.

Al fine di cogliere quanto profondo sia stato l'impatto della fase iniziale della pandemia (che ha coinciso con le misure di lock-down) sul mercato del credito, è possibile considerare i dati CRIF, che coprono un'ampia porzione degli intermediari finanziari operanti nel nostro Paese.

La domanda di credito complessiva (privati e imprese), se confrontata con l'andamento dell'anno precedente, evidenzia un forte rallentamento nel mese di marzo; la successiva ripresa, determinata in primis dal decreto "Cura Italia", ha comunque lasciato la domanda cumulata da inizio anno su un livello sensibilmente inferiore (-21%, dato riferito alle prime 31 settimane) rispetto al medesimo periodo dell'esercizio precedente. Tale dinamica rappresenta la risultante di comportamenti opposti per imprese e famiglie: per le prime, il "rimbalzo" della domanda sulla spinta dei provvedimenti governativi di sostegno (a cominciare dal D.L. 18/2020, noto come "cura Italia") è stato tale da portare il flusso cumulato di nuove erogazioni su livelli addirittura superiori (+17%) rispetto al 2019; le famiglie, invece hanno continuato a evidenziare un profilo fortemente depresso in confronto all'anno precedente, per effetto del "congelamento" delle spese connesso al lockdown e dei timori relativi alle prospettive di reddito future. Esaminiamo ora in maggior dettaglio queste due componenti.

Per quanto riguarda le imprese, distinguiamo tra finanziamenti erogati tramite aperture di credito in conto corrente, mutui o prestiti finalizzati. La domanda di affidamenti in conto corrente, significativamente ridotta all'indomani del lockdown, nel periodo immediatamente successivo all'emanazione delle citate misure governative è risultata doppia rispetto allo stesso periodo dell'anno. Un fenomeno analogo si è

verificato per i mutui chirografari, che in seguito al decreto “cura Italia” hanno evidenziato flussi di nuove erogazioni pari a circa cinque volte quelli del 2019. A livello cumulato, nel primo semestre, si evidenzia un incremento rispetto a un anno prima nell’ordine del 15% per i fidi in conto corrente e del 110% per i mutui chirografari. Il mercato dei prestiti finalizzati ha invece conosciuto un andamento negativo connesso al forte calo nell’acquisto di beni durevoli: i flussi rilevati su base settimanale flettono fino al 90% nel corso del mese di marzo (rispetto all’anno precedente) e il primo semestre evidenzia in tutto una riduzione del 14% sul medesimo periodo dello scorso esercizio.

Venendo alle famiglie, la domanda di mutui ipotecari è crollata fino al 50%, rispetto all’anno precedente nelle settimane di marzo, ma la ripresa è stata relativamente rapida, conducendo a un dato cumulato sostanzialmente in linea con il 2019. Rimane invece depresso il mercato dei prestiti finalizzati all’acquisto di beni e servizi, che hanno risentito della chiusura degli esercizi commerciali (il flusso di erogazioni, in marzo, è stato circa un decimo rispetto al medesimo periodo dell’anno prima) e a fine semestre evidenziano un ritardo di circa venti punti percentuali. Ancor più negativa è risultata, infine, la dinamica di prestiti personali (non finalizzati) e carte di credito la cui ripresa è stata più tardiva (non prima di maggio) e debole, così che la domanda cumulata è inferiore di circa il 31% rispetto a un anno fa.

Guardando al medio periodo, è evidente che le concrete possibilità di ripartenza – che si traducono nella ripresa dei flussi di cassa operativi e dunque in una riduzione del rischio di credito per le banche – appaiono estremamente diversificate tra i singoli settori merceologici (e, per verità, anche all’interno di ogni settore, dove ogni impresa sconta criticità proprie e differenti rischi di “contagio” legati al possibile indebolimento congiunturale del proprio specifico bacino di clientela¹).

La resilienza dei diversi settori (intesa come capacità di “rialzarsi” prontamente dopo la caduta) può essere stimata attingendo a tre fonti d’informazione:

- l’andamento del credito erogato e degli “score” di rischio (che peraltro, essendo basati su informazioni passate, più o meno recenti, non reagiscono istantaneamente al modificarsi del quadro economico). Questa prima variabile può essere catturata attingendo ai già citati dati CRIF e a un indicatore di rischio di default dinamico messo a punto da quest’ultima (“credit bureau default indicator” o “CBDI”) ampiamente utilizzato dalle istituzioni bancarie;
- l’andamento dei pagamenti commerciali disposti o ricevuti dalle singole aziende, sulla base dei flussi censiti del database CRIBIS che include un significativo campione delle imprese italiane;

¹ Oltre al settore di appartenenza, altri elementi moduleranno l’intensità e la persistenza degli effetti del Covid-19 sulle singole imprese. Tra questi, nel contesto attuale, acquisiscono particolare rilevanza la filiera di appartenenza e il segmento di operatività. La prima, infatti, può determinare per due produttori di beni simili un mercato di sbocco totalmente differente in termini di andamento della domanda finale: si pensi, ad esempio, a chi produce componenti metalliche per

apparecchiature biomedicali rispetto a chi produce componenti simili ma destinate al comparto automotive. Il secondo fattore può invece consentire di identificare posizionamenti di nicchia in determinati ambiti che sperimentano trend in controtendenza rispetto al settore di riferimento, quali ad esempio il commercio online rispetto al canale fisico all’interno del comparto retail.

- un set di “modelli-satellite”, simili a quelli utilizzati dalle banche per la conduzione degli “stress test” richiesti dall’Autorità Bancaria Europea (EBA) e dalla BCE, che consentono di simulare l’evoluzione delle principali voci di bilancio (per esempio, il cash flow o il debito a breve termine) in funzione di un determinato set di previsioni relative alle principali variabili macroeconomiche.

Combinando tra loro questi tre profili, è possibile individuare tre raggruppamenti di settori merceologici contraddistinti da differenti possibilità di tenuta e di ripartenza. In particolare:

- tra i settori a elevata resilienza, si annoverano quello farmaceutico, il comparto “telecomunicazioni, ICT e media”, la chimica e la consulenza. Va osservato peraltro che si tratta di settori il cui peso è complessivamente limitato, sia in termini numerici (circa il 15% del totale degli operatori) che per giro d’affari (circa l’11%);
- una significativa resilienza al Covid-19 emerge anche per “trasporti e logistica”, “alimentari, bevande e tabacco”, nonché elettronica. Si tratta di comparti caratterizzati da un basso impatto delle restrizioni derivanti dal lockdown per le produzioni essenziali, da un favorevole trend di lungo termine della domanda e da una migliore capacità di assorbimento degli impatti negativi di breve periodo;
- una minore resilienza dalla pandemia emerge per commercio al dettaglio, tessile e abbigliamento e meccanica strumentale, settori che evidenziano un maggior impatto delle restrizioni derivanti dal lockdown e

spesso presentano anche una forte esposizione nei confronti della domanda estera. Tali comparti evidenziano pressioni sulla profittabilità operativa e su strutture finanziarie già relativamente deboli (testimoniate ad esempio da un allungamento dei tempi di pagamento ai fornitori);

- una scarsa resilienza è attesa infine nei settori del turismo/tempo libero, commercio di autoveicoli, mining oil & gas, dell’ingegneria civile, delle costruzioni, della meccanica/mezzi di trasporto e dei prodotti metallici. Si tratta di comparti che hanno fortemente risentito delle restrizioni derivanti dal lockdown e che anche nella fase di ripartenza sperimentano una persistente debolezza della domanda a causa del distanziamento sociale o del deterioramento del clima di fiducia dei consumatori. Questa categoria assorbe circa il 28% delle società di capitali italiane, per un giro d’affari aggregato pari al 24% del totale.

L’analisi che precede è incentrata sul contesto italiano. Al fine di apprezzare le possibili conseguenze della pandemia sul credito in una prospettiva europea, è utile un breve sguardo all’analisi d’impatto pubblicata dalla BCE nello scorso mese di luglio e basata su una simulazione dei bilanci di 86 istituzioni bancarie dell’Eurozona nel triennio 2020-2022². Secondo tale esercizio – condotto interamente dai tecnici della vigilanza, senza la partecipazione delle entità vigilate – in presenza di una severa recessione economica innescata dal Covid-19 la riduzione dei coefficienti patrimoniali potrebbe raggiungere, in media, il 5,7%, un dato pressoché totalmente ascrivibile

² Cfr. European Central Bank – Banking Supervision, “COVID-19 Vulnerability Analysis - Results overview”, 28 July 20, disponibile all’indirizzo

https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200728_annex~d36d893ca2.en.pdf?731039993a2a10392e3b7679d1669fb5.

alle perdite su crediti, mentre un quarto delle banche sarebbe interessato da cali superiori a 8,5 punti percentuali. Le garanzie statali eviterebbero svalutazioni per circa €42 miliardi (€60 miliardi se tale tipologia di misure fosse prorogata sino al giugno 2021) e dunque avrebbero un ruolo significativo nel garantire adeguata stabilità al settore bancario.

2. La normativa ante-Covid e il rischio di una “tempesta perfetta”

Negli ultimi anni l'azione della vigilanza bancaria europea (e in alcuni casi anche dei regulator) è stata come noto rivolta a indurre le banche a un atteggiamento di crescente rigore nella classificazione e valutazione dei crediti. In particolare, da un lato si è promosso l'utilizzo di criteri di identificazione delle insolvenze quanto più possibile dettagliati e uniformi, dall'altro si è spinto affinché il valore per cui vengono appostati in bilancio i crediti deteriorati venisse stimato in modo vieppiù conservativo, anche per favorire la cessione a terzi di non-performing loans e il c.d. “de-risking” dei bilanci bancari.

In tale prospettiva si inquadrano due provvedimenti la cui implementazione si colloca proprio a ridosso del periodo segnato dalla crisi pandemica: la nuova definizione di default stabilita dall'EBA e il c.d. “calendar provisioning” promosso dapprima dalla BCE e successivamente dai co-legislatori europei.

La nuova definizione di default è destinata a entrare in vigore pienamente nel 2021, ma di fatto molte grandi banche la utilizzano già, nel quadro di un piano d'introduzione “in due stadi” concordato con la vigilanza. Essa è stata introdotta dall'EBA, principalmente con un set di linee guida (vincolanti per le autorità di vigilanza) emesse nel 2016³, che forniscono indicazioni sulla rilevazione delle esposizioni scadute (“past due”) e delle inadempienze probabili (“unlikely to pay”, o UTP), nonché sui criteri per l'uscita dallo stato di default e su altri ulteriori aspetti significativi. A esse si affiancano gli standard dell'EBA sulle soglie di rilevanza per le esposizioni creditizie scadute⁴. Nel complesso, gli interventi in questione disciplinano in dettaglio il concetto di default già presente nella normativa primaria, e precisamente all'articolo 178 del Regolamento (UE) N. 575/2013 (“Capital Requirements Regulation, o “CRR”) introducendo criteri più stringenti, per esempio in materia di insolvenza di clienti connessi o e di esposizioni “forborne” (come vengono definiti i crediti, anche deteriorati, oggetto di misure di concessione legate a difficoltà finanziarie del debitore). Rinviano alla pubblicistica specializzata per una discussione dettagliata di tale provvedimento⁵, ci limitiamo a sottolineare come esso renda più probabile, a parità di condizioni, che un credito debba essere classificato come deteriorato.

Il calendar provisioning è stato introdotto nel marzo 2018 dalla BCE con un'aggiunta alle proprie linee guida sui crediti deteriorati⁶. Esso prevede

³ “Orientamenti sull'applicazione della definizione di default ai sensi dell'articolo 178 del Regolamento (UE) n.575/2013” il 18/01/2017.

⁴ Recepiti dalla Commissione Europea con il Regolamento Delegato (EU) 2018/171 del 19 ottobre 2017.

⁵ Associazione Italiana Financial Industry Risk Managers (AIFIRM), “La nuova definizione di default”, a cura di L. Bellucci e A. Resti, gennaio 2020, disponibile su [https://www.aifirm.it/wp-](https://www.aifirm.it/wp-content/uploads/2020/06/2020-Position-Paper-17-Nuova-definizione-di-default.pdf)

[content/uploads/2020/06/2020-Position-Paper-17-Nuova-definizione-di-default.pdf](https://www.aifirm.it/wp-content/uploads/2020/06/2020-Position-Paper-17-Nuova-definizione-di-default.pdf).

⁶ Banca Centrale Europea – Vigilanza Bancaria, “Addendum alle Linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati (NPL): aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per le esposizioni deteriorate”, marzo 2018, disponibile all'indirizzo https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl_addendum_201803.it.pdf.

che, in funzione dal tempo trascorso dal momento della classificazione come non-performing, i crediti deteriorati siano soggetti a requisiti minimi di copertura, da conseguirsi attraverso rettifiche di valore o tramite deduzioni da apportare al patrimonio di vigilanza⁷. Il meccanismo, concepito per essere applicato ai soli nuovi crediti deteriorati emersi a partire dall'aprile 2018, nel luglio del medesimo anno è stato esteso – con un comunicato del SSM – anche allo stock di non-performing loan (“NPL”) preesistenti; questi ultimi dovranno essere assoggettati anch'essi a piena copertura, tendenzialmente entro il 2026, secondo tempi diversi per le singole banche e da definire nell'ambito del processo di revisione prudenziale (“supervisory review and evaluation process”, o “SREP”) condotto annualmente dalla BCE. Le iniziative ora richiamate delineano un sistema di “aspettative di vigilanza” non vincolanti e suscettibili di modifica nell'ambito del “dialogo” tra vigilanza e vigilati, che il Single Supervisory Mechanism (“SSM”) intende tuttavia applicare in modo tendenzialmente rigoroso e uniforme. A esse, nell'aprile 2019, si è sovrapposto il Regolamento europeo 2019/630, che ha valore di legge ma insiste sui soli crediti erogati successivamente alla propria emanazione. Per effetto del calendar provisioning, in linea di massima, le esposizioni deteriorate devono essere interamente coperte da rettifiche di valore (o deduzioni patrimoniali) entro tre anni dal passaggio a default se non garantite, entro sette anni (che possono diventare nove per determinate tipologie di immobili) se assistite da valide garanzie reali. La concreta applicazione del calendar provisioning ha avuto inizio il primo aprile 2020 per le esposizioni deteriorate non garantite emerse dopo il marzo 2018; i suoi

impatti andranno facendosi più sensibili nei prossimi anni, man mano che gli effetti del dettato normativo si estenderanno alle esposizioni non garantite e ai crediti di più recente erogazione.

Se la nuova definizione di default accresce il numero di posizioni deteriorate su cui è necessario operare accantonamenti, il calendar provisioning “accelera” l'appostazione di tali accantonamenti accrescendo gli oneri per il conto economico e/o il “consumo” di patrimonio di vigilanza. Si tratta, come ben si comprende, di provvedimenti intempestivi (a prescindere dal qualsiasi giudizio di merito) nel momento in cui la pandemia accresce esogenamente il rischio di registrare crediti non-performing nei bilanci bancari. Anche questa sfortunata concomitanza ha indotto le autorità di vigilanza ad agire per contrastare gli effetti del Covid-19 attraverso nuove disposizioni o quanto meno tramite un'attenta lettura delle normative, come illustreremo in dettaglio nel paragrafo successivo.

Il quadro non sarebbe completo, peraltro, senza un breve accenno al principio IFRS 9, applicato dalle banche europee a far tempo dall'esercizio 2018. Tale standard contabile richiede infatti al redattore del bilancio un atteggiamento maggiormente proattivo verso il rischio di possibili perdite su crediti future. In particolare, è previsto che – all'interno dei crediti in bonis – le esposizioni che hanno sperimentato un significativo incremento del rischio di credito (“significant increase in credit risk”, “SICR”) siano oggetto di accantonamenti “rafforzati” e cioè tali da coprire non soltanto le perdite attese sui successivi 12 mesi (come vuole la regola generale) bensì tutte le perdite attese lungo l'intera vita residua del finanziamento. Ne consegue che anche un semplice peggioramento del rischio – pur in

⁷ Per maggiori dettagli, cfr. ad es. Associazione Italiana Financial Industry Risk Managers, “L'implementazione del calendar provisioning: regole e impatti”, a cura di L.

Bellucci e A. Resti, ottobre 2020, disponibile su www.aifirm.it.

assenza di fenomeni che l'autorità di vigilanza richiede di classificare come veri e propri default – comporta un potenziale innalzamento delle rettifiche di valore, dunque contribuisce a generare nuove perdite per il conto economico delle istituzioni creditizie e a eroderne il patrimonio di vigilanza.

3. Gli interventi delle autorità sulla normativa e le prassi di vigilanza bancaria

Le autorità europee si sono mosse con tempestività per far fronte all'impatto negativo del Covid-19 sulle banche, nell'intento di concedere loro una maggiore flessibilità e di preservarle da fenomeni eccessivamente prociclici. Agli interventi dell'EBA e del Meccanismo di Vigilanza Unico dell'area euro (il già citato SSM), avvenuti principalmente attraverso dichiarazioni e linee guida, hanno fatto seguito i pronunciamenti dell'ESMA (l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) e un pacchetto di proposte della Commissione europea rapidamente trasformato in legge dal Consiglio e dal Parlamento europeo.

In particolare, dopo alcune comunicazioni di carattere gestionale e organizzativo⁸, il 12 marzo la BCE ha reso note alcune misure volte ad alleggerire i vincoli di capitale durante la crisi COVID-19. E' stato infatti consentito alle banche:

- di non rispettare, se necessario, alcuni requisiti di capitale addizionali imposti dall'accordo di Basilea 3 (c.d. "capital conservation buffer" e "counter-cyclical buffer");
- di utilizzare il loro liquidity coverage buffer, un insieme di attivi di alta qualità che in condizioni normali non può mai scendere al di sotto dei flussi di cassa in uscita previsti nei 30 giorni successivi (stimati ipotizzando uno scenario di mercato moderatamente perturbato);
- di ridurre di circa il 45% (grazie alla possibilità di far ricorso anche a strumenti patrimoniali meno costosi, come l'additional Tier 1 e il Tier 2) l'ammontare del capitale "common equity Tier 1" ("CET1") richiesto per rispettare le direttive del "Pillar 2 Requirement" ("P2R", un supplemento di capitale vincolante che la vigilanza impone annualmente a ogni istituto nell'ambito del già citato SREP);
- di utilizzare, o non costituire, il cuscinetto di capitale aggiuntivo ("Pillar 2 Guidance", "P2G") che le autorità di vigilanza, su base non vincolante, raccomandano alle singole istituzioni sempre nell'ambito dello SREP. Secondo le stime della BCE questa misura, unitamente alla precedente, potrebbe "liberare" circa 120 miliardi di euro di capitale CET1, utilizzabile per assorbire perdite o per incrementare l'offerta di credito.

⁸ Il 3 marzo 2020, il presidente del SSM ha inviato una lettera a tutte le istituzioni significative, esortandole a implementare piani di emergenza e strutture di backup, proteggendo allo stesso tempo la salute dei dipendenti e intensificando le difese sul fronte del rischio informatico. Il 12 marzo 2020 l'EBA ha annunciato la sua decisione di rinviare gli stress test a livello UE al 2021 e l'SSM ha reso noto che le ispezioni in loco, le richieste di dati e altre misure di vigilanza avrebbero potuto essere rinviate, al fine di evitare alle banche carichi di lavoro aggiuntivi a fronte di attività non urgenti. Il 20 marzo la BCE ha inoltre concesso una

proroga di sei mesi alle banche per l'implementazione delle misure qualitative richieste dalla vigilanza nell'ambito dello SREP, così come per le azioni di recupero dati imposte nel contesto di ispezioni da remoto e modelli di verifiche interne; è stato inoltre prorogato di sei mesi il termine per le decisioni del SSM in materia in modelli interni e lettere di controllo, a meno che le banche non chiedano esplicitamente un pronunciamento. Il 27 marzo, l'EBA ha concesso alle banche di rimandare la presentazione dei dati di segnalazione a fini di vigilanza, dei documenti di Pillar 3 e di altri compiti di raccolta dati.

Il 20 marzo 2020, l'SSM ha reso noti ulteriori interventi per migliorare la flessibilità nel riconoscimento e nella valutazione dei crediti deteriorati, prevedendo in particolare una deroga temporanea ai criteri di classificazione dei prestiti come “inadempienze probabili” (“unlikely to pay”, o “UTP”), previsti tra l’altro dalla nuova definizione di default. Viene infatti consentito di non applicare tali criteri alle esposizioni creditizie assistite da garanzie pubbliche e oggetto di moratorie collegate al Covid-19, a condizione che esse appaiano in grado di rimanere in bonis nel lungo termine. Allo stesso modo, il 25 marzo l’EBA ha chiarito che le moratorie pubbliche e private, conseguenti al Covid-19 e rivolte ad ampi range di prodotti e clienti, non devono essere automaticamente classificate come misure di forbearance.

L’EBA è peraltro ritornata più volte sul tema delle *debt holidays*. Il 2 aprile ha pubblicato una serie di linee guida sulle moratorie, pubbliche e private, relative al Covid-19 e applicate prima del 20 giugno (termine poi esteso al 30 settembre). Tali linee guida specificano che le moratorie basate su una legge nazionale o sull’applicazione di iniziative private a livello settoriale non sono ristrutturazioni e dunque non comportano automaticamente la classificazione del relativo credito come forborne (che a sua volta può comportare il passaggio automatico tra i non-performing loans). Il 21 settembre, tuttavia, l’EBA ha annunciato la conclusione di questo regime speciale e il ritorno alle regole pre-esistenti (che comportano una valutazione caso per caso) per le moratorie concesse a partire dal quarto trimestre 2020.

Nel documento del 20 marzo, l'SSM ha anche introdotto due parziali “ammorbidimenti” al calendar provisioning, stabilendo che:

- le esposizioni non-performing garantite dallo Stato nell’ambito del Covid-19 beneficeranno di un trattamento preferenziale, nel senso che non vi sarà una percentuale minima obbligatoria per i primi sette anni successivamente al default (mentre al compimento del settimo anno, sarà richiesta la svalutazione integrale);
- i piani di riduzione degli NPL concordati dalle singole banche con la vigilanza verranno considerati con “piena flessibilità”; tale flessibilità, tuttavia, non avrà come “focus” le esposizioni non-performing accumulate precedentemente all’esplosione della pandemia.

Il medesimo documento ha toccato altresì aspetti contabili, legati alle previsioni del citato IFRS 9 e alla possibilità di un aumento delle rettifiche di valore nei bilanci bancari, conseguente a un “significativo incremento del rischio di credito” (il già citato SICR). La BCE ha incoraggiato le banche a ricorrere – qualora non l’avessero già fatto - alle misure temporanee di mitigazione degli effetti negativi del principio contabile IFRS sul patrimonio di vigilanza adottate nel 2017, in occasione della prima adozione di tale principio⁹ e ha inoltre raccomandato di evitare ipotesi procicliche nei modelli utilizzati per quantificare gli accantonamenti. Riguardo a questi ultimi, l'SSM ha chiarito che le perdite attese (“expected credit loss” o “ECL”) calcolate sull’intera durata dei prestiti dovrebbero essere basate su previsioni macroeconomiche di lungo termine, comprese quelle contenute nelle pubblicazioni della BCE, e tenere conto delle misure di aiuto concesse dalle autorità pubbliche. L’invito a tutte le banche “significative” dell’Eurozona a utilizzare il regime

⁹ Il Regolamento (UE) 2017/2395 aveva consentito alle banche di ri-aggiungere al “common equity Tier 1” (CET1) una quota decrescente nel tempo delle

rettifiche di valore aggiuntive dovute all’introduzione, nell’ambito del citato principio contabile, del concetto di perdita creditizia attesa.

transitorio IFRS 9 e a determinare gli accantonamenti evitando assunzioni eccessivamente pro-cicliche è stato reiterato il primo aprile successivo, accompagnato da un documento di orientamento sulla valutazione “massiva” del SICR e sull’uso, in tale ambito, di previsioni macroeconomiche¹⁰.

Il 25 marzo anche l’EBA ha approfondito le questioni contabili, focalizzandosi sull’identificazione del SICR e sul rischio che il peggioramento nelle condizioni macroeconomiche dovuto al virus provochi un cospicuo aumento degli accantonamenti per effetto di tale meccanismo. L’EBA ha sottolineato che un SICR può prodursi solo in presenza di cambiamenti significativi del rischio lungo tutta la vita residua dell’esposizione, indipendentemente dalle problematiche di breve termine, e che dunque è corretto non associare un SICR a quei debitori il cui merito creditizio non verrà influenzato dalla situazione attuale nel lungo periodo. In ogni caso, nel determinare l’impatto sul conto economico delle banche derivante dal riconoscimento delle ECL, si dovrebbero prendere in considerazione le garanzie e gli aiuti pubblici.

In pari data, raccomandazioni analoghe venivano emesse dall’ESMA. Secondo quest’ultima, l’emergere di un SICR può essere valutato solo in modo “olistico”, registrando i cambiamenti nel rischio di inadempienza sull’intera vita residua del credito. In aggiunta, i programmi di sostegno economico implementati dai governi nell’ambito

dell'emergenza Covid-19 dovrebbero essere considerati nella valutazione di un possibile SICR se riducono il rischio di insolvenza misurato lungo l’intera vita residua di un’esposizione¹¹.

Il 27 marzo, la BCE ha deciso di far sentire la propria voce anche in relazione a un tema normalmente di competenza degli amministratori delle banche e dei loro azionisti, e ha raccomandato agli intermediari vigilati di non pagare dividendi (o altre distribuzioni volte a remunerare gli investitori, anche attraverso il riacquisto di azioni proprie) fino al quarto trimestre del 2020. Quattro giorni dopo, l’EBA ha sollecitato tutte le banche europee a mantenere una forte capitalizzazione, chiedendo inoltre che le remunerazioni variabili al management vengano mantenute su un livello adeguatamente prudenziale.

Il 28 aprile, la Commissione europea ha presentato due documenti: un documento interpretativo che evidenzia i margini di flessibilità a disposizione delle banche nel contesto delle norme vigenti e un pacchetto legislativo finalizzato a proporre una “rapida correzione” (“quick fix”) al Regolamento 575/2013 in materia di adeguatezza patrimoniale degli enti creditizi (il già citato CRR).

Il primo documento richiama il lavoro svolto dall’EBA e da altri supervisor in tema di classificazione dei crediti deteriorati e raccomanda che le regole sul default e sul riconoscimento delle esposizioni forborne non ostacolino il ricorso a un diffuso utilizzo di garanzie

¹⁰ L’SSM ha incoraggiato le banche a utilizzare previsioni macroeconomiche di lungo termine e dati storici che siano rappresentativi di un orizzonte temporale di lungo periodo e privi di distorsioni legati a eventi recenti. La BCE ha chiarito di attendersi che le banche utilizzino come benchmark le sue previsioni a tre anni, riconoscendo che l’economia potrebbe ritornare ai trend di lungo termine più rapidamente di quanto ci si aspetti e rendendo noto che - dato l’attuale livello di incertezza - non si sarebbe opposta all’utilizzo di scenari

che ipotizzassero il verificarsi di una ripresa già nel corso del 2020.

¹¹ Ulteriori indicazioni sono state fornite il 27 marzo della Fondazione IFRS. L’organismo contabile ha riconosciuto che la stima delle ECL può risultare impegnativa durante la crisi dovuta al COVID19, e ha sottolineato l’importanza di utilizzare tutte le informazioni sostenibili e ragionevoli disponibili, adattando le previsioni al fine di tenere conto della situazione attuale.

pubbliche e moratorie. Ricorda inoltre che le moratorie interrompono il conteggio dei 90 giorni di ritardo nei pagamenti, trascorsi i quali un credito deve considerarsi “scaduto” (e dunque non-performing). Infine, sottolinea che, mentre la CRR richiede che lo stato di inadempienza probabile sia valutato senza considerare l’effetto di eventuali garanzie, il ricorso a garanzie (ad esempio per far fronte a difficoltà temporanee) non comporta di per sé la classificazione del credito come deteriorato.

In materia di regole contabili, il documento citato osserva che la temporanea incapacità di famiglie e imprese di ripagare i loro debiti a causa del Covid-19 non dovrebbe determinare automaticamente un SICR e che le banche non dovrebbero applicare in modo meccanico i modelli di stima delle ECL pre-esistenti al Covid. Ribadisce inoltre che la presenza di un eventuale SICR dovrebbe essere valutata guardando all’intera vita residua del prestito e dando sufficiente peso agli scenari di lungo termine basati sull’ipotesi di ritorno alla normalità, e che le moratorie non dovrebbero essere viste, di per sé, come un segno di incremento del rischio di credito. La Commissione rileva infine che la presenza di garanzie non incide sul rischio di default del debitore.

Venendo alla proposta di “quick fix”, essa ha effettivamente dato luogo – in tempi eccezionalmente compressi rispetto alle prassi normalmente seguite dai co-legislatori – a un provvedimento legislativo (il Regolamento 2020/873) approvato il 24 giugno 2020 dal Parlamento europeo. Esaminiamo sinteticamente

le principali modifiche¹² apportate alla CRR nell’ambito di tale provvedimento.

Una prima area riguarda il calendar provisioning. In analogia a quanto già disposto dalla BCE, il trattamento privilegiato sin qui attribuito ai finanziamenti garantiti dalle agenzie di credito all’esportazione viene esteso ai prestiti assistiti da garanzia (o controgaranzia) del settore pubblico. Tale equiparazione era stata pensata come temporanea dalla Commissione europea ma, per evitare che essa potesse poi venire a scadenza bruscamente per un numero elevato di esposizioni accumulate negli anni (c.d. “effetto scogliera” o “cliff effect”), il Parlamento ha deciso di introdurla su base permanente.

Un secondo tema è il principio contabile IFRS 9. Le già citate misure transitorie introdotte nel 2017 sono state ampliate per ricomprendervi l’impatto dell’incremento nelle ECL dovuto al Covid-19. Inoltre, la loro durata è stata estesa di due anni, fino a fine 2024, consentendo alle banche di ri-aggiungere al patrimonio di vigilanza CET1 l’incremento delle rettifiche da ECL registrato nel 2020 e nel 2021. La misura è finalizzata a temperare il possibile impatto del SICR e infatti esclude espressamente le maggiori svalutazioni registrate su crediti deteriorati.

Un aspetto importante del “quick fix” per il nostro Paese riguarda i titoli di Stato, per i quali si introduce un nuovo “filtro prudenziale” (cioè una regola che governa il passaggio dal patrimonio contabile a quello di vigilanza) al fine di ridurre l’impatto sui fondi propri dovuto alle perdite (anche latenti) sugli strumenti finanziari contabilizzati a fair value. E’ infatti previsto che le

¹² Nel testo diamo spazio alle misure focalizzate sul rischio di credito, il quick fix include comunque anche previsioni relative al rischio di mercato, nell’intento di impedire ai modelli interni di diventare eccessivamente prudenti a causa delle condizioni di mercato eccezionalmente negative dovute alla pandemia. In particolare, si dà facoltà alle autorità di vigilanza di

sospendere o attenuare le regole in materia di aggravati di capitale richiesti alle banche i cui modelli non superano la valutazione retrospettiva (“back-testing”) periodica. Gli scostamenti registrati nel 2020-2021 potranno infatti essere esclusi dagli esiti del back-testing a patto che non siano dovuti a debolezze intrinseche dei modelli.

banche possano ri-aggiungere al patrimonio di vigilanza una quota di tali perdite pari inizialmente al 100% (nel 2020), quindi via via minore fino a raggiungere lo 0% nel 2023¹³.

Vengono inoltre rese più flessibili le regole relative al leverage ratio¹⁴, un quoziente che le banche devono attualmente calcolare a meri fini informativi ma che diverrà un requisito prudenziale vincolante a partire dal 28 giugno 2021. E' poi anticipata nel tempo l'implementazione di alcune riduzioni nei requisiti patrimoniali che erano state già introdotte dal Parlamento europeo nel 2019, come il trattamento più favorevole delle esposizioni creditizie garantite dalla cessione del quinto e dei prestiti concessi alle PMI o nell'ambito del finanziamento di infrastrutture, che è stato anticipato di un anno, al 27 giugno 2020.

Il quick fix interviene, infine, anche sul tema controverso delle limitazioni ai dividendi raccomandate dalla BCE, impegnando la Commissione a riferire al Parlamento europeo entro la fine del 2021 in merito alla possibilità di conferire alle autorità di vigilanza poteri vincolanti in materia. Successivamente all'approvazione del provvedimento, il 28 luglio 2020, il Meccanismo di Vigilanza Unica è tornato peraltro a pronunciarsi sulla questione, estendendo la propria raccomandazione sino al 31 gennaio 2021.

4. Conclusioni

In occasione dello scoppio, in Europa, del Covid-19, le autorità di vigilanza e i co-legislatori hanno dato prova di un'apprezzabile capacità di reazione e di una tempestività per certi versi impensabile, alla luce dei tempi tradizionalmente necessari alla formazione del consenso in ambito comunitario. La necessità di ri-orientare in tempi brevi le prassi e le regole di vigilanza non è andata a scapito dell'ampiezza degli interventi adottati, contraddistinti da un notevole livello di ambizione in particolare per quanto riguarda il quick-fix. Nondimeno, alcune misure rischiano di rivelarsi incomplete e perciò insufficienti a governare senza ambiguità le ricadute della pandemia per i bilanci bancari.

Un primo tema degno di nota è quello del calendar provisioning. In proposito, l'impostazione privilegiata dalle autorità europee è stata quella di creare un "breathing space" di sette anni associato alla concessione di garanzie pubbliche, "congelando" le coperture minime obbligatorie per un periodo giudicato sufficiente a riassorbire gli effetti del virus sul quadro macroeconomico. Un siffatto approccio si presta tuttavia a diverse critiche. In primo luogo, allo scadere del settimo anno il coefficiente minimo di copertura obbligatoria sale bruscamente al 100%; un simile "decollo verticale" non tiene conto del fatto che – se è vero che le procedure di recupero si saranno

¹³ In materia di titoli pubblici è previsto anche un trattamento agevolato per le esposizioni denominate nella valuta di un diverso Stato UE e finanziate nella medesima divisa, che ne riducono l'impatto sui requisiti di capitale per il rischio di credito (fino a tutto il 2024) e ai fini della normativa sui grandi fidi (fino a tutto il 2026).

¹⁴ Il leverage ratio è un quoziente che rapporta il patrimonio di vigilanza (Tier 1) a una misura di totale attivo non ponderato (comprendente anche una stima dell'impatto delle poste sotto la linea). Il quick fix prevede che, nel calcolo di tale indicatore, sia permesso escludere le riserve presso la banca centrale (ma solo al

ricorrere di circostanze eccezionali, con il consenso delle autorità di vigilanza e per un massimo di un anno). Gli istituti che si avvarranno di tale facoltà dovranno calcolare un leverage ratio corretto al fine di compensare gli effetti dell'esclusione delle riserve, ma la correzione resterà costante per tutta la durata dell'esclusione (anche se l'ammontare di riserve dovesse aumentare). Verrà inoltre differita al primo gennaio 2023 – coerentemente con quanto deciso dal Comitato di Basilea – l'entrata in vigore del cosiddetto "additional leverage ratio buffer" previsto per le banche di importanza sistemica.

verosimilmente rimesse in moto nell'arco di qualche anno – nondimeno i procedimenti collegati (in particolare quelli giudiziali) potrebbero aver accumulato un ritardo difficile da riassorbire. Simili considerazioni avrebbero reso consigliabile una qualche forma di gradualità allorché, al termine dei sette anni di “sabbatico”, le banche saranno chiamate a registrare rettifiche di valore minime obbligatorie sulle esposizioni garantite dallo Stato.

Le percentuali di copertura minima previste dal calendar provisioning, peraltro, sono state stimate in una fase economica complessivamente benigna se paragonata alla congiuntura attesa per i prossimi anni; seppure non v'è un sufficiente consenso, in ambito internazionale, per ricalibrarne il profilo, sarebbe comunque opportuno prendere atto che il lockdown ha causato una profonda discontinuità operativa nelle procedure legali di recupero e allontanato nel tempo la possibilità di reperire controparti interessate ad accordi stragiudiziali (basati per esempio sulla cessione di cespiti produttivi di tipo industriale, commerciale o turistico). In tale contesto risulterebbe legittimo, e per molti versi opportuno, congelare temporaneamente il conteggio del “vintage” dei crediti deteriorati (il tempo trascorso dalla classificazione come default), cioè della variabile da cui dipende l'applicazione delle percentuali di copertura minime crescenti introdotte nell'ambito del calendar provisioning. Preoccupa, infine, la mancanza di pronunciamenti chiari e validi *erga omnes* in relazione alla possibilità di rivedere gli obiettivi di copertura (o di cessione a terzi) dei crediti deteriorati che la BCE ha imposto alle grandi banche dell'Eurozona nel passato biennio. L'autorità di vigilanza ha invero reso noto di essere disponibile a rivalutare tali indicazioni con adeguata flessibilità, in un'ottica “caso per caso”; in assenza di criteri trasparenti e uniformi,

tuttavia, vi è il rischio che il processo di revisione di questi obiettivi venga percepito come incerto, se non addirittura arbitrario, da parte delle istituzioni vigilate e degli investitori.

In materia di IFRS 9 e di SICR le autorità hanno incoraggiato le banche a interpretare i principi contabili in modo tale da non procedere a rettifiche di valore eccessivamente procicliche, destinate a riassorbirsi negli anni a venire man mano che l'Europa riemergerà dalla fase di severa contrazione dell'attività economica innescata dal Covid-19. Un simile approccio, certamente condivisibile, si scontra tuttavia – in qualche misura – con gli stessi “principi ispiratori” delle normative contabili rilevanti. L'IFRS 9, come si ricorderà, rappresenta la risposta degli standard setter alla scarsa proattività dell'approccio previgente, codificato nel principio contabile IAS 39, che negli anni antecedenti la crisi bancaria del 2007-2009 non aveva consentito di costituire per tempo adeguate riserve a fronte delle perdite ancora non conclamate, ma già ragionevolmente attese per futuro. Esso risulta dunque ricco di previsioni specifiche che impongono al redattore del bilancio – su cui ricade la responsabilità ultima della corretta applicazione di tali precetti – di reagire senza ritardo ai segnali di deterioramento della qualità creditizia evidenziati dal portafoglio prestiti. Non è chiaro dunque fino a che punto l'atteggiamento “forward looking” del nuovo principio contabile possa essere davvero temperato attraverso un mero sforzo interpretativo; e quanto invece possa risultare opportuno anche un intervento legislativo mirato, sulla falsariga di quanto già accaduto ad esempio nel 2008 allorché il Parlamento europeo seppe reagire alla crisi innescata dal collasso di Lehman Brothers approvando in tempi brevi un pacchetto di deroghe specifiche e fornendo un quadro normativo certo alle banche e ai loro revisori.

Con riguardo alle restrizioni imposte ai dividendi distribuiti dalle banche, appare opportuno che la BCE rassicuri il mercato circa la natura assolutamente eccezionale e temporanea delle raccomandazioni sin qui emanate¹⁵. Diversamente, il quoziente tra capitalizzazione di borsa e patrimonio contabile dei grandi intermediari creditizi quotati, già sotto pressione per effetto di una redditività strutturalmente fragile e degli effetti della pandemia, verrebbe ulteriormente penalizzato dalla reazione negativa degli investitori al divieto di distribuire utili, finendo per esacerbare la crisi piuttosto che risolverla.

Un ultimo tema riguarda la possibile introduzione di norme volte a rendere adeguatamente graduale e sopportabile la progressiva rimozione delle misure straordinarie emanata durante la prima fase della pandemia, “riducendo le dosi” al paziente senza provocare collassi. In proposito, dai già citati dati CRIF emerge come nei prossimi sei mesi il 69% della clientela small business sarà affetto dalla conclusione delle moratorie concesse dalle banche per effetto delle normative straordinarie approvate al governo, con un incremento della rata media da pagare stimato intorno al 53%. E’ evidente che un simile fenomeno, se non attentamente monitorato e gestito, può condurre a un significativo aumento dei crediti deteriorati e a una successiva contrazione dell’offerta di credito. Da questo punto di vista, potrebbe rappresentare una mossa falsa la decisione dell’EBA di revocare, per le moratorie applicate già dal primo ottobre 2020, il trattamento maggiormente favorevole introdotto con le comunicazioni dello scorso marzo-aprile e di cui si è detto in precedenza.

Porre l’accento sull’utilità di possibili ulteriori interventi delle autorità non equivale tuttavia a adottare un approccio “assistenzialistico” che assegni al *Deus ex machina* delle misure pubbliche il compito di governare e infine risolvere la crisi. Tale responsabilità ricade in primo luogo sulle banche, sulle loro scelte gestionali, sulla robustezza delle infrastrutture informative e dei processi di gestione del rischio con cui stanno affrontando una crisi senza precedenti. Moratorie e garanzie, deroghe ai criteri di classificazione in default delle esposizioni, rallentamenti nel profilo temporale con cui agisce il calendar provisioning non devono diventare un modo per spegnere i fari e non vedere il possibile precipizio. Protetti dall’ombrello delle misure straordinarie di vigilanza – emanate ed emanande – gli intermediari devono lavorare alacremente per riconoscere tempestivamente le esposizioni deteriorate e per favorire l’erogazione di credito sano a quelle imprese (e famiglie) che possono traghettare l’economia nazionale verso la ripartenza.

¹⁵ Cfr. Cuneo S. e A. Resti, “Incognite nel divieto di dividendi per le banche”, 30 luglio 2020, La Voce, articolo disponibile all’indirizzo

<https://www.lavoce.info/archives/68826/incognite-nel-divieto-di-dividendi-per-le-banche/>.

6. UNIONE BANCARIA EUROPEA ALLA LUCE DELLA PANDEMIA

Elisa Coletti, Rony Hamaui♦

Sinora i sistemi bancari europei hanno ben resistito alla più severa crisi dell'ultimo secolo, sia perché partivano da una solida situazione patrimoniale, sia perché protetti da eccezionali politiche monetarie e fiscali. La loro redditività si è ridotta ma i crediti deteriorati hanno continuato a calare. La situazione potrebbe tuttavia deteriorare rapidamente il prossimo anno. Da qui la necessità di completare l'Unione bancaria avviata lo scorso decennio. Mentre in termini di supervisione la situazione appare confortante, il processo di gestione delle crisi andrebbe profondamente ridisegnato, il costituendo fondo di risoluzione fuso con quello di assicurazione dei depositi, completati i lavori sulla bad bank e favorita la creazione di un mercato più trasparente degli NPL.

Introduzione

Sinora il sistema finanziario internazionale non è stato particolarmente afflitto dalla più seria pandemia mondiale dell'ultimo secolo e dalla conseguente forte riduzione delle attività economiche. Le principali borse mondiali e in particolare quelle americane, dopo un repentino crollo iniziale, si sono riprese, mentre i mercati monetari e obbligazionari hanno continuato ad operare in maniera normale. Gli spread sui titoli dei sovrani, che nel frattempo hanno accumulato debiti crescenti, sono rimasti stabili o si sono addirittura ridotti. Anche sul segmento del debito corporate *high yield* le nuove emissioni sono state ingenti e la liquidità non è mai mancata. Il dollaro, considerato valuta rifugio nelle crisi, si è rafforzato solo nelle prime settimane della pandemia. per poi cedere negli ultimi mesi.

In questo quadro anche i sistemi bancari, che pure hanno fatto notevoli accantonamenti prudenziali e hanno conosciuto una importante caduta delle loro quotazioni, sinora non hanno visto ancora aumentare i crediti deteriorati e hanno

mantenuto gli eccellenti livelli di capitalizzazione raggiunti grazie ad una normativa prudenziale che si è fatta molto più severa dopo l'ultima crisi finanziaria. Tuttavia, la loro redditività, almeno in Europa, ha cominciato a risentire della crisi, pur non avendo ancora messo in discussione la stabilità di nessun istituto bancario.

Tutto ciò è potuto succedere grazie a politiche economiche straordinariamente espansive portate avanti dai principali paesi. Mai come questa volta, pur in assenza di una regia unica e di una leadership internazionale, le politiche fiscali e monetarie hanno conosciuto un coordinamento particolarmente efficace sia fra di loro che a livello internazionale (FIG. 1). L'esperienza di strumenti non convenzionali messi a punto dalle principali banche centrali durante la crisi del 2007-09 è stata rapidamente utilizzata¹. Si pensi ai poderosi programmi di acquisto di obbligazioni pubbliche e private o agli strumenti di finanziamento delle banche. Per la prima volta sono stati messi in piedi sistemi di assicurazione pubblica del credito bancario straordinariamente efficienti². Così, i

♦ Banca Intesasanpaolo, Università Cattolica del Sacro Cuore

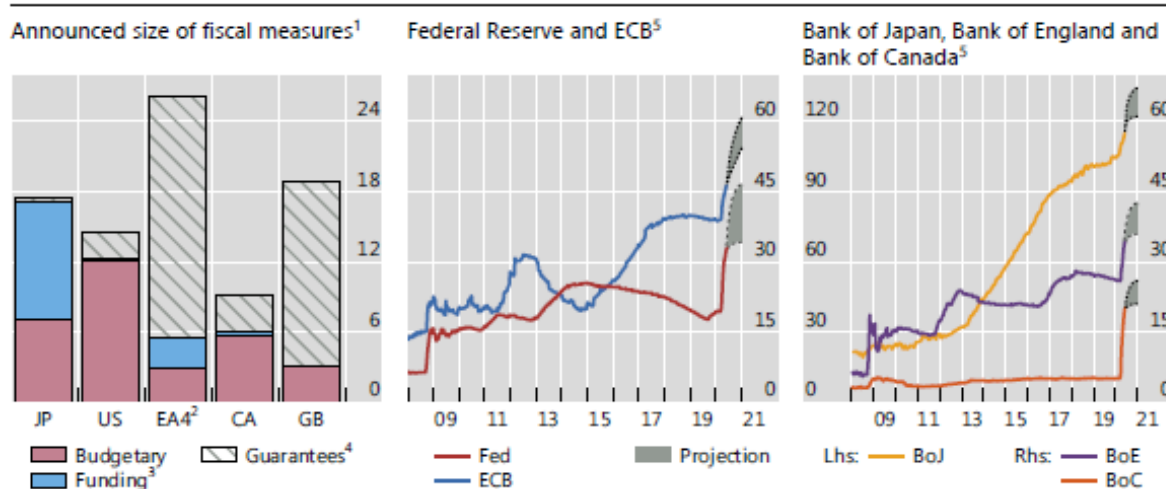
1 Paolo Cavallino and Fiorella De Fiore, "Central banks' response to Covid-19 in advanced economies" BIS Bulletin No 21, June 5, 2020

2 Patrizia Baudino, "Public guarantees for bank lending in response to the Covid-19 pandemic", BIS Financial Stability Institute Briefs No 5 April 2020

sistemi bancari hanno potuto sostenere le impellenti necessità di liquidità delle imprese senza correre troppi rischi, ma anzi riducendoli. L'utilizzo di estese moratorie sugli impieghi, grazie ad una regolamentazione che si è fatta carico di

non qualificare tali crediti come deteriorati e quindi evitando di appesantire gli accantonamenti, ha dato ulteriore respiro alle aziende, senza pesare sui bilanci delle banche³.

FIG. 1 - Le misure fiscali annunciate dai governi e la crescita dei bilanci delle banche centrali
(in % del Pil)



¹ Data as of 13 May 2020 and taken from IMF (2020a) and IMF (2020b). The data might not be complete due to uncertainty about the actual fiscal spending. ² Weighted averages of DE, ES, FR and IT based on GDP and PPP exchange rates. ³ Equity injections, asset purchases, loans, debt assumptions, quasi-fiscal operations and use of extra-budgetary funds. ⁴ Guarantees on loans and other contingent liabilities, including fiscal backing for central bank programmes. ⁵ Balance sheet projections are until end-2020 and are expressed as percentages of Q4 2019 GDP. Scenarios are based on central bank announcements up to 4 June 2020 and on the assumptions reported in Table A1 in the online appendix.

Sources: IMF; central bank websites; BIS; authors' calculations.

Fonte: Cavallino e De Fiore (2020)

Anche l'Unione Europea ha dato una risposta all'altezza della situazione d'emergenza sia sospendendo il Patto di Stabilità sia facendosi per la prima volta carico a livello federale delle spese e del debito dei paesi dell'Unione attraverso strumenti come il SURE, il MES, la BEI e il Recovery Fund. In sostanza, seppure con qualche spreco, si è finora trattato di una magistrale gestione della crisi economica.

Ora però con una pandemia che appare in fase di recrudescenza e le incertezze legate alla messa a punto e distribuzione su scala mondiale di un vaccino sicuro, la situazione potrebbe farsi più complicata. In assenza di una solida ripresa, lo scadere delle moratorie concesse e le continue necessità di nuova finanza da parte delle imprese rendono altamente probabile una forte salita dei tassi di insolvenza. In questa situazione è anche probabile che la volatilità dei mercati finanziari e

³Dall'inizio di marzo la BCE ha inoltre liberato capitale regolamentare per circa 120 miliardi di Euro, attraverso

un rilassamento della regolamentazione bancaria (si veda FT 18 settembre)

in particolare delle borse risalta e continui a rincorrere notizie più o meno buone sul fronte sanitario ed economico, mentre alcuni intermediari finanziari potrebbero trovarsi in una situazione difficile.

In questo contesto il sistema bancario europeo risulta vulnerabile, perché frammentato e dotato di una struttura regolamentare ancora incompiuta. In particolare, l'Unione bancaria europea, che pure ha fatto notevoli passi avanti negli ultimi dieci anni, si presenta ancora largamente incompleta. Il meccanismo di gestione delle crisi bancarie risulta farraginoso, dispersivo ed inefficiente, certamente molto lontano dagli standard americani. Non esiste ancora un vero meccanismo pan europeo di assicurazione sui depositi, mentre i lavori sulla bad bank e gli sforzi per rendere più trasparente il mercato dei NPL sono ancora in corso. Solo la vigilanza bancaria è stata portata avanti con impensata determinazione e necessita pochi marginali aggiustamenti in termini di legislazione bancaria. Obiettivo di questo capitolo è fare il punto sullo stato di salute del sistema bancario europeo, e italiano in particolare, e sullo stadio di

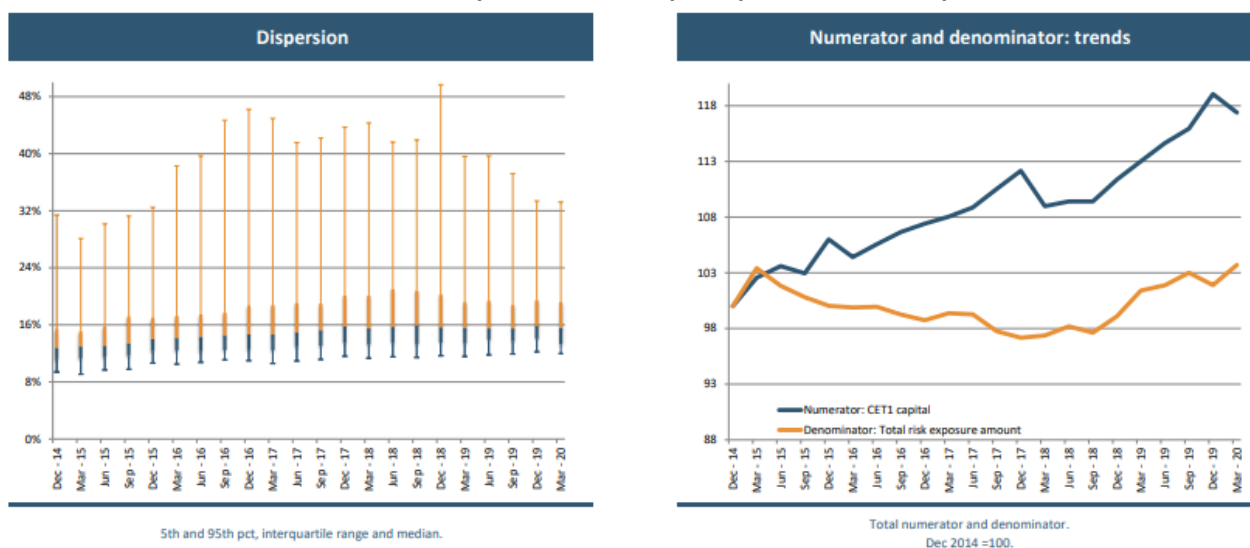
avanzamento dell'Unione Bancaria, alla luce delle nuove sfide imposte dalla pandemia.

1. La situazione del sistema bancario europeo

1.1 Solidità

Nel primo trimestre del 2020 la forte contrazione economica ha ridotto, sinora in maniera lieve, i coefficienti patrimoniali delle principali banche europee. Il coefficiente medio riferito al capitale di miglior qualità versato (CET1) è diminuito di 40 punti base rispetto al suo valore di fine 2019 (14,6%). La caduta è imputabile sia all'aumento del denominatore, l'attivo ponderato per il rischio (RWA) che da un calo del numeratore, il capitale versato. Quest'ultimo si è ridotto principalmente a causa della prudenziale contrazione della valutazione delle riserve. L'aumento degli RWA, invece, è dovuto all'aumento del rischio di mercato (+17,1%), causata dalla forte volatilità dei mercati, e del rischio di credito (+1%) imputabile alla crescita dei prestiti, provocata dal fatto che le aziende hanno tirato linee di credito per resistere a potenziali tensioni di liquidità (FIG. 2).

FIG. 2 - CET1 capital ratio delle principali banche europee

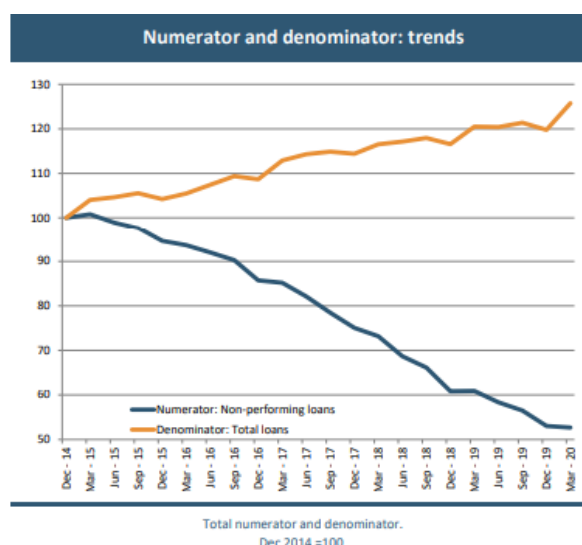
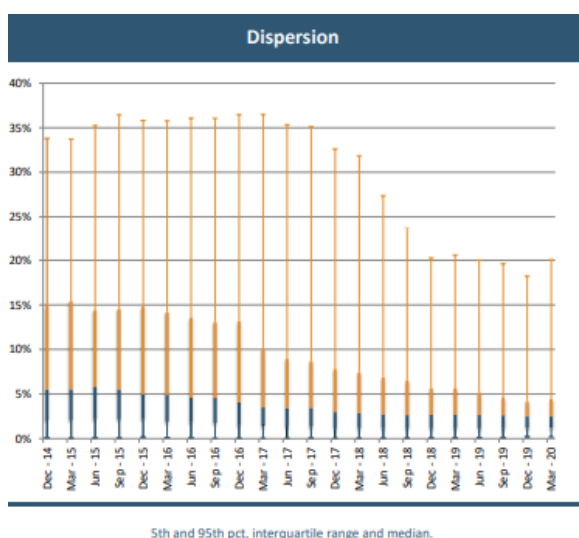


Fonte: EBA Risk Dashboard Data as of Q1 2020

Anche gli effetti del COVID-19 sulla qualità dell'attivo bancario sono solo parzialmente visibili nel primo trimestre del 2020, poiché presumibilmente i default si osserveranno in una fase successiva. Il rapporto dei prestiti in sofferenza sul totale dei prestiti è rimasto sostanzialmente invariato (3% a marzo 2020

contro 3,1% a fine 2019). Questa flessione è stata trainata dall'aumento dei volumi dei prestiti, ma anche, in misura minore, da una contrazione dei crediti deteriorati, in calo dello 0,7%. (FIG. 3).

FIG. 3 - NPL Ratio delle principali banche europee



Fonte: EBA Risk Dashboard Data as of Q1 2020

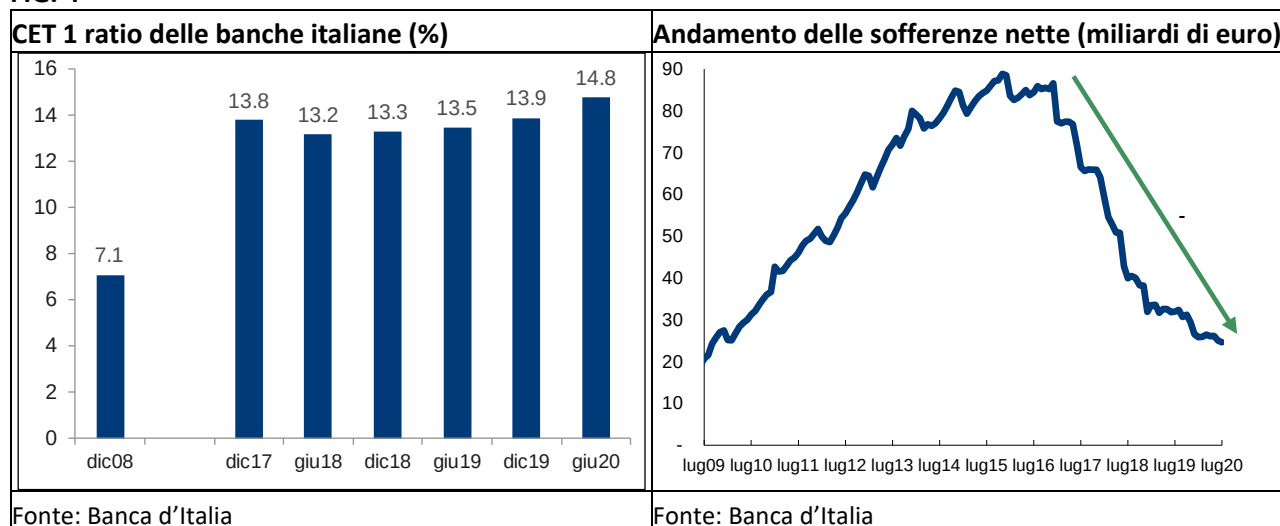
Il volume netto delle attività delle banche europee è cresciuto in maniera sostenuta su base trimestrale (+7,6%). I prestiti e le anticipazioni, che rappresentano oltre il 60% del totale dell'attivo, sono cresciute del 4,2%. In particolare, gli impieghi alle imprese non finanziarie sono aumentati in maniera vigorosa, presumibilmente guidata dalle grandi società che hanno attivato le loro linee di credito in essere, mentre i prestiti alle famiglie sono diminuiti dell'1,3%. Queste cifre non riflettono ancora l'aumento dei prestiti alle piccole e medie imprese perché i regimi di garanzia pubblica sono stati avviati solo alla fine del primo trimestre o addirittura all'inizio del secondo. In futuro si prevedono anche importanti pressioni sul capitale delle banche, date dal probabile

deterioramento della qualità dell'attivo. A questo proposito, le misure di riduzione del capitale concordate a livello UE, compreso il rilascio dei buffer, nonché la possibilità per le banche di operare temporaneamente al di sotto del secondo pilastro, creano un margine aggiuntivo per assorbire le perdite. Inoltre, misure legislative, come il rafforzamento dei provvedimenti a sostegno delle PMI (lo SME supporting factor), l'estensione del periodo di transizione per i nuovi accantonamenti previsti per perdite su crediti e il trattamento preferenziale, relativamente al prudential backstop, degli NPL che beneficiano della garanzia pubblica dovrebbero attenuare ma non annullare l'impatto del deterioramento degli attivi.

In un recente lavoro la McKinsey considera tre scenari che nascono da un'indagine demoscopica su centinaia di imprenditori. Nei due scenari più lievi, in cui il PIL ritorna al livello di pre-virus nel 2021 o 2023, la riduzione di capitale primario delle banche europee sarebbe rispettivamente di \$100 miliardi e \$400 miliardi. In questi casi i CET1 ratio scenderebbero al 10,0% e all'8,5%, valori ancora superiori dei minimi normativi. Certamente alcuni istituti scivolerebbero a un livello che ne minaccia la vitalità, ma i sistemi bancari sopravviverebbero. In altre parole, in entrambi questi scenari, la regolamentazione prudenziale degli ultimi dieci anni avrà avuto successo, un risultato che vale la pena celebrare. Tuttavia, gli scenari più miti non sono affatto scontati. Nel caso in cui il quadro congiunturale dovesse farsi più pessimistico, il capitale del sistema bancario europeo potrebbe diminuire di altri due o tre punti percentuali, portando il CET1 vicino al 5-6 per cento, valori ritenuti inaccettabili che necessitano aumenti di capitale.

Risultati simili sono ottenuti da un recente lavoro Schularick, Steffen, e Troeger che stimano un deficit di capitale nelle banche europee di circa 140 miliardi di euro in uno scenario moderato e di 600 miliardi di euro in uno scenario più grave e propongono una ricapitalizzazione precauzionale a livello europeo che metta al centro della scena il meccanismo europeo di stabilità (ESM).⁴

In questo contesto le banche italiane si sono distinte per il continuo rafforzamento del grado di patrimonializzazione, col CET 1 ratio salito a marzo a 14,0% e a 14,8% a giugno, quasi un punto in più rispetto al 13,9% di fine 2019. All'aumento hanno contribuito la capitalizzazione degli utili 2019 non distribuiti, in linea con le raccomandazioni della supervisione bancaria⁵ e l'applicazione del CRR quick fix, che ha consentito una riduzione degli assorbimenti patrimoniali per alcune categorie di crediti, come quelli alle PMI.

FIG. 4


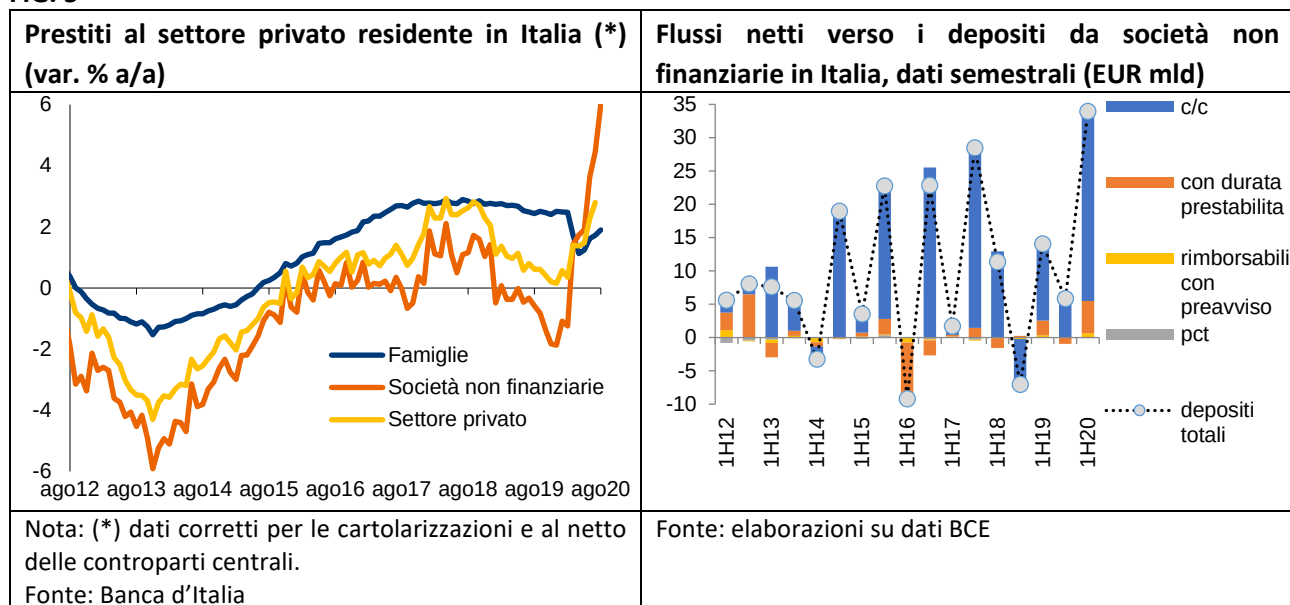
⁴ Moritz Schularick, Sascha Steffen, and Tobias H. Troeger, "Bank Capital and the European Recovery from the COVID-19 Crisis" CEPR Discussion Paper No. DP14927, Jun 2020

⁵ Ignazio Visco, "L'economia italiana e le banche: implicazioni della pandemia e prospettive". Intervento presso l'Associazione Bancaria Italiana, Comitato esecutivo, Roma, 16 settembre 2020.

Il rafforzamento patrimoniale si è accompagnato al proseguimento dell'azione di derisking, sebbene temporaneamente rallentato nella fase di confinamento. Il tasso di deterioramento del credito è rimasto stabile ai minimi di sempre, pari a 1,3% per il complesso dei prestiti anche nel secondo trimestre 2020 come nei due precedenti. Questo andamento ha beneficiato delle moratorie e delle altre misure di supporto a famiglie e imprese, in forma di sussidi, contributi e cassa integrazione. Al contempo, sono proseguite le operazioni di deconsolidamento dei prestiti deteriorati, nel rispetto di quanto programmato dalle banche prima dello scoppio della pandemia. Tra fine 2019 e giugno 2020 il rapporto tra crediti deteriorati e il totale dei finanziamenti è sceso dal 3,3% al 3,1% al netto delle rettifiche di valore e dal 6,6% al 6,1% al lordo delle rettifiche. La copertura dei crediti deteriorati è rimasta stabile, al 52,8% a marzo per le banche principali, ben superiore alla media europea (46% per le banche dell'UE27, fonte EBA Risk Dashboard).

Grazie alla più solida dotazione patrimoniale, ai crediti deteriorati ridotti, all'abbondante liquidità, si sono evitati vincoli all'offerta e una restrizione del credito, con potenziali effetti pro-ciclici. Le banche sono state in condizione di svolgere la funzione di canale di trasmissione delle misure di policy, garantendo liquidità e nuovo credito all'economia. L'impatto della pandemia sul mercato del credito è stato rilevante. Da marzo i prestiti alle imprese sono tornati in crescita, mostrando una progressiva accelerazione nei mesi successivi (+6% a/a i prestiti alle società non-finanziarie ad agosto rispetto a un calo dell'1,2% a febbraio). La crescita dei prestiti ha interessato in una prima fase le imprese più grandi e si è estesa successivamente a quelle di dimensioni minori. L'ampio ricorso ai crediti con garanzia pubblica ha contribuito ad alimentare i depositi delle imprese, con forti apporti di liquidità soprattutto verso le forme a vista (nei mesi da gennaio ad agosto 2020 i depositi delle società non-finanziarie sono aumentati di 59 miliardi).

FIG. 5

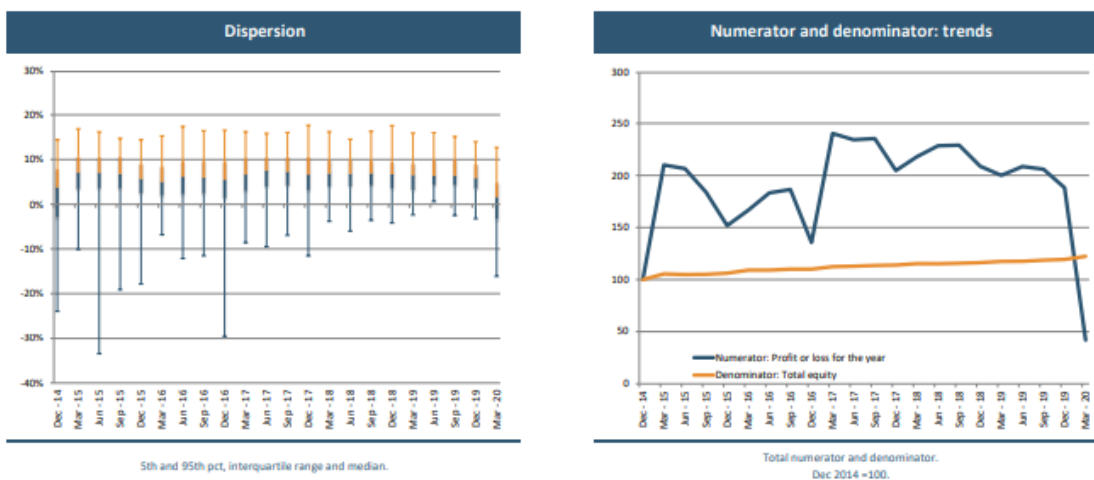


1.2 Profittabilità

Già prima della crisi pandemica la redditività del sistema bancario europeo risultava bassa e decisamente inferiore a quella osservata negli Stati Uniti. La forte frammentazione del sistema, la difficoltà di effettuare fusioni fra paesi dell'Unione ed il ritardo nei processi di ristrutturazione e riduzione degli sportelli spiegano questa difficile situazione. La recente crisi sembra aver aggravato il problema: nel primo trimestre di quest'anno la profittabilità del sistema bancario europeo ha

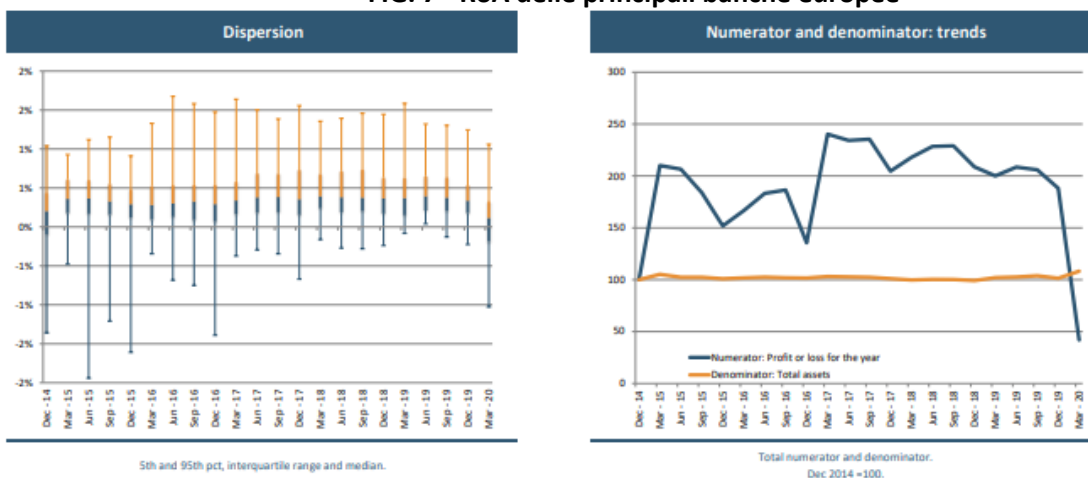
conosciuto un ulteriore importante ridimensionamento. Il rendimento medio del capitale (RoE) delle principali banche europee è sceso dal 5,9% al 1,3%, mentre il rendimento medio sul totale dell'attivo (RoA) si è quasi azzerato passando dallo 0,41% allo 0,08%. Inoltre, la dispersione di entrambi gli indicatori tra le diverse banche si è ampliato in maniera molto significativa. (FIGG. 6 e 7)

FIG. 6 - RoE delle principali banche europee



Fonte: EBA Risk Dashboard Data as of Q1 2020

FIG. 7 - RoA delle principali banche europee



Fonte: EBA Risk Dashboard Data as of Q1 2020

Dal lato delle entrate le componenti fondamentali come il reddito da interessi e le commissioni presumibilmente non riflettono ancora tutti gli effetti del COVID-19 e delle misure di contenimento. Il primo, infatti, è rimasto quasi piatto, nonostante l'aumento delle attività che generano interessi, mentre il secondo è aumentato dell'1,7%. Il risultato netto dell'attività di negoziazione è, invece, diminuito di oltre il 300% a causa della volatilità del mercato. In sintesi, il calo del risultato operativo netto totale è stato del 5,4% su base trimestrale. Per tutte e tre le componenti reddituali, la dispersione si è notevolmente ampliata, riflettendo una forte divergenza tra le banche.

Anche per le banche italiane nella prima parte del 2020 la redditività è nettamente diminuita. Il ROE del primo semestre è sceso di oltre 5 punti percentuali rispetto allo stesso periodo del 2019⁶. Due grandi banche significative hanno registrato risultati in perdita. In aggregato, la flessione dei ricavi è stata più che compensata dal calo dei costi operativi, ma le rettifiche di valore su crediti sono aumentate sensibilmente. Ciò risponde alla necessità di accrescere il grado di copertura delle posizioni ancora in bonis, per tener conto del deterioramento del merito di credito a seguito del peggioramento del contesto economico. In tal senso le principali banche italiane hanno agito in via prudenziale seguendo solo parzialmente le indicazioni di EBA e BCE di contenere gli effetti prociclici degli IFRS9. Il costo del rischio è salito a 89pb misurato su un campione di 9 banche significative, dai 57pb del primo semestre 2019⁷. L'aumento è dovuto al nuovo scenario economico definito a seguito della diffusione del COVID-19 (35pb l'impatto del nuovo scenario sul costo del rischio).

Guardando al futuro, le prospettive di redditività delle banche europee sembrano piuttosto fosche. Anche se è possibile che il reddito netto generato dall'attività di negoziazione riprenda, la minore domanda dovuta alla contrazione dell'attività economica avrà ragionevolmente impatti depressivi sul complesso dei ricavi. Il margine da interessi dell'attività con clientela resterà sotto pressione in conseguenza della bassa marginalità dei prestiti e nonostante la crescita dei volumi di credito con garanzia pubblica. Un sostegno al margine complessivo verrà dalle condizioni molto favorevoli delle TLTRO III.

Il costo della raccolta, infatti, resta contenuto. Nell'area euro, la BCE è anche riuscita a limitare gli effetti nocivi dei tassi d'interesse negativi sulla redditività delle banche e sugli investitori istituzionali, offrendo al sistema bancario programmi di finanziamento a tassi notevolmente più bassi di quelli sui depositi al raggiungimento di prefissati obiettivi di crescita degli impieghi all'economia.

Le prospettive di redditività per le banche quotate sono riflesse nella ulteriore caduta dei rapporti tra il loro valore di mercato e quello di libro (P/B). Tale rapporto del Eurostoxx 600 Banks si è abbassato dallo 0,7 al 0,4 nel primo trimestre del 2020. Pertanto, se una banca avesse bisogno di raccogliere fondi sul mercato, gli attuali azionisti verrebbero fortemente diluiti.

⁶ Alessandra Perrazzelli, "Il sistema bancario italiano tra difficoltà congiunturali e sfide tecnologiche", Roma, 21 settembre 2020.

⁷ Prometeia, "Analisi dei bilanci bancari, Banche italiane significative", settembre 2020.

2. Le prospettive dell'unione bancaria europea

2.1 Vigilanza

Il Meccanismo di Vigilanza Unico (Single Resolution Mechanism - SSM) è il primo fondamentale e meglio funzionante pilastro dell'Unione bancaria. Con il Regolamento del 2013⁸ il Consiglio ha creato un efficiente e ben dotato sistema di vigilanza prudenziale europeo sugli enti creditizi appartenenti alla zona dell'euro e agli altri paesi che vogliono far parte dell'Unione bancaria e attribuito alla Banca centrale europea strumenti e compiti ben specifici. In pochi anni il SSM ha saputo creare una robusta struttura, che ha operato con determinazione e contribuito a rafforzare il sistema creditizio europeo.

Questo non vuole dire che non vi siano margini di miglioramento. In un recente lavoro Ignazio Angeloni⁹ sottolinea, ad esempio, che in alcuni campi la legislazione bancaria europea risulta incompleta, e questo costringe la BCE ad applicare le leggi nazionali. In altri casi le direttive europee entrano in vigore solo dopo l'approvazione delle leggi nazionali di recepimento, che spesso non risultano omogenee fra loro. Questo è il caso del controllo dell'adeguatezza degli amministratori e dei dirigenti. In questi campi sarebbe opportuno un maggior utilizzo dello strumento del regolamento che entra immediatamente in vigore in tutti gli Stati dell'Unione.

Tuttavia, anche i regolamenti comunitari lasciano a volte alle autorità nazionali margini di discrezionalità: sono le così dette "opzioni o discrezionalità nazionali". Queste clausole, ad esempio, sono state utilizzate in alcuni paesi per impedire alla BCE di autorizzare movimenti di liquidità transfrontalieri tra filiali di grandi gruppi

bancari, ostacolando così l'integrazione del sistema.

Più in generale sebbene la revisione della regolamentazione bancaria dell'UE adottata nel 2019, la prima dopo il lancio dell'Unione bancaria, ha compiuto qualche progresso in una serie di settori, altri passi sembrano necessari. Queste e altre ambiguità devono essere rimosse dalla legislazione se si vuole che l'SSM adempia più efficacemente alla sua funzione prudenziale e di sviluppo di un sistema stabile e ben integrato.

2.2 Gestione delle crisi

Ben maggiori problemi pone l'attuale quadro normativo europeo di gestione delle crisi bancarie, che nasce anch'esso quale risposta alla grande recessione del 2007-09 e alla successiva crisi del debito sovrano europeo. Seguendo gli standard internazionali stabiliti dal Financial Stability Board (FSB), l'Unione Europea nel maggio del 2014 approva la direttiva europea *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD), che entra in vigore il primo gennaio 2016¹⁰. La direttiva si applica alle banche degli Stati membri della zona euro e a quelle dei paesi dell'UE che scelgono di aderire all'Unione Bancaria.

La direttiva affida al Meccanismo di Risoluzione Unico (Single Resolution Mechanism - SRM) il coordinamento degli interventi necessari a garantire una risoluzione ordinata delle banche in dissesto, con costi minimi per i contribuenti e per l'economia reale. Il SRM comprende il Comitato di Risoluzione Unico (Single Resolution Board - SRB), un'agenzia dell'Unione e il Fondo di Risoluzione Comune (Single Resolution Fund – SRF), finanziato dal settore bancario.

⁸ Regolamento 1024/2013

⁹ Ignazio Angeloni, "Beyond the Pandemic: Reviving Europe's Banking Union" CEPR PRESS 2020

¹⁰ Direttiva 2014/59/UE



Il Comitato di Risoluzione è formato da un presidente esecutivo, quattro membri a tempo pieno (nominati dal Consiglio dell'UE), i rappresentanti delle autorità nazionali di risoluzione (per l'Italia è stata designata la Banca d'Italia) e la BCE in qualità di osservatore. Il SRB entra in funzione quando il Meccanismo di Vigilanza Unico (Single Supervision Mechanism - SSM), che include la BCE e le autorità di vigilanza nazionali, segnala la situazione di dissesto o rischio di dissesto di una banca. Questo il più delle volte avviene nel momento in cui una banca scende al di sotto del suo requisito patrimoniale minimo e non è in grado in breve tempo di ripristinare la solvibilità o non ha la liquidità necessaria per adempiere ai propri impegni.

Il Comitato, preposto alla messa a punto dei programmi di risoluzione, una volta accertato che non esistono soluzioni di mercato, deve innanzitutto valutare se la banca oggetto di attenzione sia di interesse pubblico o no (Public Interest Assessment - PIA). In caso positivo la risoluzione verrà gestita a livello europeo, mentre nel caso contrario la liquidazione verrà demandata a livello nazionale indipendentemente dal fatto che l'ente sia "significativo" e quindi vigilato dalla BCE¹¹.

Così di fatto esistono due procedure distinte, una che riguarda la risoluzione ed è armonizzata a livello europeo e l'altra l'insolvenza che è lasciata

ai preesistenti regimi nazionali. Questi, spesso molto vecchi e radicati nelle diverse culture legislative degli Stati membri, finiscono per essere estremamente eterogenei fra di loro. E' poi rilevante osservare che la discriminante fra queste due procedure, l'interesse pubblico, è un concetto di difficile definizione, che lascia ampio margine all'arbitrio.

Ritornando al processo decisionale, se la banca viene ritenuta d'interesse pubblico, il SRB adotta un programma di risoluzione. Questo può includere uno o più "strumenti di risoluzione" quali: la vendita di parte o dell'intero attivo, la separazione delle attività "buone" da quelle "cattive", il *bail-in* (attraverso il quale alcune passività vengono cancellate o convertite in capitale per coprire le perdite¹²) e in ultima istanza la ricapitalizzazione della banca attraverso fondi pubblici, il SRF o risorse provenienti dal sistema bancario quale l'assicurazione sui depositi.

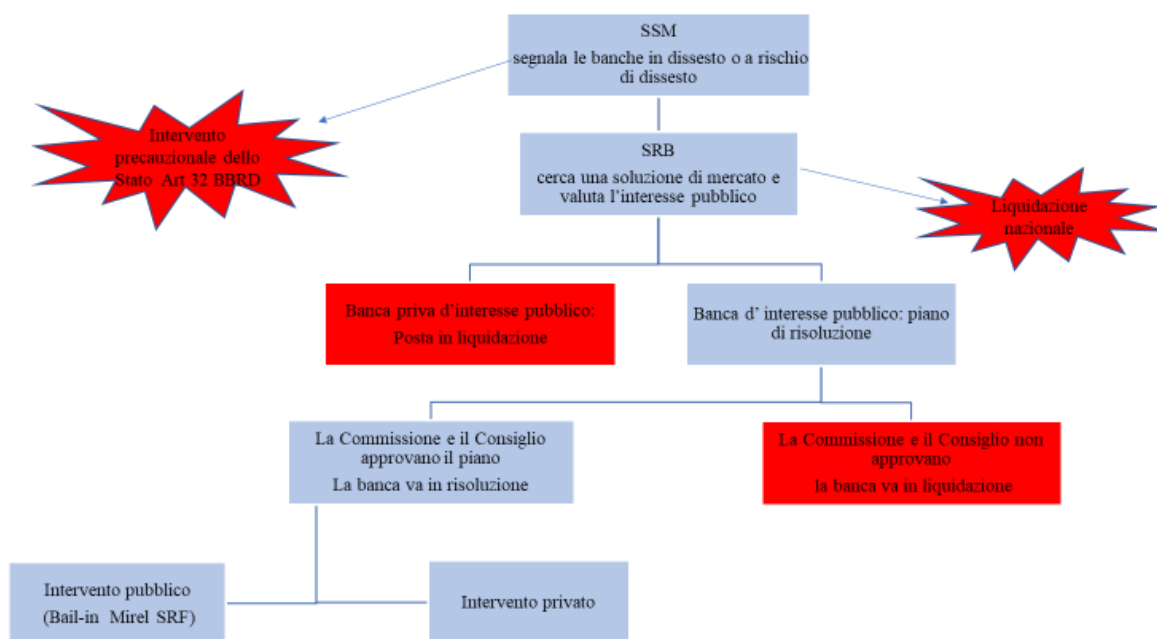
Questo programma viene poi trasmesso alla Commissione Europea che può approvarlo o sollevare obiezioni su aspetti discrezionali oppure proporre al Consiglio dell'UE di rivalutare la natura dell'interesse pubblico della banca e l'intervento del Fondo Comune (FIG. 8).

¹¹ Gli "enti significativi" sono le banche soggette alla vigilanza diretta della Banca Centrale Europea (BCE),

¹² Il *bail-in* o salvataggio interno, segue una sequenza di responsabilità prescritta dalla legge: prima gli azionisti, seguiti dai creditori in ordine di seniority e infine i depositanti. Questi se assicurati vengono

immediatamente rimborsati dal sistema nazionale di garanzia dei depositi. L'SRB ha imposto, a ciascuna banca, dei requisiti minimi da raggiungere in termini di strumenti che possono essere utilizzati nel *bail-in*: Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities – MREL.

FIG. 8 - Processo del Meccanismo Unico di Risoluzione (SRM)



Riguardo al Fondo di Risoluzione Unico è bene sottolineare che è stato istituito quale accordo sovranazionale e non comunitario, può essere utilizzato solo quando sono esaurite tutte le altre opzioni (vedi regole del *bail-in*) e deve essere finanziato dai contributi del settore bancario. In particolare, il Fondo verrà costituito nell'arco di 8 anni e dovrà raggiungere almeno l'1% dell'importo dei depositi protetti di tutti gli enti creditizi, così che il suo importo raggiungerà, alla fine del periodo transitorio, circa 55 miliardi di Euro. Il Fondo sarà inizialmente costituito da "comparti nazionali", che verranno gradualmente fusi.

A tutt'oggi il fondo ha raccolto 40 miliardi di Euro dai 19 paesi membri dell'Unione Bancaria. Alcuni governi vorrebbero che il MES (Meccanismo Europeo di Stabilità) offrisse un salvagente finanziario da qui al 2024 quando il Fondo di risoluzione delle crisi sarà finalmente a regime, ma l'Italia si è sinora opposta perché teme le

condizioni che MES potrebbe imporre all'erogazione dei fondi.

Un simile quadro normativo, pur rappresentando un passo avanti rispetto alla precedente situazione di totale assenza delle istituzioni europee nel processo di gestione ordinata delle banche in dissesto, presenta diverse importanti criticità. Alcune hanno a che fare con la sua pratica applicabilità, altre con la sua struttura estremamente complessa e articolata.

Sul primo fronte, in questi anni di applicazione della direttiva, due problemi si sono manifestati in maniera evidente. Il primo ha a che fare con la pratica del *bail-in*. Infatti, nonostante gli sforzi dell'SRB nel fissare adeguati requisiti MREL, ancora oggi molte banche hanno una struttura del passivo troppo sbilanciata sui depositi dei risparmiatori. In queste circostanze applicare le regole del *bail-in* diventa problematico e può creare instabilità nel sistema. Il secondo problema



riguarda il costo esorbitante che le assicurazioni dei depositi potrebbero doversi accollare nel caso di default della banca.

Al fine di far fronte a questi problemi le agenzie nazionali di risoluzione hanno aggirato la complessità del sistema europeo in due modi. Da un lato hanno cercato di fornire un sostegno finanziario alle banche in una fase iniziale, utilizzando le eccezioni alla regola degli aiuti di Stato presenti nella normativa (art. 32 BRRD).

Dall'altro hanno cercato di ricondurre il processo a livello di liquidazione nazionale, dove le regole del *bail-in* sono più blande. Questo ha comportato in alcuni casi che banche ritenute significative a livello di vigilanza venissero dichiarate non d'interesse pubblico. Significativo è il caso italiano riassunto nella TAB. 1.

TAB. 1 - Procedure di gestione delle crisi delle banche Italiane

Banca	Data	Totale Attivo (mld)	SI	PIA	Autorità di risoluzione	Procedura
CariChieti	11/2015	EUR 4.7	no	Positivo	NRA	Resolution
Banca Popolare dell'Etruria	11/2015	EUR 12.3	no	Positivo	NRA	Resolution
Cassa di Risparmio di Ferrara	11/2015	EUR 6.9	no	Positivo	NRA	Resolution
Banca delle Marche	11/2015	EUR 22.7	no	Positivo	NRA	Resolution
Banca Popolare di Vicenza	6/2017	EUR 34	si	Negativo	SRB	Insolvenza
Veneto Banca	6/2017	EUR 28	si	Negativo	SRB	Insolvenza
Monte dei Paschi di Siena	2017	EUR 139	si		NRA	Ricapitalizzazione preventiva
Carige	1/2019	EUR 22	no		NRA	Commissariamento
Popolare di Bari	12/2019	EUR 14,9	no		NRA	Commissariamento

Fonte: Fernando Restoy, Rastko Vrbaski and Ruth Walters, "Bank failure management in the European banking union: What's wrong and how to fix it" BIS, Financial Stability Institute, Occasional Paper No 15, July 2020 e successivi aggiornamenti

Sul fronte strutturale la principale carenza della Direttiva europea sta nel numero di istituzioni coinvolte nei processi di risoluzione: SRB, BCE, Commissione e Consiglio europeo e autorità nazionali di risoluzione e vigilanza. Una simile dispersione di responsabilità allunga i tempi di decisione e soprattutto rende il processo più frammentato ed incerto. La situazione europea in particolare stride rispetto alla realtà americana dove un unico ente, la Federal Deposit Insurance

Corporation (FDIC), oltre che occuparsi delle procedure di gestione delle crisi bancarie, svolge contemporaneamente le funzioni di supervisione bancaria e di gestione del fondo di garanzia dei depositi. Così essa concentra i ruoli che nell'assetto istituzionale europeo sono oggi distribuiti tra il Single Supervisory Mechanism (SSM), le autorità nazionali di vigilanza, il Single Resolution Board (SRB), le autorità nazionali di risoluzione, i sistemi nazionali di assicurazioni dei

depositi e, infine, il costituendo fondo comune europeo di garanzia dei depositi (European Deposit Insurance Scheme, EDIS)¹³.

In effetti tenere separati l'organo di risoluzione delle crisi da quello di vigilanza presenta qualche elemento di criticità. Numerose analisi hanno mostrato come le attività svolte dai due organismi sono complementari e sinergiche. L'autorità di supervisione, oltre a controllare l'applicazione della regolamentazione, monitora, valuta e in alcuni momenti impone un contenimento del rischio delle banche. Il supervisore ha anche il potere di dichiarare il fallimento delle banche e ritirarne la licenza. L'organismo preposto alle gestioni delle crisi interviene dopo i fallimenti, assicurando che le perdite siano il più contenute possibili e distribuite equamente, nonché i rischi non si diffondano nel resto del sistema. Tuttavia, senza una prospettiva di risoluzione attuabile, la supervisione non può agire in modo stringente e tempestivo, poiché può diventare essa stessa una fonte di rischio. Viceversa, qualsiasi progetto di risoluzione può risultare efficace solo grazie a una conoscenza approfondita dei rischi insiti nella banca in dissesto e alla possibilità di agire in modo tempestivo¹⁴.

Ugualmente critico è il fatto di avere un fondo di risoluzione separato da quello di assicurazione dei depositi, poiché anche in questo caso esiste una forte complementarità fra i due strumenti e una dimensione critica minima. Avere un adeguato fondo sui depositi limita il panico fra i depositanti e riduce il rischio di fuga dei depositi. Avere un adeguato fondo di risoluzione che intervenga rapidamente può tuttavia ridurre i costi per il sistema. Ecco perché è più efficiente, a parità di

risorse disponibili, avere un unico fondo più capiente capace di ottimizzare tutti gli interventi disponibili. Questo è tanto più vero se le risorse sono messe a disposizione dal sistema bancario, che ovviamente non può permettersi di sopportare eccessivi costi. Non a caso in Italia il Fondo Interbancario di tutela dei depositi è intervenuto più volte nelle operazioni di risoluzione delle crisi o direttamente o indirettamente, attraverso lo schema volontario, perché il costo di salvataggio della banca era inferiore al costo di rimborso dei suoi depositanti. In questo quadro molti obiettano che i 55 miliardi di Euro che il SRF avrà a regime non siano sufficienti ad affrontare una crisi che coinvolga una grande banca o una crisi sistemica.

Ugualmente critico è il fatto che le procedure armonizzate a livello europeo riguardino solo le banche che abbiano un interesse pubblico. Data la profonda diversità di trattamento esistente fra le procedure armonizzate e quelle non armonizzate e l'eterogeneità delle diverse procedure nazionali, l'esito di una crisi bancaria risulta estremamente incerto. Da qui nascono pressioni politiche e accuse di discriminazioni, che incrinano la fiducia del sistema e la sua efficacia. Ecco perché sarebbe importante armonizzare i sistemi di liquidazione nazionale ed avere un criterio più oggettivo di discriminazione tra le banche soggette a procedure europee o nazionali.

In conclusione, sarebbe opportuno approntare una profonda revisione del sistema europeo di gestione delle crisi, che desse al SRM un ruolo più operativo e meno di coordinamento. L'SRM dovrebbe poi avere un legame di dipendenza o almeno un maggiore grado di *coordinamento* con

¹³ Giovanni Majnoni D'Intignano - Andreas Dal Santo - Michele Maltese "La gestione delle crisi bancarie da parte della FDIC: esperienza e lezioni per la Banking Union" Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza N. 22 Agosto 2020. Fernando Restoy, Rastko Vrbaski and Ruth Walters, "Bank failure management in

the European banking union: What's wrong and how to fix it" BIS, Financial Stability Institute, Occasional Paper No 15, July 2020

¹⁴ Ignazio Angeloni, "Beyond the Pandemic: Reviving Europe's Banking Union" CEPR PRESS 2020.



il meccanismo di vigilanza e occuparsi in maniera esclusiva di tutte le banche vigilate a livello comunitario, mentre si dovrebbero armonizzare i meccanismi di liquidazione nazionali. Infine, il costituendo Fondo di risoluzione delle crisi andrebbe fuso con il Fondo di tutela dei depositi. Un programma di riforma ambizioso ma anche cruciale per realizzare un'Unione Bancaria più solida e resiliente. In questo contesto l'SRM dovrebbe avere anche il potere di usare una maggiore discrezionalità nell'uso del fondo di assicurazione/risoluzione e nell'applicare le regole del *bail-in*, almeno fino a quando i criteri stabiliti dal MREL non siano stati soddisfatti.

2.3 Il disegno europeo di Asset Management Company

Nonostante l'eccezionalità delle misure prese e la solidità del settore bancario, tra i policy maker a livello europeo e degli Stati Membri vi è una crescente attenzione agli impatti attesi sulla qualità del credito e ai possibili effetti sulla stabilità finanziaria derivanti da eventuali crisi di singole banche o da una generalizzata restrizione del credito conseguente all'emersione dei NPL, che potrebbe compromettere la ripresa economica.

L'analisi di vulnerabilità realizzata dalla BCE tra aprile e luglio 2020 su 86 banche del SSM vigilate direttamente mostra che il settore bancario dell'area euro è resiliente e continua a svolgere le proprie funzioni, in particolare la fornitura di credito all'economia¹⁵. Nello scenario COVID-19 centrale dell'esercizio condotto "a tavolino" (PIL reale dell'area euro -8,7% nel 2020), il CET 1 ratio si riduce di 1,9 punti percentuali nel triennio 2020-22 a 12,6%, mentre nello scenario più severo perde 5,7 punti a 8,8% a fine 2022 (PIL reale -12,6% nel 2020), anche se lo shortfall di capitale

resterebbe contenuto, a dimostrazione del buon grado di patrimonializzazione del settore in aggregato. L'impatto sul rischio di credito è il principale fattore che determina l'aumentato assorbimento di capitale nello scenario avverso, pari a 5,5 punti nel triennio rispetto ai 2,8 dello scenario centrale. Il deterioramento del credito cumulato nei tre anni 2020-22 rispetto all'esposizione iniziale è maggiore per i segmenti delle imprese e del credito al consumo e risulta rispettivamente pari a 1,4% e 3,9% nello scenario COVID-19 centrale (2,9% e 7,1% nello scenario avverso).

Pertanto, è sentita l'urgenza di agire per tempo, intraprendendo da subito le azioni necessarie per migliorare gli strumenti esistenti a livello di sistema o per introdurne di nuovi, al fine di evitare l'accumulo di nuovi NPL. Diversamente dalle crisi del passato, quella in corso non è dovuta a uno shock asimmetrico, ma riguarda tutti i paesi membri dell'UE. Vi sono quindi le condizioni per agire in modo coordinato e omogeneo all'interno dell'UE, senza pregiudizi. Il problema è comune.

La Commissione europea di recente ha riaperto il dibattito sulle misure concrete da attuare per migliorare il framework di gestione dei NPL sulla base delle linee tracciate dal Council Action Plan on NPL del 2017. Alcune delle misure sono a uno stadio già piuttosto avanzato di definizione, quali quelle riguardanti la standardizzazione dei dati (data template), l'infrastruttura dei dati (le piattaforme per il NPL), il mercato secondario dei NPL, con la proposta di Direttiva sui credit servicer e i credit purchaser e la recente proposta sulle cartolarizzazioni di NPE. Infine, un punto chiave già incluso nell'NPL Action Plan, riguarda la riforma degli schemi di insolvenza e del recupero dei crediti.

¹⁵ ECB – Banking supervision, COVID-19 Vulnerability Analysis Results overview 28 July 2020

Nell’ambito della strategia per affrontare l’emersione dei NPL, una parte importante dovrebbe essere rappresentata dalle Asset Management Companies (AMC). Quanto segue è basato sul non-paper preparato dalla Commissione europea – DG FISMA in occasione della Tavola rotonda sui NPL tenutasi il 25 settembre 2020¹⁶. Il documento delinea un possibile approccio per migliorare l’utilizzo delle AMC nazionali, inclusa la realizzazione di un network europeo di AMC. Il non-paper della DG FISMA rende da subito chiaro che l’ipotesi di una AMC unica a livello europeo non è sul tavolo. Il tema in discussione è quello di possibili AMC nazionali centralizzate, integrate a livello europeo tramite un network. L’AMC può essere privata o in parte pubblica. Non vi sarebbe tuttavia l’obbligo di costituzione di AMC nazionali e la decisione sarebbe lasciata alla facoltà di ogni Stato Membro. Il non-paper riconosce che diverse misure alternative sono state implementate in questi anni negli Stati Membri, misure che possono essere complementari o persino più appropriate delle AMC in relazione alla situazione del singolo Stato Membro. Con riguardo ai casi di AMC, vengono citate le esperienze di Spagna, Irlanda e Germania. Alla base del nuovo approccio presentato dalla Commissione, l’idea è che la AMC possa intervenire qualora si presentino fallimenti del mercato, andando a coprire differenze di valutazione dei NPL derivanti da situazioni temporanee di illiquidità del mercato. L’AMC infatti entrerebbe a un prezzo più alto (il REV – Real Economic Value) rispetto alla valutazione corrente, con l’idea di vendere sul mercato successivamente. A questo proposito, i mercati

secondari dei NPL sono considerati critici per il funzionamento delle AMC.

Riguardo al REV, è definito come il valore a lungo termine dell’asset, sulla base dei flussi di cassa sottostanti in un orizzonte temporale più lungo. Il REV si pone quindi in posizione intermedia tra il valore di libro dei NPL e quello di mercato, configurando un supporto pubblico.

Pertanto, il disegno dell’AMC pubblica deve essere compatibile con la legislazione europea in tema di Aiuti di Stato e di gestione delle crisi bancarie. Secondo la BRRD, infatti, in condizioni normali la necessità di un supporto finanziario pubblico straordinario porterebbe la banca beneficiaria a essere considerata “failing or likely to fail” – FOLF e quindi sottoposta a risoluzione o a procedura nazionale di liquidazione. Tuttavia, la BRRD riconosce anche l’esistenza di situazioni dove il ricorso a tale supporto pubblico non è considerato un fattore che attiva la dichiarazione dello stato FOLF, posto che siano verificate determinate condizioni tra cui: la banca sia solvente, il supporto sia temporaneo e a fini precauzionali, volto a porre rimedio a una grave turbativa economica nello Stato Membro e a preservare la stabilità finanziaria. A queste condizioni e in circostanze eccezionali, la BRRD prevede la cosiddetta ricapitalizzazione precauzionale il cui ammontare è però limitato a coprire il deficit di capitale definito nell’ambito di stress test, AQR o esercizi analoghi condotti dalla BCE e dalle autorità nazionali.

Calato nel disegno delle AMC, è indubbio che l’attuale crisi COVID-19 rappresenti una condizione di grave turbativa economica, come già riconosciuto dalla Commissione europea nel suo

¹⁶ Commission services non-paper, “Asset management companies as part of a comprehensive strategy to tackle non-performing loans in the aftermath of the COVID-19 pandemic”, Roundtable on NPLs, 25/9/2020

framework temporaneo sugli aiuti di Stato del 19 marzo 2020.

Inoltre, in linea con quanto espresso nel Blueprint della Commissione sulle AMC del 2018¹⁷, il trasferimento di NPL dalle banche a un'AMC può essere considerato equivalente a una ricapitalizzazione precauzionale, anche in assenza di un'effettiva iniezione di capitali e per il fatto che l'AMC compra a un prezzo più alto di quello di mercato.

Tuttavia, affinché il trasferimento di attivi sia conforme alle regole sugli aiuti di stato, esso non deve essere effettuato a un prezzo superiore al REV.

La Commissione delinea due possibilità di implementazione della cessione di NPL all'AMC come ricapitalizzazione precauzionale:

1. iniezione di capitale e trasferimento dei NPL all'AMC a prezzo di mercato. In tal caso la banca non riceve alcun aiuto dall'AMC e l'iniezione di capitale può coprire in tutto o in parte le perdite generate dalla cessione;
2. ricapitalizzazione precauzionale nella forma di cessione al REV, con possibilità di usufruire al contempo di una effettiva iniezione di capitali pari alla differenza tra la potenziale copertura determinata dallo stress test (la cosiddetta capital envelope equivalente allo shortfall secondo lo scenario avverso) e l'ammontare già impegnato dal trasferimento a un prezzo superiore a quello di mercato.

Infine, in quanto queste misure vengono assunte per fronteggiare problemi legati alla pandemia di COVID-19, non attivano il requisito del burden sharing.

L'AMC dovrebbe avere una robusta capacità finanziaria in termini di capienza patrimoniale di assorbimento delle perdite. Gli Stati Membri

dovranno fornire una sostanziale dotazione sotto forma di iniezione di capitale e di garanzie pubbliche sul funding della AMC. Anche nel caso sia possibile attrarre capitale e funding privati, un considerevole supporto pubblico viene visto come necessario, soprattutto se l'AMC dovesse coprire anche i NPL preesistenti.

Un altro aspetto cruciale riguarda il perimetro delle AMC. Il non-paper considera due opzioni, la prima che l'AMC si focalizzi solo sui nuovi flussi di NPL, generati dalla crisi indotta dalla pandemia. In questo caso l'AMC coprirebbe: i) prestiti che erano performing prima della pandemia, diventati non-performing durante la crisi COVID-19; ii) prestiti concessi durante la pandemia e diventati non-performing, inclusi quelli con garanzia pubblica. Come alternativa, oltre ai nuovi flussi appena citati, l'AMC potrebbe acquisire anche stock di NPL esistenti. Questo secondo punto appare particolarmente critico per il raggiungimento del consenso politico.

In conclusione, considerando la reazione alla pandemia di inaspettata ampiezza e rapidità delle Autorità e delle istituzioni governative ai livelli sia europeo sia nazionali, la diffusione tra paesi del problema del previsto deterioramento del credito, i rischi sistemici che si potrebbero creare per l'emersione contemporanea di significativi volumi di NPL in diverse giurisdizioni, è ragionevole ritenere che, a meno di ostacoli politici insormontabili, la strategia di attacco agli NPL sarà attuata altrettanto celermente. Questo se non altro è il tono e la determinazione espressa dai policy maker europei. Inoltre, da parte di alcuni rappresentanti delle principali istituzioni europee si registrano espressioni di approvazione e

¹⁷ COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, AMC Blueprint, 2018

interesse per l'ipotesi di AMC, quanto meno nazionali¹⁸.

Nel disegno sulle AMC, vi sono comunque ancora molti aspetti che necessitano di essere meglio delineati e approfonditi. Tra questi la definizione del REV e del perimetro di intervento delle AMC. Non vanno poi trascurati gli evidenti impatti distorsivi della concorrenza sul mercato dei NPL, che sarebbero particolarmente sentiti nel caso italiano, unico in Europa per originalità della soluzione messa in atto e per dimensione degli attivi della specie trasferiti sul mercato.

2.4 Assicurazione sui depositi

Il sistema unico di assicurazione dei depositi è noto come il tassello mancante dell'Unione bancaria, ciò che la rende un progetto incompiuto, nonostante i notevoli progressi conseguiti dal suo lancio nel 2012. A partire dalla proposta iniziale della Commissione europea sull'EDIS (European Deposit Insurance Scheme) presentata nel 2015, le resistenze opposte da alcuni Stati Membri e un dibattito sempre polarizzato tra condivisione e riduzione dei rischi, hanno provocato un'impasse. La proposta iniziale prevedeva la realizzazione di un EDIS in tre fasi, che avrebbero portato progressivamente a un sistema con piena copertura entro il 2024. A regime, l'EDIS avrebbe

fornito una protezione totale e uniforme per tutti i depositi nell'Unione Bancaria fino a 100.000 euro. Ciò avrebbe consentito di ridurre la vulnerabilità dei Sistemi di Garanzia dei Depositi (SGD) nazionali.

A causa delle resistenze opposte dagli Stati Membri dell'Europa settentrionale, la Commissione ha presentato un modello rivisto nell'ottobre 2017, che rendeva la transizione verso la piena mutualizzazione più graduale e subordinata ai progressi conseguiti nella riduzione dei NPL. Allo stesso tempo, il lavoro tecnico ha spinto verso una versione più leggera dell'EDIS (il cosiddetto "modello ibrido" austriaco), basato su prestiti obbligatori tra gli SGD nazionali ma con il rinvio a un'eventuale copertura delle perdite o mutualizzazione a una fase successiva.

Vista la continua impasse, nel dicembre 2018 è stato istituito un gruppo ad alto livello (GAL) col mandato di trovare un compromesso ampio sul completamento dell'Unione Bancaria, andando oltre l'EDIS. Obiettivo del GAL è stato quello di proporre un nuovo approccio, superando il dibattito sulla condivisione/riduzione dei rischi¹⁹. In base a tale approccio, la progressiva attuazione dell'EDIS andrebbe di pari passo con i progressi compiuti in altri comparti dell'integrazione bancaria e finanziaria. Tale approccio è stato

¹⁸ Tra questi, A. Enria, Presidente del Supervisory Board della BCE, interpellato sulla possibilità di creare una bad bank europea, in un'intervista al Sole 24 Ore del giugno 2020, ha espresso la seguente posizione: "è prematuro parlarne. Rimango convinto che gli interventi fatti in Germania, Slovenia, Irlanda, Spagna dopo la crisi del 2008 siano stati particolarmente efficaci permettendo pulizie dei bilanci delle banche più rapidi ed efficaci. Tra l'altro, se ben gestite, le bad bank non producono perdite. Anzi, fanno perfino utili". J. M. Campa presidente dell'EBA, in un'intervista al Sole24Ore in data 19/09/2020, ha affermato che "a fronte delle sfide sul sistema bancario accelerate dalla crisi del coronavirus una bad bank sugli NPL è utile, valida, meglio se europea o con regole comuni se nazionale".

Per il Presidente dell'EBA, "la bad bank deve essere uno strumento presente nella cassetta degli attrezzi per risolvere le sfide bancarie". Secondo il Governatore della Banca d'Italia I. Visco, "Ipotesi che considerino anche la partecipazione di investitori privati al capitale di queste società vanno viste con favore" in L'economia italiana e le banche: implicazioni della pandemia e prospettive, intervento presso l'Associazione Bancaria Italiana, Comitato esecutivo, Roma, 16 settembre 2020. Si segnala anche l'opposizione alle ipotesi di bad bank europea espressa da H. Koenig, alla guida del SRB.

¹⁹ Guido Faltoni, "Il completamento dell'Unione Bancaria - verso un approccio globale", in Banking Monitor, Intesa Sanpaolo - Studi e Ricerche, febbraio 2020.

condiviso anche dalla proposta presentata nel novembre 2019 dal Ministro delle finanze tedesco Scholz.

Pertanto, il progresso sull'EDIS è legato ai passi avanti in altre aree dell'Unione Bancaria, tra le quali, nell'ambito del secondo pilastro, una disciplina armonizzata per la gestione delle crisi delle banche di piccole e medie dimensioni, e il trattamento prudenziale delle esposizioni sovrane nei bilanci bancari.

2.5 Implicazioni di policy

Il Meccanismo di Vigilanza Unico è il primo fondamentale e meglio funzionante pilastro dell'Unione bancaria. In pochi anni SSM ha saputo creare una robusta struttura, che ha operato con determinazione e contribuito a rafforzare il sistema creditizio europeo. Per migliorarne ulteriormente il funzionamento sarebbe necessaria una revisione della regolamentazione bancaria dell'UE che togliesse taluni margini di discrezionalità lasciati alle legislazioni degli stati membri.

Ben più discutibile è l'assetto creato, solo pochi anni fa, dal Sistema di risoluzione Unico, che risulta farraginoso, dispersivo e inefficiente. Al fine di avvicinarlo agli standard americani sarebbe opportuno che SRM acquisisse un ruolo più operativo e meno di coordinamento, creando un più forte legame, magari anche di dipendenza con le autorità di vigilanza. Bisognerebbe, inoltre, che potesse occuparsi in maniera esclusiva di tutte le banche vigilate a livello comunitario, mentre andrebbero maggiormente armonizzati i meccanismi di liquidazione nazionali. Infine, il costituendo Fondo di risoluzione delle crisi andrebbe fuso con il Fondo di tutela dei depositi al fine di aumentarne la massa critica e l'efficienza degli interventi. Un programma di riforma ambizioso ma anche cruciale per realizzare un'Unione Bancaria più solida e resiliente. In

questo contesto l'SRM dovrebbe avere anche il potere di usare maggiore discrezionalità nell'uso del fondo di assicurazione/risoluzione e nell'applicare le regole del *bail-in*, almeno fino a quando i criteri stabiliti dal MREL non siano stati soddisfatti.

Infine, in questa fase rivestono particolare importanza e urgenza, in vista dell'atteso aumento dei crediti deteriorati, misure che assicurino un maggior grado di armonizzazione a livello europeo nelle infrastrutture di sistema e negli strumenti per la gestione dei NPL, come elementi costitutivi di un sistema coordinato e coerente, siano le asset management company di cui si sta nuovamente discutendo come anche un mercato secondario più ampio e trasparente dei NPL. Pur riconoscendo che la portata della crisi potrebbe richiedere risposte di natura straordinaria, si dovrebbero evitare interventi che vadano a distorcere i meccanismi di mercato e a condizionare le autonome strategie delle banche sane.