

Audizione presso le

Commissioni riunite V e XIV della Camera dei Deputati

Il Meccanismo Europeo di Stabilità: funzionamento e prospettive di riforma

Giampaolo Galli, Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani dell'Università Cattolica del Sacro Cuore

Camera dei Deputati, 6 novembre 2019

Ringrazio le due Commissioni, in particolare i loro Presidenti, l'on. Claudio Borghi e l'on. Sergio Battelli, per l'invito che mi è stato rivolto e che mi consente di esprimere le opinioni che abbiamo maturato in questi mesi su un tema di cruciale importanza all'interno dell'Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani dell'Università Cattolica del Sacro Cuore.

1. Ruolo e funzionamento del MES

In sintesi, la nostra opinione è che la riforma del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) di cui si sta discutendo in Europa contenga alcuni elementi di criticità per il nostro paese. Il MES in sé è però una istituzione preziosa perché ha dato un contributo decisivo per risolvere le crisi di paesi che avevano perso l'accesso al mercato. Di fatto, il MES è l'istituzione che svolge la funzione di "lending of last resort" nell'Unione Monetaria. Il solo fatto che esista questa istituzione è un fattore che tranquillizza i mercati e rende meno probabile il ripetersi di situazioni di crisi. In sostanza, il MES è un'assicurazione che noi paghiamo, come tutti gli altri, e che non solo ci protegge in caso di crisi, ma anche riduce la probabilità che la crisi si verifichino. Il fatto che finora l'Italia non ne abbia fatto uso non significa che l'assicurazione sia inutile; significa solo che, per fortuna o per merito, non abbiamo avuto sinistri. Quando la macchina stava sbandando, nel 2011, abbiamo sterzato in tempo per evitare il burrone; negli anni successivi abbiamo guidato con una certa prudenza. Una prudenza che tuttavia non è stata sufficiente a mettere in sicurezza i nostri conti pubblici ed è per questo motivo che il funzionamento del MES e le sue prospettive di riforma ci interessano tanto.

Aggiungiamo che il MES rappresenta una notevole manifestazione di solidarietà dei paesi più solidi dell'Eurozona, a cominciare dalla Germania che è il suo principale contribuente, nei confronti dei paesi più fragili, tra cui il nostro. La solidarietà si manifesta in particolare nel fatto che, a differenza

di ciò che succede con una normale assicurazione, i contributi al capitale del MES (80 miliardi di euro versati, su 704 autorizzati e attivabili con breve preavviso in caso di necessità) non sono commisurati alla rischiosità di ogni assicurato, ma dipendono esclusivamente dalle dimensioni del paese in termini di Pil e popolazione. Per questo motivo, la Germania contribuisce con la quota più elevata (pari al 26,9%), anche se la sua rischiosità, misurata dagli spread o dai CDS è la più bassa dell'eurozona. L'Italia contribuisce con una quota del 17,8% che corrisponde a 14 miliardi di capitale versato e 125 miliardi di capitale autorizzato.

Per cogliere appieno l'importanza di questa istituzione, si tenga conto che la sua potenza di fuoco è un multiplo del suo capitale perché esso emette obbligazioni sui mercati internazionali a tassi molto convenienti e con scadenze fino a 45 anni; ciò è reso possibile dalla dotazione di capitale e anche dallo status di creditore privilegiato di cui gode l'istituzione, secondo solo al Fondo Monetario Internazionale. Secondo l'attuale Managing Director, il tedesco Klaus Regling, il MES e il EFSF (l'istituzione che ha preceduto il Mes) avevano congiuntamente la possibilità di erogare prestiti fino a 700 miliardi. Di questi, 254,5 miliardi sono stati utilizzati per prestiti a cinque paesi: oltre alla Grecia che ha avuto tre diversi pacchetti di aiuti, l'Irlanda (febbraio 2011), il Portogallo (giugno 2011), la Spagna per la ricapitalizzazione delle banche (dicembre 2012) e Cipro (maggio 2013).

Va inoltre considerato, che i prestiti del MES sono la porta di accesso alle OMT (Outright Monetary Transactions) della Banca Centrale Europea, quelle operazioni che furono lanciate nell'agosto del 2012 e che, assieme alle frasi di Mario Draghi circa la determinazione di difendere l'euro ad ogni costo ("whatever it takes"), ebbero un forte effetto calmieratore sui mercati. In linea di principio, le operazioni OMT sono di ammontare illimitato.

Il MES è stato creato nell'ottobre del 2012 per mettere ordine negli interventi, in gran parte bilaterali, a favore della Grecia, e dare continuità ad un'istituzione (l' EFSF) che la crisi dei debiti sovrani dimostrò essere necessaria. Il MES, che ha oggi circa 160 dipendenti, è regolato da un Trattato ad hoc, richiamato nel Trattato del Fiscal Compact, ed è quindi esterno al perimetro dell'Unione Europea. Questo è un limite rilevante perché accentua il carattere intergovernativo di alcune delle decisioni più importanti dell'eurozona e perché il MES non risponde delle sue azioni al Parlamento Europeo. Ciò non significa che non abbia legittimità democratica, dal momento che i suoi azionisti sono i governi degli stati membri, la cui legittimità è garantita dalle leggi nazionali.

L'intenzione – espressa tra l'altro nella fondamentale dichiarazione franco- tedesca di Mesemb¹ del giugno 2018 – è quella di procedere in due passi: prima la riforma del MES, poi il suo inserimento nel quadro delle istituzioni comunitarie. Però è un fatto che per ora c'è la fase 1 e della fase 2 non si sente più parlare.

2. Prospettive di riforma: le criticità dal punto di vista dell'Italia.

Il processo di riforma del MES venne avviato nelle riunioni dell'Eurogruppo e dell'Eurosummit di dicembre 2018; concrete proposte di riforma hanno ottenuta un via libera di massima nelle riunioni di questi stessi organismi nel giugno del 2019. L'approvazione definitiva dovrebbe avvenire a dicembre.

Di seguito, ci si concentra sulle questioni più strettamente economiche, ma è opportuno fare una considerazione essenziale di carattere istituzionale.

La riforma in itinere sposta decisamente l'asse del potere economico nell'Eurozona dalla Commissione Europea al MES. Non a caso, nei suoi interventi al Parlamento Europeo, la nuova Presidente della Commissione ha sostanzialmente evitato di parlare della governance dell'Eurozona. In particolare, non ha detto nulla sulla proposta della Commissione di creare un Fondo Monetario Europeo e un ministro delle finanze dell'eurozona dotato di un bilancio capace di svolgere funzioni di stabilizzazione macroeconomica: il silenzio di Ursula von der Leyen si spiega con la considerazione che questo insieme di questioni era già stato affrontato e risolto dall'Eurogruppo e dall'Eurosummit del giugno scorso nel senso di dare un ruolo secondario alla Commissione; in particolare, il MES sta di fatto diventando quello che nelle intenzioni iniziali della Commissione avrebbe dovuto essere il Fondo Monetario Europeo.

Nella riforma che viene proposta vi sono aspetti positivi e aspetti che invece, a nostro avviso, dovrebbero essere cambiati. Di seguito, ci concentriamo sui secondi, menzionando solo un fatto certamente positivo che consiste nell'approvazione del backstop – ossia della rete di sicurezza finanziaria - per il Fondo di Risoluzione delle Banche da utilizzare per far fronte a crisi bancarie nel caso in cui non fossero sufficienti le risorse disponibili nel Fondo stesso.

Quanto agli aspetti critici, il punto fondamentale è che nella riforma che viene trapela l'idea che un paese che chiede aiuto al MES debba ristrutturare preventivamente il proprio debito, se questo non

¹ “*Renewing Europe's promises of security and prosperity*”, a joint Franco-German declaration adopted during the Franco-German Council of Ministers, 19 June 2018 in Meseberg, Germany.

è giudicato sostenibile dallo stesso MES. Si noti che la novità non sta tanto nella possibilità che un debito sovrano venga ristrutturato – cosa che è già avvenuta nel caso della Grecia - ma nell'idea che la ristrutturazione diventi una preconditione, pressoché automatica, per ottenere i finanziamenti. L'idea che si debba stabilire una regola che obblighi alla ristrutturazione un paese che chiede l'accesso ai fondi del MES e abbia un debito giudicato non sostenibile è stata espressa ripetutamente da esponenti di primo piano dell'establishment tedesco e di altri paesi del Nord Europa, quale ad esempio il governatore della Bundesbank Jens Weidemann².

Questa proposta nasce fondamentalmente dalla considerazione che le regole formali (Patto di Stabilità e Crescita, Fiscal Compact) non hanno funzionato, talché alcuni paesi hanno continuato a accumulare debiti la cui sostenibilità nel tempo è sempre più dubbia. Di qui, l'idea di far funzionare meglio la disciplina di mercato dando un senso alla clausola di no bail-out contenuta nel Trattato di Maastricht. Si danno gli aiuti, ma, condizionandoli a una ristrutturazione del debito, si evita quell'effetto di moral hazard che, secondo alcuni, sarebbe il motivo di fondo per il quale i politici di alcuni paesi non hanno fatto l'aggiustamento di bilancio. L'idea dunque è che prima di fare operazioni che comportino condivisione di rischi – ad esempio, l'assicurazione comune sui depositi o un bilancio dell'Eurozona con finalità di stabilizzazione – occorre indurre i paesi devianti a ridurre i rischi. Un passaggio essenziale di questa strategia consiste nello spostare l'asse del potere in materia economica dalla Commissione Europea, considerata troppo politicizzata, ad un organismo intergovernativo e teoricamente più tecnico quale il MES.

3. I principi ispiratori della riforma nella dichiarazione franco-tedesca di Mesemberg

A fronte di questa idea dei paesi del Nord, vi è l'idea dei francesi, sostenuta anche dall'Italia, che le due cose – riduzione dei rischi e loro condivisione - debbano procedere insieme. Nella già citata dichiarazione di Mesemberg, francesi e tedeschi trovarono una mediazione fra queste posizioni ed esposero dei principi generali che hanno poi trovato puntuale riscontro nelle modifiche che sono state proposte al Trattato istitutivo del MES³.

² Jens Weidmann, *Prospects for Europe and the euro area*, speech held at the Centre for European Policy, Freiburg im Breisgau, 20 September 2018. *

³ Molte di queste idee si ispirano ad un lavoro di 14 economisti francesi e tedeschi: Bénassy-Quéré, A., M. Brunnermeier, H. Enderlein, E. Farhi, M. Fratzscher, C. Fuest, P.O. Gourinchas, P. Martin, J. Pisani-Ferry, H. Rey, I. Schnabel, N. Véron, B. Weder di Mauro e J. Zettelmeyer, *Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform*, CEPR Policy Insight, No. 91, Centre for Economic Policy Research, London, 2018, pp. 1-23. Per una critica di questa posizione si veda: Messori, M. e S. Micossi, *Counterproductive proposals on euro area reform by French and German economists*, CEPS Policy Insights, n. 4, Brussels, 2018, pp. 1-10; anche in SEP Policy Brief, February 13th, Rome, 2018.

Elenchiamo di seguito i punti principali della dichiarazione franco-tedesca, con brevi commenti:

- a) la condizionalità rimane il principio fondante del MES e di tutti i suoi strumenti di intervento;
- b) qualunque decisione di fornire assistenza a un paese membro deve essere assoggettata ad una DSA (analisi di sostenibilità del debito). Il sottinteso è che in caso di esito negativo il debito deve essere ristrutturato;
- c) in tutti i titoli di nuova emissione dovranno essere introdotte delle CAC (Clausole di Azione Collettiva) “single limb”⁴, ossia clausole contrattuali che consentono di aggregare tutti i titoli del debito pubblico e ristrutturati con unico voto dei creditori, il che ha lo scopo di facilitare grandemente la ristrutturazione dei debiti pubblici⁵;
- d) fra i compiti del MES vi deve essere quello di facilitare il dialogo fra gli stati membri e gli investitori (sottinteso nei casi i debiti vengano ristrutturati);
- e) il MES deve avere un ruolo più importante nel disegno e monitoraggio dei programmi di aggiustamento dei paesi a cui vengono erogati i prestiti;
- f) il MES deve avere la capacità di valutare la situazione complessiva dei paesi membri, contribuendo così alla prevenzione delle crisi. Si aggiunge – ma francamente sembra più una clausola di stile – che tutto ciò deve essere fatto nel pieno rispetto del ruolo della Commissione.
- g) devono essere rafforzati i prestiti precauzionali del MES a favore di paesi che hanno bilanci in ordine, ma rischiano di perdere l’accesso al mercato per problemi di liquidità. Questa è un’innovazione positiva, ma nelle attuali circostanze potrebbe configurarsi come una rete di sicurezza per evitare il contagio rispetto al paese costretto a ristrutturare.

4. Le proposte di revisione del Trattato del MES.

I concetti espressi nella dichiarazione di Mesemberg trovano corrispondenza nella bozza di revisione del Trattato. Procedendo nell’ordine degli articoli, si possono formulare le seguenti osservazioni:

⁴ Di norma, il contratto di debito si riferisce a una specifica obbligazione definita dal luogo di emissione, dalla durata e dagli altri termini e clausole negoziali. Pertanto, lo stock dei titoli di debito è formato da una molteplicità di contratti. Con le clausole attualmente vigenti, in vigore in tutta l’eurozona dal 2013, la ristrutturazione necessita della maggioranza qualificata dei creditori per ogni contratto. L’introduzione del single-limb semplifica drasticamente la procedura: la ristrutturazione dello intero stock di debito può avvenire con un’unica votazione che aggrega l’insieme dei detentori di titoli pubblici, a prescindere dallo specifico contratto siglato.

⁵ In questi termini si è espresso il Managing Director del MES, Klaus Regling, in un discorso tenuto il 30 settembre 2019 a Helsinki.

- a. Punto 5B del preambolo e art. 3 comma 1. Qui si attribuiscono al MES tutti i poteri che ha oggi la Commissione riguardo alla prevenzione e gestione delle crisi, sia per paesi che fruiscono di assistenza finanziaria sia per gli altri. La differenza nei compiti delle due istituzioni viene definito da una frase cruciale del preambolo che recita “il MES attua le proprie analisi e valutazione dal punto di vista di chi eroga prestiti”. Ovviamente, questo è il punto di vista di chi ha il coltello dalla parte del manico.
- b. Punto 10 del preambolo. Il Trattato in vigore attribuisce alla Commissione e alla BCE il compito di svolgere i compiti previsti dal Trattato stesso. La novità consiste nel fatto che queste istituzioni non possono agire senza una decisione del MES.
- c. Punto 11 del preambolo e art. 12 comma 4. Vengono introdotte le CAC single limb su tutte le emissioni di titoli sovrani emesse a partire dal 2022.
- d. Punto 12 del preambolo. Si affida al MES il compito di facilitare il dialogo fra gli investitori e lo stato membro che ristruttura il proprio debito.
- e. Punto 12 del Preambolo e art. 13 comma 1. Si afferma che il MES fornisce assistenza finanziaria solo ai paesi il cui debito è considerato sostenibile e la cui capacità di restituire i prestiti allo stesso MES è confermata. Le analisi sono svolte congiuntamente dal MES e dalla Commissione, ma nel caso non si raggiunga una posizione comune, la Commissione ha l’ultima parola in tema di sostenibilità del debito, ma è il MES che ha il compito di valutare la capacità del paese in questione di ripagare il prestito. Anche qui, è evidente che il coltello è in mano al MES.
- f. Punto 12B del preambolo. Qui si riprende un concetto che c’era già nella precedente formulazione, ma che in questo contesto assume un significato assai più pregnante: si tratta del concetto di PSI, ossia “Private Sector Involvement”, una perifrasi per ristrutturazione del debito. Questa espressione fu utilizzata da Angela Merkel e Nicholas Sarkozy nella famosa passeggiata di Deauville il 18 ottobre del 2010 ed ebbe un effetto deflagrante sui mercati finanziari dell’eurozona. Il senso che oggi si vuole dare a questa espressione è chiaro alla luce di quanto viene affermato prima e cioè che il MES fa credito solo a paesi il cui debito è giudicato sostenibile.
- g. Punto 18 del preambolo e art. 13 comma c. Si affida al MES il compito di stabilire appropriati sistemi di preallerta (“warning systems”) allo scopo di assicurarsi di ricevere i pagamenti dovuti alle scadenze definite.

- h. Art. 7 comma 4. Viene rafforzato il potere del Managing Director del MES il quale agisce in totale indipendenza nello svolgimento dei suoi compiti e risponde solo al Board del MES. Si noti che il Managing Director è l'interfaccia unico del MES con l'intera Commissione Europea.
- i. Art. 14. Qui si rafforzano gli strumenti dei prestiti precauzionali, specificando però che detti prestiti vengono erogati a paesi il cui debito è sostenibile, ma che sono colpiti da shock esogeni al di fuori del loro controllo. La linea di credito precauzionale sotto condizione (PCCL) viene concessa a paesi con fondamentali solidi a fronte di una semplice lettera di intenti; una linea di credito precauzionale rafforzata (ECCL) viene concessa a paesi che non soddisfano tutti i requisiti, a fronte della sottoscrizione di un vero e proprio dettagliato Memorandum of Understanding. Una innovazione importante è che entrambe le linee di credito vengono concesse solo a paesi che non sono sottoposti a procedura di deficit eccessivo e che da almeno due anni rispettano i criteri del Patto di Stabilità e Crescita. Queste innovazioni rafforzano indubbiamente i paesi che non hanno particolari problemi di instabilità finanziaria, ma potrebbero anche configurarsi come una linea di difesa rispetto al rischio di contagio proveniente da un paese costretto a ristrutturare il proprio debito.

5. Una valutazione dal punto di vista dell'Italia

Dal punto di vista degli interessi del nostro paese, il punto chiave è che viene ribadito il concetto del "Private Sector Involvement" e che, sia pure nei casi eccezionali in cui il debito è considerato non sostenibile, l'aiuto del MES può essere erogato solo a condizione che vi sia una ristrutturazione ex ante del debito. L'altro punto chiave è l'introduzione delle clausole "single limb": in astratto, si può ritenere che queste siano più efficienti delle clausole attualmente in vigore, ma non c'è dubbio che le loro introduzione, ancorché a partire dal 2022, è un segnale negativo sull'Italia che viene dato oggi ai mercati⁶. Sulla base di queste considerazioni, è facile individuare i punti del testo che sarebbe utile cambiare: occorre rafforzare il ruolo della Commissione rispetto al MES, evitare che le CAC "single limb" – i cui dettagli tecnici non sono ancora stati resi noti - facilitino eccessivamente la ristrutturazione del debito, sottolineare con forza che la ristrutturazione del debito pubblico non può essere decisa sulla base di valutazioni meccaniche e va valutata con grande attenzione, con il

⁶ Si veda: Maria Cannata, Nuove clausole per le crisi del debito: rischio circolo vizioso, Lavoce.info, 8 luglio 2018.

pieno coinvolgimento delle autorità nazionali, perché rischia di aggravare la condizione economica e sociale di una nazione, nonché di avere effetti di contagio molto negativi sull'intera eurozona⁷.

È evidente che la riforma riguarda in particolare l'Italia che è il paese con lo spread più alto e che non ha creato le condizioni, né dal lato della finanza pubblica né dal lato delle riforme per la crescita, per mettere il debito su un trend discendente in rapporto al Pil. Le organizzazioni internazionali e i mercati hanno smesso di credere alle promesse delle autorità di intervenire, in futuro, per risolvere il problema. Nella previsione base della Commissione Europea il debito aumenterebbe di altri 10 punti di Pil in meno di un decennio; secondo il Fondo Monetario, il debito salirebbe oltre il 160% del Pil nell'arco di un quindicennio.

Per chi ci osserva dall'estero, queste proiezioni hanno un certo grado di realismo, anche alla luce del fatto che nessun partito politico è disposto ad ammettere che per mettere in sicurezza il paese occorrerebbe – come sostengono le organizzazioni internazionali e la Banca d'Italia- un avanzo primario del 3,5-4% mantenuto per molti anni a venire. Nessun partito accetta di essere etichettato come il partito delle tasse e nessuno ha nemmeno ipotizzato tagli di spesa nell'ordine di quelli che sarebbero necessari. Peraltro, chi propone tagli di spesa lo fa, tipicamente, per far spazio ad altre spese (istruzione, sanità, ricerca ecc.) e chi propone misure per il recupero dell'evasione fiscale si preoccupa sempre di aggiungere che ad ogni euro di recupero deve corrispondere un euro di riduzione delle tasse a favore dei contribuenti in regola. Il debito sembra essere dunque sparito dal discorso pubblico. Le organizzazioni internazionali e i nostri vicini europei vedono questi sviluppi interni, si preoccupano e cercano di trovare modi per uscirne facendo due cose: accentuando i meccanismi di mercato per cercare di responsabilizzare i paesi non virtuosi e creando una rete di sicurezza – i prestiti precauzionali – per proteggere gli altri paesi.

⁷ Una soluzione possibile è di tornare alla versione iniziale del Trattato, firmato l'11 luglio 2011, e mai entrato in vigore, che a quello che era allora l'Art. 12 (2) proponeva una procedura molto più cauta e articolata per il PSI. Tale procedura richiedeva, tra l'altro, il pieno coinvolgimento delle autorità nazionali: "An adequate and proportionate form of private-sector involvement shall be sought *on a case-by-case basis* where financial assistance is received by an ESM Member, in line with IMF practice. The nature and the extent of this involvement shall depend on the outcome of a debt sustainability analysis and shall take due account of the *risk of contagion* and potential spill-over effects on other Member States of the European Union and third countries. If, on the basis of this analysis, it is concluded that a macro-economic adjustment programme can realistically restore public debt to a sustainable path, the beneficiary ESM Member shall take initiatives *aimed at encouraging the main private investors to maintain their exposure*. Where it is concluded that a macro economic adjustment programme cannot realistically restore the public debt to a sustainable path, *the beneficiary ESM Member* shall be required to engage in active negotiations in good faith with its non-official creditors to secure their direct involvement in restoring debt sustainability. In the latter case, the granting of financial assistance will be contingent on the ESM Member having a credible plan for restoring debt sustainability and demonstrating sufficient commitment to ensure adequate and proportionate private-sector involvement. Progress in the implementation of the plan will be monitored under the programme and will be taken into account in the decisions on disbursements." (corsivi nostri).

Nel complesso, si può forse dire che la prospettata riforma del MES aiuta la stabilità dei paesi virtuosi dell'eurozona, ma è probabile che renda meno stabili paesi come l'Italia.

6. Le ristrutturazioni devono essere “early and deep”? il caso della Grecia.

Per poter fare una critica costruttiva occorre essere consapevoli che l'idea di un'architettura che preveda una ristrutturazione ex ante dei debiti sovrani in situazioni di crisi non proviene solo dall'establishment “ordo-liberale” del Nord Europa, ma è un'idea molto diffusa anche fra economisti che non hanno alcuna fiducia nelle virtù del mercato. Il riferimento più autorevole è probabilmente a Joseph Stiglitz⁸.

- a. Vi è innanzitutto un argomento di equità. Nel momento in cui un paese chiede aiuto ai contribuenti di altri paesi, anche i suoi cittadini debbono partecipare allo sforzo di risanamento: ciò avviene attraverso i tagli di bilancio che vengono tipicamente imposti dai creditori, ma non è accettabile che a questo sforzo non partecipino anche i detentori dei titoli di stato che tipicamente sono concentrati nelle fasce medio alte di ricchezza della popolazione.
- b. Soprattutto, vi è la constatazione che le autorità nazionali tendono a ritardare il più possibile la ristrutturazione del debito perché il costo politico di questa operazione è molto alto. Ma a un certo punto la ristrutturazione diventa inevitabile e a quel punto essa ha costi sociali ed economici molto alti.

Riguardo al secondo punto, Stiglitz ritiene che le ristrutturazioni debbano essere “early and deep”, devono cioè avvenire appena si manifesta il problema e devono essere profonde in modo tale da essere risolutive. Il caso che viene spesso citato per sostenere questa tesi è quello della ristrutturazione del debito greco che, secondo costoro, avrebbe dovuto essere fatta nel 2010, appena emerse il problema del grande imbroglio contabile su deficit e debito. A parte il fatto che le autorità greche erano contrarie e che non è possibile fare una ristrutturazione contro la volontà di un governo sovrano, la tesi è che gli interventi dei vari fondi salva stati (Efsf poi Mes, Bce e FMI) hanno salvato i creditori dello stato greco – in particolare le banche tedesche e francesi – e che una quota relativamente piccola degli aiuti sono in effetti andati al popolo greco. Ovviamente se si dà un aiuto a uno Stato prima di definire i termini della ristrutturazione, questo Stato non potrà che

⁸ Guzman, Martin & Stiglitz, Joseph. (2016). Creating a Framework for Sovereign Debt Restructuring That Works: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises. 10.7312/columbia/9780231179263.003.0002.

pagare i propri creditori, ossia onorare i propri debiti quando giungono a scadenza. Se si vuole che l'aiuto non vada ai creditori, bisogna definire preventivamente di quanto viene tagliato il debito (ad es. un rimborso di 50 su ogni 100 euro, come effettivamente fu fatto in Grecia, ma solo nel 2012). Anche da qui, oltre che dai rigoristi del nord Europa, viene dunque l'idea di stabilire una regola che definisca come si ristruttura un debito quando un paese si rivolge alla comunità internazionale per avere un aiuto.

Il punto che vale la pena sottolineare è che non vi è molta coerenza in chi sostiene che gli aiuti alla Grecia sono in realtà serviti per salvare le banche estere e al tempo stesso rifiuta di considerare uno schema di ristrutturazione preventiva dei debiti sovrani.

La nostra opinione su questo punto è che l'idea di una ristrutturazione "early and deep" non avesse senso nella Grecia del 2010 e, a maggior ragione, non abbia senso nell'Italia di oggi, ossia in un paese con risparmio di massa e in cui il 70% del debito è detenuto da operatori residenti, tramite le banche e i fondi di investimento. In queste condizioni, una ristrutturazione sarebbe una calamità immensa, genererebbe distruzione di risparmio, fallimenti di banche e imprese, disoccupazione di massa e impoverimento della popolazione senza precedenti nel dopoguerra. Nessun governo può prendere una decisione del genere se non nel momento in cui perdesse l'accesso al mercato e non fosse più in grado di pagare stipendi, pensioni, fornitori ecc. Una ristrutturazione preventiva sarebbe un colpo di pistola a sangue freddo alla tempia dei risparmiatori, una sorta di bail-in applicato a milioni di persone che hanno dato fiducia allo Stato comprando titoli del debito pubblico. Sarebbe un evento di gran lunga peggiore di ciò l'Italia ha vissuto negli ultimi anni a causa dei fallimenti di alcune banche⁹.

Anche per questo motivo, azioni o parole che possano ingenerare il timore di una ristrutturazione o, peggio, di un default, vanno considerati come un pericolo per la Repubblica. Per questo motivo ci preoccupano le proposte di revisione del Trattato istitutivo del MES.

7. Perché non la BCE?

Un cenno merita la questione di perché il compito di salvare gli stati non sia attribuito, come alcuni hanno proposto, alla BCE che, in quanto potenziale prestatore di ultima istanza, potrebbe anche intervenire sui mercati per calmierare gli spread. La risposta semplice è che da nessuna parte al

⁹ Si veda: Giampaolo Galli, *Collective Action Clauses and Sovereign Debt Restructuring Framework: Why and When is Restructuring Appropriate*, in A. Franklin, E. Carletti, M. Gulati, J. Zettelmeyer (eds.), *European Financial Infrastructure in the Face of New Challenges*, published by the European University Institute, 2019.

mondo viene attribuito ad un organo tecnico, quale è la Banca Centrale, il compito di aiutare o addirittura salvare questa o quella entità sub-statale, quale una regione o un comune¹⁰. Queste sono decisioni strettamente politiche che non possono che essere assunte dall' autorità politica che, in democrazia, ne risponde al Parlamento. Peraltro, molti di coloro che ora invocano l'intervento della BCE sono anche dei critici severi dell'intervento che la BCE fece nel 2011 mandando una lettera al governo italiano con precise richieste di intervento in diversi campi della politica economica. Chi ritiene che quell'intervento della BCE fosse improprio perché privo di legittimità democratica dovrebbe, a maggior ragione, ritenere improprie eventuali azioni della BCE per salvare questo o quel paese o per ridurre il costo del finanziamento. Decisioni di questa natura sono squisitamente politiche e non possono essere appaltate a delle tecnocrazie, per quanto capaci e competenti.

Vale peraltro ricordare che nell'attuale assetto istituzionale la BCE può intervenire a sostegno di un singolo stato membro, anche in misura illimitata, ma solo nell'ambito delle operazioni OMT che sono soggette a diverse condizioni¹¹. La più importante è che il paese che riceve il sostegno deve aver concordato un programma di aggiustamento con l'Unione Europea (in pratica con il MES). Lo strumento delle OMT non è mai stato usato, ma probabilmente è stato un deterrente importante contro la speculazione nel 2012.

L'OMT, al pari degli altri strumenti di politica monetaria non convenzionale come il Quantitative Easing, è stato oggetto di forti contestazioni da parte dei paesi del Nord- Europa, ma ha superato il vaglio della Corte di Giustizia Europea¹². La Corte argomentò che l'OMT non sostituisce l'azione dei governi cui spettano le decisioni in materia di politiche di bilancio e non è quindi un modo per consentire a uno stato membro di finanziare con moneta comune i propri disavanzi. Venne così respinta la tesi dei ricorrenti, secondo cui con l'OMT la BCE sarebbe andata oltre il suo mandato e avrebbe agito come "prestatore di ultima istanza" nei confronti degli Stati Membri.

Aggiungiamo infine che in alcuni paesi vi sono più o meno frequentemente operazioni di ripianamento ex post dei debiti da parte dello Stato o di altre entità sovraordinate (ad esempio, la regione nei confronti di un comune), ma esse sono quasi sempre soggette a condizionalità, e vengono comunque decise dall'autorità politica a posteriori per sanare una situazione ereditata dal passato. In nessun caso viene data una garanzia generalizzata ex ante, che è ciò che accadrebbe se

¹⁰ Si veda Giampaolo Galli, *Perché non è ragionevole chiedere alla BCE di risolvere il problema dello spread*, Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani, 16 novembre 2018.

¹¹ Si veda il comunicato della BCE del 6 settembre 2012.

¹² Si veda la sentenza del 16. 6. 2015 della Corte di Giustizia Europea – Causa C-62/14 Gauweiler and Others v Deutscher Bundestag.

alla Bce si chiedesse di mantenere gli spread a zero o entro limiti definiti. Ciò sarebbe come consentire a un comune di finanziarsi emettendo titoli di stato che impegnano non solo i contribuenti di quel comune, ma quelli dell'intera nazione. Si tratterebbe ovviamente di un assetto non sostenibile.

A queste considerazioni, talvolta si obietta che una banca centrale crea moneta dal nulla e che può farlo in misura illimitata senza che ciò generi disagio alcuno ai cittadini degli altri Stati dell'Unione. Questo non è corretto perché delle due l'una. O la banca centrale non sterilizza le operazioni di sostegno ad un paese e allora cresce la base monetaria complessiva e si generano rischi di instabilità finanziaria (inflazione dei prezzi o degli asset finanziari e immobiliari) in tutta l'unione; oppure la banca centrale sterilizza queste operazioni, in modo tale da lasciare invariata la quantità di base monetaria, ma questo comporta che venda sul mercato titoli di altri stati o comunque riduca la sua esposizione nei confronti delle banche degli altri stati. Nel primo caso, le politiche di bilancio di un singolo stato membro metterebbero a rischio la stabilità finanziaria per tutti i cittadini dell'Unione; nel secondo caso, la banca centrale dell'Unione finirebbe per finanziare uno Stato a danno di tutti gli altri.

In effetti, una delle condizioni per l'attivazione dell'OMT è che l'operazione sia sterilizzata, ossia non corra il rischio di generare instabilità nell'intera unione¹³. È difficile argomentare che questa condizione non sia ragionevole: perché mai un paese con disavanzi pubblici eccessivi dovrebbe mettere a rischio la stabilità finanziaria dell'intera unione?

8. Conclusioni

Il MES è un'istituzione molto utile che deve continuare ad avere il pieno sostegno dell'Italia. Le proposte di riforma che sono state formulate dall'Eurogruppo dello scorso giugno presentano aspetti positivi, ma anche alcune delle criticità per un paese come l'Italia. In particolare, preoccupa l'idea che, in certe circostanze, la ristrutturazione del debito pubblico possa diventare una precondizione per avere accesso alle risorse del MES. Occorre rafforzare il ruolo della Commissione rispetto al MES, evitare che le CAC "single limb" – i cui dettagli tecnici non sono ancora stati resi noti - facilitino eccessivamente la ristrutturazione del debito, sottolineare con forza che la ristrutturazione del debito pubblico non può essere decisa sulla base di valutazioni meccaniche e va

¹³ Si veda il comunicato della BCE del 6 settembre 2012: "The liquidity created through Outright Monetary Transactions will be fully sterilized"

valutata con grande attenzione, con il pieno coinvolgimento delle autorità nazionali, perché rischia di aggravare la condizione economica e sociale di una nazione, nonché di avere effetti di contagio molto negativi sull'intera eurozona.