

RIVISTA DI

POLITICA ECONOMICA

IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA:
PERCHÉ È UN PROBLEMA
E COME SE NE ESCE

Leonardo Becchetti
Sofia Bernardini
Stefano Caselli
Marika Cioffi
Lorenzo Codogno
Carlo Cottarelli
Giampaolo Galli
Gabriele Giudice
Marcello Messori
Ugo Panizza
Andrea F. Presbitero
Pietro Rizza
Marzia Romanelli
Pietro Tommasino
Carlo Valdes



CONFINDUSTRIA

N. 1-2019

Rivista di
Politica Economica

Direttore: Giampaolo Galli

Chair del board: Stefano Manzocchi

Advisory Board

Barbara Annicchiarico

Mario Baldassarri

Riccardo Barbieri

Leonardo Becchetti

Andrea Boitani

Massimo Bordignon

Luigi Carbone

Elena Carletti

Alessandra Casarico

Stefano Caselli

Lorenzo Codogno

Luisa Corrado

Carlo Cottarelli

Francesco Daveri

Sergio Fabbrini

Eugenio Gaiotti

Nicola Giammarioli

Gabriele Giudice

Paolo Guerrieri

Luigi Guiso

Elisabetta Iossa

Francesco Lippi

Marcello Messori

Salvatore Nisticò

Luigi Paganetto

Ugo Panizza

Marcella Panucci

Andrea Prencipe

Andrea Filippo Presbitero

Riccardo Puglisi

Pietro Reichlin

Francesco Saraceno

Fabiano Schivardi

Lucia Tajoli

Gilberto Turati

RIVISTA DI

POLITICA ECONOMICA

IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA:
PERCHÉ È UN PROBLEMA
E COME SE NE ESCE

Introduzione	pag. 5
Giampaolo Galli	
Debito pubblico e crescita economica	» 21
Andrea F. Presbitero	
La sostenibilità del debito pubblico italiano, un <i>safe asset</i> e una capacità fiscale per l'Eurozona	» 39
Lorenzo Codogno	
Il debito pubblico e le conseguenze sul finanziamento alle imprese	» 53
Stefano Caselli	
La riduzione del debito pubblico: l'esperienza delle economie avanzate negli ultimi 70 anni	» 69
Sofia Bernardini, Carlo Cottarelli, Giampaolo Galli, Carlo Valdes	
Un fondo di ammortamento del debito dell'Area euro: cos'è, perché costruirlo, come progettarlo	» 87
Marika Cioffi, Pietro Rizza, Marzia Romanelli, Pietro Tommasino	
Completare l'Unione economica e monetaria con un <i>safe asset</i> europeo (E-bond)	» 99
Gabriele Giudice	
Il gioco della flessibilità non vale la candela del nuovo ESM	» 121
Marcello Messori	
Come risolvere il problema del debito pubblico italiano: un'analisi critica delle soluzioni facili ..	» 135
Ugo Panizza	
Le molte "leggerezze" che circolano sul debito pubblico e perché uscire dall'euro non sarebbe una soluzione	» 159
Leonardo Becchetti	

Il gioco della flessibilità non vale la candela del nuovo ESM

Marcello Messori*

- *La riforma del Trattato del Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM) ne amplia le funzioni tanto da trasformare l'attuale gestore finanziario delle crisi sovrane in un'istituzione di prevenzione, controllo e gestione di tali crisi. Vi è così il rischio che l'ESM assuma anche il potere di decidere se uno stato membro dell'Area euro, costretto ad attivare un programma europeo di aiuto, debba ristrutturare in via preliminare il proprio debito pubblico.*
- *In questa evenienza, paesi dell'Eurozona ad alto debito pubblico – come l'Italia – sarebbero esposti a una forte e distorsiva instabilità. È quindi opportuno evitare che l'ESM assuma tale potere o, almeno, minimizzare il rischio che l'Italia attivi un programma di aiuto europeo. Il ricorrente ricorso a margini di flessibilità nella gestione dei bilanci pubblici non va nella direzione auspicata e deve essere, quindi, sostituito con altre strategie.*

JEL Classification: E62, E65, H12.

Keywords: gestione delle crisi, prevenzione delle crisi, ristrutturazione dei debiti pubblici.

* mmessori@luiss.it, Luiss School of European Political Economy, Roma. Si ringrazia Giampaolo Galli per gli utili commenti a una prima versione del lavoro.

1. Introduzione

Specie dopo la crisi internazionale del 2007-09 la storia, ancora breve, dell'Eurozona ha visto l'alternarsi di fasi di profonda evoluzione della regolamentazione e della *governance* economica e fasi di stallo. Durante le fasi di evoluzione, le istituzioni europee hanno disegnato regole accentrato più stringenti riguardo alle politiche nazionali di bilancio, all'assorbimento degli squilibri macroeconomici fra stati membri e agli assetti bancari e finanziari così da creare spazi per l'introduzione di meccanismi di gestione e redistribuzione dei rischi. Durante le fasi di stallo, le innovazioni istituzionali hanno perso vigore favorendo l'illusoria convinzione che la stabilità economica dell'Eurozona potesse essere garantita mediante la sola "disciplina" del mercato. Per esempio: il varo dei primi capisaldi per una regolamentazione accentrata nei mercati bancari e finanziari e le proposte di revisione del "Patto di stabilità e crescita" (SGP) si sono accompagnate all'attuazione di piani europei di aiuto mediante la creazione di nuovi, anche se – in prima battuta – temporanei, meccanismi di gestione delle crisi dei debiti sovrani (2010). Nella fase immediatamente successiva (2011), si è invece dovuta attendere la fine dell'anno perché la Banca centrale europea (ECB) superasse l'impotenza delle altre istituzioni europee e i "fallimenti" della regolamentazione e dei mercati e ponesse un argine al "circolo vizioso" fra crisi dei debiti sovrani nella "periferia" dell'Area euro e crisi del settore bancario europeo.

Questo scritto non intende ricostruire l'alternanza fra fasi di rinnovamento istituzionale e fasi di stallo nell'Unione europea (EU) e nell'Unione economica e monetaria europea (EMU)¹. Esso si concentra infatti sulla fase, tuttora in corso, che si è idealmente aperta con l'accantonamento del "pacchetto" di iniziative, proposto dalla Commissione europea nel dicembre del 2017, sostenuto in varie occasioni dal presidente francese Macron e richiamato a parole ma non nei fatti da vari documenti bilaterali franco-tedeschi². Uno dei pochi elementi di quel "pacchetto" che non è stato cancellato o depotenziato ma che ha, al contrario, assunto un peso crescente riguarda la ridefinizione dello statuto e dei compiti del meccanismo europeo "salva stati" (il Meccanismo europeo di stabilità: ESM). Approvato come attore permanente a dicembre 2010 e predisposto per l'operatività a

¹ Si è affrontato il problema in vari scritti. Qui basti il rimando a: Bastasin C., Messori M. (2018), A New Stalemate in the Euro Area: Italy's Risky Position, *SEP Policy Brief*, Roma, 16 luglio, pp. 1-10.

² Cfr. European Commission (2017), *Roadmap for deepening Europe's Economic and Monetary Union*, Brussels, December 6th; cfr. anche: European Commission (2017), *Reflection Paper on the Deepening the Economic and Monetary Union*, Brussels, 31 maggio; European Commission (2017), *Communication: Completing the Banking Union*, Brussels, 11 ottobre. Rispetto agli interventi di Macron, basti riferirsi al suo discorso alla Sorbona (novembre 2017). Quanto ai documenti franco-tedeschi, il più interessante è: *Meseberg declaration* (2018).

marzo 2012 in base a un Trattato internazionale esterno al quadro normativo della EU, l'ESM è entrato in vigore nell'ottobre del 2012.

A partire dalla metà del 2018, l'Eurogruppo e l'Eurosummit hanno avviato un processo per l'ampliamento dei compiti e delle funzioni dell'ESM che è destinato a sfociare nella revisione del Trattato istitutivo di tale meccanismo. Se i tempi saranno rispettati, entro la fine del 2019 l'ESM non si limiterà – come è accaduto finora – a gestire il finanziamento dei piani di aiuto verso stati membri dell'Area euro che hanno perso o sono in procinto di perdere l'accesso ai mercati finanziari per la copertura dei loro debiti, ma disporrà anche di nuovi strumenti per svolgere funzioni di prevenzione precauzionale, di controllo *ex ante* e di gestione delle crisi di queglii stati³. Il presente scritto mira a provare che il rischio è di introdurre meccanismi di ristrutturazione *ex ante* – al limite, quasi automatici – dei debiti pubblici nazionali e di accrescere così l'instabilità nell'Area euro.

In quanto segue, si descrivono le principali novità già approvate o in corso di approvazione riguardo ai compiti da attribuire all'ESM (cfr. par. 2). Si valuta poi la portata di queste novità per il delicato equilibrio fra responsabilità nazionali e regole europee in termini di politiche di bilancio (cfr. par. 3). Ne deriva che, dato il quadro più generale della *governance* europea, la riforma dell'ESM rappresenta un tassello cruciale per evitare il susseguirsi di quelle fasi di progresso e di stallo che sono state sopra menzionate e che hanno ostacolato il rafforzamento e la stessa credibilità dell'EMU (cfr. par. 4). Nelle Conclusioni si mostra però che la soluzione prospettata è una delle peggiori possibili per paesi ad alto debito pubblico come l'Italia (cfr. par. 5).

2. I nuovi compiti dell'ESM

Le riunioni dell'Eurogruppo e dell'Eurosummit di giugno 2018 hanno accantonato le proposte, avanzate da vari attori europei nella seconda metà del 2017 e volte ad aprire una nuova fase di progresso nella *governance* economica dell'Area euro. Al riguardo, si sono già menzionati i discorsi di Macron, il “pacchetto” della Commissione europea e le dichiarazioni franco-tedesche (cfr. nota 2). Nonostante tali iniziative, il completamento dell'Unione bancaria, la creazione di un bilancio comune per l'Eurozona, la nomina di un ministro europeo dell'economia e l'armonizzazione fiscale si sono arenate. Viceversa, come

³ In quanto segue si operano due semplificazioni. Primo: si dà per scontato che i paesi della UE, che non fanno parte dell'Unione monetaria, possano aderire al Trattato dell'ESM su base volontaria. Per semplicità espositiva, si farà comunque riferimento alla sola Area euro. Secondo: si trascura il fatto che, già nel Trattato ESM del 2012, l'art. 14, c. 1 e 2, prevede funzioni di assistenza finanziaria precauzionale. La formulazione originaria dell'articolo rende, però, problematica l'attivazione di quelle funzioni; prova ne sia che, finora, l'ESM non vi ha fatto ricorso.

mette in luce la lettera inviata il 25 giugno 2018 dal presidente dell'Eurogruppo – Mario Centeno – all'allora presidente del Consiglio europeo (e dell'Eurosummit) – Donald Tusk, i ministri finanziari dell'Area euro hanno condiviso la necessità di rafforzare l'ESM come gestore delle crisi in grado di minacciare la stabilità dell'Unione monetaria. La proposta è stata di dotare l'ESM di nuovi strumenti per la funzione di prevenzione precauzionale e di rafforzarne gli interventi di sostegno per gli stati membri che sono in difficoltà e/o richiedono assistenza ma che – al contempo – rispettano le regole europee o si impegnano ad attuare le necessarie correzioni.

In quella stessa lettera, Centeno riconosce che l'Eurogruppo di giugno 2018 non è approdato a un'interpretazione condivisa dei nuovi compiti dell'ESM. Alcuni ministri finanziari degli stati membri più fragili hanno ritenuto che questi compiti richiedessero all'ESM sia di effettuare interventi di sostegno anti-ciclico e di stabilizzazione anche senza il varo di formali programmi europei di aiuto, sia di attivare interventi di “ultima istanza” (*backstop*) nei processi di risoluzione bancaria. Altri ministri nord-europei hanno, invece, insistito sulle nuove responsabilità dell'ESM in termini di prevenzione e di controllo *ex ante* rispetto alla gestione delle politiche di bilancio dei paesi ad alto debito pubblico, fino a includere la possibile imposizione di una preliminare ristrutturazione di tale debito agli stati membri richiedenti l'attivazione di un programma europeo di aiuto; seguendo la stessa logica, quei ministri hanno suggerito di derubricare l'offerta di un *backstop* da parte dell'ESM a una linea di credito di emergenza anche se rinnovabile⁴.

Già nella lettera in esame, il presidente Centeno anticipa peraltro punti qualificanti di questa seconda posizione. Egli afferma infatti che, nonostante «la preoccupazione espressa da alcuni membri per l'impatto sul mercato», entro la fine del 2018 l'Eurogruppo intende applicare il cosiddetto *single-limb* alle “clausole di azione collettiva” (CACs)⁵; anche se, con una *excusatio non petita*, aggiunge che tale

⁴ Si veda, al riguardo, il successivo documento ESM Reform (novembre 2018) condiviso dai ministri delle finanze dei seguenti paesi della UE: Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Finlandia, Irlanda, Lettonia, Lituania, Paesi Bassi, Svezia e Slovacchia.

⁵ Le CACs implicano che, anche nel caso in cui i mutuatari siano stati sovrani, la ristrutturazione (o rinegoziazione) di un contratto di debito non possa essere unilaterale, ma richieda l'adesione di una maggioranza qualificata dei mutuatanti. 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 di un qualsiasi paese si basa su una molteplicità di contratti; e la ristrutturazione di tale intero stock necessita della maggioranza qualificata prevista per ogni sottoinsieme di detentori (privati) dei titoli pubblici di quel paese che fanno capo a ciascuno degli specifici contratti. L'introduzione del *single-limb* semplifica drasticamente la procedura: la ristrutturazione dello stock di debito di un paese si basa su un'unica votazione che aggrega l'insieme dei detentori di titoli pubblici di quel paese, a prescindere dallo specifico contratto siglato. Pertanto, l'approvazione di questa ristrutturazione necessita della maggioranza qualificata dell'aggregato dei detentori (privati) dei titoli pubblici di quel paese.

introduzione non prefigura – di per sé – il ricorso a ristrutturazioni del debito pubblico a carico del settore privato, nel caso in cui uno stato membro sia costretto ad attivare un programma di aiuto europeo. Queste considerazioni sono rafforzate dallo *Statement* del successivo Eurosummit sempre di giugno 2018 che, oltre a raccomandare l'approvazione di una forma debole di *backstop* per la fine dell'anno, condivide le prospettate linee di riforma dell'ESM e ne sollecita l'attuazione.

Dopo aver discusso la materia anche nell'incontro di inizio novembre 2018 (cfr. le relative *Remarks by* M. Centeno), nella riunione del 3 dicembre 2018 l'Eurogruppo ha concordato sei punti⁶: (i) l'attribuzione all'ESM di una funzione di *backstop* nel secondo pilastro dell'Unione bancaria, ridotta tuttavia a una linea di credito rinnovabile di difficile attuazione e comunque subordinata alla preventiva riduzione di altri rischi bancari tanto da posporre la probabile operatività al 2024; (ii) la netta indicazione che l'ESM dovrà assumersi responsabilità sia di prevenzione precauzionale che di controllo *ex ante* ed *ex post* e di gestione delle crisi di bilancio degli stati membri dell'Area euro; (iii) una definizione preliminare degli strumenti per le funzioni precauzionali che dovrebbero sostanzialmente i nuovi interventi dell'ESM a favore di paesi con fondamentali di bilancio conformi alle regole europee ma colpiti da shock negativi al di fuori del loro controllo; (iv) l'espunzione di fatto di quegli strumenti di stabilizzazione fiscale e di convergenza, auspicati dagli stati membri più deboli; (v) l'attribuzione allo stesso ESM di una funzione di mediazione fra mutuanti e stati membri debitori (pur se informale, volontariamente accettata dai contraenti e a carattere non vincolante); (vi) la semplificazione delle procedure per la ristrutturazione dei relativi debiti pubblici mediante l'applicazione (dal 2022) del *single-limb* alle CACs sui titoli pubblici di nuova emissione.

Lo *Statement* dell'Eurosummit del 14 dicembre 2018 ha legittimato i sei punti detti e ne ha sollecitato la formalizzazione. Esso ha infatti sottolineato che vi è piena sintonia riguardo al *backstop* e alla riforma dell'ESM tanto che l'Eurogruppo è stato invitato a «preparare i necessari emendamenti al Trattato dell'ESM (con l'inclusione del *backstop* comune...) entro giugno 2019».

⁶ Cfr. il *Term Sheet on the European Stability Mechanism Reform*, 4 dicembre 2018; e i *Terms of Reference of the Common Backstop to the Single Resolution Fund*, 4 dicembre 2018.

3. La revisione del Trattato dell'ESM

La richiesta dell'Eurosummit è stata, in larga misura, soddisfatta nell'incontro dell'Eurogruppo del 13 giugno 2019. Come è sancito anche nello *Statement* del successivo Eurosummit (21 giugno 2019), i ministri finanziari dell'Area euro hanno raggiunto un ampio accordo riguardo a: la revisione del Trattato dell'ESM che include la specificazione pressoché definitiva di come dovrà funzionare il *backstop* per il secondo pilastro dell'Unione bancaria⁷; l'attribuzione allo stesso ESM dei compiti di prevenzione precauzionale e di gestione delle crisi sovrane e la conseguente ridefinizione dei rapporti con la Commissione europea⁸; la specificazione dei nuovi strumenti precauzionali utilizzabili dall'ESM. L'insieme di tali misure e il loro raccordo con le normative esistenti dovranno assumere forma definitiva entro dicembre 2019 così da essere varate a inizio 2020. Nella stessa riunione, i membri dell'Eurogruppo hanno inoltre proposto strumenti per la convergenza e per la competitività nell'ambito dell'Area euro che sono stati scorporati dalle funzioni dell'ESM e inseriti nel nuovo budget finanziario pluriennale (cfr. *Term Sheet on the Budgetary Instrument for Convergence and Competitiveness*, 14 June, 2019).

Sotto il profilo giuridico, a differenza di quanto auspicato nel “pacchetto” della Commissione europea, la bozza di revisione del Trattato dell'ESM non mira a inserire quest'ultima istituzione all'interno della normativa europea ma ne mantiene il carattere intergovernativo e lo statuto di diritto internazionale⁹; sotto il profilo della *governance*, essa non offre efficaci soluzioni al precedente ed eccessivo accentramento di poteri nelle mani del *managing director*¹⁰; sotto il profilo economico (cfr. *ivi*, art. 3), essa precisa che gli interventi dell'ESM a sostegno di uno stato membro sono vincolati alla sostenibilità del

⁷ In quanto segue, non si entra nel merito di tale strumento. Si noti soltanto che, adeguandosi al suggerimento di un gruppo di economisti franco-tedeschi (cfr. Bénassy-Quéré A., Brunnermeier M., Enderlein H., Farhi E., Fratzscher M., Fuest C., Gourinchas P.O., Martin P., Pisani-Ferry J., Rey H., Schnabel I., Véron N., Weder di Mauro B., Zettelmeyer J. (2018), *Reconciling Risk Sharing with Market Discipline: A Constructive Approach to Euro Area Reform*, *CEPR Policy Insight*, No. 91, Centre for Economic Policy Research, London, pp. 1-23), nella bozza del Trattato dell'ESM si suggerisce di trasformare in via definitiva il *backstop* da strumento di riassicurazione di “ultima istanza” a finanziamento aggiuntivo con neutralità fiscale nel medio termine. Questa soluzione, che era stata proposta dalla Commissione europea come prima fase transitoria, presenta gravi limiti di attuazione e di efficacia (cfr. Messori M., Micossi S. (2018), *Counterproductive Proposals on Euro Area Reform by French and German Economists*, *CEPS Policy Insights*, n. 4, Brussels, pp. 1-10; anche in *SEP Policy Brief*, 13 febbraio, Roma, 2018).

⁸ Al riguardo, si è fatto ampio riferimento al precedente documento concordato fra le due istituzioni: *Future cooperation between the European Commission and the European Stability Mechanism* (14 novembre 2018).

⁹ Cfr. Gianniti L., *La governance dell'Eurozona in evoluzione: sempre più intergovernativa e sempre meno federalizzante*, mimeo, 2019.

¹⁰ Cfr. Eurogruppo, *Draft Revised Text of the Treaty Establishing the European Stability Mechanism*, 14 giugno 2019, art. 4-7.

relativo debito pubblico e a una stretta condizionalità e sono effettuabili solo se essenziali per garantire la stabilità dell'Eurozona e dei suoi stati membri. Qui si esaminano due dei possibili compiti attribuiti all'ESM: l'assistenza precauzionale e la valutazione *ex ante* del debito degli stati membri che richiedono l'attivazione di un programma europeo di aiuto.

Riguardo al primo tema (cfr. *ivi*, pp. 7-8, art. 13-14 e Annex III), l'ESM può fornire assistenza precauzionale agli stati membri dell'Eurozona che vantano fondamentali economici e finanziari "forti" ma che sono colpiti da uno shock negativo al di fuori del loro controllo. In particolare, per accedere alla Linea di credito precauzionale sotto condizione (PCCL), un paese con le caratteristiche generali dette deve anche aver soddisfatto negli anni recenti i requisiti del nuovo SGP (inclusa la regola del debito pubblico) e non deve accusare squilibri macroeconomici, vulnerabilità finanziarie e difficoltà di accesso ai mercati dei capitali tanto gravi da avere impatti sistemici. In questi casi, l'ESM offre la sua assistenza sulla base di una "lettera di intenti" che richiede al paese di mantenere la conformità alle regole europee e, eventualmente, di seguire poche indicazioni di massima. Viceversa, qualora possieda le caratteristiche generali prima dette ma non soddisfi tutti i requisiti appena specificati, uno stato membro non ha accesso al PCCL ma può utilizzare la Linea di credito sotto condizioni rafforzate (ECCL) che subordina l'assistenza dell'ESM alla condivisione di un dettagliato "Memorandum of understanding" (MoU). In tali casi gli impegni, che il paese assume nei confronti dell'ESM, diventano più penetranti e cogenti.

I nuovi strumenti di prevenzione precauzionale non cancellano i vecchi strumenti per gli altri compiti dell'ESM: le varie forme di sostegno finanziario degli stati membri dell'Area euro che non hanno fondamentali economici abbastanza "forti" per accedere al PCCL o all'ECCL e che, essendo in difficoltà, sono costretti a sollecitare programmi europei di aiuto. Nella bozza di revisione del Trattato dell'ESM¹¹, questo vecchio compito è peraltro arricchito da funzioni di controllo *ex ante* ed *ex post* e da responsabilità più pervasive di gestione delle crisi. Tali funzioni impongono all'ESM di rendere puntuali le proprie valutazioni in merito agli squilibri economico-finanziari e alla sostenibilità dei bilanci pubblici dei paesi con elevato stock di debito e, per ciò stesso, con alti rischi di attivazione di programmi di aiuto (cfr. *ivi*, p. 7 e art. 3, c. 1). In particolare, come è ripetutamente sottolineato sempre nella bozza di revisione del Trattato, l'ESM può finanziare un programma di aiuto o - a maggior ragione - un sostegno precauzionale a favore di un paese solo se quest'ultimo ha un debito pubblico che è sostenibile e che non compromette la sua solvibilità.

¹¹ Si veda Eurogruppo, *Draft Revised Text of the Treaty Establishing the European Stability Mechanism*, cit., art. 3, c. 1 e art. 13, c. 1-8.

Per valutare tale sostenibilità e solvenza *ex ante*, l'ESM deve però aver già effettuato una valutazione degli stock di debito degli stati membri ad alto rischio; e, nei "casi eccezionali" in cui ha giudicato insostenibile qualcuno dei relativi stock, deve imporre una forma "adeguata e proporzionale" di "coinvolgimento del settore privato" che comporta una ristrutturazione *ex ante* di quel debito (*ivi*, p. 7, punti 12B e 12A; e art. 12). In questi "casi eccezionali", la ristrutturazione *ex ante* diventa, così, la preconditione per l'accesso al programma europeo di aiuto.

Si noti che la novità non risiede nel fatto che i debiti sovrani possano subire una ristrutturazione: già il Trattato del 2012 attribuiva all'ESM, alla Commissione europea e alla ECB ampia facoltà di intervento, nel caso in cui un paese sotto programma di aiuto non fosse in grado di ripagare i propri debiti e i connessi oneri finanziari. Inoltre, la bozza di revisione del Trattato è attenta a non forzare la nuova divisione di competenze, che si sta disegnando fra Commissione ed ESM (cfr. *ivi*, pp. 4-5; cfr. anche sopra, n. 8), tanto da prevedere una loro co-decisione (e, persino, il coinvolgimento dell'ECB) riguardo all'eventuale ristrutturazione del debito sovrano di uno stato membro. Rimane tuttavia il fatto che, nella sostanza se non nella lettera, la bozza di revisione del Trattato innova rispetto al Trattato del 2012 in quanto sposta la valutazione di sostenibilità del debito pubblico di un paese a rischio in una fase precedente l'avvio del programma europeo di aiuto; e il passaggio da una possibile ristrutturazione *ex post* a una *ex ante* riserva all'ESM un ruolo di preminenza su un tema cruciale per la stabilità dell'Eurozona.

4. La ristrutturazione quasi-automatica dei debiti sovrani

La tesi sopra sostenuta potrebbe sembrare forzata. La bozza di revisione del Trattato prevede infatti che, in caso di parere difforme fra l'ESM e la Commissione riguardo alla sostenibilità *ex ante* del debito pubblico di un dato stato membro, la valutazione generale finale spetti alla stessa Commissione mentre l'ESM può solo esprimersi sulla solvibilità della propria eventuale posizione creditoria (cfr. *ivi*, p. 5 punto 5B e p. 7 punto 12A; e art. 12, c. 5 e art. 13, c. 5-8). Appare, tuttavia, evidente che la clausola assicura all'ESM un potere di veto in quanto la Commissione non può obbligare il potenziale mutuante a concedere un sostegno finanziario che ha un'eccessiva probabilità di insolvenza. Per evitare soluzioni non cooperative che – nel linguaggio della "teoria dei giochi" – sono denominate "tit-for-tat" e portano a risultati inefficienti, la Commissione e l'ESM devono perciò trovare un compromesso in merito alla valutazione di insostenibilità dei debiti pubblici dei paesi a rischio e in merito alla conseguente

procedura di ristrutturazione *ex ante* del debito, nel caso in cui uno di tali stati sia costretto a sollecitare un programma europeo di aiuto. Il vantaggio informativo, che la bozza di revisione del Trattato attribuisce al riguardo all'ESM, implica che il compromesso razionale consista nell'affidare – in larga misura – le decisioni allo stesso ESM in quanto finanziatore e “principale” più informato¹².

Dati i suoi vecchi e nuovi compiti, l'ESM ha almeno tre motivi per acquisire informazioni puntuali sugli stati membri ad alto debito pubblico. Innanzitutto, la bozza di revisione del Trattato consente proprio all'ESM di verificare *ex ante* e di monitorare quasi nel continuo la sostenibilità dei debiti pubblici nell'Eurozona, lasciando semmai alla Commissione i maggiori oneri nei controlli *ex post* rispetto all'esito macroeconomico dei programmi di aiuto¹³. Inoltre, dovendo essere pronto a interventi precauzionali, il nuovo ESM necessita di un quadro costantemente aggiornato in merito alla conformità degli aggregati fiscali nazionali nei confronti delle regole europee (cfr. *ivi*, art. 14 c. 2 e 6-7). Infine, avendo la “prospettiva del prestatore” (*ivi*, p. 5 punto 5B), l'ESM è incentivato a raccogliere e a elaborare il massimo ammontare di informazioni disponibili *ex ante*¹⁴. Questo terzo punto è l'elemento cruciale, in quanto si collega al fatto – già prima segnalato – che nessuna istituzione può sostituirsi al potenziale mutante nel valutare la solvibilità del beneficiario del finanziamento. Per giunta, il nuovo ESM è avvantaggiato da un'ulteriore incombenza che gli è affidata dalla bozza di revisione del Trattato¹⁵: il ruolo di mediazione fra creditori privati e stati membri in difficoltà. Anche se può solo avvenire su base informale e volontaria e può solo avere carattere riservato e consultivo, tale mediazione è una preziosa fonte di informazioni *ex ante*.

Dati i ruoli svolti nel Semestre europeo e nell'applicazione del *Six Pack* e del *Two Pack*, anche la Commissione europea deve acquisire un consistente ammontare di informazioni rispetto agli stati membri.

¹² Il riferimento analitico è ai modelli “principale-agente” con asimmetrie di informazione (cfr. per esempio: Bolton P., Dewatripont M., *Contract theory*, MIT Press, Cambridge Ma., 2005). Uno dei risultati acquisiti da tempo in letteratura è che, in presenza di una molteplicità di “principali”, quello relativamente meglio informato sia in grado di disegnare il contratto dominante con gli “agenti” (cfr. per esempio: Riley J.G. (1975), Competitive Signaling, *Journal of Economic Theory*, vol. 10, pp. 174-86).

¹³ Cfr. Eurogruppo, *Draft Revised Text of the Treaty Establishing the European Stability Mechanism*, cit., p. 9 punto 18; art. 13 c. 6 e art. 12 c. 1.

¹⁴ Come ha posto in evidenza l'approccio schumpeteriano (cfr. Schumpeter J.A., *Das Wesen des Geldes*, Vandenhoeck & Ruprecht, Göttingen, 1970; cfr. anche Stiglitz J.E., Weiss A. (1988), Banks as Social Accountants and Screening Devices for the Allocation of Credit, *NBER Working Paper*, no. 2710, pp. 1-54), la tradizionale attività bancaria consiste nel ridurre i divari informativi rispetto ai mutuatari al fine di attuare un'adeguata allocazione dei crediti. Nel finanziare gli stati membri, l'ESM risponde a incentivi analoghi a quelli di una banca tradizionale.

¹⁵ Cfr. Eurogruppo, *Draft Revised Text of the Treaty Establishing the European Stability Mechanism*, cit., p. 7 punto 12 e art. 12 c. 4.

Grazie alle sue periodiche e sistematiche analisi dei casi nazionali, ai suoi accessi a una molteplicità di banche dati e al suo apparato econometrico, la Commissione dispone della più accurata base informativa *ex post* per controllare le scelte fiscali di bilancio degli stati membri e per disegnare gli obblighi di aggiustamento macroeconomico degli eventuali paesi coinvolti in programmi europei di aiuto. Inoltre, pur dovendo condividere con l'ESM quei compiti di verifica prima svolti dalla cosiddetta Troika (esponenti della stessa Commissione, dell'ECB e dell'IMF), essa gode di vantaggi nell'effettuare il controllo dei risultati macroeconomici raggiunti rispetto agli obblighi di aggiustamento. La Commissione non ha, però, l'esigenza di elaborare dati così puntuali come quelli dell'ESM con riguardo al breve termine e a un'ottica *ex ante*.

Queste considerazioni inducono, almeno, quattro risultati: (a) l'EMU disporrà, fra pochi mesi, di un meccanismo per la possibile ristrutturazione *ex ante* dei debiti pubblici degli stati membri che richiedono un programma di aiuto e che si trovano nel caso "eccezionale" di insostenibilità fiscale; (b) dal 2022, l'attivazione di tale meccanismo si avvarrà di procedure semplificate grazie all'applicazione del *single-limb* nelle CACS sui nuovi titoli del debito pubblico (cfr. sopra, n. 5); (c) l'ESM deterrà i maggiori poteri di decisione in merito alle valutazioni di (in)sostenibilità e alle connesse 'eccezionali' ristrutturazioni *ex ante* dei debiti sovrani dei paesi richiedenti il programma di aiuto; (d) l'ESM assumerà, così, responsabilità decisive non solo come gestore delle crisi aperte nell'Eurozona, ma soprattutto come controllore delle crisi ancora potenziali o *in fieri*.

A ciò va aggiunta una quinta implicazione che, sebbene meno evidente, è ancora più rilevante delle precedenti. Per assicurarsi una co-decisione favorevole da parte della Commissione europea e accreditarsi come affidabile gestore *ex ante* delle crisi, l'ESM tenderà a minimizzare le scelte discrezionali e a fondare le sue proposte di ristrutturazione *ex ante* dei debiti sovrani su criteri trasparenti e invariati. Questa tendenza è, del resto, avallata dalla bozza di revisione del Trattato (cfr. *ivi*, p. 7 punto 12A; e art. 13, c. 1b). L'ESM finirà così per attivare procedure e regole rigide che avranno due gravi conseguenze: (a) tali procedure e regole non saranno in grado di cogliere la complessità degli specifici casi di effettiva insostenibilità dei bilanci pubblici; (b) esse finiranno per fissare valori-soglia di (in)sostenibilità che diventeranno conoscenza comune, trasformandosi in attrattori per scommesse speculative nei mercati finanziari.

A prescindere dalla volontà dell'ESM, il punto (b) spingerà gli investitori speculativi a puntare anticipatamente sulla condizione "eccezionale" di insostenibilità per gli stati membri con i più elevati stock di debito pubblico e a causare l'effettiva non rispondenza di questi debiti rispetto ai valori-soglia. Se ha risorse sufficienti per sostenere

le proprie puntate al ribasso per un tempo adeguato, chi punta sul “taglio dei capelli” (*hair cut*) di un paese “fragile” sarà premiato dalla conseguente effettiva ristrutturazione *ex ante* del debito pubblico oggetto della scommessa al ribasso. Gli speculatori otterranno così nuove munizioni finanziarie e solidi incentivi per effettuare ulteriori scommesse al ribasso rispetto ad altri stati membri con alto debito.

Ciò modifica radicalmente gli equilibri fra le regole fiscali europee e la gestione nazionale dei bilanci pubblici: la ristrutturazione *ex ante* acquista la forma, pur se indesiderata e pur se limitata a “casi eccezionali”, di una ristrutturazione quasi-automatica dei debiti sovrani nell'Eurozona¹⁶; e tale ristrutturazione quasi-automatica innesca spirali speculative, incertezza circa il futuro e instabilità che sono difficili da superare.

5. Flessibilità e “disciplina” di mercato

Le conclusioni del precedente paragrafo possono generare fraintendimenti e richiedono, quindi, qualche chiarimento. Esse non portano alla tesi che l'Eurozona debba espungere qualsiasi meccanismo di ristrutturazione dei debiti sovrani. Qui si sostiene anzi che, in mancanza di appropriate sanzioni *ex post*, un'unione monetaria con politiche fiscali decentrate a livello nazionale sia esposta a lesioni sistematiche delle regole centralizzate di bilancio da parte dei responsabili nazionali delle politiche economiche o – per utilizzare categorie più analitiche – sia vulnerabile a varie forme di “rischio morale” e non possa mai realizzare equilibri efficienti¹⁷. Nel disegnare le sanzioni *ex post* applicabili ai paesi dell'EMU che hanno leso le regole comuni e non hanno poi effettuato gli aggiustamenti concordati, è perciò efficace includere – come caso estremo – la ristrutturazione del debito sovrano. Questa credibile sanzione *ex post* protegge dal “rischio morale” senza causare i problemi che sono indotti da una ristrutturazione *ex ante* e che sono già stati accennati (cfr. sopra, par. 4).

Nella recente letteratura dedicata alla possibile ristrutturazione dei debiti sovrani nell'Eurozona, la tesi qui avanzata non è affatto prevalente. Molti economisti (specie nord-europei) sostengono infatti che, per essere credibile e fornire un'efficace protezione dal “rischio morale”, la minaccia di ristrutturazione del debito sovrano deve fungere da “spada di Damocle” e pendere sulla testa dei paesi ad alto debito

¹⁶ L'uso del termine “quasi-automatico” è giustificato da due elementi: il risultato non è l'effetto di un meccanismo automatico ma di una scelta speculativa, indotta da distorsioni del mercato (la soglia-segnale); le scommesse speculative vincenti possono essere ribaltate nei loro esiti da interventi di politica economica (per esempio, da interventi inattesi di politica monetaria).

¹⁷ Cfr. Townsend R.M. (1979), *Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification*, *Journal of Economic Theory*, 21 (2), pp. 265–293.

anche – se non soprattutto – *ex ante*; solo così tali paesi saranno incentivati a correggere il loro debito pubblico eccessivo e ad allinearsi, nel più breve tempo possibile, alle regole europee¹⁸. Nella prospettiva di questi economisti, sostenere – come si è qui fatto – che i meccanismi di ristrutturazione *ex ante* generano instabilità e rafforzano la speculazione equivale a scambiare la causa con l'effetto: il responsabile dell'eventuale verificarsi di maggiore instabilità e speculazione a seguito di una possibile ristrutturazione *ex ante* del debito pubblico sarebbe il paese coinvolto che, avendo riprodotto i suoi squilibri, non ha reagito positivamente alla “disciplina” del mercato. Di conseguenza, la ristrutturazione *ex ante* dei debiti pubblici degli stati membri, che hanno stock giudicati insostenibili e sono costretti a richiedere un programma europeo di aiuto, rappresenta un equilibrato compromesso: si evitano le esternalità negative prodotte dalla bancarotta non governata di uno stato membro dell'Eurozona (specie se di dimensioni consistenti) ma, al contempo, si risponde al ‘segnale’ di mercato e si sanziona il paese reprobato e i detentori privati dei suoi titoli di debito (*bail in*).

Seguendo l'impostazione del presente lavoro, si potrebbe ribadire che la posizione qui sopra riportata accusa gravi debolezze analitiche e presenta incongruenze di policy. In tale chiave, si potrebbe per esempio argomentare che i responsabili delle politiche di bilancio degli stati membri con debito giudicato insostenibile valuteranno che la partita è persa a prescindere dalle loro reazioni tardive. Questi responsabili delle policy fiscali non avranno, perciò, alcun incentivo ad adottare le misure di aggiustamento economico che – pur in presenza di una ristrutturazione dei loro debiti pubblici – sarebbero in grado di ridurre l'instabilità dell'Eurozona in cambio di un ulteriore aumento dei già pesanti costi sociali nazionali.

Anziché proseguire in tale contrapposizione che rischia di diventare stucchevole, appare più proficuo riflettere su un'implicazione assai rilevante che è la logica conseguenza della posizione assunta da una parte degli economisti nord-europei: facendo prevalente appello alla

¹⁸ Cfr. per esempio: Andritzky J., Christofzik D.I., Feld L.P. (2019), A Mechanism to Regulate Sovereign Debt Restructuring in the Euro Area, *International Finance*, vol. 22, pp. 20-3; Destais C., Eidam F., Heinemann F. (2019), *The Design of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism for the Euro Area: Choices and Trade-Offs*, in *Towards More Feasible Sovereign Debt Restructurings in the Euro Area*, a cura di Eidam F., Heinemann F. (2019), *EconPol Policy Report*, vol. 1, marzo, pp. 5-24. La strada, perseguita da questi e da altri autori, era stata aperta nel 2018 da: Bénassy-Quéré et al. (Cfr. *Reconciling Risk Sharing with Market Discipline: A Constructive Approach to Euro Area Reform*, cit.). Tale gruppo di autori franco-tedeschi ha ribadito la propria posizione in: Bénassy-Quéré A., Brunnermeier M.K., Enderlein H., Farhi E., Fratzscher M., Fuest C., Gourinchas P.O., Martin P., Pisani-Ferry J., Rey H., Schnabel I., Véron N., Weder di Mauro B., Zettelmeyer J. (2019), *Euro Area Architecture: What Reforms are Still Needed, and Why*, *VoxEU*, 3 maggio. Una posizione più articolata sul problema è stata espressa da: Erce A., *The Road to Euro Area Sovereign Debt Restructuring*, mimeo, 2019; Strauch R. (2019), *A European Sovereign Debt Restructuring Framework: a Policy Perspective*, in *Towards More Feasible Sovereign Debt Restructurings in the Euro Area*, a cura di F. Eidam, Heinemann F., *EconPol Policy Report*, cit., pp. 39-42.

“disciplina” del mercato, questi economisti superano di fatto la contrapposizione fra “riduzione” dei rischi e “condivisione” dei rischi, che ha bloccato a lungo i progressi europei tanto da essere una delle principali cause di quel susseguirsi di fasi di evoluzione e fasi di stallo che ha penalizzato la *governance* economica dell'Eurozona specie dalla crisi finanziaria internazionale a oggi. Il ricorso, pur se in “casi eccezionali”, a un meccanismo quasi-automatico di ristrutturazione *ex ante* dei debiti sovrani nell'Area euro consente infatti di non misurare più i progressi dell'EMU con il solo metro del rispetto delle regole fiscali da parte di tutti gli stati membri. La “disciplina” del mercato, rafforzata da tale meccanismo, sanzionerà e riporterà sulla retta via quegli stati membri incapaci o non desiderosi di attuare i concordati aggiustamenti fiscali e di realizzare le riforme necessarie per un processo di convergenza.

In questo nuovo quadro, lo stato membro dell'EMU che ha più da perdere è l'Italia. Negli anni seguiti alla crisi finanziaria internazionale, il nostro Paese ha oscillato fra fasi di recessione e una crescita stentata. Esso non ha ridotto il suo eccessivo rapporto fra debito pubblico e PIL e non si è stabilmente collocato su quella curva di aggiustamento del suo rapporto fra deficit strutturale e PIL che avrebbe realizzato il suo specifico Obiettivo di medio termine (MTO). Una volta terminato il triennio successivo alla procedura per deficit pubblico eccessivo e dopo aver approssimato nei budget di previsione il rispetto delle regole europee, l'Italia ha pienamente utilizzato i margini di flessibilità dei propri bilanci pubblici, concessi dalla Commissione europea a metà gennaio 2015. Il risultato è stato che le politiche di bilancio dei governi italiani hanno compresso gli investimenti pubblici, con effetti negativi sugli investimenti privati e sui tassi potenziali di crescita, senza tenere sotto adeguato controllo la dinamica delle spese correnti e - soprattutto - la loro composizione. Oggi l'Italia è il solo paese dell'Eurozona, in cui il tasso di crescita del PIL risulti inferiore al tasso medio di interesse sul debito pubblico, nonostante l'appiattimento verso il basso della struttura temporale di tali tassi. Tutto ciò porta a una spirale viziosa: gli aumenti del debito pubblico, alimentati dal ricorrente ricorso alla flessibilità e dalla crescente incidenza degli oneri finanziari, vincolano le politiche nazionali di bilancio e abbassano il PIL potenziale; ne deriva un'ulteriore richiesta di flessibilità che fa aumentare il debito pubblico e l'incidenza dei relativi oneri finanziari.

Queste dinamiche mostrano che la sostenibilità del debito pubblico italiano è legata a un filo sottile, in quanto dipende dalla politica monetaria della ECB e può essere compromessa da ogni tensione sui mercati finanziari. Specie se rimane prigioniera della spirale viziosa innescata dalla flessibilità, l'Italia è lo stato membro più esposto a una valutazione di insostenibilità del suo debito pubblico da parte dell'ESM. Per non correre un elevato rischio di ristrutturazione *ex*

ante, l'Italia non deve quindi trovarsi nella necessità di attivare un programma di aiuto europeo. Ciò implica che, anche se stanno assumendo ruoli rilevanti nei nuovi assetti dell'Eurozona, flessibilità e "disciplina" di mercato sono una miscela letale per il nostro Paese. Per sfuggire a tale morsa, l'Italia non ha che una soluzione: attuare, in cooperazione con le istituzioni europee, modalità di graduale ma persistente riduzione del suo rapporto debito pubblico/PIL che siano compatibili con processi di crescita economica e di sviluppo sociale.

Rivista di Politica Economica

La Rivista di Politica Economica è stata fondata nel 1911 come "Rivista delle società commerciali" ed ha assunto la sua attuale denominazione nel 1921. È una delle più antiche pubblicazioni economiche italiane ed ha sempre accolto analisi e ricerche di studiosi appartenenti a diverse scuole di pensiero. Nel 2019 la Rivista viene rilanciata, con periodicità semestrale, in un nuovo formato e con una nuova finalità: intende infatti svolgere una funzione diversa da quella delle numerose riviste accademiche a cui accedono molti ricercatori italiani, scritte prevalentemente in inglese, tornando alla sua funzione originaria che è quella di discutere di questioni di politica economica, sempre con rigore scientifico. Gli scritti sono infatti in italiano, più brevi di un *paper* accademico, e usano un linguaggio comprensibile anche ai non addetti ai lavori. Ogni numero è una monografia su un tema scelto grazie ad un continuo confronto fra l'editore e l'*Advisory Board*. La Rivista è accessibile online sul sito di Confindustria.

Redazione Rivista di Politica Economica

Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma (Italia)

e-mail: rpe@confindustria.it

<https://www.confindustria.it/home/centro-studi/rivista-di-politica-economica>

Direttore responsabile

Silvia Tartamella

Coordinamento editoriale ed editing

Gianluca Gallo

Adriana Leo

La responsabilità degli articoli e delle opinioni espresse è da attribuire esclusivamente agli Autori. I diritti relativi agli scritti contenuti nella Rivista di Politica Economica sono riservati e protetti a norma di legge. È vietata la riproduzione in qualsiasi lingua degli scritti, dei contributi pubblicati sulla Rivista di Politica Economica, salvo autorizzazione scritta della Direzione del periodico e con l'obbligo di citare la fonte.

Edito da:



Confindustria Servizi S.p.A.
Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma