Commissioni riunite
V (Bilancio, Tesoro e programmazione)
e XIV (Politiche dell'Unione europea) della Camera dei Deputati

Audizione sul funzionamento del Meccanismo europeo di stabilità e sulle sue prospettive di riforma

Intervento del Governatore della Banca d'Italia
Ignazio Visco

Roma, 4 dicembre 2019

Signori Presidenti, Onorevoli Deputati, sono grato alle Commissioni V e XIV della Camera dei Deputati per l'invito a discutere della proposta di riforma del Trattato istitutivo del Meccanismo europeo di stabilità (*European Stability Mechanism,* ESM). La proposta è il frutto di un accordo di massima raggiunto lo scorso giugno, fondato sull'intesa dell'Euro Summit del dicembre del 2018. Come il Trattato attualmente in vigore, anche questa riforma diverrà efficace solo dopo che tutti i paesi membri l'avranno sottoscritta e ratificata.

L'ESM è stato introdotto nel 2012 per colmare una delle lacune della governance economica europea: la sua funzione fondamentale è concedere, sotto condizionalità, assistenza ai paesi dell'area dell'euro che, pur avendo un debito pubblico sostenibile, trovino temporanee difficoltà a finanziarsi sul mercato. La proposta di riforma affianca a tale funzione quella di fornire una rete di sicurezza finanziaria (*backstop*) al Fondo di risoluzione unico (*Single Resolution Fund*, SRF) nell'ambito del sistema di gestione delle crisi bancarie.

Nelle trattative che hanno condotto alla definizione dell'accordo e nel dibattito che le ha accompagnate sono state discusse in modo approfondito anche le norme relative al sostegno finanziario agli Stati membri e, in particolare, ai rischi connessi con tale attività. Al riguardo la proposta di riforma interviene sulle condizioni necessarie per la concessione di assistenza finanziaria e sui compiti svolti dall'ESM; le modifiche introdotte sono di portata complessivamente limitata. La riforma non prevede né annuncia un meccanismo di ristrutturazione dei debiti sovrani. Come nel Trattato già oggi in vigore, non c'è scambio tra assistenza finanziaria e ristrutturazione del debito. Anche la verifica della sostenibilità del debito prima della concessione degli aiuti è già prevista dal Trattato vigente. È una clausola a tutela delle risorse dell'ESM, di cui l'Italia è il terzo principale finanziatore.

1. Le origini del Meccanismo europeo di stabilità

L'ESM è la risposta a una delle "incompletezze" della governance economica europea. Fino alla crisi dei debiti sovrani, l'apparato europeo in materia di finanza pubblica era fondato sulla prevenzione delle crisi, affidata al rispetto di regole di bilancio volte a mantenere disavanzi e debiti pubblici entro limiti considerati prudenti. Non erano previsti strumenti per la gestione delle crisi sovrane e, anzi, la

clausola di "non salvataggio" (*no bail-out*) del Trattato sul funzionamento dell'UE, nella sua interpretazione più restrittiva, sembrava vietare qualsiasi intervento a sostegno dei paesi in difficoltà[1].

Le tensioni maturate sui mercati europei del debito sovrano a partire dal 2010, conseguenza della crisi finanziaria globale e delle condizioni di profondo squilibrio dei conti pubblici della Grecia, hanno riproposto con forza il tema dell'adeguatezza della governance economica europea. In particolare, l'assenza di meccanismi di gestione di situazioni di grave crisi finanziaria in un paese membro dell'area ha determinato incertezza, allungando i tempi degli interventi di sostegno, accrescendone i costi, alimentando fenomeni di contagio.

La prima risposta alla crisi dei debiti sovrani è stata necessariamente di emergenza. Nella primavera del 2010, il supporto finanziario alla Grecia è stato accordato attraverso prestiti bilaterali da parte dei paesi dell'area dell'euro (*Greek Loan Facility*); subito dopo, con l'estendersi della crisi ad altri paesi, sono stati creati due meccanismi comuni per la concessione di aiuti finanziari: uno, il Meccanismo europeo di stabilità finanziaria (*European Financial Stabilisation Mechanism,* EFSM), di entità limitata (60 miliardi) e finanziato dall'Unione europea; l'altro, il Fondo europeo di stabilità finanziaria (*European Financial Stability Facility,* EFSF), con una capacità maggiore (inizialmente pari a 250 miliardi, poi accresciuta a 440) ma di natura temporanea, garantito dai paesi membri dell'area dell'euro.

La strategia di intervento ha subito un brusco cambiamento con l'accordo, a fine 2010, tra Francia e Germania e con la decisione del Consiglio dell'Unione europea, nell'estate del 2011, sulla partecipazione dei creditori privati alla ristrutturazione del debito greco (*private sector involvement*, PSI). A questa decisione ha fatto seguito nell'autunno dello stesso anno la raccomandazione dell'Autorità bancaria europea (*European Banking Authorithy*, EBA) volta a richiedere alle principali banche interventi per la costituzione di riserve di capitale "eccezionali e temporanee" a fronte delle esposizioni sovrane.

La decisione del Consiglio e la raccomandazione dell'EBA sono avvenute prima che, nel 2012, venisse creato l'ESM e specificato che il coinvolgimento del settore privato va circoscritto a casi eccezionali, senza automatismi. Sempre nel 2012 sono state annunciate le operazioni monetarie definitive (*outright monetary transactions*, OMT) da parte della Banca centrale europea, condizionate alla presenza

---

1 L'introduzione dell'ESM è stata accompagnata da una apposita modifica del Trattato sul funzionamento dell'UE (art. 136 (3)).

di un programma di assistenza dell'ESM. È probabile che con una diversa sequenza di decisioni, ossia introducendo prima l'ESM e le OMT e solo successivamente annunciando il PSI per il caso greco e formulando la richiesta dell'EBA, l'impatto sui mercati finanziari sarebbe stato più contenuto.

L'ESM ha un capitale sottoscritto pari a 704,8 miliardi, di cui 80,5 sono stati versati; la sua capacità di prestito ammonta a 500 miliardi. L'Italia – oltre ad avere fornito sostegno finanziario in forma bilaterale e ad avere partecipato ai programmi dell'EFSF (con un impegno complessivo di quasi 44 miliardi) – ha sottoscritto il capitale dell'ESM per 125 miliardi, versandone oltre 14.

La quota di ciascun paese membro nel capitale dell'ESM si basa sulla chiave di ripartizione del capitale della BCE, che riflette la quota del paese nella popolazione totale e nel prodotto interno lordo dell'area dell'euro. La parte del capitale dell'ESM sottoscritta ma non versata è "richiamabile" in qualsiasi momento in caso di necessità: vale a dire che i membri dell'ESM si impegnano a fornire il finanziamento corrispondente con breve preavviso.

2. Governance e funzioni dell'ESM

L'ESM è stato istituito mediante un trattato intergovernativo, ossia al di fuori del quadro giuridico della UE. È guidato da un "Consiglio dei Governatori" composto dai 19 Ministri delle finanze dell'area dell'euro. Il Consiglio assume all'unanimità tutte le principali decisioni (incluse quelle relative alla concessione di assistenza finanziaria e all'approvazione dei protocolli d'intesa con i paesi che la ricevono).

Il Consiglio dei Governatori sceglie se essere presieduto dal presidente dell'Eurogruppo (come avviene attualmente) o da un presidente eletto tra i suoi membri con un mandato di due anni rinnovabile. Al fine di garantire efficacia al sistema decisionale dell'ESM, quest'ultimo può operare a maggioranza qualificata dell'85 per cento del capitale qualora, in caso di minaccia per la stabilità finanziaria ed economica dell'area dell'euro, la Commissione europea e la BCE richiedano l'assunzione di decisioni urgenti in materia di assistenza finanziaria. I diritti di voto dei membri del Consiglio sono pari al numero di azioni assegnate ai rispettivi paesi. Germania, Francia e Italia hanno quote superiori al 15 per cento e possono quindi porre il loro veto anche sulle decisioni prese in condizioni di urgenza.

L'organo esecutivo dell'ESM è il Consiglio di amministrazione, composto da 19 componenti ciascuno nominato da un Governatore tra persone di elevata competenza in materia economica e finanziaria. È presieduto da un Amministratore delegato che ne è anche il rappresentante legale.

Come ho ricordato, la funzione fondamentale dell'ESM è concedere, sotto condizionalità, assistenza finanziaria ai paesi membri che – pur avendo un debito pubblico sostenibile – trovino temporanee difficoltà nel finanziarsi sul mercato. Non è un meccanismo per la ristrutturazione del debito sovrano, anzi è volto a evitarla; come sancito dal Trattato vigente e ribadito nella proposta di riforma, la ristrutturazione può essere presa in considerazione soltanto in casi eccezionali.

Il Trattato contiene un solo riferimento a forme di ristrutturazione del debito, laddove nella premessa ("considerando") n.12 si indica che "in linea con la prassi del Fondo monetario internazionale, in casi eccezionali si prende in considerazione una forma adeguata e proporzionata di partecipazione del settore privato nei casi in cui il sostegno alla stabilità sia fornito in base a condizioni sotto forma di un programma di aggiustamento macroeconomico".

È prevista la possibilità che l'ESM operi congiuntamente con il Fondo monetario internazionale (FMI). L'ESM può aprire linee di credito, concedere prestiti o acquistare i titoli di Stato del paese cui presta assistenza. Il suo intervento non avviene mai nella forma di trasferimenti a fondo perduto.

Il sostegno viene offerto a fronte di una rigorosa condizionalità e di un'analisi della sostenibilità del debito pubblico effettuata, secondo le regole del Trattato in vigore, dalla Commissione europea, di concerto con la BCE (ove possibile, anche insieme all'FMI). La condizionalità varia a seconda della natura dello strumento utilizzato: per i prestiti assume la forma di un programma di aggiustamento macroeconomico, specificato in un apposito memorandum; è meno stringente nel caso delle linee di credito precauzionali, destinate a paesi in condizioni economiche e finanziarie fondamentalmente sane ma colpiti da shock avversi.

Esistono due tipi di interventi precauzionali, accompagnati da condizioni definite in un Memorandum of Understanding*: la linea di credito condizionale precauzionale (*Precautionary Conditioned Credit Line, *PCCL), riservata ai paesi che rispettano le prescrizioni del Patto di stabilità e crescita, che non presentano squilibri macroeconomici eccessivi e che non hanno problemi di stabilità finanziaria, e la linea di credito soggetta a condizioni rafforzate (*Enhanced Conditions Credit Line, *ECCL), destinata ai paesi che non rispettano pienamente i suddetti criteri, ai quali pertanto vengono richieste misure correttive. Va ricordato che l'ESM può anche procedere all'acquisto di titoli pubblici sul mercato primario e su quello secondario.*

L'ESM attualmente si finanzia emettendo titoli obbligazionari sul mercato con scadenze da un mese a 45 anni. All'ESM è assegnato il rating massimo (AAA) dalle agenzie Fitch e DBRS, e un rating solo di un livello inferiore al massimo da Moody's (AA1, con "outlook positivo"). I prestiti dell'ESM godono di uno status creditizio secondo soltanto a quello dell'FMI. Queste circostanze permettono all'ESM di indebitarsi a condizioni molto vantaggiose.

L'ammontare complessivo degli aiuti finanziari erogati con i vari strumenti a partire dal 2010 a paesi dell'area dell'euro in difficoltà è stato pari a oltre 480 miliardi, di cui oltre 80 a carico dell'FMI (tav. 1). I paesi beneficiari sono stati cinque: la Grecia è stata il principale, assorbendone quasi il 60 per cento (poco meno di 290 miliardi), seguita dal Portogallo (oltre 75 miliardi), dall'Irlanda (oltre 65), dalla Spagna (oltre 40) e da Cipro (circa 7). La Spagna è l'unico dei cinque paesi ad avere beneficiato di un sostegno finanziario dedicato esclusivamente al supporto del proprio sistema bancario.

L'ESM ha erogato prestiti a tre paesi per circa 110 miliardi (61,9 alla Grecia, 41,3 alla Spagna e 6,3 a Cipro; tav. 2) con scadenze medie piuttosto lunghe e tassi di interesse relativamente contenuti (al massimo l'1,2 per cento per la Spagna e per Cipro, l'1,6 per la Grecia).

Tutti i programmi di assistenza sono conclusi: i paesi beneficiari sono tornati a finanziarsi sui mercati. Il sostegno erogato dall'EFSF, dall'ESM e dall'FMI è già stato in parte restituito. I rimborsi ancora da effettuare ammontano a oltre 170 miliardi per l'EFSF, a circa 90 per l'ESM, a meno di 10 per l'FMI. La fig. 1 riporta il piano dei rimborsi relativi ai prestiti erogati dall'ESM, la cui capacità di prestito residua è attualmente di poco superiore a 410 miliardi (fig. 2).

3. L'assistenza finanziaria nella proposta di riforma del Trattato[2]

La proposta di riforma in discussione interviene in tre aree principali: la governance e i compiti dell'ESM nell'ambito dell'assistenza finanziaria ai paesi membri, le condizioni per la concessione di tale assistenza e la funzione dell'ESM come sostegno di emergenza (*backstop*) del Fondo di risoluzione unico (su quest'ultimo punto mi soffermerò in seguito). La proposta prevede anche una modifica delle clausole di azione collettiva (*collective action clauses*, CACs) inserite nei titoli di Stato.

La governance e i compiti dell'ESM nell'assistenza finanziaria ai paesi membri. – La proposta di riforma stabilisce l'indipendenza dell'Amministratore delegato e dello staff dell'ESM (art. 7.4 e *considerando* n. 16) e rafforza le disposizioni che vincolano l'attività dell'ESM al rispetto della legislazione dell'Unione europea, affidando al riguardo compiti di controllo alla Commissione europea. Restano invariati i diritti di voto e le relative procedure.

Alla fine del 2017 la Commissione europea aveva avanzato una proposta che prevedeva l'integrazione dell'ESM nella legislazione dell'Unione europea; una soluzione di questo tipo semplificherebbe notevolmente la gestione delle attività dell'ESM e il coordinamento con la Commissione.

È previsto un ruolo attivo dell'ESM nella gestione delle crisi e nel processo che conduce all'erogazione dell'assistenza finanziaria, così come nel successivo monitoraggio; coerentemente vengono ampliati i compiti dell'Amministratore delegato che diventa referente dell'ESM in tutte le attività connesse con l'eventuale concessione di sostegno finanziario. Si tratta di un ruolo nuovo per l'ESM che si affiancherebbe così alla Commissione europea. Le modalità di cooperazione tra le due istituzioni saranno definite in un accordo che verrà sottoscritto quando

---

2 La riforma è analizzata in dettaglio in C. Dias e A. Zoppè (2019), *The 2019 proposed amendments to the Treaty establishing the European Stability Mechanism*, In-Depth Analysis, 11-10-2019, Parlamento Europeo. Materiale informativo e link ai documenti ufficiali sono disponibili sul sito dell'ESM.

le modifiche al Trattato entreranno in vigore (art. 13.8). I termini di un'intesa di massima raggiunta tra le due istituzioni nel 2018 sono riflessi nel testo della proposta di riforma[3] che contiene presidi volti a evitare duplicazioni di compiti tra l'ESM e la Commissione europea.

L'intesa ribadisce la responsabilità esclusiva della Commissione nella valutazione complessiva della situazione economica dei paesi e della loro posizione rispetto alle regole del Patto di stabilità e crescita e della Procedura per gli squilibri macroeconomici. La riforma precisa che l'ESM può svolgere una preventiva attività di monitoraggio della loro situazione macroeconomica e finanziaria – inclusa un'analisi della sostenibilità del debito pubblico – al fine di essere in grado di intervenire in modo tempestivo in caso di necessità (art. 3.1). Si indica, quindi, che "l'ESM non deve servire allo scopo del coordinamento delle politiche economiche tra gli Stati membri per il quale il diritto dell'Unione europea prevede le disposizioni necessarie" (*considerando* n. 15A). Si conferma, infine, che la sorveglianza post-programma è effettuata dalla Commissione europea di concerto con la BCE e dal Consiglio dell'Unione europea nel quadro definito dagli articoli 121 e 136 del Trattato sul funzionamento della UE (*considerando* n. 18).

In caso di richiesta di assistenza la riforma prevede che l'amministratore delegato dell'ESM valuti, in collaborazione con la Commissione europea (e di concerto con la BCE), la sostenibilità del debito pubblico e, a maggior tutela dei paesi membri nella loro veste di finanziatori dell'ESM, la capacità del paese di ripagare il prestito concesso. Nel caso di impossibilità di raggiungere un accordo su tali valutazioni, la Commissione avrà l'ultima parola sulla sostenibilità del debito, l'ESM sulla capacità di ripagare il prestito (*considerando* n. 12A).

Inoltre, l'amministratore delegato dell'ESM, sempre assieme alla Commissione (e di concerto con la BCE), prenderà parte alla negoziazione con il paese richiedente delle condizioni che accompagnano il programma di assistenza e alla valutazione del rispetto delle stesse nel corso del tempo (artt. 5.6.g e 13.7).

Le condizioni per la concessione dell'assistenza finanziaria. – La riforma rende più espliciti alcuni principi per la concessione dei finanziamenti già previsti dall'attuale testo del Trattato e dalle linee guida adottate dall'ESM.

Il Trattato in vigore già prevede, ai fini della concessione di qualunque forma di assistenza dell'ESM, la preventiva valutazione di sostenibilità del debito

---

[3] Il testo dell'intesa è disponibile sul sito dell'ESM.

(art. 13.1.b). La riforma ribadisce tale previsione e, come ricordato, vi affianca il criterio della capacità di ripagare il prestito da parte del paese richiedente (*considerando* n. 12A e art. 13.1.b della proposta di riforma), finora utilizzato solo nel monitoraggio post-programma. Al tempo stesso la riforma chiarisce che queste verifiche preliminari non hanno alcun carattere di automaticità: seppure basate su criteri "trasparenti e prevedibili" esse sono condotte lasciando un "margine di discrezionalità sufficiente" alle autorità che le svolgono (*considerando* n. 12A e art. 13.1.b della proposta di riforma).

La riforma del Trattato rivede inoltre i criteri e le procedure per accedere alle linee di credito precauzionali.

Nel caso della PCCL non sarebbe più richiesta la firma di un Memorandum of Understanding*; questa linea di credito verrebbe concessa a paesi non soggetti a procedure per disavanzo o per squilibri macroeconomici eccessivi, a fronte di una lettera di intenti con la quale il paese richiedente si impegnerebbe a osservare i criteri, specificati anche in termini quantitativi, stabiliti nell'Annex III della nuova versione del Trattato (art. 14). I paesi che, pur avendo dei fondamentali economici sani, non rispettano tutti i criteri stabiliti dall'Annex III, potranno ricorrere alla ECCL, che continuerebbe a prevedere la sottoscrizione di un* Memorandum of Understanding.

Le clausole di azione collettiva. – La riforma del Trattato prevede l'introduzione – a partire dal 2022 – di una modifica all'attuale disciplina delle clausole di azione collettiva che, nel caso in cui un paese decida di procedere alla ristrutturazione del debito, renderebbe sufficiente un'unica deliberazione dei possessori dei titoli pubblici al fine di modificare i termini e le condizioni di tutte le obbligazioni (cosiddette *single limb* CACs), anziché richiedere una doppia deliberazione (una per ciascuna emissione e una per l'insieme dei titoli; *considerando* n. 11 e art. 12.4); la modifica è volta a rendere più ordinata un'eventuale ristrutturazione del debito, riducendo i costi connessi con l'incertezza sulle modalità e sui tempi della sua realizzazione. Come già avvenuto con l'introduzione delle CACs attuali nel 2013, questa modifica – che non aumenta la probabilità di un default ma riduce l'incertezza relativa al suo esito – potrebbe favorire un calo dei premi per il rischio sul debito sovrano[4].

Non viene modificato il riferimento presente nella versione attuale del Trattato al coinvolgimento del settore privato che rimane strettamente circoscritto a casi eccezionali e non è in nessun caso una precondizione per accedere all'assistenza finanziaria dell'ESM (*considerando* n. 12B della proposta di riforma). È alla luce

---

4 G. Tabellini (2017), *Reforming the Eurozone: Structuring versus restructuring sovereign debts*, VoxEU.org; A. Bardozzetti e D. Dottori (2014), *Collective action clauses: How do they affect sovereign bond yields?*, Journal of International Economics, vol. 92, issue 2, pp. 286-303.

di questa confermata eccezionalità del PSI che vanno interpretate sia la modifica delle clausole di azione collettiva, sia la possibilità che la riforma concede all'ESM di agire da facilitatore del dialogo tra un paese e gli investitori privati, solo su richiesta del paese stesso "su base volontaria, informale, non vincolante, temporanea e confidenziale" (*considerando* n. 12).

A conclusione della discussione delle modifiche che la riforma intende apportare alle procedure di assistenza finanziaria vorrei sottolineare che un paese con un alto debito pubblico, soprattutto se il suo peso economico nell'area è elevato, deve innanzitutto porre in essere le condizioni per evitare di dover ricorrere all'ESM; come si acceda eventualmente ai suoi fondi non è irrilevante ma non dovrebbe essere il punto focale di attenzione. La strada maestra è quella di ridurre l'incidenza del debito sul prodotto mantenendo l'avanzo primario su livelli adeguati, innalzando la crescita economica, tenendo alta la fiducia e basso il costo medio del debito. La presenza dell'ESM facilita quest'ultimo compito perché contiene i rischi di contagio, contribuendo così a conservare condizioni ordinate sui mercati.

4. Il *backstop* al Fondo di risoluzione unico

La modifica del Trattato che disciplina il funzionamento dell'ESM risponde anche all'esigenza di fornire un *backstop* al Fondo di risoluzione unico, ossia di prevedere la possibilità di prestarvi sostegno nel caso in cui le sue risorse non siano sufficienti a finanziare gli interventi che deve porre in essere.

Nell'attuale disciplina europea per la gestione delle crisi bancarie la funzione principale del Fondo, gestito dal Comitato di risoluzione unico (*Single Resolution Board*, SRB), è quella di sostenere finanziariamente l'applicazione delle misure di risoluzione, minimizzando al contempo l'utilizzo di risorse pubbliche nella gestione delle crisi bancarie[5]. Inoltre, se necessario per evitare rischi di contagio, il Fondo potrà anche assorbire esso stesso le perdite e contribuire alla ricapitalizzazione della banca in risoluzione, fino a un massimo pari al 5 per cento del passivo dell'intermediario e a condizione che sia stato preventivamente effettuato un *bail-in* pari ad almeno l'8 per cento del passivo.

Il Fondo è alimentato dai contributi versati annualmente da tutte le banche dell'area dell'euro (sia quelle classificate come "significative" a fini di vigilanza sia le altre); il versamento e la mutualizzazione dei contributi avvengono

---

5 *Che cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie*, approfondimento (domande e risposte) pubblicato sul sito della Banca d'Italia, 8 luglio 2015.

gradualmente, secondo un programma che andrà pienamente a regime nel 2024, quando la consistenza del Fondo avrà raggiunto il livello obiettivo (almeno l'1 per cento del complesso dei depositi protetti nell'area dell'euro, una quota che l'SRB stima in circa 60 miliardi).

Le risorse finanziarie private a disposizione del Fondo potrebbero risultare insufficenti nel caso di una crisi sistemica. L'importanza di un *backstop* pubblico era riconosciuta già nelle conclusioni del Consiglio Ecofin di fine 2013 sul Meccanismo di risoluzione unico (*Single Resolution Mechanism*, SRM). La sua istituzione è stata considerata prioritaria anche dal rapporto sul completamento dell'Unione economica e monetaria predisposto nel 2015 dai cinque Presidenti europei[6]. L'Italia è stata tra gli Stati membri più attivi nel sostenere fin dall'inizio delle negoziazioni sull'SRM la necessità di prevedere un *backstop* per il Fondo, in particolare coinvolgendo l'ESM.

La riforma dell'ESM di cui si sta ora discutendo introduce tale *backstop*, allineandone la consistenza finanziaria a quella delle risorse accumulate nel Fondo di risoluzione (come indicato nei *terms of reference* concordati nel dicembre del 2018[7] e richiamati ai *considerando* 5A e 15B, nonché nell'Allegato IV della proposta di riforma); essa va quindi nella direzione di rafforzare la credibilità e l'effettiva possibilità di intervento del Fondo e, per questa via, riduce il rischio che la gestione della crisi di un grande intermediario avvenga in maniera disordinata, con potenziali impatti sulla stabilità finanziaria complessiva.

La riforma prevede l'introduzione del *backstop* al più tardi entro la fine del 2023. La possibilità di un anticipo rispetto a tale data è vincolata al conseguimento di ulteriori progressi sul fronte della riduzione dei rischi bancari, da verificare l'anno prossimo. Tali progressi, tuttavia, fanno unicamente riferimento alla costituzione di sufficienti riserve di passività computabili ai fini del rispetto dei requisiti MREL (*minimum requirements for own funds and eligible liabilities*, ossia l'ammontare minimo di passività utilizzabili per assorbire le perdite e ricapitalizzare l'intermediario in caso di risoluzione) e alla riduzione del rapporto tra esposizioni deteriorate e prestiti totali (da misurare rispetto a valori di riferimento del 5 per cento al lordo delle rettifiche già apportate in bilancio e del 2,5 al netto). Nessuna menzione è invece fatta di altre

---

6 *Council agrees general approach on Single Resolution Mechanism*, 18 dicembre 2013, comunicato stampa; *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa* (2015), Relazione di Jean-Claude Juncker in stretta collaborazione con Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi e Martin Schulz.

7 *Terms of reference of the common backstop to the Single Resolution Fund*, 4 dicembre 2018, disponibile sul sito del Consiglio europeo.

tipologie di attività rischiose in quanto illiquide o poco trasparenti dal punto di vista della valutazione (come i cosiddetti strumenti L2 e L3).

L'introduzione del *backstop* non esaurisce le modifiche che riteniamo necessarie per completare l'attuale quadro europeo di gestione delle crisi. Come ho più volte sottolineato, anche nel recente passato, occorre introdurre meccanismi che agevolino l'uscita ordinata dal mercato delle banche di piccola e media dimensione che non possono accedere alla procedura di risoluzione e beneficiare, quindi, del sostegno del relativo Fondo, sebbene anch'esse vi contribuiscano. A questo fine è utile guardare con attenzione all'esperienza della *Federal Deposit Insurance Corporation* statunitense, che negli anni della crisi finanziaria ha gestito in modo efficace, senza ripercussioni sulla stabilità complessiva, le crisi di centinaia di intermediari medio-piccoli. Il Ministro delle finanze tedesco vi ha fatto riferimento nelle sue recenti proposte sul completamento dell'Unione bancaria[8]. Esperti della Banca d'Italia hanno ipotizzato interventi che potrebbero contribuire a superare le attuali difficoltà[9]; restiamo disponibili a fornire al Governo supporto tecnico nell'ambito delle discussioni in materia al momento in corso a livello europeo.

* * *

La creazione dell'ESM ha rafforzato la governance economica dell'unione monetaria e ha ridotto – a parità di altre condizioni – i rischi di instabilità finanziaria per ciascun paese e per l'area nel suo complesso. Era parte di un complessivo disegno di riforma delineato nelle sue linee principali già nel primo rapporto dei quattro Presidenti europei del giugno del 2012[10]. Reso gradualmente meno ambizioso nei successivi documenti ufficiali, quel disegno resta oggi incompleto.

La proposta di riforma dell'ESM segna un passo nella giusta direzione, soprattutto perché introduce il *backstop* al Fondo di risoluzione unico. Sul fronte del sostegno ai paesi in crisi la riforma non cambia la sostanza del Trattato attualmente in vigore. Viene confermata l'esclusione di qualsiasi automatismo nelle decisioni circa la sostenibilità dei debiti pubblici e di un eventuale meccanismo per la loro ristrutturazione. Si tratta

---

8 *Position paper on the goals of the banking union*, Ministero delle finanze tedesco, novembre 2019.

9 A. De Aldisio, G. Aloia, A. Bentivegna, A. Gagliano, E. Giorgiantonio, C. Lanfranchi e M. Maltese (2019), *Towards a framework for orderly liquidation of banks in the EU*, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, n. 15, agosto. Tra le misure ipotizzate vi sono l'eliminazione della *super-priority* dei fondi di garanzia dei depositi, l'innalzamento del limite di copertura dei depositi, la modifica della metodologia di calcolo del criterio del *least cost*, così da includere nel calcolo non solo i costi 'diretti' ma anche quelli 'indiretti' (derivanti, ad esempio, da possibili fenomeni di contagio).

10 *Verso un'autentica Unione economica e monetaria* (2012), Relazione di Herman Van Rompuy in stretta collaborazione con Mario Draghi, José Manuel Barroso e Jean-Claude Juncker.

di una conferma importante perché, come ho sottolineato in un recente intervento, "i benefici contenuti e incerti di un meccanismo per la ristrutturazione del debito vanno valutati a fronte del rischio enorme che si correrebbe introducendolo: il semplice annuncio di una tale misura potrebbe innescare una spirale perversa di aspettative di insolvenza, suscettibili di autoavverarsi"[11]. Valutazioni analoghe avevo espresso anche nelle *Considerazioni finali* dello scorso maggio e in occasioni ancora precedenti, quando la possibile introduzione di un meccanismo automatico di ristrutturazione dei debiti pubblici dei paesi dell'area non era ancora stata pienamente esclusa[12].

Le modifiche proposte in materia di assistenza finanziaria ai paesi membri ribadiscono principi di buon senso che sono già presenti nel Trattato. Per l'ESM, come per qualsiasi prestatore, non avrebbe senso erogare credito a chi ha un debito che non è considerato sostenibile, visto che si tratterrebbe di un trasferimento a fondo perduto. I presidi in termini di condizionalità ex ante e di monitoraggio ex post che accompagnano i finanziamenti dell'ESM erano e restano doverosamente rigorosi. Sono presidi a tutela delle risorse che i paesi dell'area dell'euro hanno "investito" nell'istituzione dell'ESM; l'Italia, come ho ricordato, è al terzo posto in termini di impegno finanziario.

La proposta è evidentemente il risultato di un compromesso tra i timori di chi da sempre avversa passi in avanti nella condivisione dei rischi e quelli opposti di chi paventa un rinvio ingiustificato dei progressi verso una "autentica Unione economica e monetaria". Il modo migliore per convincere tutti dell'utilità della riforma è usarla come punto di partenza per riprendere con convinzione il percorso di integrazione europea. Un primo passo potrebbe consistere nell'annunciare l'intenzione di portare l'ESM all'interno della legislazione europea in un orizzonte di medio periodo. Quello che continua a mancare è un disegno organico di completamento dell'unione monetaria che preveda l'introduzione di una capacità di bilancio centralizzata e di una attività priva di rischio (*safe asset*) dell'area dell'euro, nonché il completamento dell'unione bancaria.

Va ripresa la discussione sulla possibilità di introdurre una capacità di bilancio comune in grado di affiancare la politica monetaria nel compito di stabilizzare l'area dell'euro; ciò consentirebbe di affrontare fluttuazioni cicliche, anche pronunciate, senza vanificare gli sforzi compiuti fino a quel punto nei singoli paesi per ridurre il rapporto tra debito e prodotto.

---

11 I. Visco, *L'Unione economica e monetaria: è ora di superare lo stallo*, intervento al Seminario OMFIF-Banca d'Italia "Future of the Euro area", Roma, 15 novembre 2019.

12 Cfr., ad esempio, F. Balassone e I. Visco (2018), "The Economic and Monetary Union: time to break the deadlock", *The European Union Review*, Vol. 23, No. 1-2-3, March-November 2018, pp. 9-22.

Serve un'accelerazione del processo verso l'unione del mercato dei capitali, anche – direi anzi soprattutto – con l'introduzione di un titolo comune di debito sovrano, che sostituisca una parte dei titoli nazionali in circolazione e possa svolgere il ruolo di *safe asset* assegnato ai titoli di Stato in tutte le altre principali economie. Questo risultato può essere conseguito anche con la contestuale introduzione di forme di assicurazione sovranazionale sui debiti pubblici, ad esempio attraverso la creazione di un fondo europeo di ammortamento del debito (*European debt redemption fund*, ERF) finanziato da risorse dedicate dei paesi partecipanti stabilite in modo da evitare trasferimenti sistematici tra paesi[13].

Bisogna completare l'unione bancaria con un più efficace meccanismo di gestione delle crisi di tutti gli intermediari, anche quelli medio-piccoli, e con una vera assicurazione comune sui depositi, che garantisca eguale protezione ai risparmiatori indipendentemente dal luogo in cui opera la loro banca. In questo quadro, misure di riduzione dei rischi come quelle spesso proposte, da un lato, da chi vuole rivedere il trattamento prudenziale delle esposizioni sovrane delle banche o, dall'altro, da chi sottolinea la necessità di non adottare un approccio selettivo nella valutazione dei rischi bancari (focalizzato unicamente sulle esposizioni deteriorate) troverebbero la loro giusta collocazione. In prospettiva limiti di concentrazione sui titoli pubblici detenuti dalle banche, non differenziati tra debitori sovrani e in ogni caso con una "franchigia" iniziale sufficientemente elevata, potrebbero anche essere presi in considerazione, ma solo se contestualmente l'area dell'euro deciderà di dotarsi del *safe asset* comune, senza il quale il processo di diversificazione dei portafogli delle banche non potrebbe, tra l'altro, svolgersi in modo ordinato.

Come ho ricordato, in ogni caso è indispensabile proseguire in maniera credibile nel processo di consolidamento delle finanze pubbliche nei paesi ad alto debito, cogliendo senza esitazione l'opportunità fornita dall'attuale contesto di bassi tassi di interesse. Se ognuno farà la sua parte, sarà evidente che tutti gli Stati membri hanno a cuore il successo dell'unione monetaria e, soprattutto, la prosperità e il benessere dei cittadini europei.

---

13 Si veda in proposito M. Cioffi, P. Rizza, M. Romanelli e P. Tommasino (2019), *Un fondo di ammortamento del debito dell'area dell'euro: cos'è, perché costruirlo, come progettarlo*, Rivista di Politica Economica, in corso di pubblicazione. Per una discussione di altre analoghe proposte si veda M. Cioffi, P. Rizza, M. Romanelli e P. Tommasino (2019), *Outline of a redistribution-free debt redemption fund for the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza n. 479 del 2019; in particolare, tra i primi contributi, si vedano V. Visco, *Innovative Financing at a Global and European Level*, Audizione presso il Parlamento europeo, 10 gennaio 2011 e German Council of Economic Advisors (2011), *Assume responsibility for Europe*, Annual Report 2011/12.

TAVOLE E FIGURE

Tavola 1

Sostegno finanziario erogato ai paesi in difficoltà

(miliardi di euro)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Totale
Grecia										
ESM						21,4	10,3	8,5	21,7	61,9
EFSF			108,2	25,3	8,3					141,8
"Prestiti bilaterali"	21,0	31,9								52,9
FMI	10,5	9,6	1,7	6,7	3,4					31,9
Totale Grecia										**288,5**
Irlanda										
EFSF		7,6	4,4	5,7						17,7
EFSM		13,9	7,8		0,8					22,5
"Prestiti bilaterali"		0,5	2,5	1,9						4,8
FMI		12,8	6,4	3,3						22,6
Totale Irlanda										**67,6**
Portogallo										
EFSF		6,9	11,3	6,6	1,2					26,0
EFSM		14,1	8,0		2,2					24,3
FMI		13,0	8,2	3,4	1,8					26,3
Totale Portogallo										**76,6**
Spagna										
ESM			39,5	1,9						41,3
Totale Spagna										**41,3**
Cipro										
ESM				4,6	1,1	0,6				6,3
FMI				0,3	0,2	0,4	0,1			1,0
Totale Cipro										**7,3**
Totale sostegno:	31,5	110,2	197,9	59,7	18,9	22,4	10,4	8,5	21,7	481,2
di cui ESM:			39,5	6,5	1,1	22,0	10,3	8,5	21,7	109,6

Fonte: per i prestiti bilaterali all'Irlanda, *National Treasury Management Agency* e *Macro-Financial Assistance to EU Member States, State of Play - November 2019*, Europarlamento; per gli aiuti concessi dall'EFSF, ESM, e EFSM, rispettivi siti internet, pagine relative ai paesi beneficiari; per il piano di sostegno alla Grecia, Commissione europea, *The second economic adjustment programme for Greece*, marzo 2012 e, per i prestiti dell'FMI alla Grecia erogati tra il 2012 e il 2014, comunicati stampa dell'FMI diffusi in occasione di ogni erogazione.

Tavola 2

Sostegno finanziario erogato dall'ESM e relativi rimborsi

(miliardi di euro)

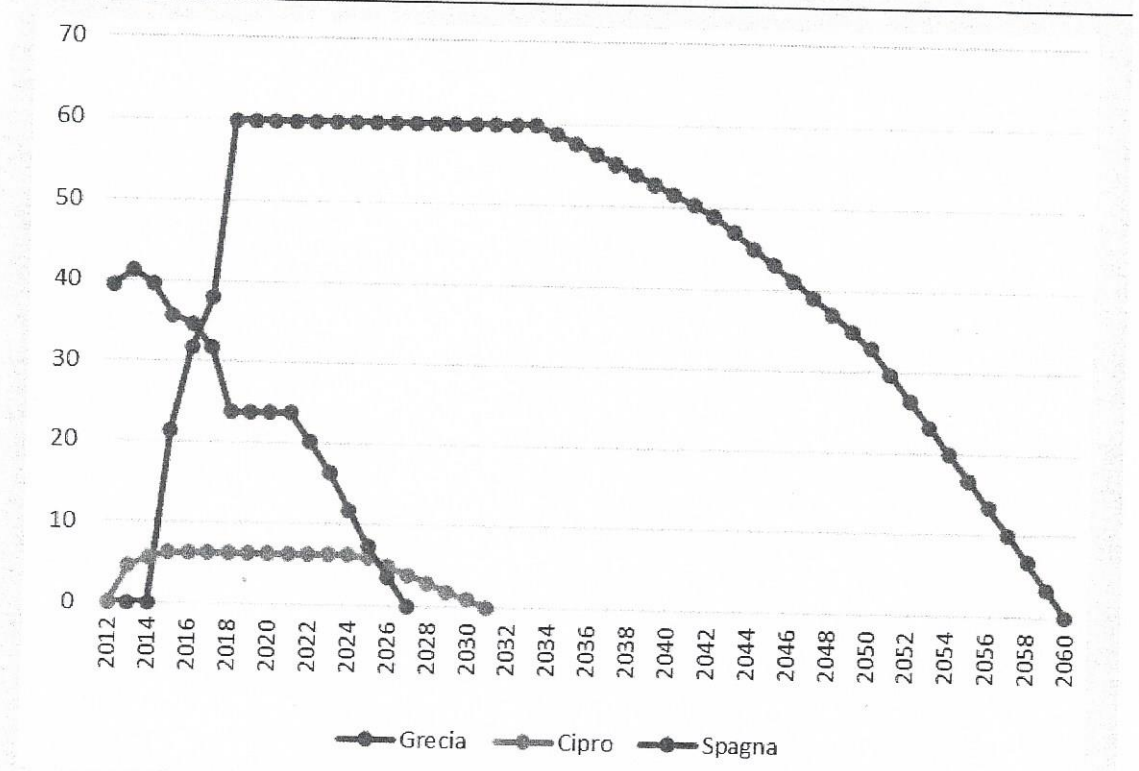
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Totale	Totale netto
Grecia	erogazioni				21,4	10,3	8,5	21,7	61,9	59,9
	rimborsi				0,0		2,0		2,1	
Spagna	erogazioni	39,5	1,9						41,3	23,7
	rimborsi			1,6	4,0	1,0	3,0	8,0	17,6	
Cipro	erogazioni		4,6	1,1	0,6				6,3	6,3
	rimborsi									
Totale erogazioni		39,5	6,5	1,1	22,0	10,3	8,5	21,7	109,6	
Totale rimborsi				1,6	4,0	1,0	5,0	8,0	19,7	

Fonte: Elaborazioni su dati dell'ESM alla pagina https://www.esm.europa.eu/assistance/programme-database/programme-overview.

Figura 1

Debito residuo nei confronti dell'ESM

(miliardi di euro)

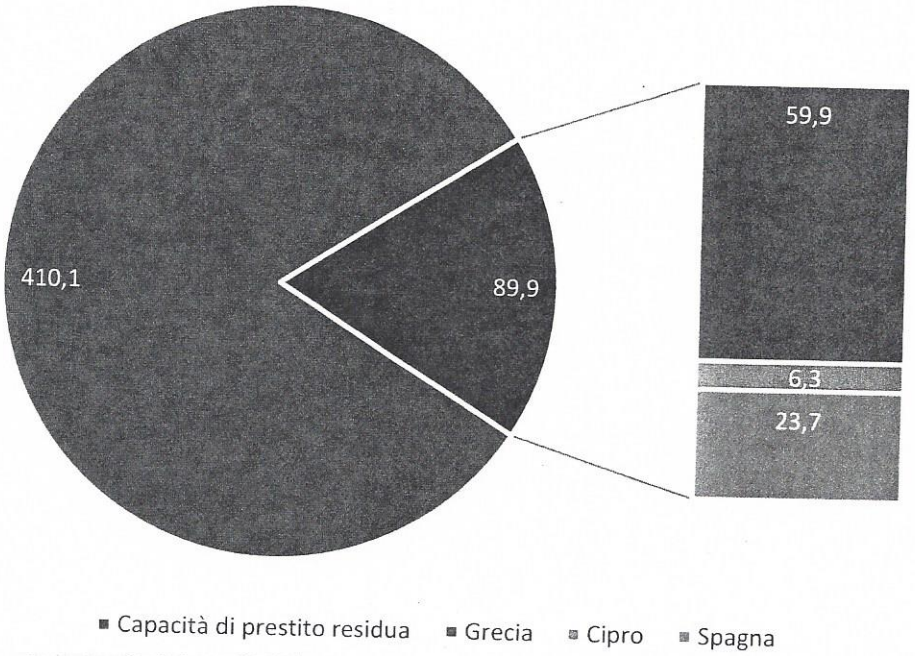


Fonte: Elaborazioni su dati dell'ESM alla pagina https://www.esm.europa.eu/assistance/programme-database/programme-overview.

Figura 2

Sostegno finanziario (al netto dei rimborsi) erogato dall'ESM per paese e capacità di prestito residua

(miliardi di euro)



Fonte: Elaborazioni su dati dell'ESM alla pagina https://www.esm.europa.eu/assistance/programme-database/programme-overview