

LIBERA UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE DEGLI STUDI
SOCIALI
“LUISS GUIDO CARLI”



Dipartimento di Impresa e Management
Corso di Laurea in Economia e Management
Cattedra di Scienza delle Finanze

MECCANISMO EUROPEO DI STABILITÀ: DALLA
LINEA SANITARIA ALLA PROGRESSIVA
EVOLUZIONE IN FONDO MONETARIO EUROPEO

RELATRICE
Prof.ssa Chiara Oldani

CANDIDATO
Federico Incardona
Matr. 234361

Anno Accademico 2020 – 2021

INDICE

INTRODUZIONE	4
Capitolo I – FUNZIONAMENTO E ACCESSO AL CREDITO DEL MECCANISMO EUROPEO DI STABILITÀ	
1.1 PERFEZIONAMENTO DEI MECCANISMI DI SOSTEGNO: DAL GLF AL MES	6
1.2 TROIKA E LA FALLACIA DELL’AUSTERITÀ	10
1.3 IL PARADIGMA INTERGOVERNATIVO DELLA GOVERNANCE	13
1.4 MODALITÀ DI INTERVENTO E CONDIZIONALITÀ	14
1.5 SISTEMA DI ALLARME RAPIDO	19
1.6 LA PRIMA RIFORMA	21
Capitolo II – PANDEMIC CRISIS SUPPORT: POST-COVID RECOVERY	
2.1 LOCKDOWN: IL CROLLO ECONOMICO DELL’EUROZONA	23
2.2 REAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI	25
2.3 LA RISPOSTA EUROPEA ALLA CRISI SANITARIA ED ECONOMICA	28
2.4 PANDEMIC CRISIS SUPPORT: AGEVOLAZIONE DELLE CONDIZIONI DI ACCESSO AL CREDITO	30
2.5 ASSISTENZA DI LIQUIDITÀ TRAMITE MES O CORONA BOND?	32
2.6 L’IMPORTANZA DELL’ECONOMIA POST-VACCINO	34
Capitolo III – LA PROSPETTIVA DI UN FONDO MONETARIO EUROPEO	
3.1 L’IDEA DI UNA NUOVA GOVERNANCE EUROPEA	36
3.2 FONDO MONETARIO EUROPEO: ANALISI DELLA PROPOSTA	37
3.3 LA “COMUNITARIZZAZIONE” DEL FISCAL COMPACT	40
CONCLUSIONE: NECESSARIA UNA R(EU)NEIASSANCE	43

INTRODUZIONE

L'elaborato si propone di analizzare la progressiva evoluzione del Meccanismo europeo di stabilità (MES), dalla nascita sino allo sviluppo di proposte di riforma che vadano a strutturare e sistematizzare tale strumento all'interno del quadro di governance europea. Nel primo capitolo, attraverso un approfondimento che segue un ordine cronologico, lo scritto traccia un contorno lineare allo strumento analizzato, fornendo gli elementi necessari alla comprensione delle ragioni dell'implementazione ed uso del MES e alla valutazione delle tempistiche adottate. Si procede, dunque, ad una ricerca sulle differenze sostanziali tra lo strumento protagonista dell'elaborato e i modelli precedentemente utilizzati, quali Greek Loan Facility (GLF), European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM) e European Financial Stability Facility (EFSF). Attraverso una premessa concernente le politiche di austerità a cui gli Stati membri sono stati vincolati durante i primi anni del processo di integrazione, la quale si svolgerà tramite l'analisi del rapporto Debito/PIL dell'Eurozona in un determinato arco temporale, verrà introdotto il principio di condizionalità, fermamente legato al MES, e condotta un'attenta ricerca riguardo i programmi di aggiustamento e rientro che sono previsti nel caso di accesso al credito, per ogni singolo programma previsto dal Trattato ESM. Verrà successivamente illustrata la capacità di prestito del meccanismo, il sistema di controllo, la sua struttura organizzativa e la componente intergovernativa, le cui criticità saranno descritte nel terzo ed ultimo capitolo. Al termine della prima parte dello scritto verrà considerata la prima vera e propria riforma applicata al MES per poi procedere, nel secondo capitolo, all'analisi dello strumento contestualizzandolo all'interno della crisi pandemica attualmente in atto.

Dopo una breve considerazione riguardo gli effetti, in termini di occupazione e di produzione, dei vari lockdown, implementati al fine di ridurre il contagio da COVID-19, l'elaborato tratterà la reazione dei mercati finanziari, focalizzandosi sull'andamento e sull'aumento della volatilità degli indici azionari in seguito alla dichiarazione delle varie chiusure delle attività economiche, per poi inquadrare nel complesso la risposta europea, facendo riferimento alle varie misure adottate. Tale percorso permetterà di puntualizzare e delineare la cornice ideale per introdurre la nuova linea di credito del MES, creata al

fine di ovviare alle problematiche sanitarie legate alla pandemia, oltre che di realizzare un confronto tra questo stesso e i cosiddetti “coronabond”, per individuare quale soluzione sarebbe più idonea al momento attuale.

Il terzo capitolo verte su una prospettiva di riforma della governance europea, formalizzata da una proposta del Parlamento europeo ma attualmente non ancora finalizzata, ovvero sulla trasformazione del MES in un fondo di sistema e non più intergovernativo, che rientri, dunque, all’interno dell’ordinamento normativo europeo e che prenderebbe il nome di Fondo monetario europeo (FME).

Saranno analizzate le caratteristiche, le principali novità e l’impatto che tale strumento avrebbe nell’efficienza e nella velocità di risposta di un’Europa che tenderà a raggiungere, attraverso queste modifiche, il conclamato federalismo, sogno dei padri fondatori. Nel complesso della proposta a cui si fa riferimento, il capitolo terzo si conclude approfondendo anche le implicazioni di un’incorporazione del Fiscal Compact all’interno dell’ordinamento giuridico dell’Unione europea.

CAPITOLO 1

FUNZIONAMENTO E ACCESSO AL CREDITO DEL MECCANISMO EUROPEO DI STABILITÀ

1.1 PERFEZIONAMENTO DEI MECCANISMI DI SOSTEGNO: DAL “GLF” AL “MES”.

Nel 2012, Klaus Regling, ad oggi direttore del “Meccanismo Europeo di Stabilità” (MES), all’inaugurazione di tale istituzione, sottolineava la necessità di creare un fondo propriamente europeo. L’idea era quella di dar vita ad un organismo che potesse giocare un ruolo decisivo nella stabilità dell’eurozona offrendo protezione e supporto agli stati membri.

Dall’anno 2010, la crisi scoppiata negli Stati Uniti si era ripercossa sul debito sovrano in Europa. Le paure e i dubbi degli investitori, in quel periodo, erano legate alla capacità della moneta unica di resistere all’aumento esponenziale di debito che minacciava molte banche e molti Paesi membri dell’Unione Europea (UE). La reazione a tali dubbi fu l’abbassamento del prezzo al quale essi sarebbero stati disposti a comprare debito di alcuni di questi Paesi europei e il conseguente aumento dei tassi di interesse che paralizzò i bilanci nazionali. L’UE dovette quindi adattarsi a tale sfida organizzando dei programmi di stabilità finanziaria.

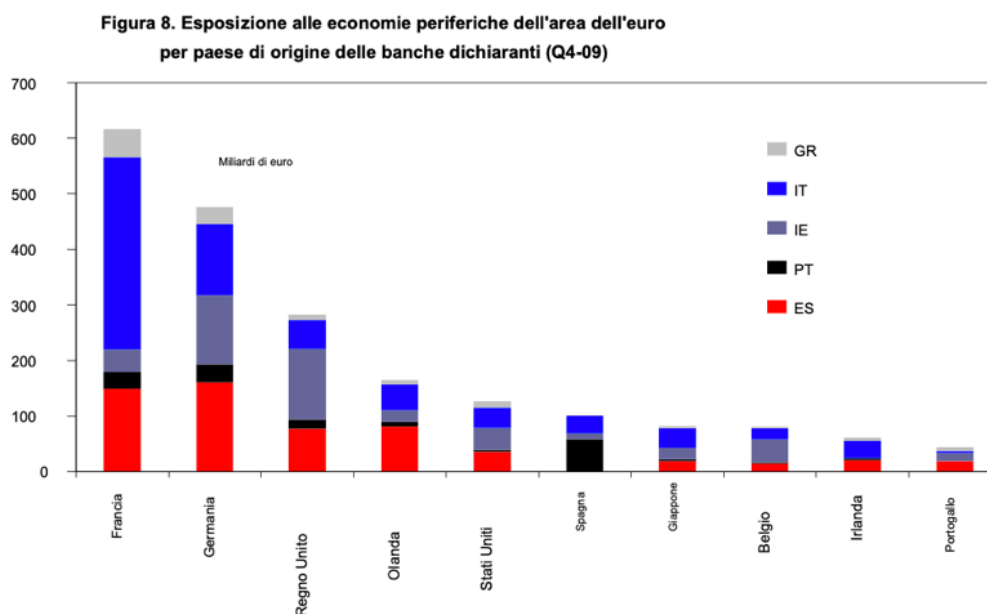
La prima iniziativa messo in atto per la Grecia fu un programma di prestiti bilaterali diretto dalla Commissione Europea, conosciuto come Greek Loan Facility¹ di un ammontare pari a 110 miliardi di euro, implementato al fine di evitare che la crisi della Grecia potesse riversarsi negli altri Paesi provocando, in seguito, il collasso di essi.

Come si evince dalla FIGURA 1, l’interdipendenza e la correlazione dei vari sistemi economici e finanziari, in un mondo contraddistinto dal paradigma della globalizzazione, avrebbe potuto ampliare il contagio, sino a coinvolgere tanti altri paesi.²

¹ “The Economic Adjustment Program for Greece”, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission (May 2010)

² Nuove polarità nella geo-economia. Globalizzazione, crisi ed Italia, A.Q. Curzio e M. Fortis

Figure 1



Fonte: *The Economic Adjustment Program for Greece (May 2020)*

Di fondamentale importanza sarebbe stata la comunicazione per rassicurare sulla stabilità del sistema. La soluzione che era stata trovata, nata e strutturata come prestiti bilaterali, era la soluzione che più facilmente si sarebbe potuta applicare ad una situazione di urgenza come quella. Il ruolo della Commissione fu unicamente quello di controllo e coordinamento nella transizione di questi prestiti, ma era chiaro che un tale sistema avrebbe, prima o poi, lasciato il posto a sistemi più strutturati o permanenti. Pochi mesi dopo, infatti, attraverso un incontro tra le personalità più influenti della BCE, della Commissione e del Fondo Monetario Internazionale vi fu la prima ufficiale forma di collaborazione, allo scopo di calmare l'agitazione dei mercati finanziari. Quell'incontro diede vita al EFSM (European Financial Stabilisation Mechanism), che diventò operativo nel 2010, sostituendo il meccanismo di prestiti bilaterali sopracitato che non era riuscito a contenere l'espansione della crisi, al contrario di come ci si auspicava. Come inizialmente organizzato, questo nuovo strumento si basava sulla possibilità di accedere ad un finanziamento dell'Unione Europea, il cui limite fu fissato a 60 miliardi, prevedendo, inoltre, che l'assenso per l'erogazione dei fondi avvenisse dalla totalità degli stati membri.

Considerato che si trattava di una somma di entità non mastodontica, poco dopo fu proposto un secondo meccanismo, il EFSF (European Financial Stability Facility³), che avrebbe incorporato il EFSM. Il provvedimento normativo si basava sulla previsione contenuta nell'art.122, c.2, T.fue, che consente di concedere sostegno finanziario ai paesi membri in difficoltà a causa di circostanze eccezionali e che presentano un “serio deterioramento dell’ambiente economico e finanziario internazionale”.

Non sarebbe stato un programma permanente, ma avrebbe erogato prestiti fino a 500 miliardi complessivi. La Commissione, però, affermò che la garanzia di questo secondo strumento dovesse essere data dai singoli stati membri. L'imposizione di tale condizione portò alcuni Paesi, tra cui la Germania, a formulare la richiesta di tornare al programma di prestiti bilaterali⁴.

L'accordo tra le diverse istituzioni si trovò quando fu deciso che gli stati membri avrebbero garantito unicamente le obbligazioni vendute sul mercato per finanziare i prestiti, e non questi stessi. Attraverso importanti contrattazioni, inoltre, si riuscirono ad ottenere altri 250 miliardi dal Fondo Monetario Internazionale (FMI), per una somma complessiva di 750 miliardi di euro.

Nel Consiglio europeo del 21 luglio 2011, si cercò di migliorare l'efficacia di tale strumento, al fine di contrastare fermamente gli effetti contagiosi del debito sovrano. Fu consentito di finanziare la ricapitalizzazione degli istituti finanziari attraverso prestiti ai governi o mediante intervento diretto nei mercati secondari. Congiuntamente a tale misura, fu stabilito il limite di durata dell'EFSF che sarebbe stato di tre anni, allo scopo di prevenire problemi di “moral hazard” da parte degli attori coinvolti.

L'azione svolta da EFSM e EFSF aveva avuto una natura emergenziale e per questa ragione vennero definiti come “Firewalls⁵”, in quanto erano riusciti nel compito di attenuare gli effetti della crisi sulle economie di Grecia, Portogallo e Irlanda.

Il fondo, tuttavia, presentava una notevole precarietà istituzionale dovuta alla limitatezza delle risorse ed al finanziamento, che avveniva, come scritto prima, attraverso bond garantiti dagli stati membri. Nel momento in cui tali garanzie avrebbero perso valore in seguito ad un abbassamento del rating, avrebbero impattato negativamente sull'EFSF, dimostrando la sua fragilità.

³ decisione della Banca Centrale Europea del 20 dicembre 2020, concernente l'apertura di conti per il trattamento dei pagamenti in relazione ai prestiti dell'EFSF agli Stati membri la cui moneta è l'euro

⁴ “Safeguarding the Euro in times of crisis”, ESM (2019)

⁵ M.P. CHITI, *La crisi del debito sovrano e le sue influenze per la governance europea, i rapporti tra Stati membri, le pubbliche amministrazioni*, Rivista italiana di diritto pubblico comunitario, I (2013)

Altro grande rischio era quello che i politici potessero cullarsi sulla disponibilità di un meccanismo anti-crisi di tale entità. Fu quindi precisato, a tal proposito, che le risorse finanziarie sarebbero state erogate solo nel caso in cui non vi fossero state altre soluzioni possibili, avrebbero rappresentato l'ancora di salvataggio con la quale i Paesi a rischio default si sarebbero potuti salvare.

Dopo un'attenta valutazione, si convenne sulla necessità di strutturare e istituzionalizzare tale fondo, rendendolo un organo europeo permanente per conferirgli maggior peso e credibilità. Il 28 e 29 ottobre 2010, infatti, al seguito di una riunione tra i capi di Governo dei paesi membri fu espressa la necessità di istituire un meccanismo non più temporaneo, che potesse preservare la stabilità economico-finanziaria dell'area euro durante i periodi di crisi del ciclo economico. A seguito della modifica dell'art.136 TFUE, che entrerà in vigore il 1° marzo 2013 dopo la ratifica di tutti gli stati membri dell'UE, l'istituzione di un meccanismo permanente di stabilità fu inclusa tra i pilastri del nuovo sistema di governance economica europea.

La modifica prevedeva l'aggiunta del seguente paragrafo:

*“Gli Stati membri la cui moneta è l'euro possono istituire un meccanismo di stabilità da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme. La concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una rigorosa condizionalità.”*⁶

In definitiva gli Stati membri furono autorizzati ad istituire un meccanismo di stabilità che avesse una base interamente intergovernativa e si avvalsero della competenza prevista da tale modifica redigendo il Trattato istitutivo del Meccanismo Europeo di Stabilità.⁷

La nascita di tale meccanismo si inserisce in una più complessa intesa politico-istituzionale sulla riforma della governance economica continentale che prevede l'adesione degli stati membri al Fiscal Compact.

⁶ decisione del Consiglio Europeo del 25 marzo 2011 che modifica l'articolo 136 del trattato sul funzionamento dell'UE (TFUE) relativamente a un meccanismo di stabilità per gli stati membri la cui moneta è l'euro.

⁷ T/ESM 2012/it 1 TRATTATO CHE ISTITUISCE IL MECCANISMO EUROPEO DI STABILITÀ TRA IL REGNO DEL BELGIO, LA REPUBBLICA FEDERALE DI GERMANIA LA REPUBBLICA DI ESTONIA, L'IRLANDA, LA REPUBBLICA ELLENICA, IL REGNO DI SPAGNA, LA REPUBBLICA FRANCESE, LA REPUBBLICA ITALIANA, LA REPUBBLICA DI CIPRO, IL GRANDUCATO DI LUSSEMBURGO, MALTA, IL REGNO DEI PAESI BASSI, LA REPUBBLICA D'AUSTRIA, LA REPUBBLICA PORTOGHESE, LA REPUBBLICA DI SLOVENIA, LA REPUBBLICA SLOVACCA E LA REPUBBLICA DI FINLANDIA

1.2 TROIKA E LA FALLACIA DELL'AUSTERITÀ

Nel processo di integrazione europeo, la collaborazione tra le diverse istituzioni è stato elemento imprescindibile. Durante le crisi l'ESM è cresciuto diventando uno delle istituzioni più stabili all'interno del complesso economico finanziario offerto dall'Europa. Inizialmente, prima di assistere alla nascita del MES, si indicava con il termine "troika"⁸ il gruppo iniziale delle tre istituzioni europee più importanti: FMI, Commissione e BCE. A seguito della grande recessione verificatasi tra il 2007 e il 2013 la troika si era occupata di stilare dei piani di intervento per i paesi interni alla zona euro che avevano problemi nella solvibilità del debito pubblico, concedendo prestiti in cambio di politiche di austerità. Queste consistevano prevalentemente nell'aumento di entrate fiscali, riduzione della spesa pubblica e in una serie di operazioni finalizzate alla riduzione del costo del lavoro. Tra i provvedimenti più quotati vi è stato l'aumento dei licenziamenti, tagli alla spesa per previdenza, sanità e istruzione.

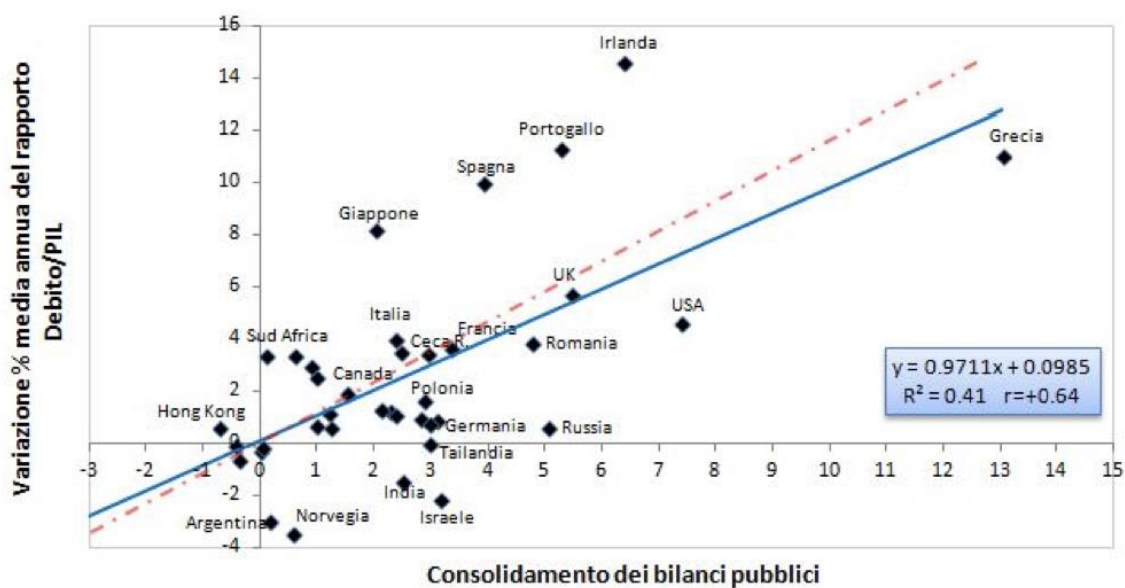
In termini di rapporto debito/PIL, le politiche di austerità che prevedono l'aumento del livello di tassazione hanno effetti fortemente recessivi nel breve-medio termini e prevedono contrazioni notevoli del PIL, mentre tagli alla spesa pubblica portano a bassi costi in termini di perdita di prodotto. È evidente, dunque, che queste due politiche hanno impatti diversi sul denominatore del rapporto debito/PIL e che i tagli alla spesa hanno effetto più duraturo sul deficit rispetto agli aumenti delle tasse, in quanto le tasse dovranno prima o poi coprire la crescita automatica dei vari programmi di spesa, se questa non viene affrontata in altro modo.⁹ È inoltre importante sottolineare come le politiche di austerità sono state introdotte quando i tassi di interesse a breve termine erano già molto bassi, a tal punto che un'ordinaria politica monetaria non li avrebbe ridotti ulteriormente. Ultimamente, però, anche il FMI ha aperto alla necessità di politiche espansive indirizzate ad investimenti pubblici in quanto si è riscontrato un peggioramento del quadro economico. Come risulta dai calcoli condotti dal capo economista del FMI, i moltiplicatori fiscali non sono stati modesti come previsto, ma significativamente più elevati, portando dunque ad una depressione più ampia della contrazione iniziale.¹⁰

⁸ Il termine è di origine russa e indica una forma di triumvirato e quindi di azione congiunta

⁹ ALBERTO ALESINA, CARLO FAVERO, FRANCESCO GIAVAZZI, 1.1.2, *Austerità*

¹⁰ OLIVIER BLANCHARD E DANIEL LEIGH, *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*, IMF Working Paper

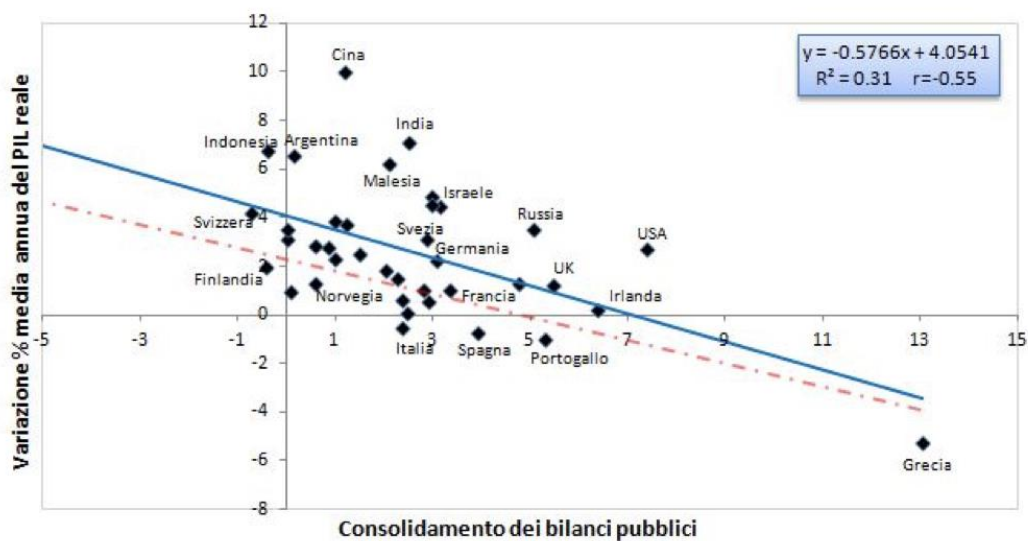
Figure 2



Fonte: **economiaepolitica*

Come si nota dalla FIGURA 2, le due variabili analizzate si presentano positivamente correlate, infatti un maggiore consolidamento fiscale e quindi una maggiore raccolta fiscale, determina un incremento del rapporto tra Debito/PIL. L'incremento è molto marcato nei Paesi europei (indicati nel grafico dalla linea tratteggiata rossa).

Figure 3



Fonte: **economiaepolitica*

Per quanto riguarda il PIL reale è evidente la relazione inversa con le politiche di austerità (FIGURA 3), infatti al crescere della stretta fiscale, il reddito in media diminuisce, anche in questo caso specialmente nell'eurozona. È possibile quindi concludere che i tagli alla spesa pubblica e gli incrementi della pressione fiscale hanno provocato un effetto di depressione dell'economia, rallentando enormemente la crescita.¹¹

L'errore commesso fu quello di sostenere un ragionamento apparentemente valido ma che si è rivelato non concludente. Volendo citare Aristotele, tale situazione potrebbe rientrare in uno dei sofismi più insidiosi, ovvero nella "fallacia di composizione"¹², che consiste nell'estendere ad un aggregato le proprietà e i comportamenti tipici delle sue parti. Il problema è da collegarsi al fatto che l'austerità richiesta ad un singolo paese riduce la domanda aggregata in tutta l'Unione, peggiorando quindi lo scenario di crescita del paese. Ciò finisce per innescare un circolo vizioso di restrizioni fiscali che finiscono per rallentare tutti gli altri paesi membri. Alla fine dunque, una misura che potrebbe essere adeguata per un singolo paese, porta ad effetti controproducenti su tutta l'Unione.

Il fondamentale asse attorno al quale ruota il diritto europeo della crisi, che si è profondamente radicato anche nel MES, è il cosiddetto principio di condizionalità che è diventato la "stella polare"¹³ nella regolamentazione tra le istituzioni intergovernative e i paesi più fragili dell'UE. La gestione della crisi dei debiti sovrani di Grecia, Portogallo, Spagna, Irlanda e Cipro è stata improntata alla formazione di meccanismi istituzionali, inizialmente transitori e successivamente permanenti che hanno condizionato la concessione del sostegno finanziario all'attuazione, da parte degli stati assistiti, di dettagliati programmi di austerità e riforme, sotto l'attenta vigilanza della Troika e del MES che è diventato indispensabile nella gestione delle crisi e nell'erogazione di prestiti tramite programmi di aiuti volti a intervenire all'interno dei mercati.

¹¹ GAETANO PERONE, *L'austerità deprime. Ovvero la fallacia dell'ideologia tedesca*, *economiaepolitica

¹² ARISTOTELE, *De sophisticis elenchis, fallacia compositionis*

¹³ il termine è utilizzato da FEDERICO LOSURDO, *Stabilità e crescita da Maastricht al Fiscal Compact*

1.3 IL PARADIGMA INTERGOVERNATIVO DELLA GOVERNANCE

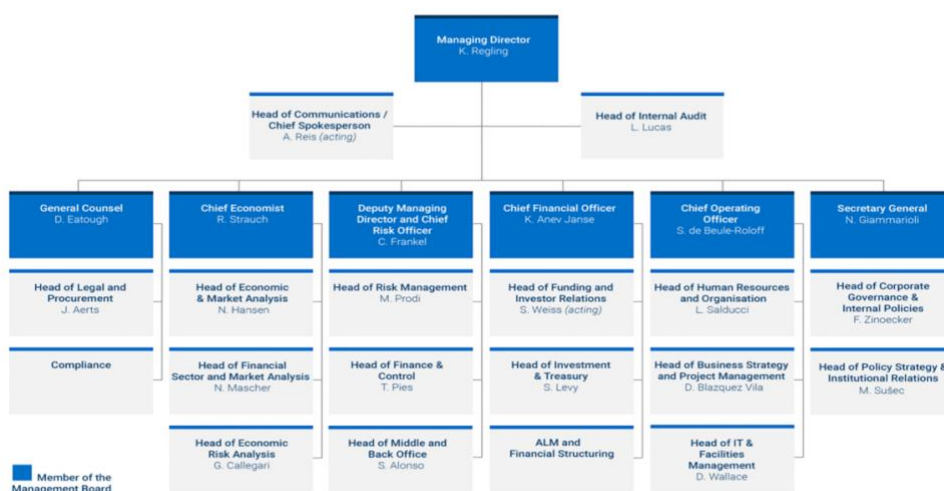
L'idea dei padri fondatori del Meccanismo europeo di stabilità era quella di creare un'istituzione che riuscisse ad attrarre le migliori menti, anche grazie alla sua dichiarata indipendenza dagli altri organi politici dell'UE.

Non ci sarebbero state restrizioni riguardo la nazionalità, ma sarebbe stata richiesta un'elevata competenza in ambito finanziario. Vennero introdotti un mix di professionisti provenienti da differenti realtà, chi dal settore pubblico e chi dal privato, di differente età e sesso.

Allo scopo di delineare l'effettivo assetto di poteri e responsabilità che avrebbero guidato i processi decisionali interni, fu proposta e attuata la struttura organizzativa che si vede di seguito in FIGURA 4

Figure 4

ESM organisational structure



FONTE: esm.europa.eu

Sulla falsariga delle Organizzazioni di Bretton Woods¹⁴, il Meccanismo europeo di stabilità si fonda su un sistema tripartito di governance. La sua articolazione era in tre organi, ciascuno dotato di poteri differenti: deliberativo, esecutivo e gestionale.

L'organo al quale spettano le decisioni principali è il Consiglio dei governatori (Board of Governors), composto dai ministri delle finanze degli Stati membri e diretto dal Presidente dell'Eurogruppo. Il Trattato istituisce poi il Consiglio di amministrazione (Board of Directors) al quale direttamente o su delega del Consiglio dei governatori, vengono attribuiti dei poteri decisionali; quest'organo è composto da 19 funzionari.

La struttura è poi completata da un Managing Director, cui spettano la rappresentanza legale dell'ente e la gestione ordinaria.

Nonostante la costante presenza della Commissione europea e della Banca centrale nei processi decisionali, il MES gode di un'ampia sfera di autonomia e il suo Board of Governors ha la possibilità di agire disponendo la concessione del sostegno a uno stato membro, o meno, senza alcun ostacolo.

1.4 MODALITÀ DI INTERVENTO E CONDIZIONALITÀ

Il MES, in quanto strumento di stabilità finanziaria, presta svariate centinaia di miliardi di euro ai Paesi che richiedono soccorso. A tal proposito, è utile sottolineare che il finanziamento di questa istituzione avviene tramite ricorso ai mercati finanziari, negoziando quindi obbligazioni, cambiali e altri asset finanziari in tutto il mondo. Attualmente il capitale sottoscritto è di 704,8 miliardi di euro, di cui 80,5¹⁵ sono stati versati come fondo di garanzia dai paesi più forti. In ordine di percentuale di contributo, troviamo ai primi posti Germania, Francia, Italia e Spagna che hanno versato una somma complessiva pari al 77% circa del fondo appena citato. Una contribuzione maggiore garantisce in maniera proporzionale diritti di voto dei membri del Consiglio, conferendo l'importante possibilità a questi paesi di porre il veto anche sulle decisioni prese in condizioni di crisi e urgenza.

¹⁴ termine con il quale si è soliti indicare il Fondo monetario internazionale e la Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo, organizzazioni internazionali istituite nel 1945 a seguito dell'entrata in vigore degli accordi della conferenza di Bretton Woods (1-22 luglio 1944)

¹⁵ Il Meccanismo europeo di stabilità (MES – European Stability Mechanism, ESM), bancaditalia.it, BANCA D'ITALIA

La capacità effettiva di prestito del MES è pari a 500 miliardi di euro, cifra soggetta a verifica ogni cinque anni, in quanto si deve tenere in considerazione la partecipazione, più o meno ampia, del FMI alle operazioni di assistenza finanziaria¹⁶.

I tassi applicati ai prestiti, prima della pandemia, erano maggiorati di un mark-up di due o tre punti percentuali, in base alla scadenza, rispetto al costo del funding per il MES.

Le modalità d'intervento del MES sono diverse, sono previsti cinque programmi di assistenza finanziaria che differiscono tra loro per il focus d'intervento e per le condizionalità richieste nel rimborso del prestito.

La prima tipologia di questi strumenti sono i prestiti nell'ambito di un programma di aggiustamento macroeconomico che, come si può facilmente intendere, hanno l'obiettivo di assistere i paesi membri del MES che dispongono della necessità di finanziamenti o che hanno perso la possibilità di accedere ai mercati. Quest'ultima ipotesi si può verificare nel caso in cui questi paesi non riescano a trovare altri finanziatori o perché i costi di finanziamento a loro proposti avrebbero un impatto negativo sulla sostenibilità delle finanze pubbliche, rendendo inutile la contrazione di qualsiasi altro debito che andrebbe solamente a peggiorare una situazione già precaria.

Tali prestiti, come ricordato poc'anzi, sono subordinati all'attuazione di alcuni programmi¹⁷, che in tal caso, riguardano riforme macroeconomiche disposte dalla Commissione Europea, dalla Banca Centrale e dal Fondo Monetario Internazionale. Alle stesse istituzioni è affidato il controllo delle condizioni di programma concordate per la riforma macroeconomica. Il paese in questione sarà obbligato a collaborare e se i valori si discostassero in modo significativo dal piano, gli aiuti e finanziamenti potrebbero essere bloccati e trattenuti.

La seconda modalità di intervento è l'acquisto sul mercato primario di obbligazioni o altri titoli di debito, emessi dai paesi membri, a prezzi di mercato, per consentire loro di mantenere o ricostruire il rapporto con gli investitori e quindi ridurre il rischio. L'acquisto, però, sarà limitato alla metà dell'importo emesso.

“ L'importo acquistato dal MES sarà, di norma, limitato a un massimo del 50% dell'importo finale emesso. Questa proporzione, tuttavia deve essere aumentata se il

¹⁶ *Il meccanismo permanente*, Trattato ESM, Temi dell'attività Parlamentare, Documenti, Camera dei Deputati, XVI leg.

¹⁷ Art.12, 1-3, Trattato che istituisce il MES

*portafoglio ordini è insufficiente, al fine di garantire che l'importo venduto dal beneficiario membro del MES sia equivalente ad almeno la metà dell'importo originariamente previsto*¹⁸.

Nel caso di acquisto di obbligazioni nell'ambito di un programma di Primary Market Support Facility (PMSF), queste possono essere vendute se il mercato obbligazionario del membro beneficiario è tornato alla normalità oppure al fine di mitigare il rischio di perdita in relazione alle disponibilità di titoli del membro, possono essere conservate sino alla scadenza o rivendute al membro beneficiario.

Il terzo strumento disponibile è l'acquisto sul mercato secondario che, in conformità con l'art.18 del Trattato ESM, mira a salvaguardare il debito pubblico dei membri ESM in situazioni eccezionali quali, ad esempio, la mancanza di liquidità nel mercato o il rischio di instabilità finanziaria, che comporterebbero inevitabilmente un rialzo dei tassi di interesse a livelli insostenibili che creerebbero, a loro volta, problemi di rifinanziamento del sistema bancario. Sinteticamente tale strumento incentiverebbe gli investitori nel continuare a finanziare il membro beneficiario.

Purché si arrivi all'accesso a un Secondary Market Support Facility (SMSF) il paese beneficiario dovrà, come noto, rispettare la condizionalità politica allegata al sostegno della stabilità. Ruolo fondamentale verrà giocato dal rispetto dei criteri stabiliti nel Patto di stabilità e crescita, per cui un disavanzo eccessivo e l'assenza di riforme volte a ridurlo, ad esempio, ne potrebbero compromettere l'esecuzione. Inoltre sarà necessario che il debito pubblico sia assolutamente sostenibile e che vi sia assenza di problemi di solvibilità degli istituti finanziari nazionali, che porterebbero facilmente la zona euro, nella sua interezza, a scontrarsi con il rischio sistemico che potrebbe precludere la stabilità del sistema bancario.

L'attuazione del SMSF avverrebbe tramite l'istituzione di un sottocomitato tecnico che dovrebbe tracciare le linee guida e le modalità di interventi sul mercato secondario. Le obbligazioni acquistate, così come nel caso precedente, potranno essere vendute al fine

¹⁸ art.4 (a) Attuazione degli acquisti sul mercato primario, Linee guida sullo strumento di supporto del mercato primario, Meccanismo Europeo di stabilità

di ridurre il rischio o se la situazione torna alla normalità prima della scadenza dei titoli, in alternativa conservati fino alla scadenza o rivenduti al membro beneficiario¹⁹.

L'assistenza finanziaria tramite una linea di credito precauzionale è la quarta modalità di intervento e ha l'obiettivo di prevenire situazioni di crisi. Prevenzione implica che le condizioni economiche di chi chiede di accedere a tale strumento siano sommariamente solide, a tal punto da consentire un normale accesso ai finanziamenti del mercato.

La particolarità di questa tipologia di assistenza risiede nell'esistenza di due differenti linee di credito, una con condizioni precauzionali (PCCL, Precautionary Conditioned Credit Line) e una con condizioni avanzate (ECCL, Enhanced Conditions Credit Line). La scelta di quale linea di credito utilizzare dovrà essere presa successivamente ad una valutazione globale per comprendere se il membro beneficiario si qualifica per un PCCL, avendo rispettato pienamente gli impegni del Patto di stabilità e crescita, presentando un debito pubblico ed una posizione esterna sostenibile e non esibendo problemi di solvibilità bancaria. Al contrario, l'accesso ad un ECCL è possibile ai paesi membri del MES che non soddisfano tutti i requisiti necessari ad accedere ad un PCCL, ma la cui situazione economica, comunque, non presenta criticità. Chiaramente, il paese beneficiario in questo caso dovrebbe impegnarsi a mettere in atto riforme e investimenti che possano migliorare i criteri a cui si fa riferimento in tema di ammissibilità. Nel momento in cui il paese beneficiario ne fa richiesta, questo avrà la facoltà di richiedere il prelievo dei fondi in qualsiasi momento, considerato il periodo di disponibilità concordato, informando l'istituzione appena una settimana prima. È chiaro che a situazioni e condizioni differenti corrisponde un controllo più o meno stringente e quindi una sorveglianza più o meno rafforzata. A tal proposito, nel caso in cui il membro beneficiario mostri inadempienza verso impegni e condizioni stabilite, il MES può decidere attraverso il consiglio dei governatori di chiudere la linea di credito e quindi di terminare il programma in atto. Parallelamente se il paese rispetta le direttive, al termine del primo prelievo, potrà essere deciso di continuare l'erogazione di fondi, terminarla, alla luce dei parametri tenuti in considerazione, o se spostarsi ad un'altra forma di assistenza finanziaria.²⁰

¹⁹ art.1,2,5,7 Linee guida sullo strumento di supporto del mercato secondario, Meccanismo europeo di stabilità

²⁰ art. 1, 2, 4,5,7 Linee guida sull'assistenza finanziaria precauzionale, Meccanismo europeo di stabilità

Altro fine dell'assistenza finanziaria può essere la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie indiretta, in conformità con l'art.15 del Trattato MES che stabilisce la possibilità di concedere dei finanziamenti le cui condizioni saranno specificate in un accordo sull'utilizzo dello strumento finanziario. Tale strumento ha l'obiettivo di affrontare la situazione in cui la crisi è legata al settore finanziario e quindi non direttamente rispondente a politiche fiscali o strutturali. La particolarità di tale modalità è che l'assistenza finanziaria allo scopo di ricapitalizzare gli istituti finanziari è concessa al di fuori di un programma di aggiustamento macroeconomico, il che non pregiudica la possibilità che un membro possa utilizzarli per compiere azioni volte ad un aggiustamento dei parametri macroeconomici. In quest'ultimo caso, però, il paese beneficiario continuerà ad essere soggetto alla condizionalità del settore finanziario ma secondo le condizioni dettate dal MES sui prestiti. In caso contrario, la forma di sostegno sarà limitato al miglioramento e redditività del settore finanziario e quindi delle istituzioni coinvolte. La conseguenza da evitare è il contagio finanziario che potrebbe portare al collasso della zona euro nel suo insieme.

Tra i criteri di ammissibilità dovrebbe essere dimostrata la mancanza di soluzioni alternative per la ricapitalizzazione dell'istituto finanziario, ricorrendo ad esempio al settore privato e l'incapacità del beneficiario di ricapitalizzare l'istituto in questione, non incorrendo in gravi conseguenze concernenti la stabilità finanziario e sostenibilità fiscale. Inoltre le istituzioni finanziarie da ricapitalizzare dovrebbero costituire una grossa minaccia per la stabilità dell'area euro, caratterizzate da una notevole rilevanza sistemica. Appare chiaro come la determinazione di tale caratteristica è discrezionale, una volta valutato il fattore dimensionale, l'interconnessione, complessità e sostituibilità. Ultima, ma non per importanza, deve essere valutata l'effettiva capacità del membro beneficiario di rimborsare il prestito concesso, esaminando la situazione macroeconomica e di politica fiscale, riguardo la quale è richiesta assoluta solidità.

Il monitoraggio dell'attuazione e rispetto delle condizionalità è affidato alla Commissione europea, ma è prevista una valutazione aggiuntiva da parte del Fondo monetario internazionale (FMI) nel periodo dell'assistenza finanziaria. L'erogazione del prestito di ricapitalizzazione non prevede un preciso numero di quote, ma le varie tranche saranno

effettuate su delibera del MES, sentita la Commissione e la BCE, che si esprimeranno successivamente ad un attento monitoraggio.²¹

Ultima tipologia del toolkit di prestito è la ricapitalizzazione diretta degli enti che ha l'obiettivo di rimuovere il rischio di contagio dal settore finanziario all'economia reale e prevede la ricapitalizzazione diretta delle istituzioni. Tale strumento, però, è limitato a 60 miliardi di euro, costruito ad hoc per le banche di rilevanza sistemica (criterio di definizione è affidato alla discrezionalità, dopo la valutazione dei fattori prima riportati) e società di partecipazione finanziaria.

Affinché un ente possa vedere concretizzare la propria richiesta di assistenza finanziaria ai fini della ricapitalizzazione diretta, è necessario che non riesca ad attrarre capitali dal settore privato per riuscire a risolvere i problemi di capitale e come nei casi precedenti, si deve trattare di istituzioni che vantino rilevanza sistemica o una presenza talmente radicata da minacciare la stabilità dell'eurozona. La particolarità del programma si riversa anche sull'iter per la concessione del sostegno, infatti si rendono necessarie valutazioni e supervisioni in merito alla concessione dell'assistenza finanziaria.

L'attuazione dell'assistenza avverrà con la compilazione di un piano di ricapitalizzazione, successivamente l'erogazione potrà avvenire come il precedente strumento, attraverso più quote e quindi con più esborsi. Il capitale ammesso dal MES sarà pari all'importo necessario a raggiungere il livello di capitale determinato dalla BCE, al seguito della supervisione, considerando l'eventuale partecipazione di investitori privati. Nello specifico la valutazione di BCE si fonda su una prova di stress e sulla successiva analisi dei risultati, al fine di determinare le perdite sostenute e previste e la capacità di assorbimento di esse.²²

1.5 SISTEMA DI ALLARME RAPIDO

L'ESM, così come definito nel trattato ESM, ha creato un sistema di allarme rapido, conosciuto come Early Warning System (EWS) al fine di rilevare i rischi collegati al rimborso prestiti e consentire delle azioni correttive. Tale meccanismo, infatti, aveva bisogno di prestare molta attenzione ai bilanci dei paesi che avrebbe assistito. La

²¹ art. 1,2,3,5,6 Linee guida sull'assistenza finanziaria per la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie

²² art. 1,2,3,5,6,7 Linee guida sull'assistenza finanziaria per la ricapitalizzazione diretta delle istituzioni

procedura per l'istituzione di tale sistema fu approvata dal Board of Directors il 24 Marzo 2014 e prevedeva di stabilire la capacità di un paese aderente al programma di rimborsare i prestiti, il che sarebbe avvenuto tramite una valutazione della liquidità a breve termine, della capacità di accesso al mercato e della sostenibilità in un'ottica di medio-lungo termine del debito pubblico. Tale strumento è applicabile anche ai prestiti EFSF e si integra al ruolo svolto dalla Commissione europea e dalla Banca Centrale europea nell'analisi di sostenibilità fiscale e del debito.

L'idea era quella di istituire un meccanismo di vigilanza come per le banche, con l'unica differenza che in questo caso si sarebbe reso necessario un monitoraggio durante il periodo dell'operazione fino al completo rimborso dei prestiti. Alla base dell'esigenza di istituire un sistema del genere vi era la necessità di dover mantenere la fiducia verso l'Europa e verso l'ESM stesso.

Nel caso in cui i rischi interni di un paese avessero dato un chiaro segnale sulla difficoltà di ripagare i prestiti, prefigurando una situazione di default, si sarebbe attivato un meccanismo che avrebbe visto un'interazione tra il ESM, la Commissione e la BCE, al fine di valutare le conseguenze potenziali di una situazione delicata. Una strategia di diversificazione, in tal senso, avrebbe potuto aiutare a proteggere il sistema anche nel caso di un mancato pagamento, grazie alla disponibilità di numerosi strumenti flessibili che avrebbero garantito la liquidità. Come la maggior parte dei "tool", anche il sistema di allarme rapido è stato nel tempo adattato, nello specifico allungato dai 5 mesi inizialmente specificati a 12 mesi completi.

All'inizio veniva chiesto ai paesi di fornire dei dati sui flussi di cassa per effettuare la valutazione, ma essi erano spesso privi di dettagli sufficienti e di conseguenza rendevano difficile per l'ESM l'ottenimento di un quadro completo e veritiero. Per colmare tali lacune, l'ESM ha cominciato a lavorare a stretto contatto con l'ufficio di gestione del debito di ogni paese per identificare i numeri e i dettagli di cui avrebbe avuto bisogno per una corretta valutazione. Il MES, inoltre, aveva bisogno di accedere a dati bancari in quanto l'esposizione di queste al debito sovrano avrebbe potuto portare a delle ripercussioni sui bilanci nazionali.

Il sistema, ad oggi, sembra solido ed adeguato, ma ci si interroga su cosa accadrebbe nel caso di aumento di rischio. Una soluzione per prevenire crisi future potrebbe essere quella di espandere il processo di monitoraggio del sistema di allarme rapido oltre i paesi

che hanno avuto accesso al credito, in modo da ridurre vistosamente la possibilità di default.

1.6 LA PRIMA RIFORMA

Il MES ha nel tempo fornito assistenza finanziaria a cinque diversi paesi membri: Grecia, Portogallo, Cipro, Spagna e Irlanda. A discapito di ciò, negli ultimi anni, è sorta la necessità di operare un profondo ripensamento del Meccanismo, al fine di compiere ulteriori passi in avanti verso il completamento dell'Unione economica e monetarie dell'Europa.

Nel 2017 fu avanzata la prima proposta di trasformazione del Meccanismo europeo di stabilità in Fondo monetario europeo (FME), che avrebbe risolto la complessità del quadro giuridico dell'Unione. La coesistenza di istituzioni e di meccanismi permanenti come il MES, infatti, generava una complessità nella tutela giuridica, nel rispetto dei diritti fondamentali e democratici. Il primo progetto non fu sufficientemente condiviso e si raggiunse un accordo su un parziale ridimensionamento della riforma nel 2019 con cui veniva lasciata inalterata la natura intergovernativa del MES, ma recuperava il cosiddetto "package approach"²³. La revisione di tale Meccanismo viene inquadrata in una logica di interventi comprendenti il completamento dell'Unione bancaria e la definizione di uno strumento europeo di bilancio che mirasse alla promozione della convergenza e competitività dei paesi membri.

In particolare, le modifiche concordate furono l'attribuzione al MES ed alla Commissione europea del monitoraggio e della valutazione del quadro macroeconomico e finanziario, oltre che della sostenibilità del debito pubblico dei membri, l'introduzione a partire dal 1° gennaio 2022 delle *single limb* clausole di azione collettiva (CACs²⁴) che consentono ad una maggioranza qualificata di investitori in obbligazioni di modificare i termini e le condizioni di pagamento di un titolo, in maniera giuridicamente vincolante per tutti i detentori del titolo stesso, in modo da facilitare una ristrutturazione ordinata del debito. Erano state introdotte precedentemente nella versione *dual limb*, con il trattato istitutivo del MES, il quale imponeva agli stati membri di inserirle dal 1° gennaio 2013 in tutti i titoli

²³ MATTEO DEL CHICCA, *New Awareness of Solidarity in European Union Law and Beyond* (2020).

²⁴ BANCA D'ITALIA, N.897 – *Clausole di azione collettiva: come influenzano i rendimenti dei titoli sovrani?*

di Stato di nuova emissione e con scadenza superiore ad un anno. I risultati mostrano che la presenza di queste clausole riduce notevolmente i rendimenti dei titoli emessi da paesi con un rating di fascia media, mentre producono pochi effetti verso i paesi con elevato merito di credito. Questa differenza potrebbe essere dovuta al fatto che per i paesi con un rating di fascia alta, la probabilità di default è troppo bassa affinché emerga un valore apprezzabile alle CACs.

Ultimo tema affrontato nella riforma è il mantenimento delle due linee di credito (precauzionale e a condizioni rafforzate) che potranno essere applicate esclusivamente “a sostegno dei Paesi con una situazione economica finanziaria solida, ma alle prese con uno shock avverso al di fuori del controllo e con un debito pubblico considerato sostenibile e a seconda del rispetto o meno di determinati criteri specificati nell’Allegato III del Trattato rivisitato”²⁵

La riforma ha incluso l’introduzione del sostegno comune per il Fondo di risoluzione unico (SRF²⁶) che entrerà in vigore nel 2022 e avrà l’obiettivo di intervenire nella risoluzione delle banche in dissesto nel contesto dell’Unione Bancaria. Finanziato dai contributi del settore bancario, non dal denaro dei contribuenti, si potrà esaurire e in tal caso è previsto l’intervento del ESM col prestito dei fondi necessari a finanziare una risoluzione. Il limite nominale per i prestiti ESM all’SRF è fissato a 68 miliardi di euro, ma questi saranno eventualmente rimborsati entro tre o al massimo cinque anni. La grossa novità è che dopo l’istituzione del sostegno comune del MES, lo strumento prima descritto di ricapitalizzazione diretta per le banche verrà rimosso dal kit di strumenti di assistenza finanziaria del MES.

Il MES avrà, dunque, un ruolo più vigoroso nella progettazione, negoziazione e monitoraggio della condizionalità all’interno dei futuri programmi di assistenza finanziaria, cooperando con BCE e Commissione.

²⁵ Cfr. CAMERA DEI DEPUTATI, *La revisione del Meccanismo europeo di stabilità (MES)*, Dossier n.26, 22 ottobre 2019

²⁶ ESM, esm.europa.eu, *Esm Reform*

CAPITOLO 2

PANDEMIC CRISIS SUPPORT: POST-COVID RECOVERY

2.1 LOCKDOWN: IL CROLLO ECONOMICO DELL'EUROZONA

Negli scorsi anni la credenza generale era quella che la crisi finanziaria del 2007-2009 fosse stata di una rilevanza tale da poterla paragonare alla Grande depressione verificatasi dopo il crollo di Wall Street del 1929, ma non si era ancora assistito al dilagare della pandemia da Covid-19 che continua a bloccare tutto il mondo da più di un anno. L'impatto di quest'ultima è stato devastante.

Nel 2020 l'Istat ha rilevato una riduzione del 8,9% del PIL italiano rispetto all'anno precedente e se ci si aspettava una forte ripresa nel 2021, così non è stato. È da sottolineare come da qualche mese a questa parte si sia entrati in una fase di miglioramento continuo della domanda e della produzione industriale. Se inizialmente il calo dei consumi aveva coinvolto quasi la totalità dei settori, adesso è concentrato su una più ristretta varietà di beni e servizi.²⁷

“L'impatto economico della crisi sanitaria, infatti, sfugge a tutte le categorie a cui i macroeconomisti ci hanno abituato” (F. Saraceno, 2020), in quanto anche se con differenti tempi di reazione, tutti i Paesi hanno optato per la sospensione di una larga parte dell'attività economica, al fine di garantire il distanziamento sociale, impedendo un'esplosione incontrollata di ospedalizzazioni e decessi.

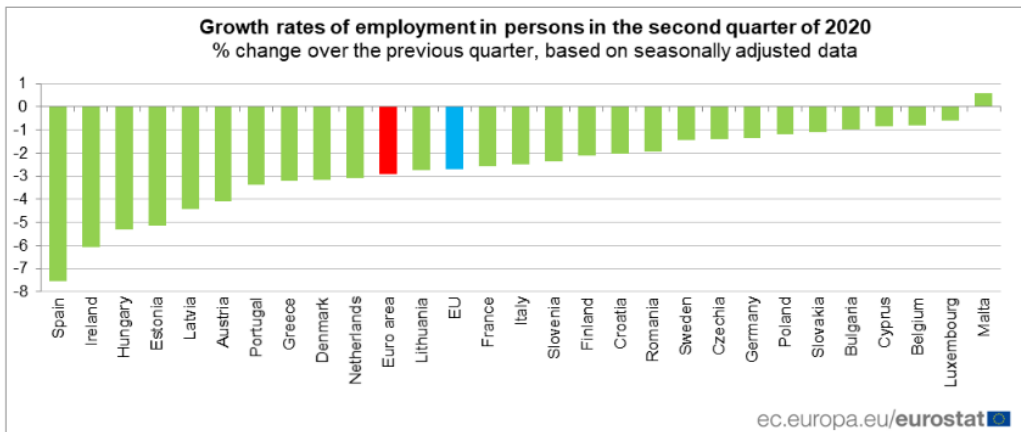
La crisi da Covid-19 ha colpito sia la domanda, a causa del crollo dei redditi, che l'offerta aggregata, a causa del blocco generalizzato della produzione e della frammentazione delle catene internazionali del valore, andando a svantaggio dei Paesi che mostrano una disuguaglianza sociale ed economica più ampia all'interno della società, in quanto, in tal caso, è maggiore il rischio di un più grande impatto in termini di intensità.

A marzo 2020, ovvero nel mese in cui la maggior parte dei Paesi optarono per un lockdown generalizzato, la produzione industriale europea è diminuita dell'11,3% rispetto al mese precedente, con maggiori diminuzioni nel nostro Paese e in Francia.

²⁷ ISTAT, nota mensile sull'andamento dell'economia italiana

Secondo i dati Eurostat il tasso di disoccupazione nel 2020 ha subito un leggero incremento, con un coinvolgimento maggiore nei Paesi del sud Europa, ovvero quelli che già prima della crisi erano in una condizione di arretratezza rispetto ai Paesi del nord. Simmetricamente i dati occupazionali che è possibile analizzare nella FIGURA 5, mostrano un crollo medio europeo di circa -3% ed evidenziano come la Spagna sia stata il Paese che più ha subito tale decrescita (-7,5%).

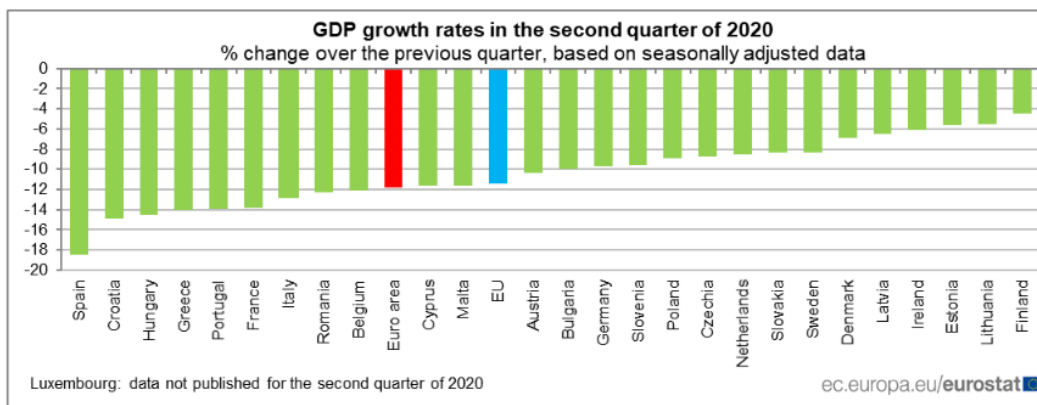
Figura 5



FONTE: EUROSTAT

Appare evidente come il crollo dei dati occupazionali sia strettamente legato ai risultati economici, in termini di PIL. A tal proposito, nel secondo trimestre, l’Eurozona è stata caratterizzata da una riduzione media del -11,8%. Come mostra la FIGURA 6, ancora una volta il Paese con i risultati peggiori è la Spagna che ha registrato un -18,5%.

Figura 6



FONTE: EUROSTAT

2.2 LA REAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI

Come illustrato nel paragrafo precedente tutte le economie globali, nell'anno 2020 hanno conosciuto una fase di recessione dovuta alla chiusura forzata della maggior parte delle attività al fine di contenere il contagio. Così come in ogni crisi, la reazione degli investitori è stata impattante, anche se nel complesso, vi è stata una prudenza generale.

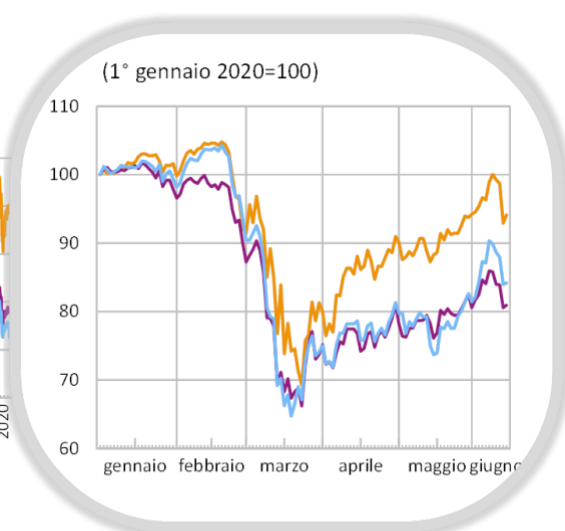
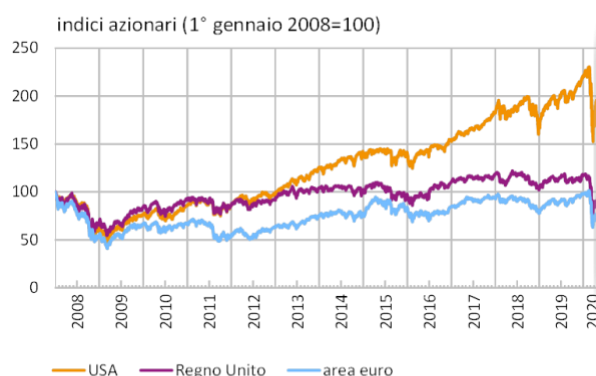
Quando si parla di mercati finanziari, si fa riferimento sia ai mercati azionari che a quelli obbligazionari.

I primi, a livello globale, hanno conosciuto riduzioni dei corsi e incremento della volatilità, anche se ovviamente con effetti diversi a seconda delle aree geografiche e dei settori, influenzati dalle diverse misure governative di lockdown e chiusura.

Centrando il focus sui Paesi avanzati e dunque considerando l'area euro, il Regno Unito e gli USA, risulta evidente dalla FIGURA 7 il crollo degli indici azionari nel mese di marzo 2020, in cui tutti i Paesi hanno optato per delle chiusure generalizzate volte a combattere l'esplosione del virus. Nello specifico, la figura illustra come l'area euro abbia avuto il maggior impatto in termini di andamento degli indici azionari, seguito dal Regno Unito e dagli USA. Gli indici di questi ultimi, il 9 marzo, hanno raggiunto il cosiddetto "limit down" del 7%, provocando la chiusura delle operazioni da parte del NYSE.

Figura 7

Andamento degli indici azionari nei Paesi avanzati (dati giornalieri; 1° gennaio 2008 – 12 giugno 2020)

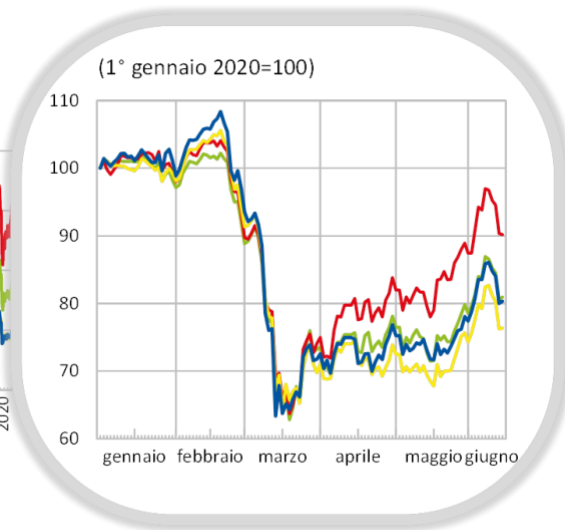
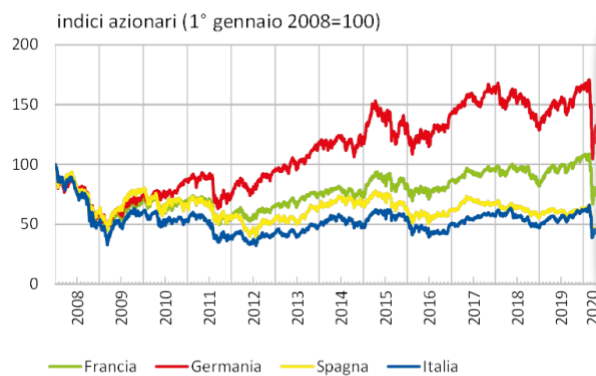


Fonte: Refinitiv. Il dato si riferisce allo S&P500 per gli USA, al FTSE100 per il Regno Unito e all'EuroStoxx50 per l'area euro.

All'interno della zona euro, prendendo a riferimento i quattro principali Stati membri, ovvero Francia, Spagna, Germania e Italia, come illustrato nella FIGURA 8, si nota una concomitanza durante il mese di marzo che si evolve in un differente andamento dei titoli azionari nei mesi seguenti. La contrazione fu del 30% circa, nel caso italiano del 36,6% ma dopo il brusco calo delle prime settimane, si registra un lento recupero guidato dalla Germania che raggiunge nel giro di qualche mese i valori degli indici azionari precedenti lo scoppio della pandemia.

Figura 8

Andamento degli indici azionari nei Paesi area euro
(dati giornalieri; 1° gennaio 2008 – 12 giugno 2020)



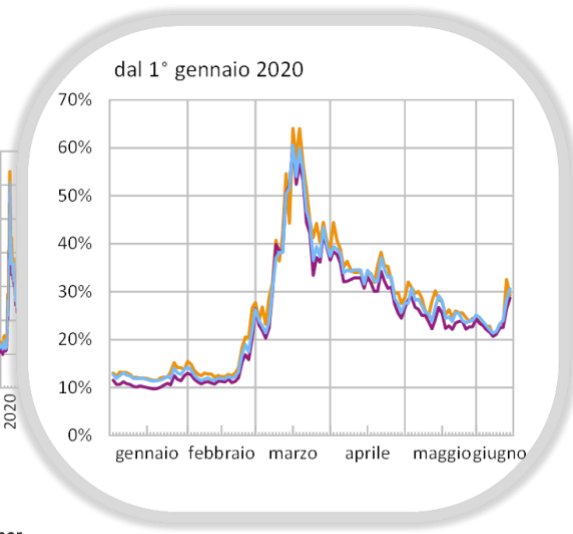
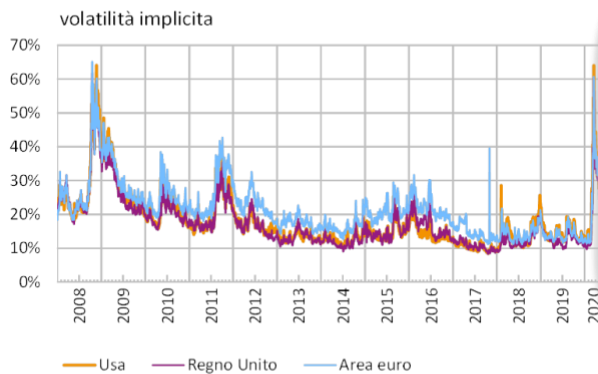
Fonte: Refinitiv. Il dato si riferisce al Cac40 per la Francia, Dax30 per la Germania, Ibex35 per la Spagna e Ftse Mib per l'Italia.

Parallelamente la volatilità degli indici azionari è chiaramente cresciuta a dismisura in concomitanza con gli annunci dei vari governi, per poi conoscere una leggera flessione nei mesi successivi. Il culmine è stato raggiunto il 9 marzo 2020 quando il mercato azionario globale è collassato in uno dei giorni più significativi degli ultimi decenni, ricordato come il nuovo “lunedì nero”.

Come è possibile evincere dalla FIGURA 9, stavolta non vi sono grandi differenze tra le tre aree avanzate, infatti l'andamento della volatilità mostra una coerenza tra i tre grandi blocchi territoriali.

Figura 9

Volatilità degli indici azionari nei Paesi avanzati
(dati giornalieri; 1° gennaio 2008 – 12 giugno 2020)

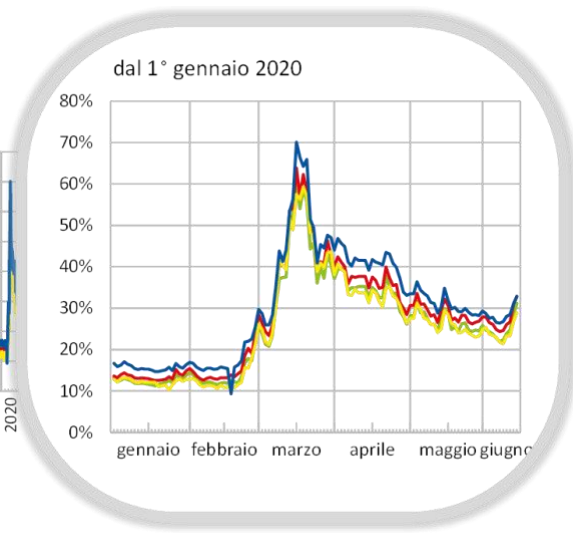
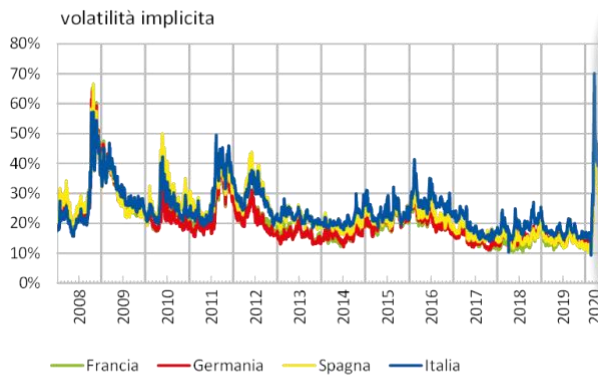


Fonte: Refinitiv. Il dato si riferisce allo S&P500 per gli USA, al FTSE100 per il Regno Unito e all'EuroStoxx50 per l'area euro.

Così come fatto precedentemente, andando ad analizzare la volatilità all'interno dell'area euro (si veda FIGURA 10) si evince un aumento di essa di circa 50% durante i primi mesi di crisi. L'Italia in questo quartetto risulta essere stato il Paese con indici azionari più volatili.

Figura 10

Volatilità degli indici azionari nei Paesi area euro
(dati giornalieri; 1° gennaio 2008 – 12 giugno 2020)

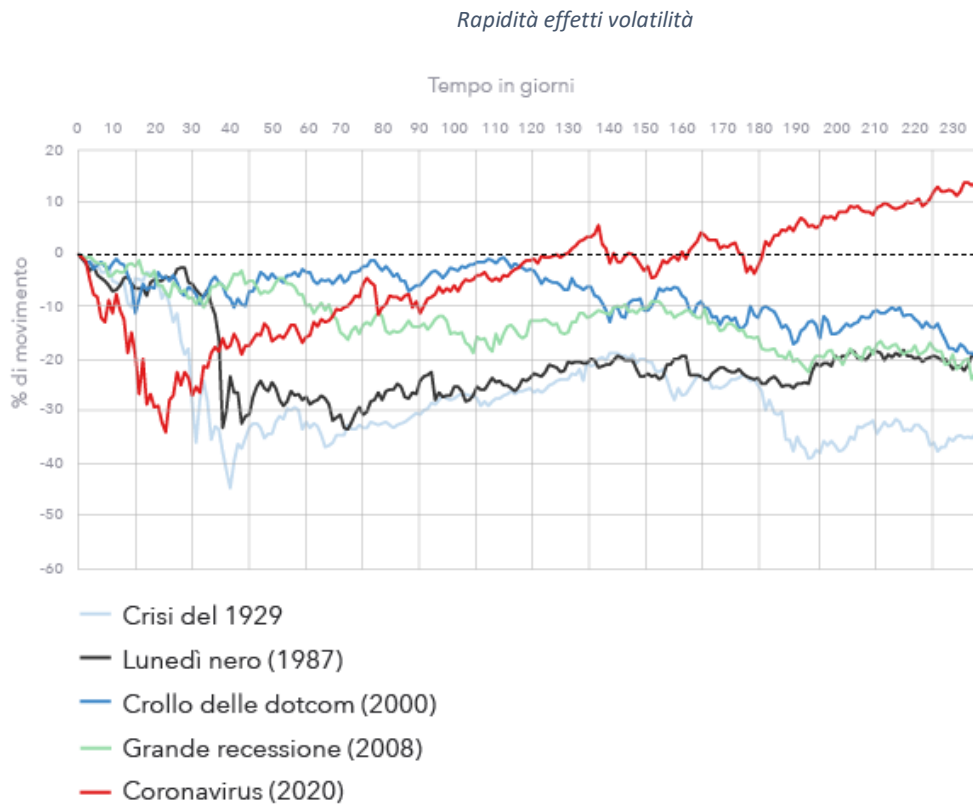


Fonte: Refinitiv. Il dato si riferisce al Cac40 per la Francia, Dax30 per la Germania, Ibex35 per la Spagna e Ftse Mib per l'Italia.

Ulteriore elemento da considerare, infine, è la differenza nella rapidità delle manifestazioni degli effetti al seguito dei primi giorni di volatilità, rispetto alle altre crisi

finanziarie verificatesi in questo secolo. Nella crisi da Coronavirus, infatti, la velocità è stata nettamente maggiore rispetto alle altre situazioni analizzate. (FIGURA 11)

Figura 11



Come in ogni crisi, inizialmente gli investitori hanno optato per i cosiddetti “settori difensivi”, puntando su tecnologia e prodotti farmaceutici. Il settore di alimenti e bevande è divenuto il fanalino di coda, mentre quello estrattivo e finanziario hanno registrato i risultati migliori.

2.3 LA RISPOSTA EUROPEA ALLA CRISI SANITARIA ED ECONOMICA

Nella prima fase della pandemia, la risposta alla crisi sia sanitaria che economica è stata lasciata alla responsabilità dei singoli Stati membri che si sono organizzati singolarmente, non seguendo dunque un protocollo standardizzato ma approcciandosi all’enorme problema in maniera differente.²⁸ Così facendo, chiaramente, i risultati sono stati diversi. L’inadeguatezza del sistema attuale di governance non ha permesso all’UE di fornire una risposta comune efficace a tutti i Paesi, motivo per il quale tema di fondamentale

²⁸ Matilde Ceron, Carlo Maria Palermo, Vanni Salpietro, *Limiti e prospettive della gestione europea durante la pandemia da Covid-19*

importanza è stato quello delle risposte nazionali, che comprendono una serie di interventi fiscali di grande dimensione, anche grazie alle clausole di flessibilità del Patto di stabilità e crescita (PSC).

Queste ultime sono state varate al fine di garantire agli Stati uno spazio fiscale aggiuntivo, insieme all'allentamento delle stringenti regole sugli aiuti di Stato.

Nella risposta europea, la "flessibilizzazione"²⁹ delle regole UE e quindi la mutazione dei vincoli quantitativo-numeriche delle politiche di bilancio hanno avuto il ruolo di agevolare interventi nazionali di natura emergenziale, volte a coprire, almeno in parte, le esigenze di cittadini e ad attutire l'impatto negativo della crisi.

Le clausole di flessibilità sopracitate riguardano la possibilità di deviare dalle direttive del PSC, in presenza di situazioni straordinarie, con la condizione che ciò non pregiudichi la sostenibilità finanziaria di medio-lungo periodo. Nel caso di disavanzo eccessivo o di programmi di aggiustamento, le procedure di correzione sono meno stringenti.

Per quanto concerne gli aiuti di Stato essi sono limitati con minor vigore, aumentando le deroghe per l'adozione di misure che possono consistere in sovvenzioni dirette o agevolazioni fiscali, garanzie sui prestiti, agevolazioni sui tassi di interesse, investimenti o differimenti di imposta.

Gli strumenti proposti sono differenti e si distinguono in misure di politica monetaria o di ripresa economica e sociale.

Nell'ambito della politica monetaria è stato attivato un programma straordinario che prevede l'acquisto di titoli di Stato da parte della BCE per 1350 miliardi e prende il nome di Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), con l'obiettivo di intervenire dove la stabilità è precaria. A parte questo, sono stati attivati altri strumenti che offrono una risposta di bilancio comune, come ad esempio il piano Sure, il piano della Banca europea degli investimenti e la nuova linea di credito del Meccanismo europeo di stabilità (paragrafo 2.4).³⁰

Il piano Sure interviene per sostenere e salvaguardare l'occupazione ed è composto complessivamente da 100 miliardi. Può essere attivato attraverso prestiti a lungo termine a tassi di interesse molto bassi al fine di irrobustire gli ammortizzatori sociali a tutela dei lavoratori che sono stati maggiormente colpiti e penalizzati. Infine, la Banca europea degli

²⁹ Mario Iannella, La risposta europea alla crisi Covid-19 e le diverse interazioni con l'ordinamento italiano

³⁰ Assoholding, Recovery Fund, Mes, Next generation EU: è davvero chiaro di cosa si tratta?

investimenti è stata promossa al fine di concedere garanzie e prestiti a sostegno dell'economia reale e delle imprese fino ad un massimo di 200 miliardi di euro. Su un ulteriore livello si colloca il Next Generation EU. È lo strumento temporaneo scelto dall'UE per favorire la ripresa economica e contribuirà attraverso 750 miliardi di euro ad attenuare l'impatto economico e sociale della pandemia. Si finanzia attraverso l'emissione di titoli di debito pubblico europeo e il maggior canale di finanziamento è il cosiddetto Recovery Fund. Una parte di esso sarà destinato a prestiti (360 miliardi di euro) e un'altra a sovvenzioni (312,5 miliardi di euro). Sarà necessario che ciascun Paese, a cui è stata assegnata una differente porzione di aiuti, proponga dei piani di riforme e investimenti pubblici di breve termine, che saranno messi in campo fino al 2026. Con esso si mira ad aumentare la sostenibilità e la resilienza, puntando sulla transizione ecologica e digitale per una maggiore innovazione e competizione con i Paesi che per infrastrutture sono attualmente più sviluppati, sulla coesione sociale e territoriale, oltre che su sanità, istruzione e ricerca.³¹

2.4 PANDEMIC CRISIS SUPPORT: AGEVOLAZIONE DELLE CONDIZIONI DI ACCESSO AL CREDITO

MES e Recovery Fund sono due strade parallele per attenuare conseguenze sanitarie ed economiche.

Il 9 aprile 2020, l'Eurogruppo raggiunse un'intesa per istituire una linea di credito che potesse implementare la generale risposta europea. È caratterizzata da termini standardizzati che rendono più facile l'accesso e quindi il contrasto alla rapida diffusione del COVID-19.

Lo strumento istituito dal MES che prende il nome di Pandemic Crisis Support (PCS) si basa sulla linea di credito a condizioni avanzate, meglio conosciuta come ECCL. Come sottolineato nel paragrafo precedente, tale misura si inserisce nella rete di sicurezza proposta dall'Unione Europea, che comprende gli strumenti appena descritti, ovvero il programma SURE e la Banca europea per gli investimenti.

Il PCS è disponibile per tutti gli Stati membri che potranno accedere per un ammontare massimo del 2% del proprio PIL, motivo per il quale nel caso italiano, il MES fornirebbe 37

³¹ Leonardo Pasqui, Un'altra emergenza per l'Unione europea: tra intervento pubblico e governance

miliardi di euro. La somma massima erogata dal MES, nell'improbabile caso in cui tutti i Paesi ne facessero richiesta, si aggirerebbe intorno ai 240 miliardi di euro, che fungerebbero da protezione o assicurazione.³²

La caratteristica fondamentale di questa nuova linea di credito è l'assenza delle condizionalità illustrate nel capitolo 1, con un unico requisito per l'accesso, legato alla destinazione di tali fondi. I Paesi richiedenti tale linea di credito, infatti, dovranno destinarli "al finanziamento interno dei costi diretti e indiretti relativi all'assistenza finanziaria, alla cura e alla prevenzione dovuti alla crisi COVID-19". (ESM, 2021)

Così come per Next Generation EU, anche la linea di credito sanitaria del MES ha una scadenza temporale, fissata attualmente nel 2022 ma che potrebbe variare, a seconda dell'evoluzione pandemica.

Per gli Stati che decideranno di beneficiare di questa misura, il tasso di interesse sarà maggiorato dello 0,1% rispetto a quanto il MES paga sui propri titoli di debito, a cui verrà aggiunta una commissione una tantum dello 0,25% e un addebito annuale dello 0,005%. In tal modo, giacché l'istituzione sovranazionale paga attualmente tassi d'interesse negativi a fronte del suo rating tripla A, gli Stati pagherebbero un tasso annuo a 7 anni pari al -0,26% ed uno a 10 anni pari a -0,12%.³³ Risulta, dunque, evidente come tale costo sia inferiore rispetto alle classiche linee di credito adottate dal MES.

Nel momento in cui un Paese ne fa richiesta, deve essere predisposta una valutazione ex ante della Commissione Europea della situazione economico-finanziaria del richiedente, così come ex post sulla solvibilità dello Stato che ha beneficiato degli aiuti attraverso l'Early Warning System che, nonostante le variazioni, permane all'interno della nuova linea di credito. Per quanto riguarda il tema del controllo, furono avanzate diverse proposte che fanno riferimento alla sorveglianza rafforzata cui è soggetto lo Stato membro che beneficia di un'assistenza finanziaria precauzionale da parte del MES, prevista nel Reg. 472/2013. Fu proposto di attivare una sorveglianza rafforzata "semplificata" parallelamente al Pandemic Crisis Support, che preveda un'agevolazione nelle fasi di monitoraggio e reporting. Esse si dovrebbero limitare ad un controllo trimestrale che si basi sulla verifica ex post della destinazione dei fondi concessi, quindi servirebbero semplicemente ad accertare che questi coprano unicamente i costi diretti e

³² www.esm.europa.eu, ESM PANDEMIC CRISI SUPPORT, *Il ruolo dell'ESM nella risposta europea*

³³ Matteo Bursi, La linea sanitaria del Meccanismo Europeo di Stabilità: né leviatano, né panacea

indiretti della sanità, senza richiedere un programma di aggiustamento o correzioni precauzionali.

2.5 ASSISTENZA DI LIQUIDITÀ TRAMITE MES O CORONA BOND?

Poco dopo la dichiarazione di emergenza, i leader europei hanno provato ad individuare gli strumenti più consoni a contrastare gli effetti della tragica pandemia. Inizialmente fu avanzata la richiesta di istituire una misura comune di debito emesso da un'unica istituzione europea che servisse a raccogliere risorse finanziarie sul mercato (cosiddetti Coronabond), in modo da assicurare un finanziamento continuo e stabile a tutti i Paesi. Si sarebbe trattato di un'idea assolutamente innovativa per il panorama europeo, dal momento che, oggi, ogni Stato europeo si finanzia raccogliendo autonomamente risorse dal mercato. Nell'ipotesi proposta da una parte dei Paesi membri, le differenze di rendimenti tra i vari Paesi sarebbero venute meno, ragion per cui sarebbe stata una misura molto conveniente per i Paesi con alti tassi di interesse e quindi con bassi rating, mentre avrebbe sfavorito enormemente i Paesi solidi come la Germania che godono di un alto rating e che hanno tassi di interesse prossimi allo zero.

La pandemia, essendo una crisi esogena e simmetrica, richiederebbe una risposta simile per tutti, con costi di finanziamento non eccessivamente differenti tra i vari Paesi, ma nonostante ciò la prospettiva di una mutualizzazione o condivisione del debito arenò tale proposta.³⁴

L'emissione di titoli europei, era già realtà, grazie al MES, ma il finanziamento tramite questo Fondo richiedeva programmi di aggiustamento impegnativi e restrittivi, volti a sanare gli eccessivi disavanzi.

Dall'Eurogruppo del 9 aprile vennero proposti tre possibili vie d'uscita: SURE, come strumento di sostegno al lavoro, il potenziamento della Banca europea degli investimenti e condizionalità più morbide per l'accesso al MES.

La proposta iniziale riguardante l'emissione di titoli di debito comune, come già sottolineato, fu rigettata e rimane ad oggi molto lontana in quanto si dovrebbe giungere ad una politica fiscale comune, che agevolerebbe il passaggio ad un'Europa federalista e quindi renderebbe più facili gli interventi di indebitamento a livello sovranazionale.

³⁴ BORSA ITALIANA, Eurobond o Coronabond: cosa sono e differenze con il MES

L'approvazione del Recovery Fund potrebbe, però, stimolare l'apertura di discussioni a tal riguardo.

Il MES, dall'altro lato, è un fondo già esistente, che non avrebbe bisogno di essere costituito, al contrario dei coronabond, che non garantirebbero quindi immediatezza.

Se da un lato converrebbe, dunque, il MES per la velocità di risposta ed intervento, dall'altro è da sottolineare come esso sia nato per fronteggiare crisi definibili asimmetriche, ovvero per gli Stati che, per colpe a loro imputabili, hanno perso la fiducia degli investitori e di conseguenza mostrano difficoltà di accesso ai mercati.

Volendo implementare un parallelismo, i coronabond non presupporrebbero nessuna valutazione sulla sostenibilità del singolo Paese, come invece farebbe il MES, ma sarebbero delle emissioni garantite da tutti i membri dell'eurozona, il che permetterebbe ai Paesi più indebitati di godere di tassi di interesse più bassi, grazie alla garanzia dei Paesi più solidi. L'aspetto della garanzia, però, potrebbe giovare al MES, in quanto esso non prevede una condivisione o scaricamento di inadempienze, si tratterebbe di un'unica istituzione responsabile per tutte le attività di prestito.³⁵

Un elemento che potrebbe andare a sfavore dell'utilizzo del MES, invece, è la dimensione dei finanziamenti, infatti, il 2% del PIL, in una profonda crisi come quella attuale, non sarebbe sufficiente nell'implementazione di un'efficiente risposta europea. A tal proposito, è necessario specificare però, che in quanto prestiti, sia quelli del MES che quelli della Commissione non sono risorse gratuite ma aumentano il livello di deficit e di debito dei singoli Paesi.

Ulteriore problema potrebbe essere quello di "stigma"³⁶, ovvero il fatto che se fosse un solo Paese ad avanzare richiesta per l'accesso al MES, i mercati potrebbero percepire tale decisione come un segnale di grande fragilità, riducendo la fiducia verso il Paese richiedente. La finanza è, infatti, caratterizzata dai paradigmi dell'emotività e dell'irrazionalità, che influiscono massicciamente sulle decisioni di ogni singolo Stato. L'accesso al credito MES, potrebbe essere percepito come un campanello d'allarme che ingenererebbe un vortice e un rapido deterioramento delle finanze statali.

"Il MES creerebbe uno stigma se il numero di Paesi candidati fosse limitato. Può segnalare una fragilità nei mercati e una relativa perdita di sovranità rispetto alla condizionalità,

³⁵ Alberto Battaglia, Coronabond oppure Mes: cosa cambia nel concreto

³⁶ Matteo Bursi, La linea sanitaria del Meccanismo Europeo di Stabilità: né leviatano, né panacea

mentre la crisi è dovuta principalmente a fattori sanitari esogeni piuttosto che all'indisciplina fiscale" (Lorenzo Bini Smaghi, 2020).

Ma quanto può essere limitato tale problema con delle condizionalità meno stringenti? Alla luce delle affermazioni precedenti si comprende come, essendo il MES un istituto che si finanzia sul mercato, qualora fossero applicate le migliori condizioni ai prestiti, affinché si possa giungere all'eliminazione dello stigma, sarebbe necessario che i prestiti vengano erogati a tutti gli Stati, in modo assolutamente automatico.

2.6 L'IMPORTANZA DELL'ECONOMIA POST-VACCINO

Come sostenuto da Olivier Blanchard, "la politica macroeconomica dovrebbe distinguere tra due fasi della crisi: la fase "post-confinamento ma pre-vaccino" e la fase "post-vaccino".

Se nella prima fase ci si è concentrati nell'erogazione di risorse per sostenere le attività economiche e quindi per aiutare le famiglie, adesso come mai, è necessario pianificare la fase seguente la somministrazione dei vaccini. La probabilità che, nonostante gli aiuti statali si registrino alti tassi di fallimenti e chiusure delle attività economiche, è molto elevata. Alcune delle aziende potrebbero tornare ad essere sostenibili ma se altamente indebitate e insolventi, saranno comunque impossibilitate ad implementare investimenti che guardino al medio-lungo termine. La sfida della politica economica è quella di evitare dei fallimenti economicamente inefficienti, oltre che ad assicurare una riduzione del tasso di disoccupazione che è probabile rimanga ad un livello elevato per qualche anno.

Nella seconda fase, ovvero in quella post-vaccino, i governi nazionali si dovranno impegnare ad effettuare tre processi³⁷: il primo è quello che possiamo definire di riallocazione economica. Abbiamo assistito in questi mesi ad una digitalizzazione delle attività e dei lavori che erano ancora radicalmente ancorati ai paradigmi passati e che non conoscevano l'innovazione tecnologica sviluppatasi degli ultimi anni. Nel pratico si è verificato lo sviluppo dello smart working e del telelavoro, che sicuramente continuerà a recitare un ruolo fondamentale nelle dinamiche di lavoro. Ciò può portare a cambiamenti notevoli nelle organizzazioni aziendali, nella produttività e potrebbe spingere per un processo di deurbanizzazione, collegato alla volontà di possedere una residenza

³⁷ Olivier Blanchard, La crisi economica del Covid-19

confortevole per poter lavorare con maggior tranquillità. È necessario che i governi recepiscano tali cambiamenti e li sollecitino ove possibile.

Il secondo processo è la sostenibilità del forte aumento di debito pubblico che i governi nazionali hanno conosciuto in questi due anni. Nonostante siano cifre importanti tale problema potrebbe essere affrontato con serenità poiché i tassi di interesse sono estremamente bassi e probabilmente lo rimarranno per un certo periodo di tempo. Terzo ed ultimo processo a cui dovranno rispondere i governi è il forte aumento dei bilanci delle banche centrali. A causa del covid, le banche, al fine di stabilizzare i tassi di interesse, sono intervenute sui mercati finanziari e hanno abbassato i loro tassi di interesse, emettendo in cambio passività monetarie detenute dalle banche sotto forma di riserve presso la banca centrale. Le passività della FED e della BCE sono quindi aumentate notevolmente. Seppure si possa immaginare che tale quantità di moneta possa in seguito portare ad un aumento considerevole dell'inflazione, la realtà dovrebbe essere diversa, in quanto tale massa ha assunto principalmente la forma di riserve bancarie remunerate, lasciando più o meno stabile le fonti dell'inflazione elevata.

CAPITOLO 3

LA PROSPETTIVA DI UN FONDO MONETARIO EUROPEO

3.1 L'IDEA DI UNA NUOVA GOVERNANCE EUROPEA

Il processo di integrazione europea ha permesso di godere di un periodo di stabilità e prosperità economica, oltre che di aumentare la competitività a livello globale, rendendo più forte la voce dell'Unione. Nonostante i risultati siano incoraggianti, vi è ancora un'elevata sfiducia ed estraneità verso le istituzioni europee, in quanto è diffusa un'incertezza sulle prospettive e sugli obiettivi futuri.

È, dunque, necessario che l'UE cominci a lavorare su un processo di revisione e di riforma della governance, accelerando l'esecuzione di determinati processi che ad oggi richiedono un'elasticità che fatica ad emergere. Si dovrebbe ricercare un maggiore equilibrio tra gli strumenti delle varie politiche, in modo da rafforzare il metodo comunitario³⁸.

I cambiamenti proposti si basano sulla realizzazione di alcuni principi fondamentali come l'apertura, al fine di accrescere la fiducia dei cittadini, la partecipazione, attraverso un coinvolgimento attivo degli europei, la responsabilità, tramite la distinzione di chiari ruoli e la divisione dei ruoli principali, l'efficacia, fine ultimo delle politiche europee e la coerenza.³⁹

Quello che si evince dalle crisi con cui l'Europa ha avuto a che fare, è che l'Europa di Maastricht ha la necessità di subire un ridimensionamento, a causa di una crisi istituzionale che vede spesso contrapposti i governi nazionali con il governo comunitario. La pandemia, in pochi mesi, ha avuto un forte impatto sull'architettura dell'Unione Monetaria Europea (UEM) e sulla governance. Si pensi al Fondo per la ripresa, lo strumento che, nonostante estreme difficoltà legate alla sua composizione giuridica, rappresenta un vero e proprio cambio di passo. L'interposizione del proprio bilancio e la prospettiva di ripagare i debiti contratti attraverso una politica fiscale europea sta sicuramente rivoluzionando il panorama e spingendo il continente verso l'unione fiscale, tassello fondamentale nel completamento del processo di integrazione.

³⁸ Per "metodo comunitario" si intende un sistema di governance che da una parte rispetti la diversità dei Paesi membri e dall'altra non trascuri l'efficacia dell'Unione, implementando un trattamento equo di tutti i Paesi. (Commissione delle Comunità Europee, 2001)

³⁹ Commissione delle Comunità Europee, *La governance europea, un libro bianco*

La differenza tra le crisi precedenti la pandemia e questa stessa è evidente e se prima si puntava ad un rafforzamento delle misure di controllo e supervisione, prediligendo il rigore, adesso l'UE cerca in tutti i modi di utilizzare strumenti innovativi, sia macroeconomici che fiscali per potere rispondere adeguatamente allo shock simmetrico a cui stiamo assistendo.

Una delle prime misure realizzate dal governo comunitario è stata quella di sospendere il PSC e di allentare la disciplina sugli aiuti di Stato e il quesito su cui ci si interroga è legato al ripristino di questi, una volta superata la fase critica.

3.2 FONDO MONETARIO EUROPEO: ANALISI DELLA PROPOSTA

L'Unione Monetaria Europea (UEM) che nasce con il Trattato di Maastricht nel 1992, viene costruita in modo asimmetrico. Infatti, viene introdotto l'euro e conferito potere di politica economica alla BCE, ma non si completa l'unione economica, intesa come una forma di federalismo fiscale, accompagnato da un bilancio comune per i Paesi.

L'incompletezza dell'UEM è stata colmata in parte con la creazione dell'Unione Bancaria, nella quale la BCE ha competenza di vigilanza e coopera con le altre banche nazionali. Nel 2015 fu avanzata la proposta di istituire un "fiscal backstop"⁴⁰ ovvero "un dispositivo comune credibile di backstop al Fondo di risoluzione unico [...] per esempio attraverso una linea di credito del Meccanismo europeo di stabilità al Fondo di risoluzione unico" (J.Juncker, D.Tusk, J. Dijsselbloem, M.Draghi, M.Schulz, 2015). Nel tempo tale proposta si è ridimensionata e focalizzata sulla trasformazione del MES.

Quando il concetto di fiscal backstop si inquadra in una logica interstatale, assume una contraddizione dovuta alla struttura particolare che l'UE presenta. Si tratta, infatti, di un'area interdipendente dal punto di vista economico, finanziario e monetaria ma strutturalmente molto differenziata, nel quale l'integrazione di un sistema di fiscal backstop è strettamente necessario.

Se da una parte la perdita di fiducia verso la stabilità di un singolo Stato può contagiare con estrema facilità le economie degli altri Paesi, dall'altra nessuno di essi gode della

⁴⁰ Giuseppe Sciascia, Completare l'Unione bancaria, approfondire l'unione economica e monetaria: sentieri e paradigmi europei verso la stabilità finanziaria

sicurezza di un intervento della BCE, quindi tutto dipenderà, come si è visto precedentemente, dal rispetto dei vincoli fiscali.

Nella situazione attuale, l'Europa dispone di due differenti tipologie di strumenti definibili intra-ordinem ed extra-ordinem e il MES rientra tra quest'ultime.

Col verificarsi di due differenti crisi nel giro di poco più di un decennio, l'UE ha iniziato a riflettere sulla reale necessità di inglobare un fondo che non risponda esclusivamente ai bisogni emergenziali ma che diventi a tutti gli effetti un elemento di sistema, operando non più a livello intergovernativo ma come un'istituzione a norma del diritto dell'UE.⁴¹ A tal proposito è stata presentata, già nel 2017, la proposta di creazione di questo Fondo che prenderebbe il nome di Fondo Monetario Europeo e che si andrebbe a sovrapporre al MES⁴², assumendone diritti e obblighi, ma rispondendo, seppur con una dettata continuità con esso, ad esigenze diverse. Procedendo verso la creazione di un fondo comunitario, si riuscirebbe a incorporare il MES all'interno del quadro giuridico dell'Unione, rafforzandone anche le competenze⁴³. Si tratterebbe di un fondo con personalità giuridica autonoma, realizzato al fine di salvaguardare la stabilità finanziaria della zona euro.

In realtà la proposta di Regolamento comprenderebbe, oltre la sopracitata evoluzione dello strumento di stabilità attualmente in vigore, anche l'introduzione della figura del Ministro europeo dell'economie e delle finanze, col ruolo di "trait-d'union" tra Commissione ed Eurogruppo, e l'incorporazione del Fiscal Compact all'interno del diritto europeo.

Il Fondo che verrebbe istituito innanzitutto si configurerebbe come un "ibrido istituzionale" (Sciascia, 2019), in quanto differente sia dalle altre istituzioni finanziarie, che dalle tradizionali agencies volte alla risoluzione di crisi globali. A tal proposito si è espressa anche la Corte di Giustizia che ha sottolineato come il MES ricopra il ruolo di strumento risolutore di problematiche legate alla politica monetaria e non di governo della moneta, sottolineando la distinzione tra gli aspetti monetari e quelli economico-fiscali.

⁴¹ Christian Scheinert, Istituzione del Fondo monetario europeo

⁴² Camera dei Deputati, La riforma dell'Unione economica e monetaria

⁴³ Alessia Damonte, La governance europea

La principale novità nelle caratteristiche del FME, rispetto al MES, consisterebbe nel sostegno prestato da esso al Comitato di risoluzione unico⁴⁴, uno strumento di ultima istanza, attivabile in una situazione quasi giunta al punto di non ritorno. Attraverso questa modifica si alleggerirebbe il rapporto tra banche e finanze pubbliche, che era anche il motivo per il quale, nel 2018, veniva proposta l'introduzione di una linea di credito del MES come soluzione più idonea, vista la neutralità che essa aveva sul bilancio.

All'interno del quadro giuridico europeo, inoltre, la creazione di un FME agevolerebbe il contrasto di eventuali shock in quanto esso avrebbe una capacità maggiore e soprattutto immediata di reperire risorse finanziarie idonee.

L'obiettivo principale del FME consisterebbe nella fornitura di sostegno alla stabilità a beneficio dell'Eurozona, elemento che lo distinguerebbe dal Fondo Monetario Internazionale (FMI), con cui, nonostante la somiglianza nominativa, presenterebbe diverse dissonanze. Il FMI, infatti, prevede la salvaguardia di un singolo Stato membro, mentre il FME interverrebbe per preservare la stabilità dell'intera area euro.

La natura "comunitaria" del Fondo analizzato, implicherebbe determinate forme di accountability nei confronti del Parlamento e del Consiglio⁴⁵, nello specifico sarebbe tenuto a presentare una relazione annuale, sulla base della quale i destinatari potrebbero presentare quesiti e osservazioni. In questo modo verrebbe modificato anche il processo decisionale, infatti, per quanto riportato nella proposta di Regolamento, ogni decisione dovrebbe essere approvata dal Consiglio, la cui composizione sarebbe molto simile al consiglio dei governatori. Il ruolo del Consiglio risulterebbe conseguentemente preponderante, ciò al fine di giungere ad una semplificazione.

Nonostante il gran numero di novità che tale strumento apporterebbe, ciò di cui non si discute, almeno per ora, è la rimozione definitiva delle vigorose condizionalità, adesso venute meno a causa del COVID-19, che hanno contraddistinto il MES.

Infine rimarrebbe un'elevata complessità del sistema decisionale che non gioverebbe, ancora una volta, all'efficacia della politica europea.

⁴⁴ Cfr. artt 22-24 dello Statuto del Fondo monetario europeo allegato alla proposta di regolamento

⁴⁵ Samuele Crosetti, Riparare il tetto dell'Euro: la proposta di un Fondo Monetario Europeo

3.3 “COMUNITARIZZAZIONE DEL FISCAL COMPACT”

Nel 2012, oltre le negoziazioni relative al MES, la quasi totalità degli Stati membri introdusse, attraverso il Trattato sulla stabilità sul coordinamento e sulla governance nell’Unione economica e monetaria, il cosiddetto “Fiscal Compact”, che nel tempo ha indirettamente comportato l’adozione di politiche che rientrano nel paradigma dell’austerità, nella maggior parte dei casi consistenti in politiche di contenimento della spesa pubblica.

Il Fiscal compact nasce per far fronte alla continua crescita del debito degli Stati membri, e dispone dunque vincoli quantitativi e più generali sulla formazione del bilancio, al fine ultimo di spingere su una ripresa economica minimizzando l’uso sfrenato del debito. Altra ragione è legata alla creazione di un sistema che sia in grado di ridurre l’incertezza degli speculatori sulla capacità degli Stati di ripagare lo stock di debito contratto, provocando indirettamente una riduzione della spesa per interessi.

Risulta evidente, soprattutto nella fase attuale, come le politiche economiche europee siano di interesse comune, in quanto offrono una prospettiva più o meno ampia della crescita economica di tutta l’eurozona.

Il processo di integrazione europea è stato caratterizzato da forme di integrazione differenziata realizzate esternamente ai Trattati. Un esempio lampante sono gli accordi di Schengen, con cui si è ricorso a una soluzione intergovernativa al fine di ovviare all’incapacità di accordo tra i Paesi membri.⁴⁶ Al pari di Schengen, anche MES e Fiscal Compact sono stati ricercati al di fuori dei trattati istitutivi, ma essi riguardano una materia che ha un suo radicamento nel diritto dell’UE, ovvero presentano una forte correlazione con alcuni elementi delle politiche europee. Ciò potrebbe provocare una sovrapposizione con il diritto europeo, soprattutto per quanto concerne il Fiscal Compact, le cui disposizioni si intrecciano spesso con quelle del Patto di Stabilità e Crescita. Per evitare che si verifichino tali situazioni, sono state introdotti dei vincoli di compatibilità. La motivazione per cui il Fiscal Compact ha assunto le vesti di un trattato internazionale sono da ricercarsi nel fatto che, se si fosse fatto ricorso a strumenti di diritto secondario, ci sarebbe stato un rischio di tenuta rispetto all’impatto costituzionale.⁴⁷ La natura che si

⁴⁶ Marianna Caputo, Governance Economica dell’Unione Europea

⁴⁷ Gianni Bonvicini e Flavio Brugnoli, Il Fiscal Compact

è voluta conferire a tale strumento prevede, quindi, che la regola del pareggio di bilancio non debba essere derogata alla normativa europea. L'inclusione all'interno del diritto UE avrebbe richiesto, inoltre, l'unanimità che nel momento della sottoscrizione del Trattato non sarebbe mai stata raggiunta.

L'art.16 del TSCG prevede l'impegno ad adottare, entro il quinquennio successivo la stipulazione di tale trattato, gli strumenti necessari affinché esso venga annesso all'interno del quadro giuridico europeo. "Al più tardi entro cinque anni dalla data di entrata in vigore del presente trattato, sulla base di una valutazione dell'esperienza maturata in sede di attuazione, sono adottate, in conformità del trattato sull'Unione europea e del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, le misure necessarie per incorporare il contenuto del presente trattato nell'ordinamento giuridico dell'Unione europea". Tuttavia occorre sottolineare come tale clausola è sprovvista di sanzione, non prevede una circoscrizione temporale e non specifica su quale livello delle fonti del diritto dell'UE dovrebbero essere collocate tali norme, in quanto se si decidesse di inserirle a livello di norme primarie, dovrebbe essere realizzata una modifica dei Trattati europei che richiederebbero l'unanimità, elemento che in un'Europa politicamente divisa è ancora difficile raggiungere.

In tal senso, il processo di "comunitarizzazione" che dovrebbe seguire la trasformazione della governance europea e l'introduzione del FME, creerebbe i presupposti per un intervento legislativo della Commissione europea⁴⁸, che disporrebbe di una flessibilità considerevole, a tal punto da permettere agli Stati membri di destinare le risorse, risparmiate attraverso l'applicazione del principio del pareggio di bilancio, verso obiettivi che ritengono più opportuno realizzare. Divenendo materia comunitaria, l'Europa potrebbe dunque compiere il passo fondamentale per l'approdo ad una vera unione. Il Parlamento europeo si è formalmente opposto ad accordi intergovernativi, in quanto ciò comporterebbe un aumento del rischio sull'integrità dell'ordinamento europeo che potrebbe scontrarsi con sistemi paralleli e a tal proposito è stata avanzata specifica proposta di riconoscere il primato del diritto dell'Unione sulle disposizioni.

⁴⁸ Francesca Nugnes, I riflessi della nuova governance economica europea sul ruolo del Parlamento europeo e del parlamento italiano

La proposta avanzata è quella di incorporare nel diritto dell'Unione il Fiscal Compact, in modo da rafforzare la responsabilità di bilancio, in quanto si articolerebbe di un quadro di regole di bilancio vincolanti e permanenti.

CONCLUSIONE : NECESSARIA UNA R(EU)NAISSANCE

Attraverso la trattazione dettagliata dello sviluppo del MES, dagli anni della sua nascita sino al presente, esaminando la prospettiva evolutiva della governance europea e nello specifico dell'evoluzione che il Meccanismo europeo di stabilità ha conosciuto, nonostante le recenti proposte che vanno in questa direzione, siamo ancora lontani dalla realizzazione di un'Europa federalista, che si basi sui principi di condivisione e persuasione in quanto, il processo di accentramento verticale delle funzioni e l'imposizione di vincoli sulle politiche economiche e di bilancio hanno sino ad ora smantellato l'idea di un'Unione europea unicamente come soggetto regolatore.

Il MES appare al centro del percorso di riforma del quadro istituzionale europeo, ma tale intervento necessita di alcune riforme giuridiche che vadano a regolare le relazioni tra le istituzioni nazionali e sovranazionali, al di là di qualsiasi modifica apportata all'interno dello stesso. La nuova linea di credito di cui al capitolo 2, infatti, modifica la possibilità di accesso ai fondi, avvicina il MES alle esigenze degli Stati membri ma non rinnova la governance europea. Ciò di cui ha bisogno l'organizzazione europea è una destrutturazione, seguita da un ammodernamento delle relazioni biunivoche tra gli attori politici ed economici, che permetta ad essa stessa di compiere il passo decisivo per competere con le altre grandi potenze mondiali.

Dopo il trattato di Maastricht era necessario mostrare il coraggio per realizzare una vera e propria unione che andasse ad eliminare la "coesistenza tra ispirazione federalista e prassi funzionalista" (Vincenzo Grassi, 2018), invece ci si è concentrati sul paradigma intergovernativo, su una struttura che si basasse solo su un coordinamento tra le diverse istituzioni nazionali ed europee e non su un effettivo modello istituzionale che garantisca la famigerata unione economica e monetaria.

"L'equilibrio interistituzionale è stato alterato a favore della dimensione intergovernativa" (Giovanni Battista Verderame, 2018), si è giunti alla prevalenza del contrasto, si è verificato un disequilibrio delle forze in campo in cui il vincolo esterno ha perso di credibilità. Si è cercato di risolvere le diverse problematiche create nel corso degli anni, attraverso una serie di strumenti e di idee che non sono effettivamente strutturate, ma una tantum, pronte a subire variazioni ogni qual volta ce ne sia bisogno. L'incertezza, la difficoltà ad agire nell'immediatezza hanno condizionato l'efficacia dell'intervento europeo, come nel

caso ultimo a cui stiamo assistendo, dove in termini di adeguatezza e prontezza l'UE si ritrova ancora dietro i principali Paesi a livello mondiale.

Attraverso la richiesta di inserimento del MES all'interno del quadro comunitario, come riportato da Pierre Moscovici, si riuscirebbe a colmare la lacuna democratica dell'Eurogruppo, soprattutto nel processo di individuazione di soluzioni economiche che impattano sulla vita di milioni di europei.⁴⁹ L'architettura democratica sin qui delineata è stata caratterizzata da un'eccessiva complessità, causa della quale è la sovrapposizione della dimensione intergovernativa a quella comunitaria. Tra queste due le differenze sono notevoli e fin quando non si riuscirà a risolvere tale divergenza, non si completerà il quadro europeo. L'UEM è rimasta a metà strada, in quanto se da una parte non è riuscita a raggiungere un'unione politica, dall'altra si è preposta all'intera UE, prediligendo una deformazione eccessivamente tecnocratica che ha offuscato la valenza politica.⁵⁰

Il sistema della governance dell'unione monetaria, che si è sempre focalizzata sulla gestione di shock definibili "quantitativi", ha evidenziato i suoi limiti. Si è puntato sulla linea del rigore, su programmi molto stringenti di aggiustamento macroeconomico e sui cosiddetti vincoli di finanza pubblica che non hanno portato ad un miglioramento del quadro economico europeo.

Con le recenti crisi, l'incongruenza del sistema europeo, dei meccanismi e dei processi si è mostrata agli occhi di tutti. Essa dipende sia da una predisposizione originaria che, nonostante il gran numero di riforme, non è mai stata veramente oltrepassata, sia dalle recenti crisi che hanno colpito il cuore dell'Europa, rendendola non soddisfacente e di conseguenza bisognosa di un ripensamento generale.

Oggi più che mai, il forte impatto della crisi pandemica ha messo a rischio l'intera tenuta del progetto europeo, caratterizzato da una differenziazione che si pensava potesse rappresentare la vera ricchezza dell'UE, ma realisticamente ha portato ad un rallentamento nei processi decisionali. Occorre, quindi, una riforma della governance europea in senso sovranazionale, con la quale si costruisca un sistema solido che punti su un meccanismo di controllo e di partecipazione democratica e che porti ad un effettivo rilancio del progetto europeo.

⁴⁹ Pierre Moscovici, CeSPI, Dibattito: Riflessione sul futuro dell'UE, *All'UE serve un esame di coscienza*

⁵⁰ Loredana Teodorescu, *riflessioni sul futuro dell'Europa: un confronto generazionale per rilanciare l'UE*

BIBLIOGRAFIA

ALBERTO ALESINA, CARLO FAVERO, FRANCESCO GIAVAZZI, 1.1.2, *Austerità*

Alberto Battaglia, *Coronabond oppure Mes: cosa cambia nel concreto*

Alessia Damonte, *La governance europea*

Andrea Magliari, *Le riforme della governance economica dell'Unione: la creazione di un Fondo monetario europeo e la "comunitarizzazione" del Fiscal Compact*

Antoine Carnous, *The evolution of European economic institutions during the COVID-19 crisis*

A.Q. Curzio e M. Fortis, *Nuove polarità nella geo-economia. Globalizzazione, crisi ed Italia*
ARISTOTELE, *De sophisticis elenchis, fallacia compositionis*

Assoholding, *Recovery Fund, Mes, Next generation EU: è davvero chiaro di cosa si tratta?*
BANCA D'ITALIA, *Il Meccanismo europeo di stabilità (MES – European Stability Mechanism, ESM)*, bancaditalia.it

BANCA D'ITALIA, N.897 – *Clausole di azione collettiva: come influenzano i rendimenti dei titoli sovrani?*

Beatrice Chimenti, *La riforma della governance economica europea: un'analisi del passato, del presente e del futuro dell'Europa*

BORSA ITALIANA, *Eurobond o coronabond: cosa sono e le differenze con il MES*

Camera dei Deputati *Il meccanismo permanente*, Trattato ESM, Temi dell'attività Parlamentare, Documenti, XVI leg.

Camera dei Deputati, *La riforma dell'Unione economica e monetaria*

CAMERA DEI DEPUTATI, *La revisione del Meccanismo europeo di stabilità (MES)*, Dossier n.26, 22 ottobre 2019

Cinzia Alcidi, Daniel Gros, Jorge Nunez Ferrer e David Rinaldi, *The instruments providing Macro-Financial Support to EUR Member States*

Comiso Magazzino e Gian cesare Romagnoli, *Legge di stabilità e politica economica europea*

Commissione delle comunità europee, *La governance europea*

Commissione Europea, regolamento del consiglio sull'istituzione del Fondo monetario europeo

Commissione Europea, Allegato della proposta di regolamento del Consiglio sull'istituzione del Fondo monetario europeo

Consilium.europa.eu, *COVID-19: pandemia di coronavirus e risposta dell'UE*

Consob, *La crisi da COVID-19 – l'impatto sui mercati finanziari*

David Howarth, Accountability in Post-Crisis Eurozone Governance: The Tricky Case of the European Stability Mechanism

Decisione del Consiglio Europeo del 25 marzo 2011 che modifica l'articolo 136 del trattato sul funzionamento dell'UE (TFUE) relativamente a un meccanismo di stabilità per gli stati membri la cui moneta è l'euro.

ESM, esm.europa.eu, *Esm Reform*

ESM, Proposal from the Managing Director for financial assistance in the form of a Pandemic Crisis Support

ESM, "Safeguarding the Euro in times of crisis"

European Commission, "The Economic Adjustment Program for Greece", Directorate-General for Economic and Financial Affairs, (May 2010)

European Parliament, Article 136 TFEU, ESM, Fiscal Stability Treaty. Ratification requirements and present situation in the Member States. January 2014

FEDERICO LOSURDO, *Stabilità e crescita da Maastricht al Fiscal Compact*

FRANCESCO SARACENO, *L'economia europea tra lockdown e Fondo per la ripresa*

GAETANO PERONE, *L'austerità deprime. Ovvero la fallacia dell'ideologia tedesca*, *economiaepolitica

Giacomo Vaciago, Domenico Delli Gatti, Daniele Siena, Andrea Boitani, Angelo Baglioni, Massimo Bordignon, Osservatorio Monetario

Giulio Napolitano, Il Meccanismo europeo di stabilità e la nuova frontiera costituzionale dell'Unione

Heinenmann Friedrich, The search for the right European financing instruments in the Corona pandemic: ESM liquidity assistance versus Corona bonds

IG, Coronavirus e volatilità sui mercati

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

Ignazio Visco, L'Unione economica e monetaria: è ora di superare lo stallo

Jana Gareis, Behavioural patterns of EU-Member States' National Parliaments/Chambers when issuing Reasoned Opinions within the Early Warning System (EWS) of the European Union

Leonardo Pasqui, Un'altra emergenza per l'Unione europea: tra intervento pubblico e governance

Linee guida sullo strumento di supporto del mercato secondario, Meccanismo europeo di stabilità

Linee guida sull'assistenza finanziaria per la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie

Linee guida sull'assistenza finanziaria per la ricapitalizzazione diretta delle istituzioni

Mario Iannella, La risposta europea alla crisi Covid-19 e le diverse interazioni con l'ordinamento italiano

Matilde Ceron, Carlo Maria Palermo, Vanni Salpietro, *Limiti e prospettive della gestione europea durante la pandemia da Covid-19*

Matteo Bursi, La linea sanitaria del Meccanismo Europeo di Stabilità: né leviatano, né panacea

MATTEO DEL CHICCA, *New Awareness of Solidarity in European Union Law and Beyond (2020)*

Matteo di Simone, L'integrazione del Meccanismo europeo di stabilità e del Trattato sul Fiscal Compact nell'ordinamento dell'Unione europea

Matteo Lucchese e Duccio Zola, *In salute, giusta, sostenibile: Ripensare l'Italia dopo la pandemia*

Memorandum Of Understanding on the working relations between the Commission and the European Stability Mechanism

M.P. CHITI, *La crisi del debito sovrano e le sue influenze per la governance europea, i rapporti tra Stati membri, le pubbliche amministrazioni, Rivista italiana di diritto pubblico comunitario, I (2013)*

Olivier Blanchard, La crisi economica del Covid-19, 2020

OLIVIER BLANCHARD E DANIEL LEIGH, *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*, IMF Working Paper

Pandemic Crisis support: Draft Template for the Response Plan pursuant to Articles 13(3) and 14(2) ESM Treaty

Paul Doyle, *Coronavirus, ecco come fibrilleranno economie e mercati*

Raul Caruso e Damiano Palano, *Il mondo fragile: scenari globali dopo la pandemia*

Richard Baldwin e Beatrice Weder di Mauro, *Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes*

Samuele Crosetti, *Riparare il tetto dell'Euro: la proposta di un Fondo Monetario Europeo*

T/ESM 2012/it 1 TRATTATO CHE ISTITUISCE IL MECCANISMO EUROPEO DI STABILITÀ TRA IL REGNO DEL BELGIO, LA REPUBBLICA FEDERALE DI GERMANIA LA REPUBBLICA DI ESTONIA, L'IRLANDA, LA REPUBBLICA ELLENICA, IL REGNO DI SPAGNA, LA REPUBBLICA FRANCESE, LA REPUBBLICA ITALIANA, LA REPUBBLICA DI CIPRO, IL GRANDUCATO DI LUSSEMBURGO, MALTA, IL REGNO DEI PAESI BASSI, LA REPUBBLICA D'AUSTRIA, LA REPUBBLICA PORTOGHESE, LA REPUBBLICA DI SLOVENIA, LA REPUBBLICA SLOVACCA E LA REPUBBLICA DI FINLANDIA