



LE PROPOSTE DI RIFORMA DELL'EUROZONA E IL DOCUMENTO DI 14 ECONOMISTI FRANCO-TEDESCHI

Luigi Paganetto

Presidente Fondazione Economia Università di Roma Tor Vergata

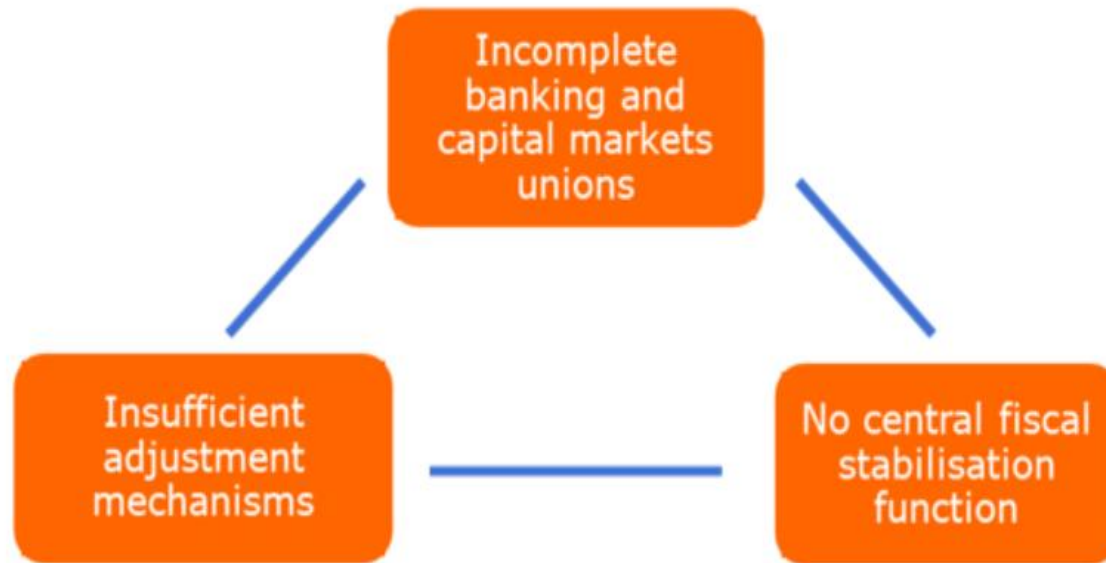
Docente Scuola Nazionale Amministrazione

A CHE PUNTO SIAMO?



- Dopo la crisi del 2008 molte riforme e ipotesi di riforma dell'UEM si sono affacciate sulla scena europea, a partire dall'Istituzione dell'ESM nato nel 2012 per sostenere, in cambio di precise riforme, l'accesso al mercato del credito per quei paesi che lo avessero perduto.
- La Commissione europea ha portato avanti l'idea di un Ministro delle Finanze europeo (sul quale era intervenuto tra i primi il nostro Gruppo dei 20), la creazione di una autonoma capacità fiscale con il suo *Reflection Paper* del maggio 2017 (largamente fondato sul «documento dei 5 Presidenti», 2015) nonché quella della creazione di un Fondo Monetario Europeo, 2017.
- Il presidente Juncker ha indicato lo scenario che si apriva con la ripresa in atto per realizzare le riforme a questo punto necessarie.

L'EMU OGGI: UN EQUILIBRIO INSOSTENIBILE



IL «REFLECTION PAPER» DELLA COMMISSIONE



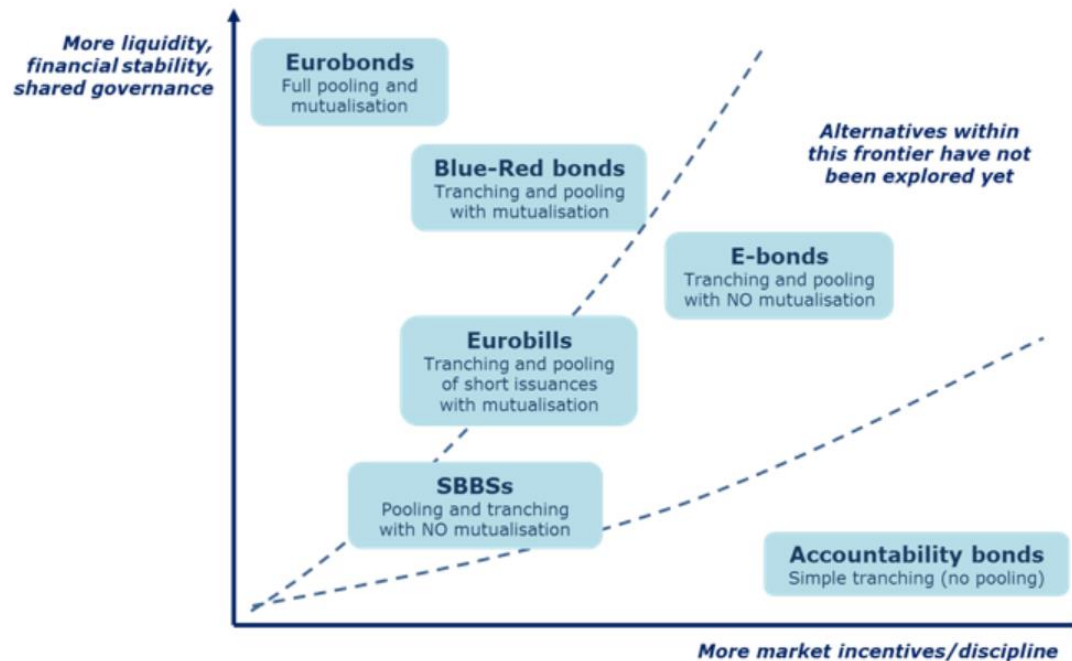
- Nonostante i progressi istituzionali degli ultimi anni, EMU (Buti e altri, 2017) continua ad essere fondata su un “unsustainable equilibrium “. La ragione sta nella natura incompleta dell’Unione Bancaria e in quella del Mercato dei capitali, nonché nell’assenza di una politica fiscal capace di assorbire gli shocks.
- Ciò tanto più perchè all’enfasi posta sulla correzione dei deficits non corrisponde altrettanta attenzione sulla correzione dei surplus (il caso della Germania insegna). La conseguenza è che non è possibile realizzare il giusto bilanciamento tra stabilizzazione e sostenibilità a livello dei singoli paesi.
- La proposta del Reflection paper è di un percorso in due fasi, la prima da concludere entro il 2019 e la seconda tra il 2020 e il 2025. I tempi della prima fase sono anche più stretti considerando la scadenza del mandato delle Istituzioni europee.
- Il Reflection Paper propone un percorso che preveda di avanzare in 3 aree: innanzitutto completando una reale Financial Union; in secondo luogo realizzando una Unione economica e fiscal più integrata ed infine rinforzando le Istituzioni dell’eurozona e la loro *accountability*.

PRIORITÀ, ACCORDI E DISACCORDI



- Un accordo sull'esigenza di un backstop per il *Single Resolution Fund* è essenziale perchè il Fondo possa realmente funzionare. Così come è essenziale che l'Unione bancaria proceda alla creazione di uno schema di assicurazione dei depositi sulla quale peraltro va registrato il recente mancato accordo.
- Un'altro punto importante il peso eccessivo dei bonds pubblici detenuti dalle banche nazionali.
- Il Reflection Paper suggerisce che una maniera per promuovere una maggiore diversificazione è quella di creare i cosiddetti *sovereign bond-backed securities* (SBBS), anche se viene riconosciuto che il loro potenziale non potrà mai essere paragonabile ai *US treasuries* o ai *Japan's government bonds*. Munchau (FT, feb. 18) ha di recente osservato che se prendi i titoli di stato di tutti o parte dei paesi membri della zona euro e li trasformi in un CDO (*collateralised debt obligation* o obbligazione garantita da crediti) e li chiami European Safe Bonds – o ESBies non per questo i titoli diventano più sicuri. La strada per *safe bonds europei* è in effetti lunga e difficile.
- È forse più vicina l'adozione di una strategia condivisa per ridurre i *non-performing loans*.
- Ma siamo assai lontani dall'individuare le modalità per dotare il mercato dei capitali di bonds di cui si condividano le caratteristiche. Ciò richiederebbe lo sviluppo nel medio termine di "safe assets" dell'Eurozona (Moscovici 2017).
- Il punto del tutto irrisolto è la creazione di un'autonoma capacità fiscale dell'Eurozona per realizzare le necessarie politiche di stabilizzazione. In questa direzione va l'idea di un Ministro delle Finanze europeo sempre che la sua creazione sia accompagnata da un significativo ed autonomo Budget: ma siamo distanti da un qualche accordo. Tanto è vero che non riusciamo neppure a realizzarne uno sulla proposta (minore) di un *European Unemployment Reinsurance Scheme*.

I POSSIBILI *SAFE ASSETS* IPOTIZZATI PER IL MERCATO DEI CAPITALI EUROPEO (BUTI E ALTRI)



IL «NON PAPER» DI SCHAUBLE



- Le proposte del «Reflection paper» sono interessanti ma hanno il limite di non considerare la loro fattibilità e congruenza politica. Da questo punto di il «non paper Schauble» dell'ottobre dello scorso è importante perché mette in chiaro quali sono i confini delle riforme possibili dell'UEM nell'ottica tedesca a cominciare da come si può realizzare l'idea di trasformare il meccanismo europeo di stabilità in un Fondo monetario europeo.
- Il Fondo non solo dovrebbe avere più risorse per esercitare una credibile attività di prevenzione delle situazioni di crisi. Non solo ma assorbirebbe gradualmente anche quella di controllo del rispetto delle regole fiscali previste dal Fiscal Compact che è oggi in capo alla Commissione. Si tratta di un orientamento che la dice lunga sui dubbi che sollecita oggi in Germania (e non solo) la discrezionalità interpretativa della Commissione sul rispetto delle regole fiscali.
- L'altro aspetto importante del «non paper» è la risposta, per altro tradizionale alle richieste di condivisione dei rischi che nascono dal debito pubblico e nel settore bancario. L'idea è che prima di condividere i rischi bisogna ridurli.
- Per farlo occorre che ci sia un mandato che assicuri un prevedibile meccanismo di ristrutturazione del debito che assicuri un *fair burden sharing* tra il Fondo e i creditori privati.
- Per quel che riguarda l'Unione bancaria l'idea è che occorra ridurre il rischio di un'eccessiva esposizione delle banche nazionali verso il settore pubblico domestico.

IL DOCUMENTO DEI 14 ECONOMISTI FRANCO-TEDESCHI (1)



- Si tratta di un paper (per semplicità Pisani – Ferry e Zettelmeyer) che rappresenta un tentativo di coniugare le posizioni presenti in Europa su due temi cruciali quello della disciplina fiscale di cui si accetta la necessità e quello della condivisione dei rischi su cui si ricerca un compromesso partendo dall'accettazione dell'idea (sostenuta con determinazione dai tedeschi) che prima di dividerli i rischi vanno ridotti.
- Il paper ha sollevato molto interesse perché esce dalle consuete, generiche proposte cercando di trovare un possibile collante politico di un'intesa per la riforma dell'UEM, che trova un terreno favorevole nel terreno della ripresa della crescita e un obiettivo temporale preciso nella prossima scadenza (2019) delle Istituzioni europee.
- Occorre dire che la storia professionale degli autori di forte impegno nelle Istituzioni europee e dunque, non solo accademica, dà maggiore credibilità alle loro posizioni. L'urgenza della riforma dell'Eurozona è stata affermata sia da Macron che dal Ministro Le Maire, che non si è però espresso sul documento dei 14 economisti.

IL DOCUMENTO DEI 14 ECONOMISTI FRANCO-TEDESCHI (2)



- L'urgenza della riforma dell'eurozona è affermata con forza nel paper Pisani-Ferry e Zettelmeyer perché «nessuno sa quando arriverà la prossima crisi finanziaria e a dispetto della ripresa l'Eurozona rimane vulnerabile. Propongono:
- a) una garanzia dei depositi bancari accompagnata da un tetto massimo alla detenzione di titoli pubblici nazionali da parte delle banche a meno che esse siano, in cambio disposte ad aumentare il proprio patrimonio.
- b) la creazione di un organo indipendente di supervisione fiscale che renda meno discrezionale il controllo esercitato oggi dalla Commissione.
- c) semplificazione delle regole sul deficit con la loro trasformazione in un tetto massimo.
- d) definizione di una procedura legale automatica per la ristrutturazione dei debiti dei paesi insolventi.
- e) la creazione di «safe assets» capaci di offrire agli investitori un'alternativa rispetto ai bond sovrani.

LE CRITICHE AL PAPER PISANI-FERRY E ZETTMMEYER



- Molte critiche possono essere mosse al paper di Pisani –Ferry e Zettelmeyer alcune di ordine generale e altre più specifiche. Tra queste ultime le più penetranti sono di:
- a) proporre una scelta per un sistema quasi automatico di ristrutturazione del debito sovrano e di escludere dal controllo sulla disciplina fiscale non soltanto la Commissione ma anche il Parlamento (Messori-Micossi, 2017).
- b) considerare tra le cause di instabilità il loop tra rischi sovrani e bancari ma non altri importanti rischi nonché di sostenere, per ottenere semplificazione e chiarezza, il passaggio ad una disciplina fiscale basata su un tetto massimo di spesa che è anch'esso soggetto a stime discrezionali come la crescita potenziale (Bini Smaghi, 2018)
- c) prospettare un compromesso sulla condivisione dei rischi con un progetto degli euro safe bonds azzardato perché' introduce tranche di ESBies senior e junior che certificherebbe la nascita di un euro a due velocità (Minenna, 2017).
- A ciò va aggiunto che Wolfgang Münchau sul Financial Times del 18 febbraio ha osservato che, nella proposta, l'obbligatorietà della ristrutturazione del debito e la coassicurazione dei rischi ricorrendo ai derivati, aumenta la probabilità di una crisi voluta dal mercato, soprattutto se permangono i limiti nei poteri di intervento della BCE o sale al vertice dell'istituzione un "falco" della politica monetaria.

COME RIFORMARE L'EUROZONA?



- Il limite di fondo delle proposte di riforma dell'eurozona rimane quella (da dimostrare) che la crisi 2008-2015 è stata determinata, in larga misura da un deficit di disciplina fiscale per cui rimediando a questa mancanza si possono affrontare adeguatamente le sfide del futuro.
- Per fronteggiare queste sfide, la tesi è che basti rendere i vincoli più certi e cogenti, affidando la sorveglianza dei conti pubblici ad organismi tecnici indipendenti e solo in seguito procedere ad una maggiore integrazione economica e finanziaria. Un'unica attenuazione al rigore sarebbe che la regola del tetto della spesa diventerebbe più o meno stringente a seconda del livello del debito pubblico. E questo non favorirebbe di certo il nostro paese.
- Sta di fatto che l'esperienza ha mostrato, in caso di crisi, una reazione assai poco dominabile dei mercati rispetto al rischio di uscita dall'euro. Una risposta istituzionale a questo rischio può essere la proposta (Bini Smaghi, 2017) di una modifica dei trattati che preveda come strumento dissuasivo all'uscita dall'euro che con essa si perda pure l'appartenenza alla EU.
- A parte le difficoltà giuridiche di una scelta di questo tipo, una riforma dell'Eurozona che voglia avere successo deve fondarsi, oltre che condivisione dei rischi e disciplina di mercato, sulla scelta di rinforzare le ragioni di convergenza non solo economica dei paesi dell'Eurozona, con l'avvio di una seria ricerca degli spazi fiscali su ambiente e immigrazione insieme ad un ripensamento delle politiche di coesione ma anche di quelle sulla sostenibilità della crescita come si è cominciato timidamente a fare con l'iniziativa per il «pilastro dei diritti sociali».