

INCONTRI DEL GRUPPO DEI 20
Roma, 18 dicembre 2018

LA RIFORMA DELL'EUROZONA E LE PROPOSTE FRANCO- TEDESCHE

Luigi Bonatti
(Università di Trento)

OBIETTIVO

Riflettere sulle implicazioni che le proposte franco-tedesche hanno su un punto molto delicato e di grande rilievo quale quello della gestione dei rischi all'interno dell'Eurozona (EZ), ovvero sulla ricerca di un compromesso praticabile tra condivisione del rischio tra i paesi membri e sua riduzione da parte dei paesi membri.

Ovviamente, avendo pochi minuti mi limiterò ad illustrare brevemente uno o due punti che ritengo rilevanti.

I due corni del dilemma

Da una parte, c'è il fatto che in un'unione monetaria gli shock idiosincratici non si possono accomodare con movimenti dei tassi di cambio nominali e gli stati non possono contare sulla propria banca centrale in caso di crisi di liquidità, per cui si è convenuto che siano necessari meccanismi di condivisione dei rischi: Fondo salva stati (ESM), Fondo di risoluzione bancaria, Assicurazione sui depositi, Bilancio comune dell'EZ

Dall'altra, la constatazione che una maggiore condivisione dei rischi sarebbe controproducente se non accompagnata da riduzione dei rischi, cioè da riforme che riducano l'azzardo morale di debitori e creditori, e politicamente inaccettabile se si configurasse come una "transfer union", cioè se implicasse trasferimenti sistematici da alcuni paesi ad altri

Cosa rende difficile trovare un buon accordo?

Alla luce dell'esperienza maturata con la crisi dei debiti sovrani europei, non sarebbe forse troppo difficile per i paesi dell'EZ trovare un buon bilanciamento tra queste due esigenze se fossero sotto il velo dell'ignoranza, cioè se non fosse ben noto in quali paesi si concentrano i rischi, e ancor più se fosse conosciuta comune che nessuno dei governi dei paesi membri intenda agire da free rider, cioè approfittare dell'attitudine cooperativa degli altri paesi per trarne vantaggi a breve termine o peggio per far saltare l'assetto dell'Eurozona

La road map franco-tedesca (18/6/2018)

- * **Debiti sovrani** Si ribadisce che un eventuale intervento dell'ESM a supporto di uno stato sia sottoposto a condizionalità (ex ante ed ex post). Un tale intervento deve essere preceduto da un'analisi di sostenibilità del debito. Se il debito viene ritenuto insostenibile, va ristrutturato (**non c'è però automaticità**, ovvero non c'è una soglia o un qualche indicatore numerico che fa scattare la ristrutturazione). Al fine di facilitare la ristrutturazione del debito sovrano viene proposta la stessa tipologia di clausole di azione collettiva (CAC) che da qualche anno adotta il FMI, cioè CAC con “single-limb aggregation”
- * **Unione bancaria** Si prevede che l'ESM fornisca il paracadute finanziario al Fondo di Risoluzione unico in forma di linea di credito. Ciò potrà avvenire prima del 2024 se si saranno ridotti i rischi presenti nei bilanci delle banche (meno NPL, meno debito sovrano del proprio paese nei portafogli delle banche). Occorre che nel medio period sia garantita la neutralità fiscal di questi salvataggi. Si ribadisce l'impegno a costituire un Fondo unico di assicurazione dei depositi (EDIS)
- * **Bilancio comune** L'obiettivo è promuovere competitività e convergenza (tramite investimenti in innovazione e capitale umano), oltrechè stabilizzazione (senza trasferimenti fiscali permanenti) a partire dal 2021

Più disciplina fiscale?

Il fatto stesso che esista una procedura ordinata e prevedibile per gestire la ristrutturazione dei debiti sovrani riduce gli effetti sistemici potenzialmente distruttivi di un default parziale, e quindi anche la necessità di un bail out totale nel caso in cui un paese perda l'accesso al mercato (la no-bail-out rule ne esce rafforzata o quantomeno s'indebolisce il «too big to fail»)

Questo ha due implicazioni:

1) i creditori di uno stato sovrano dell'EZ sanno che, se il suo debito si rivelasse insostenibile, non sarebbe affatto da escludere un default parziale “pilotato” ed essi rischierebbero un pesante haircut. Ciò tende ad alzare il premio di rischio da essi richiesto per prestare a tale paese e a scoraggiarne l'indebitamento eccessivo

2) i governi dei paesi EZ ad alto debito perdono potere contrattuale nei confronti dei loro partner nel momento in cui volessero farsi forti delle conseguenze distruttive che un loro eventuale default potrebbe avere sull'intera EZ

Tutto ciò è bene o male per l'Italia?

E' bene!

L'alto debito pubblico pesa come un macigno sul paese e ne limita fortemente il potenziale di crescita. Pertanto, gli italiani hanno tutto da perdere da governi fiscalmente irresponsabili che in un'ottica di brevissimo periodo distribuiscono prebende in cambio di voti. Hanno invece tutto da guadagnare da un assetto europeo in cui i mercati segnalano con più forza e prontezza gli scostamenti della politica fiscale da un sentiero di sostenibilità

L'Italia ha da anni rilevanti attivi di conto corrente con l'estero, sta diventando un creditore netto verso il resto del mondo e le sue famiglie dispongono in media di elevati stock di ricchezza. Se quindi conducesse una politica fiscale attenta ai bisogni dei ceti più deboli, ma al contempo attenta e responsabile, non avrebbe bisogno di alcuna rete di protezione particolare per gestire e ridurre nel tempo il suo debito pubblico

LA MORALE? NON CI SONO SCORCIATOIE!

In un assetto federale, se vuoi che qualcun altro si faccia carico dei tuoi debiti – e che quindi condivida appieno con te i tuoi rischi - devi cedergli sovranità sul tuo bilancio. Non puoi avere la botte piena e la moglie ubriaca: no debt mutualization if you want to keep full control over your budget!

La via maestra per costruire un'Europa solidale è mettere in comune forze e risorse laddove c'è un valore aggiunto nel farlo insieme, ad esempio per sicurezza, difesa, ricerca... Allora puoi far crescere il bilancio comune, avere tasse europee, emettere eurobonds ecc.

Questo però implica una condivisione di valori, la costruzione di un autentico demos europeo



In ricordo di Antonio Megalizzi