

Senato della Repubblica
14^a Commissione (Politiche dell'Unione europea)

Completamento dell'Unione economica e monetaria europea
(cosiddetto "Documento dei cinque Presidenti")

**Audizione informale del Direttore generale dell'Assonime
Stefano Micossi**

Roma, 18 febbraio 2016

assonime

Associazione fra le società
italiane per azioni

Il Rapporto dei Cinque Presidenti delinea, come è noto, un cammino in due fasi per il completamento dell'Unione economica e monetaria.

La prima fase concentra l'attenzione sul rafforzamento della convergenza economica, che resta la vera nota dolente dell'Eurozona, il rafforzamento del coordinamento delle politiche di bilancio, il completamento dell'unione bancaria con l'assicurazione europea dei depositi. Nella seconda fase si prospetta la ripresa del cammino di costruzione istituzionale con l'introduzione di elementi di unione fiscale, il consolidamento nei trattati dei meccanismi intergovernativi introdotti durante la crisi (il Fiscal Compact, il Meccanismo europeo di stabilità – ESM –, il Fondo di risoluzione) e nuovi meccanismi di responsabilità politica.

Prima di entrare nel merito, consentitemi di notare che il dibattito attuale non si capisce senza riconoscere che nell'ultimo biennio da un lato c'è stata una svolta nell'orientamento generale delle politiche economiche europee, che sono diventate neutrali o leggermente espansive nelle politiche di bilancio – anche grazie alla Comunicazione della Commissione europea sulla flessibilità di inizio 2015 – e fortemente espansive nella politica monetaria della BCE. Tuttavia, forti turbolenze internazionali stanno compromettendo l'efficacia di questi orientamenti espansivi; la situazione è aggravata dalla fragilità di ampi segmenti del sistema bancario europeo, la cui redditività, dunque la capacità di generare internamente il maggior capitale di cui hanno bisogno, è per giunta compromessa dal quantitative easing della BCE – che schiaccia verso lo zero i rendimenti sulle attività finanziarie e i prestiti a lungo termine nei loro attivi.

Dall'altro lato, la credibilità dell'apparato europeo per il coordinamento delle politiche economiche si è indebolita, per la debole attuazione delle Raccomandazioni specifiche per i singoli paesi, anzitutto da parte della Francia, più recentemente anche dell'Italia. Il problema è stato aggravato dall'aggressivo messaggio antieuropeo adottato dal governo italiano – che purtroppo pare a molti osservatori europei più rumoroso che lucido, in mancanza di una chiara identificazione degli obiettivi nel negoziato con i partner europei e le istituzioni.

Particolarmente preoccupante appare l'attacco concentrico alla Commissione europea, vista a Berlino e in altre capitali del Nord come troppo lasca verso i paesi con politiche di bilancio meno rigorose, a Roma e in altre capitali periferiche come la *longa manus* del detestato rigorismo di bilancio. Va ricordato al riguardo che l'indebolimento della Commissione spinge inevitabilmente le decisioni nell'ambito intergovernativo, nel quale tradizionalmente la nostra capacità d'influenza è minore.

1. Convergenza economica

Non deve sfuggire che l'economia dell'Eurozona resta ancora caratterizzata da importanti squilibri competitivi, con forti svantaggi di produttività e di costo soprattutto per la Francia e per l'Italia – mentre i paesi che hanno intrapreso duri programmi di aggiustamento con il sostegno dell'ESM (Irlanda, Spagna, Portogallo e Grecia) hanno ristabilito condizioni molto più favorevole per la crescita e in effetti hanno ripreso a crescere.

Due aspetti appaiono particolarmente preoccupanti per l'Italia dall'avvio dell'euro: il grave peggioramento della produttività totale dei fattori e un altrettanto grave peggioramento della qualità delle istituzioni dalle quali dipende la crescita, dalla qualità del governo, a quella delle leggi, alla giustizia, alla corruzione.

D'altro canto, la Germania mantiene un eccesso strutturale di risparmio, riflesso nell'enorme avanzo dei pagamenti correnti con l'estero (oltre l'8 per cento del PIL, e tuttora non accenna a diminuire), che comprime la crescita nel resto dell'Eurozona e investe quei saldi attivi soprattutto al di fuori dell'Unione. Dunque, nonostante una certa ripresa dei salari (la Germania è in piena occupazione) e della spesa pubblica (si stima che le spese per i migranti ammonteranno ad almeno un punto percentuale di PIL), il paese ancora dell'Eurozona continua a generare impulsi deflattivi sul resto dell'area.

Una ripresa più sostanziosa della domanda interna dell'area, potrebbe venire dall'accelerazione della liberalizzazione dei servizi (distribuzione, professioni, appalti e concessioni pubbliche), e soprattutto dei servizi a rete (energia, telecomunicazioni, trasporti), dove i ritardi di produttività sono molto ampi e dunque vi sono grandi opportunità da sfruttare, tra l'altro attraverso l'adozione delle tecnologie digitali, dove l'Europa è rimasta indietro. L'apertura di questi comparti alla concorrenza comporterebbe però, anche forti processi di consolidamento che si dovrebbe saper accettare. Si avrebbe certamente un forte innalzamento degli investimenti privati, che potrebbero sfruttare appieno le potenzialità del Piano Juncker (la cui realizzazione ora langue per mancanza di opportunità). Purtroppo, al momento l'appetito per nuove liberalizzazioni appare scarso.

Il Rapporto dei Cinque Presidenti identifica la risposta, oltre che nella ripresa delle politiche per il Mercato Interno, nel rafforzamento della Procedura per gli Squilibri Macroeconomici, nella quale vorrebbe introdurre elementi di maggior simmetria spingendo i paesi in avanzo a lavorare per riassorbire l'eccesso di risparmio (finora su questo vi è stata ben scarsa risposta nei paesi interessati).

Nella sua Comunicazione dell'ottobre scorso (COM(2015) 600 del 21 ottobre 2015), la Commissione europea dedica a questo aspetto il paragrafo 3.2, nel quale indica l'intenzione di fare funzionare questa procedura "sia per correggere disavanzi esterni dannosi, sia per promuovere adeguate riforme nei paesi che accumulano avanzi correnti con l'estero ampi e duraturi".

Inoltre, riprende la proposta dei Cinque Presidenti di istituire nuovi organismi indipendenti – i Comitati nazionali di Competitività – per promuovere la convergenza delle istituzioni e delle pratiche che presiedono alla contrattazione salariale. La proposta, formulata per la prima volta dagli economisti André Sapir e Guntram Wolff, vorrebbe replicare al livello dell'Eurozona il successo dell'esperienza belga, dove lo strumento ha funzionato su base pienamente volontaria, riportando le dinamiche salariali in linea con quelle dei principali concorrenti. Un'istituzione di questo tipo sarebbe benvenuta in Italia, purché la parti sociali e il governo la prendano sul serio. La fallimentare esperienza dell'ARAN – l'agenzia pubblica che doveva introdurre vincoli privatistici alle dinamiche salariali del settore pubblico – e il mantenimento di una dinamica salariale nel settore manifatturiero completamente fuori linea rispetto ai concorrenti anche negli anni della crisi più profonda ci ricordano che istituzioni di questo tipo richiedono una piena adesione al rispetto dei *benchmark* internazionali di riferimento da parte di tutti gli attori coinvolti.

Per la Fase II, il Rapporto dei Cinque Presidenti propone di trasformare i *benchmark* competitivi di riferimento in vincoli legali, dunque con un trasferimento di sovranità. Questo non implica la piena armonizzazione delle regole del mercato del lavoro, ma certo una coerenza di comportamenti nel rispetto dei vincoli imposti dall'appartenenza alla moneta unica ben superiore allo stato attuale.

2. Il coordinamento delle politiche economiche

Seguendo le indicazioni del Rapporto dei Cinque Presidenti, la Commissione indica nella sua Comunicazione dell'ottobre scorso l'intenzione di sviluppare, all'inizio del Semestre Europeo, la discussione sulle priorità di politica economica per l'insieme dell'area euro – inclusa la valutazione della politica aggregata di bilancio implicita nei progetti nazionali di bilancio. Tali priorità dovrebbero essere discusse dal Consiglio e dall'Eurogruppo, e poi dal Parlamento europeo (febbraio-marzo), fornendo quindi il quadro di riferimento all'interno del quale collocare la valutazione dei Programmi Nazionali di Stabilità e di Riforma (nel mese di aprile) e le Raccomandazioni ai singoli paesi (maggio).

Lo sviluppo della dimensione Eurozona nel processo di coordinamento delle politiche comuni appare desiderabile, ma dobbiamo esser coscienti che esso presuppone preventivamente un'adesione più rigorosa alle regole sui disavanzi e il debito pubblico a livello nazionale.

In effetti, riguardo al coordinamento delle politiche nazionali è trasparente l'obiettivo di rafforzare il rispetto delle Raccomandazioni ai singoli paesi, con riferimento sia al 'braccio preventivo' sia al 'braccio correttivo' del Patto di stabilità. Richiamo l'attenzione al riguardo, su due aspetti. Il primo è l'annunciata costituzione di un nuovo Comitato consultivo europeo per le finanze pubbliche indipendente (European Fiscal Board), che avrà il compito di fornire una valutazione indipendente del rispetto del Patto di stabilità da parte dei singoli paesi. È trasparente l'intenzione di restringere i margini di flessibilità della Commissione, che appare oggi più esposta a pressioni politiche.

In secondo luogo, ricompare nelle discussioni la figura di un ministro europeo delle finanze, dotato di poteri propri d'intervento nella correzione delle deviazioni nazionali dal Patto di Stabilità. L'istituzione di tale figura implicherebbe un trasferimento penetrante di sovranità sulle politiche nazionali di bilancio, che potrebbero essere modificate d'imperio dal centro in caso di deviazioni significative dagli obiettivi. In mancanza di tale rafforzamento dell'*enforcement* delle politiche comuni, la minaccia implicita è quella di aprire la strada a un ampio decentramento delle responsabilità sulle politiche di bilancio, che si accompagnerebbe all'esclusione di ogni meccanismo di condivisione dei rischi in caso di nuovi shock finanziari che colpissero un singolo paese.

La Commissione sta anche lavorando per integrare pienamente i nuovi criteri 'operativi' per la riduzione del rapporto tra il debito e il PIL con gli obiettivi di medio termine sul disavanzo, e per assicurare la piena coerenza dell'applicazione del Fiscal Compact a livello nazionale con il quadro normativo delle politiche di bilancio a livello europeo.

Nel complesso, pare evidente l'intenzione di stringere ulteriormente le viti del Patto di stabilità, che viene visto come ancora incapace di assicurare il pieno rispetto delle regole di bilancio e avviare la riduzione del debito eccessivo di alcuni paesi.

3. L'unione bancaria incompleta

L'acuta instabilità che si è sviluppata nelle settimane scorse sui principali mercati finanziari ha trovato un epicentro nel sistema bancario europeo, esponendo i rischi di un'unione bancaria a metà, dove mancano sia un sistema europeo di assicurazione dei depositi sia una garanzia pubblica di ultima istanza per il caso di una crisi sistemica.

In questo quadro, le prime applicazioni della nuova direttiva BRRD sulla risoluzione delle banche in crisi – a quattro piccole banche locali in Italia e al Banco Espírito Santo in Portogallo – hanno risvegliato la consapevolezza negli investitori, inclusi i risparmiatori al dettaglio, dei rischi connessi alla detenzione di obbligazioni bancarie subordinate e potenzialmente convertibili in capitale al superamento (verso il basso) di certe soglie di capitale minimo. Si può ricordare, al riguardo, che circolano in Europa oltre 90 miliardi di obbligazioni bancarie cd. *co.co.s* (*contingent convertible bonds*), emesse soprattutto da banche tedesche svizzere. Tutti questi titoli sono esposti al rischio di conversione in azioni e riduzione del valore in caso di difficoltà della banca emittente, secondo le nuove regole sugli aiuti di stato per le aziende bancarie solventi ma illiquide (*going concern*), secondo le regole della direttiva BRRD per le banche insolventi (*gone concern*). Questo è stato probabilmente il detonatore del forte calo dei corsi di azioni e obbligazioni bancarie, nonostante il rafforzamento del capitale e degli accantonamenti degli ultimi anni.

Ma pesano anche altri fattori. Le nuove politiche di *quantitative easing* spingono verso lo zero anche i tassi d'interesse sulle lunghe scadenze, compromettendo il modello tradizionale di business della banca commerciale basato sulla trasformazione delle scadenze (*borrow short, lend long*). Inoltre, i tassi negativi sui depositi delle banche agiscono come una tassa sull'intermediazione bancaria, dato che le banche non osano trasferirne il costo sui depositanti, per il timore di un tracollo della raccolta. Il cattivo andamento dell'economia aggrava questa crisi di redditività nelle economie meno dinamiche (Italia inclusa). Infine, i bilanci delle banche sono appesantiti, in alcuni casi, da masse importanti di prestiti 'incagliati', che potrebbero essere mobilizzati rapidamente solo al prezzo di rettifiche patrimoniali significative; in altri casi da attività tossiche di incerto valore.

Si aggiunge a tutto questo il fatto che in alcuni paesi l'investimento in titoli di stato rappresenta una quota rilevante dell'attivo, risvegliando lo spettro del circolo vizioso tra crisi bancaria e crisi del debito sovrano. L'allargamento degli *spread* tra i titoli pubblici portoghesi, spagnoli e italiani rispetto ai bund tedeschi può riflettere anche questi timori.

Inoltre, l'irrigidimento delle regole prudenziali degli ultimi anni ha comportato costi rilevanti per le banche. A questi si aggiunge l'incertezza sul punto di arrivo, che continua ad essere un target mobile, dato che la definizione dell'assetto finale resta aperta e probabilmente comporterà requisiti addizionali di capitale e di liquidità.

Sia le regole sugli aiuti di stato alle banche, sia la direttiva BRRD prevedono che in caso di crisi sistemica l'autorità competente possa sospendere le regole sul *bail in* di creditori e azionisti; allora sarebbe possibile, come già si fece in Europa nel 2008, prevedere una

garanzia pubblica per le passività delle banche. Se la crisi si aggravasse, questa sarebbe probabilmente la via d'uscita inevitabile, ma per ora non si verificano ancora le condizioni per agire in tal senso.

Resta che l'assenza di un sistema comune di assicurazione dei depositi e di un sostegno fiscale europeo di ultima istanza in caso di crisi sistemica non rassicura sufficientemente depositanti e creditori delle banche: è un sistema monco esposto a rischi di instabilità considerevoli.

In questo contesto, si discute a Bruxelles (Consiglio dell'Unione), a Francoforte (Consiglio per il Rischio Sistemico) e a Basilea sull'ipotesi di limitare l'esposizione delle banche ai rischi sovrani; è stata avanzata anche l'ipotesi di sviluppare meccanismi per la ristrutturazione automatica del debito pubblico di paesi che richiedano l'assistenza dell'ESM. Il rischio che simili meccanismi rendano il sistema magari più attento ai rischi, ma certo non più stabile, è elevato.

Naturalmente è vero che i titoli del debito sovrano non sono più percepiti dagli investitori come privi di rischio, dopo le ristrutturazioni del debito cipriota e di quello greco, e già di questo la BCE tiene conto nei suoi *stress test*. Resta che il buon funzionamento del sistema finanziario richiede l'esistenza di un'attività priva di rischio, la quale può solo venire in esistenza come risultato di una decisione congiunta di emettere titoli di debito garantiti congiuntamente dagli stati membri dell'Eurozona. Su questo aspetto ritornerò nelle mie considerazioni sull'unione fiscale.

Dobbiamo sapere, peraltro, che le difficoltà e i freni nel negoziato sull'unione bancaria hanno origine in misura importante nei timori suscitati nei nostri partner dalle difficoltà che incontriamo a riportare sotto controllo il debito pubblico. Se il rapporto tra il debito pubblico e il PIL non iniziasse a scendere, quest'anno, quelle resistenze diventeranno più forti.

4. L'unione fiscale

Senza almeno parziali elementi di unione fiscale – cioè elementi di condivisione dei debiti pubblici e, attraverso questi, di condivisione dei rischi di shock idiosincratici sul rischio sovrano che colpiscono alcuni partecipanti all'Eurozona – l'unione monetaria e bancaria restano esposte al rischio di rottura. Le mie precedenti considerazioni hanno già messo in luce le difficoltà di procedere verso l'unione fiscale, e ancor prima verso l'unione bancaria completa, se non si riesce a ristabilire un clima di fiducia reciproca tra i partecipanti all'Eurozona, del quale l'elemento centrale resta la capacità di collocare su una traiettoria di

credibile riduzione i debiti pubblici eccessivi. Oggi in Europa questa questione è essenzialmente la questione della credibilità delle politiche di bilancio italiane.

Nell'attesa che prima o poi tale condizione si realizzi, è possibile ragionare sulle funzioni essenziali di un assetto di unione fiscale. Al riguardo, il Rapporto dei Cinque Presidenti ne identifica il compito nella stabilizzazione della domanda aggregata per l'intera area (Unione o Eurozona), rinviando a successivi approfondimenti la definizione dei meccanismi. Fissa però alcuni principi guida: non ne dovranno derivare trasferimenti permanenti tra i paesi, non dovranno essere indeboliti gli incentivi alla rettitudine fiscale nell'ambito del Patto di stabilità, e non dovrà essere uno strumento di gestione delle crisi (per le quali il Rapporto nota che già esiste l'ESM). Su quest'ultimo aspetto ritornerò tra un momento. Si può notare, nel frattempo, che la stabilizzazione aggregata non include un meccanismo specifico di sostegno della disoccupazione, come proposto dal governo italiano, ma che questo potrebbe comunque rientrarci se la natura degli interventi di stabilizzazione non lo precludesse. Quel che non potrebbe mai rientrare in questo meccanismo è il sostegno alle politiche per combattere la disoccupazione o in generale di riforma strutturale; i sostegni europei in questo campo possono venire dai fondi strutturali, quando si verificano le condizioni per l'accesso. In ogni caso, la responsabilità per realizzare un sistema economico ben funzionante e di piena occupazione non può essere scaricata sull'Europa, essa appartiene alle politiche nazionali.

Sul modo di costruire la funzione di stabilizzazione, un aspetto importante sul quale il Rapporto non dice nulla, riguarda le risorse con cui l'intervento anticiclico potrebbe svilupparsi. Su questo, un filo comune di molte proposte è che si dovrebbero ampliare le funzioni dell'ESM. Questo dovrebbe poter emettere 'obbligazioni di stabilità' (*stability bonds*), rendendone i proventi utilizzabili da parte dei paesi membri per gli interventi anticiclici, sotto sorveglianza comune, e vincolando i paesi membri a restituirli entro un termine prefissato (magari con meccanismi automatici di restituzione). Quanto al governo del meccanismo, si può ipotizzare che la sua attivazione sia decisa dall'Eurogruppo, a maggioranza, lasciandone poi la gestione all'ESM o, in prospettiva, che tutte le decisioni fiscali dell'Eurogruppo vengano affidate all'ESM (il cui direttore esecutivo potrebbe allora evolvere nella direzione spesso evocata del ministro delle finanze dell'Eurozona).

Più complicata è la questione dell'utilizzo della capacità fiscale comune – di cui l'ESM già costituisce un embrione – per la gestione delle crisi. Quel che abbiamo al momento, nell'ESM, è un meccanismo che consente di mobilitare le risorse degli stati membri dell'Eurozona per assistere caso per caso lo stato membro che abbia difficoltà di accesso al mercato o debba affrontare esigenze eccezionali di sostegno delle proprie banche.

L'eventualità di una crisi di fiducia che investa uno o più stati membri, o i loro sistemi bancari, al momento è coperta dagli strumenti della BCE (il programma OMT e le sue linee di credito alle banche). Manca un meccanismo di *back-stop* fiscale comune per il Fondo di risoluzione delle crisi bancarie e per il meccanismo futuro di assicurazione dei depositi: in loro mancanza, il rischio di una fuga dei depositanti non può mai dirsi scongiurato. Inoltre, servirebbe una capacità fiscale per assorbire shock finanziari idiosincratici che colpiscano il debito sovrano di uno o più stati membri, o le loro banche, e che non derivino da politiche nazionali fuori linea rispetto al Patto di stabilità.

Nella prospettiva dell'unione fiscale, tale problema richiede in realtà una sostituzione parziale dei debiti pubblici nazionali con debito comune dell'Eurozona e tale da riportare il rapporto debito/PIL al di sotto del 100 per cento o, ancor meglio al rapporto-obiettivo del 60 per cento. Il debito comune sarebbe a sua volta garantito da risorse proprie dell'ESM raccolte con una imposta uniforme applicata ai paesi membri, in proporzione al PIL (allora, con un effetto redistributivo permanente) o al rapporto tra il debito pubblico e il PIL (allora ciascuno pagherebbe il suo). I titoli emessi dall'ESM diventerebbero anche l'attività priva di rischio della quale il sistema bancario (unico) dell'Eurozona potrebbe servirsi come strumento di liquidità a sostegno di tutte le sue operazioni.

5. Legittimazione democratica e unione politica

L'ultimo capitolo del Rapporto dei Cinque Presidenti contiene solo qualche accenno al futuro delle istituzioni dell'Unione, più che un disegno compiuto. Questioni cruciali che dovranno essere affrontate al riguardo sono almeno le seguenti:

- (i) Si può ipotizzare di riportare le funzioni di governo delle politiche comuni dal metodo intergovernativo al metodo comunitario? In tal caso, la prima e più importante questione è come conciliare l'autonomia del Consiglio quale espressione della volontà degli stati con forme nuove di responsabilità verso il Parlamento europeo.
- (ii) Si possono ipotizzare poteri sovrani direttamente esercitabili sui bilanci nazionali da parte dell'Eurogruppo o di un suo braccio esecutivo – dunque la figura del ministro europeo delle finanze – per assicurare il rispetto delle Raccomandazioni specifiche ai paesi membri, ma anche per la gestione delle politiche di stabilizzazione aggregata e di altre funzioni di gestione delle crisi?

- (iii) Qual è l'equilibrio desiderabile tra le funzioni della Commissione come guardiano dei trattati e delle regole comuni e quelle più specificatamente politiche che sembrano derivarle con la politicizzazione del processo di scelta del presidente?

Peraltro, il quadro attuale non sembra particolarmente favorevole a una discussione serena sugli assetti istituzionali futuri. Al contrario, le divisioni e la prospettiva spesso solo nazionale con la quale i paesi membri partecipano ai diversi tavoli negoziali possono mettere a rischio la stessa sopravvivenza dell'Unione.