



Ringrazio l'Associazione Eureka per l'invito odierno e esprimo il mio apprezzamento per aver saputo organizzare un evento trasversale alle varie forze politiche per un dibattito costruttivo su un tema che sino a diversi anni fa era un vero e proprio tabù. Ricordo una riunione del piano del lavoro alla CGIL in cui si parlò nel 2013 per la prima volta dell'ipotesi che il *Fiscal Compact* dovesse essere completamente rivisto se non addirittura espunto dalla disciplina fiscale e contabile dell'area euro.

Basta un numero per dare l'idea di cosa sia il *Fiscal Compact*: le implicazioni pro-cicliche di queste regole hanno minato talmente la salute del sistema-Italia da determinare negli ultimi anni una perdita di gettito pari a 100 miliardi di euro provenienti da imprese e banche in proporzione, più o meno, *fifty-fifty*.

Gestire le finanze pubbliche con 20-25 miliardi di euro di minori introiti fiscali all'anno è cosa assolutamente complessa specie se allo stesso tempo non è possibile finanziare a debito le componenti di spesa pubblica che contribuiscono maggiormente alla crescita di un'economia sia nel breve che nel medio-lungo termine. Peraltro non è proprio stata una grande idea pretendere che i Governi facessero le riforme nel momento in cui l'economia era in fase recessiva né continua ad esserlo ora che è comunque in una situazione di convalescenza. Le riforme, infatti, creano nel breve delle tensioni rispetto allo *status quo* con evidenti ripercussioni negative sulle abitudini e sulla qualità della vita dei cittadini; motivo per cui andrebbero accompagnate da dispositivi di espansione fiscale e/o monetaria con funzione compensativa. Questi dispositivi sono mancati ed il *Fiscal Compact* e la mancanza di *risk-sharing* sono tra i principali colpevoli.

In tema di riforma del *Fiscal Compact*, la proposta di una *golden rule* che ponga la spesa per investimenti pubblici al di fuori del calcolo del saldo strutturale è sicuramente un passo in avanti nella direzione di rimuovere le distorsioni pro-cicliche di questo accordo intergovernativo e ripristinare la sua coerenza con gli obiettivi dei Trattati Europei in materia di crescita condivisa e allineamento dei cicli economici.

Come noto, il saldo strutturale corrisponde al saldo nominale aggiustato per tener conto proprio dell'impatto della fase corrente del ciclo economico e delle voci *una tantum*.

Lasciando da parte queste due componenti di rettifica, oggi vorrei concentrarmi sul saldo nominale – che per noi è il *deficit* – e sul debito.

Ebbene, in materia di debito pubblico dei Paesi dell'Eurozona dobbiamo ricordarci che esiste anche un altro accordo, un accordo intergovernativo che abbiamo siglato nell'ottobre 2012 con il quale è stato istituito l'ESM, ossia il Meccanismo Europeo di Stabilità anche noto col nome del Fondo Salva-Stati, con l'obiettivo di fornire assistenza finanziaria ai Paesi in difficoltà.

L'accordo sull'ESM ha previsto, a partire dal gennaio 2013, l'inserimento di clausole nelle nuove emissioni di Titoli di Stato con scadenza oltre l'anno: si tratta delle c.d. Clausole di Azione Collettiva (CAC) che di fatto rendono difficile per uno Stato emittente poter disporre del suo debito pubblico, ad esempio poter adempiere alle obbligazioni di pagamento ad esso connesse in una valuta diversa da quella originaria. Mi riferisco alla possibilità, per uno Stato, di “ri-denominare” il proprio debito. Per capire, ipotizziamo un evento estremo: l'*Italexit* cioè l'uscita dell'Italia dall'area euro e il ritorno alla lira. Ebbene, in questo scenario estremo – grazie al principio universalmente riconosciuto della *Lex Monetae* – il Governo italiano dovrebbe poter convertire i titoli di Stato in circolazione dagli euro alle nuove lire, il che permetterebbe di beneficiare di una riduzione del fardello del debito conseguente alla prevedibile svalutazione della lira del 30%-40%. Ebbene, la presenza delle CAC limita significativamente le possibilità di esercitare l'opzione ri-denominazione per i titoli provvisti di tali clausole in quanto basta che una minoranza qualificata di obbligazionisti, cioè il 25% più uno, voti contro e bloccare (o per lo meno ostacolare sensibilmente) le iniziative di un Stato, tra virgolette “sovrano”, di ri-denominare il proprio debito.

A giugno 2015 la Commissione europea – poi si vedrà chi ha votato sì o no, ma questa è veramente *parva materia* – ha stabilito che l'accordo intergovernativo sull'ESM dovesse essere trasposto nel contesto legislativo Europeo tra il 2017 e il 2025.

Come noto, il *Fiscal Compact* dovrebbe essere ratificato entro quest'anno. Considerato lo stretto legame tra i due accordi, a mio avviso sarebbe opportuna una rivisitazione unitaria.

E sapete che cosa si scopre andando a vedere le proposte di revisione elaborati dai vari Paesi? Che mentre noi siamo finalmente arrivati a discutere di questi temi dopo tante reticenze, i tedeschi sono sul pezzo da tempo. Infatti, ad oggi, c'è solo una proposta su come riformare l'accordo sull'ESM, e indovinate di chi è? Del *German Council of Economic Experts*. Che cosa propongono i tedeschi? Di trasformare le CAC – che come dicevo riducono la sovranità di uno Stato sul suo debito pubblico – in altre clausole che si chiamano *Creditor Participation Clauses* (CPC), che obbligherebbero a effettuare in euro i pagamenti connessi ai titoli di Stato, sicché la possibilità di applicare la *Lex Monetae* sul debito pubblico sarebbe sostanzialmente vietata.

Allo stesso tempo, l'introduzione delle CPC faciliterebbe il raggiungimento delle maggioranze necessarie per costringere uno Stato emittente al *reprofiling* del debito, ossia

l'allungamento delle scadenze. A me ricorda molto l'*extend & pretend* di fatto imposto alla Grecia qualche anno fa e che va ancora avanti.

Si tratti di temi cruciali su cui i tedeschi sono vigili da tempo. Ecco perché non possiamo arrivare ad a questi appuntamenti senza una proposta, un punto di partenza su cui confrontarci con i nostri partner Europei. Credo che, unitamente alla proposta sull'introduzione di una *golden rule* sul *Fiscal Compact*, sia arrivato il momento di fare anche noi una proposta sul Fondo Salva Stati.

Due parole su come funziona, in estrema sintesi: il Fondo Salva Stati ha un capitale sottoscritto da tutti gli Stati dell'area euro per un importo complessivo di 704 miliardi. Di questi, 80 miliardi sono stati già versati, anche dall'Italia per la sua parte, e non rientrano nei parametri di *Maastricht* perché per esortare i vari Governi a versare fondi all'ESM è stata stabilita una specie di *platinum rule* che li esclude dal calcolo del saldo di bilancio e del debito pubblico. Inoltre, l'ESM – in qualità di organismo pubblico sovranazionale – ha emesso anche titoli di debito, anche questi per circa 80 miliardi di euro e con un rating molto elevato, AAA o AA a seconda dell'agenzia di rating e della scadenza, perché ovviamente è un emittente solido; i soldi ci sono.

Del resto, se andiamo a leggere le considerazioni riportate nella proposta del *German Council of Economic Experts*, scopriamo senza mezzi termini che nella *Weltanschauung* dei tedeschi l'ESM è un Meccanismo Europeo di Stabilità solo nella carta, che può andare bene per piccole economie come Cipro o la Grecia, qualcosa per le banche spagnole, ma non certo per l'Italia: se il nostro Paese avrà problemi dovrà vedersela da solo, senza contare sull'ESM perché è troppo grande per essere salvato, "*too big to save*".

Uno si chiede: ma non era "*too big to fail*"? E quando non l'abbiamo rispettato – facendo fallire *Lehman Brothers* – com'è andata a finire a livello planetario? Non molto bene direi....Eppure gli esperti economici tedeschi non esitano riproporci soluzioni alla Lehman per uno Stato Sovrano, purché non il loro ovviamente. Beh, sinceramente credo che con un ESM concepito così – a parte che non si dovrebbe chiamare Fondo Salva Stati – non si vada lontano.

Ma allora come si dovrebbe riformare l'ESM nell'ottica di restare aderenti alla sua *mission* (oltre che al suo nome) e di instaurare utili sinergie tra le revisioni dei due Trattati intergovernativi (ESM e *Fiscal Compact*)? La mia proposta: anziché essere trasformate in CPC, le CAC dovrebbero essere trasformate in RSC, cioè *Risk-Sharing Clauses* che vuol dire clausole di condivisione dei rischi. Provo a spiegarmi meglio: una riforma finalizzata a trasformare l'ESM in un grande garante del debito pubblico dei Paesi dell'area euro.

Poiché i tedeschi non vogliono parlare di bond federali o *Euro-bond*, e Macron ne ha parlato in campagna elettorale e poi se l'è dimenticato (appena ha fatto un viaggio a Berlino all'indomani delle elezioni), credo che per contrastare questa deriva tedesca di segregazione

dei rischi serva una proposta che sorpassando a destra gli *Eurobond* ne crei una versione sintetica attraverso le clausole di condivisione dei rischi.

Scusatemi, vorrei essere chiaro, ovviamente nessun regalo!

Si dovrebbe intervenire con un meccanismo in cui i vari Stati sovrani versano delle contribuzioni annuali per cassa (come quelle che già fatte che oggi ammontano ad 80 miliardi) al capitale sociale dell'ESM, da pagare nei prossimi 5/8 anni.

La contribuzione sarebbe quindi l'equivalente di un premio pagato per assicurare il proprio debito pubblico. È come, diciamo, l'assicurazione che paghiamo per la responsabilità civile sulle auto.

Una versione morbida di debito pubblico europeo, perché sarebbe solo una garanzia.

E ovviamente, ripeto, a livelli e costi di mercato. Si tratta di fare in modo che l'ESM – come tutti i veicoli – sia neutrale al rischio, e quindi abbia un vincolo di bilancio forte dove la capacità di fuoco (data dal capitale sottoscritto e versato) deve essere maggiore o uguale della *maximum expected loss*, cioè la massima perdita attesa per via della garanzia prestata in base al rischio di *default* dei diversi Stati sovrani.

Il rispetto del vincolo di bilancio attraverso la previsione di contribuzioni annuali *cash* al capitale del Fondo Salva-Stati consentirebbe di disincentivare condotte opportunistiche (*moral hazard*), cioè che un Paese possa essere tentato di fare quanto debito vuole perché tanto c'è la garanzia europea. No, perché più debito pubblico determinerebbe un più elevato obbligo di contribuzione all'ESM, un premio più alto da pagare per la garanzia ricevuta.

Il punto-chiave di questa proposta è che simili riforme dell'ESM sarebbero un segnale molto forte per i mercati finanziari di impegno condiviso per la tenuta dell'euro. Guardate che l'attacco speculativo agli Stati sovrani della nostra area valutaria che abbiamo sperimentato nel 2011-2012, non è perché le banche o gli *hedge fund* abbiano delle idiosincrasie verso qualche Stato, ma semplicemente perché se la politica lascia passare il segnale che l'euro si sta disgregando, i mercati per fare soldi scommettono sullo scenario che risulta più probabile: la dissoluzione della moneta unica. In finanza si chiamano *divergence trades*, scambi che puntano sulla divergenza delle curve dei tassi di interesse governativi dei Paesi membri dell'Eurozona. All'epoca dell'avvio dell'euro, invece, il segnale dato ai mercati dalle istituzioni europee e dalle classi dirigenti dei diversi Paesi era che la politica intendeva passare a un'unica valuta con un'unica curva dei rendimenti sui titoli *sovereign* dell'Eurozona, come si studia nei manuali di Economia Politica; per questo motivo le banche scommisero esattamente in direzione opposta, mettendo in atto i *convergence trades*, perché l'importante per loro è fare soldi, non è avere una *view* politica precostituita su che cosa sia o cosa debba essere l'Eurozona come area valutaria (salvo alcuni casi anomali).

Quindi, lanciare un segnale potente in favore della condivisione dei rischi diverrebbe una chiara indicazione per i mercati che la politica intende investire sul progetto Europeo e

alimenterebbe di nuovo le scommesse sulla tenuta dell'euro e sulla convergenza dei cicli economico-finanziari dei Paesi interessati, favorendo l'azzeramento dello *spread* e il riallineamento delle curve dei tassi di interesse governativi ed eliminando le imperfezioni architettoniche e le incompiutezze della nostra area valutaria.

Consentitemi questa considerazione per concludere il mio intervento: noi possiamo anche non ratificare il *Fiscal Compact* così com'è nei Trattati Europei (io personalmente lo sostengo da anni) e farlo andare in *prorogatio*, e a mio avviso in *prorogatio* la sua violazione non potrebbe neanche produrre sanzioni, quindi entrerebbero già in un mondo differente (anche se le sanzioni potrebbero comunque arrivare dai mercati finanziari). Ma una volta passata l'idea di una *golden rule* sulla spesa per investimenti pubblici, scommettete che scatterà il secondo *round*? Cioè: quanti investimenti produttivi potete tirare fuori dalle regole di bilancio? E inizieremo a discutere di nuovo con gli Euro-burocrati su un'altra cosa incredibile: lo 0,5% del PIL, lo 0,7%, lo 0,9%, l'1,1% e così via. Insomma, avremo un altro numero (che però non potremo neanche giocare al lotto, perché sarà frazionario!) che dovremo gestire.

Ecco perché propongo una riforma congiunta di *Fiscal Compact* ed *ESM*, applicando le prassi attuali che riguardano la rischiosità del veicolo: tanta cassa hai versato al Fondo Salva-Stati, altrettanto è l'importo di investimenti pubblici che puoi finanziare a debito senza violare i vincoli del *Fiscal Compact*.

In questa maniera un Paese come il nostro, che ha un elevato debito pubblico su cui dovrebbe versare premi per accedere alle garanzie dell'ESM, disporrebbe di una clausola di salvaguardia sull'ammontare della spesa in conto capitale che può effettuare emettendo titoli di Stato.

Perché guardate non è con lo 0,5% del PIL *una-tantum* che si rilancia neanche la manutenzione ordinaria del nostro patrimonio infrastrutturale, figuratevi il resto.

Grazie per l'attenzione.