

DALL'ESM ALL'EMF (?)

Marco Lossani

UCSC

OM 2/2018 – Milano 21 giugno 2018

ESM: LO STATUS QUO

Ottobre 2012: nasce ESM con Trattato intergovernativo (TESM) e sostituisce EFSF.

Capitale versato: 81 mld. €

Capacità prestito e ass. finanziaria (reale) : 500 mld. €

Capacità prestito e ass. finanziaria (a Gennaio 2018): 378 mld.€

Risorse necessarie per erogare assistenza finanziaria sono raccolte da ESM su mercato capitali e garantite dal capitale versato

ESM: LO STATUS QUO

Table 2: EFSF and ESM lending

Assistance	Start Date	End date	Amount		
			agreed	disbursed	repaid
Ireland (EFSF)	Dec 2010	Dec 2013	€17.7bn	€17.7bn	-
Portugal (EFSF)	May 2011	May 2014	€26bn	€26bn	-
Spanish banking sector (ESM)	Nov 2012	Dec 2013	€41.3bn	€41.3bn	€9.6 bn
Cyprus (ESM)	Apr 2013	Mar 2016	€9 bn	€ 6.3 bn	-
Greece (ESM)	Aug 2015	Aug 2018	€86 bn	€ 45.9 bn	€ 2 bn

Source: [ESM Financial Assistance](#), April 2018; See also EGOV [Financial Assistance Table](#).

ESM: LO STATUS QUO

Assistenza finanziaria ai sovrani in crisi concessa al termine di un processo basato su valutazione di

- sostenibilità del debito pubblico del paese interessato
- rischio per la stabilità finanziaria della zona Euro

Assistenza finanziaria ai sovrani in crisi caratterizzata da

- condizionalità legata alla realizzazione di riforme strutturali
- tassi di interesse inferiori a quelli di mercato

ESM: LO STATUS QUO

Table 3: Estimated budget savings on interests paid on sovereign debt (% of GDP)

Total budget savings (% of GDP)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ireland	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Greece		1.6	3.7	4.3	4.6	5.6
Spain		0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
Cyprus			0.1	0.2	1.9	2.1
Portugal	0.1	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7

Source: ESM [Factsheet "Impact on Budgets"](#), January 2018

PERCHE' EMF?

Opportunità di poter contare su una istituzione con

- maggiori risorse finanziarie;
- procedura decisionale più rapida;

che intervenga senza attendere l'entrata in gioco di soggetti terzi rispetto all'Eurozona – come IMF.

La proposta raccoglie un certo numero di consensi, ma anche numerose critiche. Wyplosz: «.. the only reason to have a EMF when the world already has the IMF is that the IMF's resources are insufficient to deal with a major crisis that affects developed countries deeply integrated (especially financially, as the crisis would become contagious).”.

EMF: PROPOSTA COMMISSIONE

Costituzione EMF, integrato nella cornice legislativa UE (soggetto giuridico unico ai sensi del diritto UE che assume carattere di istituzione sovranazionale);

Assistenza finanziaria decisa a maggioranza qualificata rafforzata (85% voti);

Condizionalità stabilita da Commissione (con maggiori competenze rispetto quadro attuale);

DSA condotta da Commissione e ECB

MoU sottoscritto da Commissione e EMF (mentre attualmente Commissione sottoscrive per conto di ESM)

EMF: PROPOSTA COMMISSIONE

EMF svolge anche funzione di

- common backstop per SRF (in caso di inadeguatezza del SRF), ma in modo fiscalmente neutrale (fondi forniti vengono recuperati ex-post tassando industria finanziaria)
- fondo di stabilizzazione, nel caso di un possibile sviluppo futuro di un Ministero delle Finanze UE

Eliminata inclusione CACs nelle emissioni obbligazionarie sovrane EZ. Al suo posto viene riconosciuto diritto di negoziare e applicare accordi collettivi

EMF: PROPOSTA COMMISSIONE

La natura sovranazionale dell'EMF risponde a due esigenze sostanziali:

- **Efficienza:** risoluzione di una crisi finanziaria richiede decisioni rapide. Attuale procedura – tipica degli istituti intergovernativi, come l'ESM – è l'esito di un processo di contrattazione che può comportare tempi lunghi
- **Accountability:** requisito che richiede di sottoporre l'operato dell'EMF al controllo del Parlamento europeo, della Commissione e del Consiglio.

ESM: PROPOSTA SCHAUBLE

Possibile, ma attualmente irrealistico,

- Trasformare ESM in EMF
- Cedere sovranità nazionale in ambito fiscale, centralizzando presso futuro EMF il controllo delle regole fiscali oggi vigenti.

Rischio di comportamenti opportunistici giustifica necessità di mantenere in vita architettura istituzionale incentrata su approccio intergovernativo – basato sul controllo e sulle responsabilità fiscali a livello di singola nazione.

Solo al termine di un lungo processo di transizione (e non prima) il controllo e la responsabilità della politica fiscale verrà accentrata nell'ESM che gradualmente evolverà nell'EMF.

ESM: PROPOSTA SCHAUBLE

ESM diventa controllore delle condizioni della finanza pubblica nell'Eurozona – assumendo odierno ruolo della Commissione.

In caso di conclamata insolvenza, viene attivata procedura di ristrutturazione ordinata del debito sovrano (*predictable debt restructuring mechanism*), basata su

- allungamento automatico delle scadenze;
- obbligo di ristrutturazione, per ripristinare una condizione di sostenibilità del debitore sovrano in difficoltà;
- revisione delle clausole CACs in essere – con esplicito riconoscimento del principio di *single limb aggregation*.

ESM: PROPOSTA SCHAUBLE

Atteggiamento interlocutorio rispetto alla possibilità di usare dotazione finanziaria dell'ESM/EMF come *backstop* di

- Schema Europeo di Assicurazione dei Depositi (EDIS)
- Fondo Unico di Risoluzione delle Crisi Bancarie (SRF).

Una soluzione che Schauble ritiene possibile solo a condizione di una *precedente, adeguata riduzione dei rischi bancari.*

DUE VISIONI AGLI ANTIPODI

Divario tra proposta Commissione e Schauble è decisamente profondo e riguarda almeno tre aspetti:

- **natura** – sovranazionale piuttosto che intergovernativa – di quelle istituzioni che inevitabilmente giocheranno un ruolo importante nel futuro scenario europeo;
- **ruolo** – di mera correzione ex-post piuttosto che di una vera e propria azione disciplinante ex-ante – che le politiche gestite dalle istituzioni possono svolgere rispetto agli squilibri esistenti o in divenire;
- **sequenza temporale** – tra politiche di *risk sharing* e di *risk reduction* – che le istituzioni comunitarie e i singoli paesi dovranno avviare per realizzare il vero e proprio *deepening* dell'Unione Monetaria.

ESM: LA SINTESI

MESEBERG DECLARATION

Procedura a due stadi:

- 1) Modifica del Trattato intergovernativo dell'ESM** (definizione common backstop per SRF; rafforzamento strumenti preventivi per svolgere attività monitoraggio in stretta cooperazione con la Commissione (senza duplicarne il ruolo) e unitamente a ECB.
- 2) Modifica natura legale ESM**

Mantenuta invariata

- Procedura erogazione assistenza finanziaria fondata su condizionalità e preceduta da Analisi Sostenibilità del Debito (DSA)

ESM: LA SINTESI

MESEBERG DECLARATION

(Possibile) Introduzione Euro CaCs con *single-limb aggregation*.

(Possibile) Ridenominazione dell'istituto (EMF?)

(Possibile, entro 2024) uso ESM come backstop di SRF:

- dimensione non superiore a quella del SRF;
- posizione fiscalmente neutrale;
- *al termine di processo di sufficiente riduzione dei rischi*. Nel 2020, autorità competenti riferiranno su NPLs e costituzione di adeguati bail-in buffers.

Decisione finale in merito adeguatezza risk-reduction presa da Eurogroup/ECOFIN/Consiglio Europeo.

ESM: LA SINTESI

MESEBERG DECLARATION

Sottrarre alla Commissione la sorveglianza fiscale dei paesi dell'Eurozona equivale a delegare a un organismo tecnocratico (quale l'EMF intergovernativo nella versione proposta da Schauble) una funzione che non può e non deve essere ricondotta a una applicazione meramente meccanicistica delle regole fiscali.

Opportuno che la sorveglianza fiscale venga esercitata con flessibilità da parte di in un organo che abbia una chiara legittimazione politica.

- **Sintesi di Meseberg sembra recepire tale preoccupazione**

ESM: LA SINTESI

MESEBERG DECLARATION

Introdurre una procedura di ristrutturazione automatica del debito può accentuare il rischio di una crisi finanziaria che si autorealizza. Si ripeterebbe copione post- Deauville (Ottobre '10).

Aspettativa di richiesta di assistenza finanziaria all'ESM/EMF, verrebbe associata alla riduzione automatica di parte del debito sovrano del paese in difficoltà. Il premio al rischio sui titoli sovrani crescerebbe istantaneamente, determinando ulteriore deterioramento dei conti di finanza pubblica.

Il rischio di crisi finanziaria si materializzerebbe prima ancora che il debitore sovrano in difficoltà chieda e ottenga l'assistenza finanziaria all'ESM/EMF!

- Sintesi di Meseberg sembra recepire tale preoccupazione

ESM: LA SINTESI

MESEBERG DECLARATION

Senza un chiaro *commitment device*, il sovrano indebitato non ha particolari incentivi a ridurre il suo debito: quindi la sua condizione di fragilità permane.

Tuttavia, se il *commitment device* è costituito da una procedura di ristrutturazione automatica, ridurre le fragilità – ovvero avviare il processo di *risk reduction* da parte di un sovrano ad alto debito – diventa praticamente impossibile, in quanto ci si espone al rischio di crisi che si auto-realizzano

- Nel caso limite, paradossalmente, la fase di transizione caratterizzata dalla riduzione dei rischi auspicata da Schauble non prende mai l'avvio per via dell'esistenza di una procedura che funziona in modo perverso.

ESM: LA SINTESI

MESEBERG DECLARATION

Non andrebbe neppure sottovalutato che una decisione così rilevante come la ristrutturazione del debito verrebbe affidata a una istituzione priva di *accountability*.

La storia insegna come le crisi sovrane abbiano sempre avuto forti connotazioni politiche.

Analisi di sostenibilità del debito sovrano sono relativamente arbitrarie e hanno spesso condotto a conclusioni difformi (come peraltro accaduto nel corso dello svolgimento della crisi dei debiti sovrani nell'Eurozona, quando IMF e Commissione hanno raggiunto sul tema in oggetto conclusioni contrastanti).

- sarebbe auspicabile che una decisione di questo tipo venisse affidata a un'istituzione che eviti l'uso meccanicistico di una serie di regole

RISK-SHARING vs. RISK-REDUCTION

Per Schauble, *sequencing* ottimale è prima riduzione dei fattori di rischio e solo in secondo momento lavvio della condivisione dei rischi. Processo di questo tipo è estremamente rischioso.

- **Meseberg declaration non recepisce questa preoccupazione.**

Eppure, lo sviluppo di meccanismi di *private risk sharing* – che producono effetti simili a quelli di un sistema assicurativo – è stato reso possibile da

- adeguate politiche pubbliche – sia a livello sovranazionale che di singolo stato;
- che hanno consentito sia la crescita dei mercati finanziari che la convergenza tra i diversi sistemi nazionali

RISK-SHARING vs. RISK-REDUCTION

Quindi per consentire la convergenza tra Stati membri dell'Eurozona è più che mai necessario che le misure di riduzione e condivisione del rischio procedano almeno in parallelo (Draghi, 2018).

Concentrarsi inizialmente sulle misure di contenimento del rischio senza provvedere a una contestuale adeguata fornitura pubblica di meccanismi di condivisione del rischio impedisce *de facto* la possibilità che si sviluppi successivamente un meccanismo di condivisione del rischio da parte del settore privato.

Ciò che – nel caso di successo dell'unione economico-monetaria USA – rappresenta il più importante meccanismo di assorbimento degli shock asimmetrici.

Assorbimento effetti di shock asimmetrico. Entità della “copertura assicurativa”

Paese Area	Flussi di capitale cross-border privati		Flussi di capitale cross-border pubblici	Quota dello shock non assorbita da assicurazione
	Mercato del credito	Mercato dei capitali	Trasferim. fiscali	
USA	27%	45%	8%	20%
EUROZONA	18%	6%	0%	76%