



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**MECCANISMO EUROPEO DI STABILITÀ**

**EUROPEAN STABILITY MECHANISM**

Relatrice:  
Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:  
Mariarosaria Dambra

Anno Accademico 2019/2020

## Indice

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>2</b>
<b>I. COS'È IL MES?</b> .....	<b>4</b>
<b>I.1. ORGANIZZAZIONE INTERNA</b> .....	<b>10</b>
<b>I.2. STRUMENTI E CONDIZIONALITÀ</b> .....	<b>11</b>
<b>I.2.1. Assistenza finanziaria precauzionale</b> .....	<b>14</b>
<b>I.2.2. Assistenza finanziaria per la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie</b> .....	<b>15</b>
<b>I.2.3. Prestiti</b> .....	<b>18</b>
<b>I.2.4. Meccanismo di sostegno al mercato primario e secondario</b> .....	<b>19</b>
<b>II. GLI INTERVENTI EFFETTUATI</b> .....	<b>21</b>
<b>II.1. GRECIA</b> .....	<b>21</b>
<b>II.2. IRLANDA (2010-13)</b> .....	<b>24</b>
<b>II.3. PORTOGALLO (2011-14)</b> .....	<b>26</b>
<b>II.4. SPAGNA (2012-13)</b> .....	<b>28</b>
<b>II.5. CIPRO (2013-16)</b> .....	<b>30</b>
<b>III. LA RIFORMA DEL MES</b> .....	<b>34</b>
<b>IV. IL RUOLO DELLA BCE</b> .....	<b>38</b>
<b>V. ESM PANDEMIC CRISIS SUPPORT</b> .....	<b>41</b>
<b>CONCLUSIONI</b> .....	<b>46</b>

## INTRODUZIONE

*“La capacità di politica macroeconomica dell’Unione europea è, salvo che per la moneta, embrionale e sbilanciata [...] Per la Banca centrale europea la vera insidia non sarà la poca indipendenza, ma la troppa solitudine.”*

Con queste parole Tommaso Padoa-Schioppa esordì sulle colonne del «Corriere della Sera» all’indomani della nascita ufficiale dell’Euro.<sup>1</sup>

Non era di certo l’unico a sostenere tale pensiero. Carlo Azeglio Ciampi, decimo Presidente della Repubblica italiana, ad esempio, parlava di “*zoppia*” in riferimento alla disuguaglianza esistente fra la *moneta unica*, gestita da una istituzione federale, ed il *governo dell’economia*, lasciato ad una difficile cooperazione tra gli Stati dell’eurozona.

Fino ad oggi, il sogno degli “Stati Uniti d’Europa”, avviato negli anni ’50 del secolo scorso, non è stato ancora realizzato. Malgrado ciò, molti sono stati i passi effettuati verso il completamento dell’unione economica e monetaria.

Pensiamo, ad esempio, al “*Patto di Stabilità e Crescita*” (PSC), un accordo che fissa regole sulla disciplina fiscale e di bilancio dei paesi dell’Unione europea; successivamente rafforzato dal “*Fiscal compact*” a seguito del deterioramento delle finanze pubbliche indotto dalla crisi economico-finanziaria iniziata nel 2008.

---

<sup>1</sup> T. PADOA-SCHIOPPA, *Il passo più lungo*, “Corriere della Sera”, 3 maggio 1998.

Un'ulteriore risposta allo shock di quegli anni arrivò con l'avvio dell'*Unione bancaria* nel 2014.

Risultò subito chiaro che, specie nell'area unificata dell'euro, i problemi causati dagli stretti legami tra le finanze del settore pubblico ed il settore bancario potevano facilmente trascendere i confini nazionali e provocare turbolenze finanziarie in altri Stati membri dell'UE. Per questo motivo fu ideata l'Unione bancaria, prevedendo tre componenti fondamentali: il Meccanismo di vigilanza unico (MVU), il Meccanismo di risoluzione unico (MRU) ed il Sistema europeo di garanzia dei depositi (EDIS), quest'ultimo non ancora entrato in azione. L'MVU vigila sulle banche più grandi e più importanti della zona euro direttamente a livello europeo, mentre l'MRU mira alla risoluzione ordinata delle banche in dissesto, ad un costo minimo per i contribuenti e l'economia reale.

Tra i molteplici strumenti posti in essere a livello sovranazionale, uno in particolare riecheggia ogni qualvolta la stabilità dell'eurozona viene messa in discussione: il *Meccanismo Europeo di Stabilità* (MES) o *European Stability Mechanism* (ESM).

# CAPITOLO I

## COS'È IL MES?

Il MES può esser paragonato ad un ponte (di liquidità) costruito per agevolare il superamento di un fiume impetuoso, le cui correnti (varie crisi) rappresentano gravi pericoli per l'Unione europea che rischia di annegare.

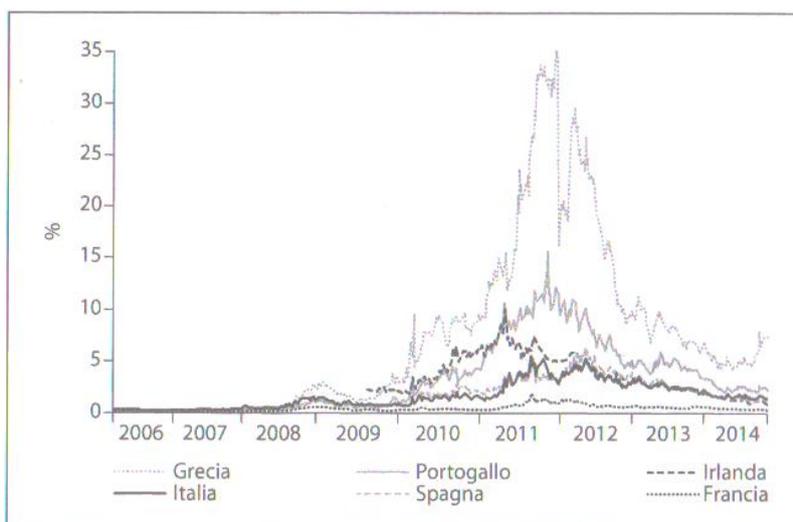
Si tratta di un'organizzazione istituita sulla base di un *trattato intergovernativo* per fornire assistenza finanziaria ai Paesi della zona euro; intervento indispensabile per la salvaguardia della stabilità finanziaria dell'intera area valutaria.

Il Trattato istitutivo fu siglato il 2 febbraio 2012 ed entrò in vigore l'8 ottobre 2012, a seguito della ratifica dei 17 Stati membri dell'Eurozona (a cui si sono aggiunti, in seguito, Lettonia e Lituania).

Il MES è soggetto alla disciplina del *diritto internazionale* e ha sede in Lussemburgo. Ne sono membri tutti i 19 Paesi della zona euro (Austria, Belgio, Cipro, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Portogallo, Slovacchia, Slovenia e Spagna) e l'adesione è aperta agli altri Stati membri dell'Unione europea.

La nascita del MES è legata alla crisi dei debiti sovrani: nell'autunno 2009 il neo-primo ministro greco, Giōrgos Papandreu, rivelò un buco nei conti pubblici e dichiarò che il deficit di bilancio avrebbe raggiunto, di lì a poco, il 12% del PIL

(valore quattro volte superiore al vincolo imposto nel PSC del 3%), raddoppiando le stime del governo precedente (falsificate per vincere le elezioni). I tassi di interesse sui titoli greci aumentarono vertiginosamente, anche in seguito alle mosse delle agenzie di rating Standard & Poor's e Moody's che classificarono il debito greco come spazzatura. Lo spread ellenico (differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato greci e tedeschi con scadenza decennale) raggiunse, nel 2011, il 35% (3.500 punti base rispetto al titolo tedesco, vedi Figura I.1).



**Fig. I.1** «Spread nei rendimenti di titoli pubblici a scadenza decennale rispetto all'equivalente titolo tedesco». Fonte: Bloomberg

È indubbio che le economie della zona euro siano interdipendenti, tra le altre cose a causa della moneta comune. Per questo motivo le difficoltà finanziarie in cui versa uno Stato possono avere ripercussioni negative sugli altri membri, o addirittura contagiarli, mettendo così a repentaglio la stabilità dell'intera eurozona.

La crisi greca, non a caso, trasmise i suoi effetti deleteri anche agli altri Stati europei i cui debiti sovrani erano molto elevati, ma che fino ad allora non avevano destato preoccupazione. Irlanda, Spagna, Portogallo ed Italia avevano incrementato i loro disavanzi per sostenere il settore bancario, in seguito alla grande crisi finanziaria del 2008, e per uscire dalla fase di recessione. Si tenga conto che, a titolo esemplificativo, l'impatto del salvataggio bancario sul debito pubblico irlandese tra il 2011-12 sfiorò il 50%.

La crisi dei debiti sovrani mise in evidenza due rischi decisivi per la stabilità dell'Unione monetaria europea:

- Squilibri nei debiti pubblici nazionali: simultanea presenza di Paesi virtuosi e Paesi che non riuscivano a rispettare i vincoli di bilancio europei, i cosiddetti PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Spagna e Grecia);
- Squilibri negli scambi reali e finanziari: crescente polarizzazione delle posizioni debitorie e creditorie tra i vari Stati europei.

In una situazione così drammatica per le sorti europee occorreva un intervento determinato e tempestivo.

A tal fine, il Consiglio ECOFIN del 9 maggio 2010 decretò l'istituzione di due strumenti transitori di stabilizzazione monetaria:

1. ***European financial stabilisation mechanism, EFSM***: fondo con dotazione massima di 60 miliardi di euro. Amministrato autonomamente

dalla Commissione europea; i titoli emessi venivano garantiti dal solo bilancio dell'Unione (molto esigo);

2. ***European financial stability facility, EFSF***: “special purpose vehicle”, società privata con sede in Lussemburgo, con azionisti rappresentati dai Paesi dell'area dell'euro (ad eccezione di Lituania e Lettonia).

Sostenuto dalle garanzie dei vari membri per un totale di 780 miliardi di euro, questo fondo aveva una capacità di prestito pari a 440 miliardi. Grazie alla sua maggiore dotazione è stato più volte utilizzato per fornire assistenza finanziaria ad Irlanda, Portogallo e Grecia.

Emblematica fu la passeggiata sulla spiaggia di Deauville, raffinata località balneare francese situata nel dipartimento del Calvados, nella regione della Normandia. Il 19 ottobre 2010 la Cancelliera tedesca Merkel e il Presidente francese Sarkozy prospettarono l'ipotesi che, da quel momento in avanti, le conseguenze della condotta “irresponsabile” degli Stati si facessero ricadere sui portatori dei titoli. Le conseguenze di quell'errore non si fecero attendere. Chi deteneva titoli di Paesi fortemente indebitati fu avvertito che sarebbe stato chiamato a pagare il prezzo di una possibile insolvenza, e dunque venne indirettamente invitato a disfarsene. L'attacco dei mercati si focalizzò, come è naturale, contro gli anelli più deboli. A novembre 2010, poco più di un mese dopo Deauville, l'Irlanda chiese l'intervento del Fondo europeo.

Il 9 dicembre 2011, il Consiglio europeo si esprimeva così:

*«Negli ultimi 18 mesi l'Unione europea e la zona euro si sono molto prodigate per migliorare la governance economica e adottare nuove misure in risposta alla crisi del debito sovrano. Tuttavia, le tensioni dei mercati nella zona euro si sono esacerbate e dobbiamo compiere maggiori sforzi per affrontare le sfide attuali. Oggi abbiamo convenuto di progredire verso un'unione economica più forte, il che implica interventi in due direzioni: - un nuovo patto di bilancio e un rafforzamento del coordinamento delle politiche economiche; - lo sviluppo dei nostri strumenti di stabilizzazione per fronteggiare le sfide a breve termine».*

Oltre a nuove regole di bilancio, tutti furono d'accordo nel rafforzare gli strumenti di stabilizzazione. In particolare si accelerò l'entrata in vigore del Trattato istitutivo del **“Meccanismo europeo di stabilità”** (MES) nel luglio 2012 (circa un anno prima rispetto a quanto programmato inizialmente).

L'EFSF, invece, sarebbe rimasto attivo fino alla metà del 2013, garantendo il finanziamento dei programmi nel frattempo avviati.

Il MES, quindi, affiancò prima e sostituì poi i due strumenti temporanei di stabilizzazione (EFSF e EFSM), affermandosi come fondo permanente (più comunemente conosciuto come “fondo salva-stati”).

Secondo l'art. 8 del Trattato, lo stock di capitale autorizzato del MES ammonta 704.798,7 milioni di euro. È diviso in quote, ciascuna di esse ha un valore di 100.000 euro; quelle effettivamente versate dai vari Stati sono pari a 80.548,4 milioni di euro. La capacità massima iniziale di finanziamento erogabile dal MES

è fissata a 500.000 milioni di euro, incluso il sostegno in essere alla stabilità del FESF. Tale Meccanismo, inoltre, si finanzia emettendo titoli di debito sul mercato. La ripartizione delle quote è basata sulla partecipazione dei singoli Stati al capitale della Banca centrale europea (BCE), la cosiddetta “*capital key*”. L’Italia, per peso della popolazione e del prodotto interno lordo sul totale dell’UE, è il terzo Stato con percentuale di partecipazione più elevata (circa 18%), dopo Germania e Francia (vedi Tabella I.1)

ESM Members ^	ESM key (%)	Number of shares	Subscribed capital (€ 000)	Paid-in capital (€ 000)
Austria	2.7627	194,718	19,471,800	2,225,350
Belgium	3.4513	243,244	24,324,400	2,779,930
Cyprus	0.1948	13,729	1,372,900	156,900
Estonia	0.1847	13,020	1,302,000	148,800
Finland	1.7841	125,744	12,574,400	1,437,070
France	20.2346	1,426,131	142,613,100	16,298,640
Germany	26.9449	1,899,071	189,907,100	21,703,670
Greece	2.7957	197,044	19,704,400	2,251,930
Ireland	1.5804	111,383	11,138,300	1,272,960
Italy	17.7807	1,253,184	125,318,400	14,322,100
Latvia	0.2746	19,353	1,935,300	221,200
Lithuania	0.4063	28,634	2,863,400	327,200
Luxemburg	0.2486	17,519	1,751,900	200,220
Malta	0.0899	6,338	633,800	72,440
Netherlands	5.6746	399,945	39,994,500	4,570,800
Portugal	2.4906	175,534	17,553,400	2,006,100
Slovakia	0.8184	57,680	5,768,000	659,200
Slovenia	0.4678	32,973	3,297,300	376,830
Spain	11.8153	832,743	83,274,300	9,517,060
Total	100.00	7,047,987.00	704,798,700.00	80,548,400.00

**Tab. I.1** «Shares and capital per ESM Member». Fonte: ESM website

Tutto ciò fu possibile grazie alla modifica del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) avvenuta attraverso la decisione 2011/199/UE. Nello specifico, l'articolo 136, fu integrato come segue: *“Gli stati membri la cui moneta è l'euro possono istituire un meccanismo di stabilità da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità dell'intera zona euro. La concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una rigorosa condizionalità”*.

## **I.1. ORGANIZZAZIONE INTERNA**

Relativamente alla composizione del MES, possiamo individuare i seguenti organi principali:

- **Il Consiglio dei Governatori (Board of Governors):** organo decisionale principale, formato dai ministri delle finanze di ciascuno Stato e, in qualità di osservatori, dal Commissario europeo per gli affari economici, dal Presidente della BCE e dal Presidente dell'Eurogruppo (Art. 5, Trattato del MES);
- **Il Consiglio di amministrazione (Board of Directors):** svolge compiti specifici delegati dal Consiglio dei Governatori. Ogni governatore nomina un amministratore e un amministratore supplente tra persone dotate di elevata competenza in campo economico e finanziario (Art. 6);

- **Il Direttore generale:** nominato dal Consiglio dei Governatori per un incarico di cinque anni. Presiede le riunioni del Consiglio di amministrazione e partecipa alle riunioni del Consiglio dei Governatori. È il rappresentante legale del MES e ne gestisce gli affari correnti sotto la direzione del Consiglio di amministrazione (Art. 7).

Le decisioni relative alla concessione di assistenza finanziaria agli Stati aderenti sono adottate dal Consiglio dei Governatori secondo la regola del comune accordo, ossia richiedono l'unanimità dei membri partecipanti alla votazione, senza contare le eventuali astensioni. Al fine di rendere più flessibile il sistema decisionale, per questioni di massima urgenza, individuate dalla Commissione e dalla BCE, è previsto il voto a maggioranza qualificata dell'85% del capitale. Il voto a maggioranza qualificata dell'80% del capitale è invece adottato per la nomina del Direttore generale.

Tra le varie istituzioni, il MES collabora spesso con il Fondo Monetario Internazionale (FMI) per garantire il giusto sostegno finanziario.

## **I.2. STRUMENTI E CONDIZIONALITÀ**

Ove indispensabile per salvaguardare la stabilità finanziaria della zona euro nel suo complesso e dei suoi Stati membri, il MES può fornire sostegno sulla base di **condizioni rigorose** commisurate allo strumento di assistenza finanziaria scelto.

Tali condizioni possono spaziare da un programma di correzioni macroeconomiche al rispetto costante di condizioni di ammissibilità predefinite (art. 12).

L'articolo 13 del Trattato ne descrive la procedura di attivazione. Un membro del MES può presentare la domanda di sostegno al presidente del Consiglio dei Governatori. Strumenti e condizionalità sono elaborati attraverso un percorso negoziale che coinvolge lo Stato interessato e la Commissione europea nella stipula di un protocollo d'intesa (*memorandum of understanding, MoU*). Prima di definire il protocollo, la Commissione europea, di concerto con la BCE, valuta anche la sostenibilità del debito pubblico dello Stato interessato. Inoltre è prevista la possibilità di integrare la capacità di prestito del MES attraverso la partecipazione del Fondo monetario internazionale (FMI) alle operazioni di assistenza finanziaria. Non solo, infatti, gli Stati membri dell'UE non facenti parte dell'Eurozona possono affiancare il MES, caso per caso, in un'operazione di sostegno alla stabilità. Essi sono invitati a prendere parte, in qualità di osservatori, alle riunioni del MES in cui vengono discusse le misure di intervento da attuare e le relative modalità di sorveglianza. Al termine del programma di assistenza finanziaria, la Commissione europea e la BCE eseguono missioni di controllo ex-post (con l'aggiunta del FMI se ha contribuito finanziariamente al programma medesimo) per valutare se lo Stato che ha beneficiato del sostegno continui ad attuare politiche di bilancio sostenibili e se sussista il rischio che non sia in grado di rimborsare i prestiti ricevuti.

Come si evince da queste righe il MES non può essere inteso come una sorta di “*sportello automatico*” dal quale prelevare contanti in qualsiasi momento con un click.

Gli Stati che hanno difficoltà ad affacciarsi sui mercati potranno ricevere prestiti solo impegnandosi a realizzare un programma di *riforme economiche*, denominate **condizionalità** (*cash-for-reforms approach*) ed indicate nel protocollo d’intesa (MoU).

La condizionalità riguarda, di norma, specifiche politiche economiche e fiscali che possono eliminare o ridurre le debolezze dell’economia del Paese in stato di emergenza. Esse si concentrano prevalentemente su tre settori:

- **Consolidamento fiscale**: misure per tagliare la spesa pubblica, riducendo i costi della pubblica amministrazione migliorandone l’efficienza, e incrementando le entrate attraverso privatizzazioni e riforme fiscali;
- **Riforme strutturali**: misure per stimolare la crescita potenziale, creare posti di lavoro e migliorare la competitività;
- **Riforme del settore finanziario**: misure per rafforzare la vigilanza bancaria o ricapitalizzare le banche.

Per quanto concerne gli strumenti messi a disposizione dal MES, individuiamo:

- L’assistenza finanziaria precauzionale (*art. 14*), sotto forma di:
  - Linea di credito condizionata precauzionale (*PCCL*);

- Linea di credito soggetta a condizioni rafforzate (*ECCL*).
- L'assistenza finanziaria per la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie di un membro del MES (*art. 15*)
- I prestiti (*art. 16*)
- Il meccanismo di sostegno al mercato primario (*art. 17*) e secondario (*art. 18*).

### I.2.1. Assistenza finanziaria precauzionale

Il Consiglio dei Governatori può decidere di concedere assistenza finanziaria precauzionale attraverso PCCL (*Precautionary Conditioned Credit Line*) o ECCL (*Enhanced Conditions Credit Line*).

Le linee di credito precauzionali del MES sono concepite per mantenere l'accesso ai finanziamenti di mercato per i membri le cui condizioni economiche sono ancora solide, ma possono essere sottoposte a stress. Sono definite "precauzionali" proprio per prevenire che uno stato entri in crisi. Non a caso, grazie alle linee di credito messe a disposizione dei vari Paesi, gli investitori sono più rassicurati.

PCCL e ECCL possono essere erogate tramite un prestito o un acquisto titoli sul mercato primario. Entrambe hanno un periodo di disponibilità iniziale di un anno e sono rinnovabili due volte, ogni volta per sei mesi.

➔ **PCCL**

L'accesso a una PCCL si basa su criteri di ammissibilità ed è limitato ai membri del MES che abbiano una situazione economica e finanziaria fondamentalmente sana e un debito pubblico sostenibile. Di norma, essi devono soddisfare le prescrizioni contenute nel Patto di stabilità e crescita, non devono presentare squilibri macroeconomici eccessivi e non avere problemi di stabilità finanziaria.

#### → ECCL

Un Paese può richiedere, invece, una ECCL qualora non rispetti pienamente i criteri di ammissibilità previsti per le PCCL, ma presenti, comunque, una situazione economica e finanziaria generale solida e un debito pubblico sostenibile. Le condizionalità previste per una ECCL sono, ovviamente, più stringenti. Inoltre, quando una ECCL viene approvata, il socio beneficiario del MES è sottoposto ad una sorveglianza più intensa.

#### I.2.2. Assistenza finanziaria per la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie

Il MES può fornire assistenza finanziaria al settore bancario in tre modalità:

- Ricapitalizzazione indiretta delle banche tramite un prestito allo Stato membro;
- Ricapitalizzazione diretta delle banche;

- Prestito generale riconosciuto allo Stato, nell'ambito di un programma di prestiti, parte del quale può essere discrezionalmente utilizzato per sostenere il settore bancario.

Prima di poter accedere a questo strumento, gli enti creditizi sono sottoposti alla direttiva di risanamento e risoluzione (BRRD) che, tra le altre cose, prevede l'attivazione del salvataggio interno (bail-in) da parte degli investitori privati.

#### ➔ **RICAPITALIZZAZIONE INDIRETTA**

I prestiti per la ricapitalizzazione indiretta delle banche aiutano i membri beneficiari del MES a ricapitalizzare i loro istituti in difficoltà quando le risorse pubbliche e private, tra cui il bail-in, non sono sufficienti a coprire la carenza di capitale. Prima di qualsiasi sostegno pubblico, quindi, sono gli azionisti delle stesse banche in crisi a sopportarne le perdite tramite la riduzione del valore delle loro azioni. In secondo luogo, si interviene su alcune categorie di creditori le cui attività possono essere trasformate in azioni o ridotte di valore. Infine vengono colpiti i depositanti per le somme eccedenti 100.000 euro (soglia garantita dal Fondo di garanzia depositi). Lo Stato può intervenire attraverso strumenti pubblici di stabilizzazione finanziaria, ricorrendo, ad esempio, ad un prestito del MES, soltanto in seguito alla valutazione separata da parte della Commissione europea di detti strumenti. Infatti, gli aiuti non devono violare le disposizioni di diritto dell'Unione intrinsecamente connesse, tra

cui quelle sull'obbligo di assorbire le perdite in misura non inferiore all'8 % delle passività totali mediante la procedura di bail-in.

Le banche idonee a beneficiare di questo sostegno devono rappresentare una grave minaccia per la sostenibilità finanziaria dell'area dell'euro nel suo complesso.

### **→ RICAPITALIZZAZIONE DIRETTA**

Lo strumento di ricapitalizzazione indiretta causa un incremento del debito pubblico del Paese beneficiario (trattandosi di prestiti o acquisti sul mercato primario). Di conseguenza, i leader dei Paesi dell'area dell'euro hanno deciso, nel giugno 2012, di sviluppare uno strumento che consentisse alle banche di rafforzare la loro posizione patrimoniale senza gravare pesantemente sullo Stato di appartenenza. Attraverso la ricapitalizzazione diretta, infatti, il MES inietterebbe capitali in una banca in crisi, senza l'interposizione del governo. Valgono, ovviamente, tutte le condizioni per l'accesso viste pocanzi.

Come regola generale, il MES acquista azioni ordinarie della banca. Il Consiglio dei Governatori del MES può autorizzare l'acquisizione di altri strumenti di capitale, quali azioni speciali, strumenti di capitale ibridi o capitale contingente per soddisfare i requisiti di capitale di vigilanza.

Il MES integra, attraverso il suo strumento di ricapitalizzazione diretta, le fondamenta dell'Unione bancaria (SSM, SRM). Quando lo strumento è stato proposto per la prima volta lo scopo era quello di tagliare il legame tra banche in

difficoltà e spese pubbliche eccessive. Tuttavia, è diventato ben presto chiaro che i meccanismi dell'Unione bancaria potevano raggiungere questo obiettivo senza ricorrere allo strumento di ricapitalizzazione diretta.

### I.2.3. Prestiti

Tra i vari interventi, il Meccanismo europeo di stabilità può concedere assistenza finanziaria ad un membro ricorrendo a prestiti non connessi ad uno specifico obiettivo. Le condizioni associate a questi prestiti sono contenute in un programma di aggiustamento macroeconomico precisato in dettaglio nel protocollo d'intesa discusso tra le varie istituzioni interessate.

I prestiti sono erogati in una o più tranche, ognuna delle quali può consistere in una o più erogazioni. Il Consiglio di amministrazione del MES approva il contratto di prestito - *il Financial Assistance Facility Agreement (FFA)* - tra il MES ed il Paese, e decide sull'erogazione della prima tranche e sulle successive erogazioni, sulla base di una proposta del Direttore generale.

Ogni tranche del prestito ha la propria data di rimborso specifica. Gli interessi del prestito iniziano ad accumularsi da subito; il loro pagamento è annuale.

Non esiste un tasso d'interesse unico sui prestiti per tutti gli Stati membri beneficiari. Esso è composto, generalmente, da quattro elementi:

1. Tasso base: pari al costo che il MES sopporta per finanziarsi sul mercato.

È molto basso e viene calcolato giornalmente;

2. Tasso di servizio: che va a coprire i costi operativi del MES;
3. Margine: di guadagno;
4. Commissione di impegno (commitment fee): addebitata per recuperare vari costi sostenuti dal MES nell'ambito della sua gestione del finanziamento e della liquidità.

Il tasso base è di gran lunga la componente più importante dell'interesse totale pagato dai Paesi ammessi al programma. Alla fine del 2015 il tasso di interesse applicato era inferiore all'1% per tutti i Paesi beneficiari.

Senza questo intervento i vari membri in difficoltà economiche-finanziarie sarebbero costretti a pagare tassi di interesse molto elevati sulle obbligazioni emesse perché giudicate più rischiose.

#### I.2.4. Meccanismo di sostegno al mercato primario e secondario

##### **→ ACQUISTO SUL MERCATO PRIMARIO**

Il MES può acquistare obbligazioni o altri titoli di debito emessi dai suoi Stati membri direttamente sul mercato primario se la domanda di tali titoli è insufficiente, consentendo di finanziare parte dei loro debiti sovrani.

Questo strumento potrebbe rientrare sia nell'ambito di un programma precauzionale sia di un programma di prestiti, analizzati in precedenza. Di norma, tali acquisti

vengono effettuati verso la fine di un piano di aggiustamento per aiutare il Paese a tornare a finanziarsi sul mercato.

### **→ ACQUISTO SUL MERCATO SECONDARIO**

Il MES può anche acquistare obbligazioni o altri titoli di debito emessi dagli Stati membri sul mercato secondario. In quest'ultimo vengono scambiati strumenti finanziari negoziabili non di prima emissione, ma già in circolazione.

Se i mercati sono poco liquidi, i governi sono indotti ad incrementare i tassi di interesse per incentivare gli investimenti e reperire risorse. Dall'altro lato, però, il medesimo costo può divenire insostenibile per le casse pubbliche.

Un acquisto di titoli sul mercato secondario da parte del MES aumenta la liquidità del mercato e crea incentivi per gli investitori a partecipare ulteriormente al finanziamento dei vari Stati giudicati, successivamente, meno rischiosi.

In generale, gli strumenti messi a disposizione da questo meccanismo presentano delle differenze rispetto a quelli forniti da ulteriori istituzioni finanziarie internazionali. Il periodo di rimborso dei prestiti erogati dal MES (e dall'EFSF) è decisamente più lungo. Ad esempio, quelli concessi alla Grecia nel 2015 dovranno essere rimborsati tra il 2034 e il 2059, scadenza molto più lontana rispetto a quella prevista per i prestiti del FMI e pari al massimo a 10 anni.

## CAPITOLO II

### GLI INTERVENTI EFFETTUATI

A beneficiare dei programmi dell'EFSF e dell'EFSM, confluiti poi nel MES nel 2012, sono stati ben cinque Paesi appartenenti all'eurozona: Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna e Cipro.

#### II.1. GRECIA

Abbiamo prima ricordato che la “*crisi dei debiti sovrani*” prese avvio proprio in questa terra. In seguito alla falsificazione dei dati del bilancio pubblico, l'economia del Paese si contrasse fortemente (quasi del 30% dal 2008 al 2016) e la disoccupazione salì a livelli allarmanti. Inoltre, l'amministrazione era più debole che in altri Paesi dell'area dell'euro. Oltre all'elevato debito pubblico causato dalle eccessive politiche economiche e di salvataggio bancario, secondo alcuni economisti la crisi greca nacque da conti con l'estero in rosso.<sup>2</sup> Un elevato deficit del conto corrente con l'estero segnala che un Paese nell'insieme (Governo, imprese, famiglie) spende più di quello che produce, accumulando debito estero col trascorrere del tempo. Un risparmio nazionale insufficiente, pertanto, gettò la Grecia in crisi di liquidità.

---

<sup>2</sup> G. ROSSINI, *Lo strabismo di Maastricht*, “Lavoce.info”, 7 maggio 2010

Tre sono stati gli interventi posti in essere per risollevere le sorti del Paese ellenico.

Durante il primo e il secondo programma (prestiti bilaterali provenienti dagli altri Paesi dell'area dell'euro, noti come *Greek loan Facility* o GLF dal 2010 al 2011; Programma EFSF dal 2012 al 2015), vennero attuate riforme di ampio respiro dettate dalla famigerata “TROIKA” (Commissione europea, BCE e FMI) e nel 2014 il PIL tornò a crescere per la prima volta dal 2007 mentre la disoccupazione diminuì.

Nella prima metà del 2015 il governo di Alexis Tsipras tentò di arrestare il programma di riforme precedentemente accettato. Il risultato fu devastante: la Grecia cadde di nuovo in recessione. **Il terzo programma**, concordato con il MES nell'agosto 2015, permise allo Stato di rimanere nell'area dell'euro in cambio dell'attuazione di una serie di interventi necessari. Dopo tre anni, il 20 agosto 2018, la Grecia finalmente completò con successo il programma.

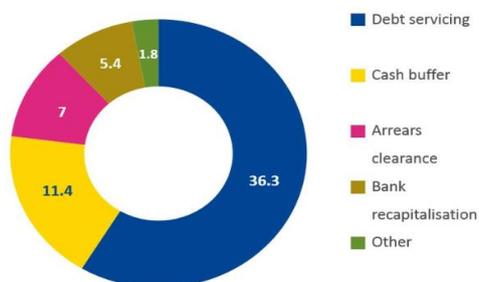
Da tale data, per la prima volta dal 2010, il Paese ellenico non dipende più dai prestiti di salvataggio esterno in corso.

I dettagli dei prestiti sono mostrati nella tabella II.1:

Programmi di assistenza finanziaria	Fonte	Miliardi di euro
1° programma	GLF (area dell'euro)	52,9
	FMI	20,1
	<b>Totale</b>	<b>73</b>
2° programma	EFSF	141,8
	FMI	12
	<b>Totale</b>	<b>153,8</b>
3° programma	MES	61,9
<b>Totale prestiti erogati</b>		<b>288,7</b>
Importo totale erogato dall'EFSF e dal MES		<b>203,7</b>

**Tab. II.1** «Pacchetto di assistenza finanziaria per la Grecia». Fonte: ESM website

Come possiamo notare, il MES erogò un totale di 61,9 miliardi di euro che la Grecia ha utilizzato per varie finalità (vedi figura II.1):



**Fig. II.1.** «How ESM loans were used (€ bn)». Fonte: ESM website

Al termine del programma (agosto 2018) la Commissione europea attivò il quadro di sorveglianza rafforzata. Quest'ultima implica relazioni trimestrali della stessa Commissione per valutare la sua situazione economica, fiscale e finanziaria e gli impegni di politica post-programma. In tale fase il MES collabora strettamente con la Commissione attraverso il suo sistema di allarme rapido (EWS).

La Grecia rimborserà i prestiti del MES dal 2034 al 2060.

## **II.2. IRLANDA (2010-13)**

L'economia irlandese soffrì a causa dell'andamento altalenante del mercato immobiliare. I prezzi delle case quadruplicarono dal 1997 al 2007, quando la bolla scoppiò a partire dagli Stati Uniti. Poiché il boom immobiliare fu finanziato dalle banche irlandesi attraverso prestiti erogati in favore di soggetti con una storia creditizia e delle garanzie non sufficientemente affidabili, il successivo calo dei prezzi degli immobili e il crollo dell'attività edilizia provocarono gravi perdite nel sistema bancario.

Il governo irlandese rispose iniettando ingenti fondi pubblici negli istituti di credito per ripristinare la loro solvibilità (oltre 60 miliardi di euro). Ciò causò un enorme aumento del debito pubblico, mentre il forte arresto dell'attività economica determinò la riduzione del PIL e l'aumento della disoccupazione. L'Irlanda non riuscì a risolvere la situazione autonomamente, pertanto chiese assistenza finanziaria ai Paesi dell'area dell'euro, all'UE e al FMI.

Il programma è stato finanziato dal 2010 al 2013 come riportato nella tabella II.2:

<b>Fonte</b>	<b>Miliardi di euro</b>
Sostegno esterno	67,5
ESFS	17,7
EFSM	22,5
FMI	22,5
Prestiti bilaterali da UK (3,8); Svezia (0,6) e Danimarca (0,4)	4,8
Contributi interni	17,5
<b>Totale</b>	<b>152,5</b>

**Tab. II.2** «Pacchetto di assistenza finanziaria per l'Irlanda». Fonte: ESM website

Dopo circa due anni, a luglio 2012, l'Irlanda tornò sul mercato quando emise un'obbligazione quinquennale al 5,9%. Solo un anno prima, il rendimento delle stesse obbligazioni era superiore al 13%, il che dimostra quanto rapidamente l'Irlanda sia riuscita a rimettere in carreggiata la propria economia e a riconquistare la fiducia degli investitori. Al termine del programma di assistenza (dicembre 2013), la crescita del PIL irlandese fu la più elevata tra tutti i Paesi dell'UE: 8,6% nel 2014, 25,2% nel 2015 e 3,7% nel 2016. Inoltre, il tasso di disoccupazione del 7,9% nel 2016 era ben al di sotto della media dell'area dell'euro (10%).

L'Irlanda rimborserà il capitale ottenuto tramite l'EFSF a partire dal 2029 fino al 2042 (vedi figura II.2).

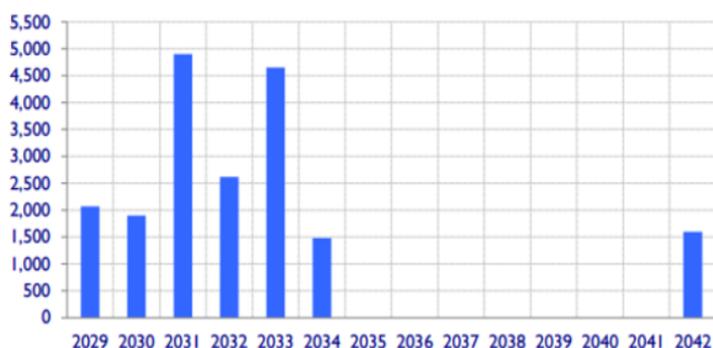


Fig. II.2. «Irish EFSF loan repayment profile (€ bn)». Fonte: ESM website

### II.3. PORTOGALLO (2011-14)

Il Portogallo aveva sofferto di un PIL basso e di una lenta crescita della produttività per più di un decennio prima dell'inizio della crisi. Durante questo periodo, i ridotti tassi di interesse derivanti dall'adozione dell'euro stimolarono i consumi privati e pubblici, ma anche l'indebitamento. La competitività del Portogallo fu minata dall'aumento del costo del lavoro e dai problemi strutturali. La spesa pubblica cresceva ad un ritmo molto più intenso rispetto all'economia nel suo complesso. Inoltre, i rischi fiscali si intensificarono a causa dell'espansione delle imprese statali e dei partenariati pubblico-privati. All'inizio del 2011, l'aumento dei rendimenti sui titoli sovrani portò il Portogallo in una grave crisi economica. Il Paese divenne

incapace di rifinanziare il suo debito a tassi adeguati, pertanto chiese assistenza finanziaria all'EFSF, all'UE e al FMI.

Il programma per il Portogallo fu concordato, nell'arco di tre anni (2011-14), come mostrato nella tabella II.3:

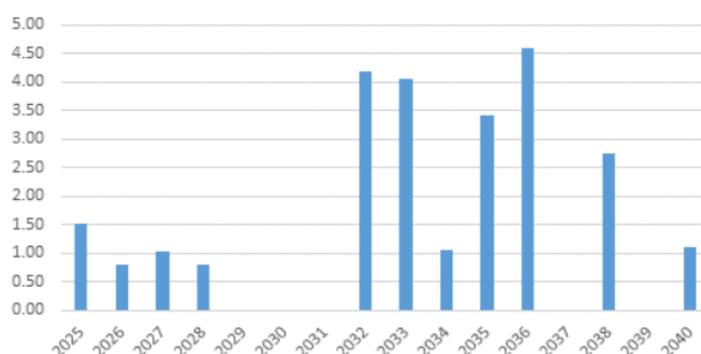
<b>Fonte</b>	<b>Miliardi di euro</b>
EFSF	26
EFSM	26
FMI	26
<b>Totale</b>	<b>78</b>

**Tab. II.3** «Pacchetto di assistenza finanziaria per il Portogallo». Fonte: ESM website

Non tutte le somme sono state utilizzate. Ciascuno dei tre istituti (EFSF, EFSM e FMI) impiegò 26 miliardi di euro per sostenere il programma portoghese, ma il Paese non richiese l'ultima tranche di prestiti all'EFSM ed al FMI.

Il Portogallo tornò sui mercati obbligazionari nel maggio 2013, quando emise un'obbligazione decennale con un rendimento del 5,67%. Risultato strabiliante se pensiamo che solo nel gennaio 2012 il tasso era pari al 16%.

Il rimborso del capitale avverrà tra il 2025 ed il 2040 (vedi figura II.3). Il 17 ottobre 2019, però, è stato effettuato un **rimborso anticipato** di 2 miliardi di euro all'EFSF.



**Fig. II.3.** «Portugal's loan repayment profile (€bn)». Fonte: ESM website

## **II.4. SPAGNA (2012-13)**

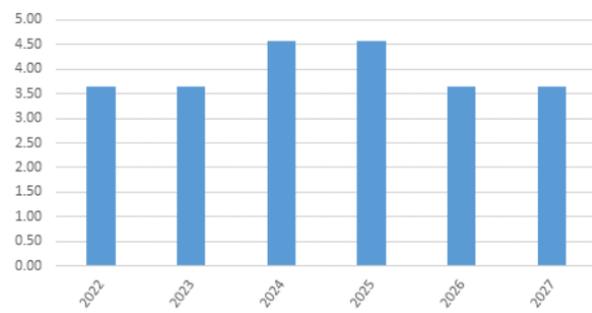
Lo scoppio della bolla immobiliare ha avuto gravi ripercussioni anche sull'economia spagnola. La massiccia portata dei prestiti per l'edilizia causò un'eccessiva esposizione dell'industria bancaria nei confronti di tali settori. In particolare, le casse di risparmio spagnole (Cajas de Ahorros) furono colpite da problemi di solvibilità. Nel 2010 le autorità spagnole avviarono un processo di ristrutturazione. Malgrado ciò, la crisi economica si rivelò più profonda e più lunga del previsto. Queste condizioni di mercato suscitarono la preoccupazione diffusa che le risorse pubbliche e private sarebbero state insufficienti per sostenere il sistema bancario. Si fece, pertanto, ricorso al MES in due ondate come evidenziato nella tabella II.4:

<b>Fonte</b>	<b>Miliardi di euro</b>
MES (dicembre 2012)	39,47
MES (gennaio 2013)	1,86
<b>Totale risorse erogate per ricapitalizzazione indiretta</b>	<b>41,33</b>

**Tab. II.4.** «Pacchetto di assistenza finanziaria per la Spagna». Fonte: ESM website

I fondi furono trasferiti sotto forma di banconote del MES al *Fondo de Reestructuraciòn Ordenada Bancaria* (FROB), ossia il fondo di ricapitalizzazione bancaria del governo spagnolo. L'assistenza del MES è stata fondamentale per la “pulizia” dei bilanci delle banche in difficoltà, per il miglioramento della loro base patrimoniale e il superamento dei timori del mercato circa la profondità dei problemi nel settore. Il FMI, in questo caso, non fornì un contributo finanziario perché, a differenza del MES, non dispone di uno strumento di assistenza relativo alla ricapitalizzazione bancaria. Il FMI fu coinvolto solo per motivi di consulenza e monitoraggio.

La Spagna avrebbe dovuto rimborsare il capitale preso a prestito dal 2022 al 2027 (vedi figura II.4). Tuttavia, a partire dal luglio 2014, il governo spagnolo cominciò ad effettuare il primo di una serie di rimborsi al MES. Fino ad oggi ha già rimborsato 17,6 miliardi di euro (su un importo totale del prestito di 41,3 miliardi di euro).



**Fig. II.4.** «Spain's loan repayment profile (Cbn)». Fonte: ESM website

## **II.5. CIPRO (2013-16)**

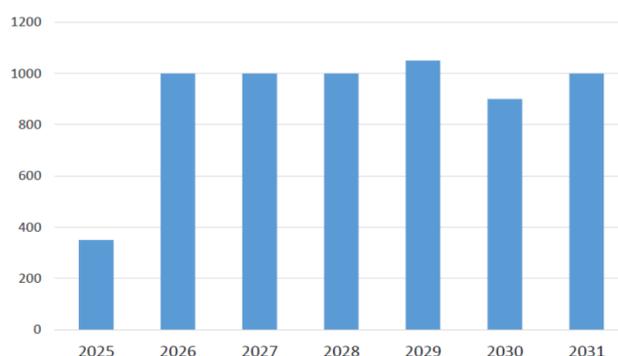
Cipro fu la prima vittima silenziosa della Grecia. L'adesione all'UE nel 2004 e l'adozione dell'euro nel 2008 contribuirono ad una rapida crescita del settore finanziario e all'espansione dei prestiti bancari. Quando, in seguito, le banche cipriote cominciarono a prestare soldi alla Grecia, quelli stessi assets che sembravano sicuri, si trasformarono in una bomba ad orologeria. La politica del credito bancario facile, le cattive pratiche di gestione del rischio e l'insufficiente vigilanza causarono il crollo dell'economia insieme ad un eccessivo disavanzo di bilancio pubblico.

L'assistenza finanziaria riguardò due programmi, uno del MES e l'altro del FMI, come precisato nella tabella II.5:

Fonte	Miliardi di euro
MES	6,3
FMI	1
<b>Totale</b>	<b>7,3</b>

**Tab.II.5** «Pacchetto di assistenza finanziaria per Cipro». Fonte: ESM website

Cipro tornò sul mercato obbligazionario nel giugno 2014, quando emise un'obbligazione a 5 anni con un rendimento del 4,85%. Solo un anno prima, nel luglio 2013, il corrispondente rendimento obbligazionario era stato quasi il 14%, il che mette in evidenza quanto velocemente Cipro, similmente ai Paesi prima analizzati, abbia riacquistato la fiducia degli investitori grazie all'attuazione delle stringenti ma benefiche riforme. A fronte di prestiti ricevuti nel periodo 2013-2016, l'isola cipriota rimborserà queste somme al MES dal 2025 al 2031 (vedi figura II.5).



**Fig. II.5.** «Cyprus's ESM loan repayment profile (€ million)». Fonte: ESM website

**La condizionalità** che tutti questi Paesi dovettero rispettare per usufruire dell'assistenza finanziaria del MES si può riassumere in tre ambiti principali:

- **Strategia di consolidamento fiscale** volta a fissare il rapporto debito/PIL su un percorso al ribasso nel medio termine;
- **Riforme strutturali** per stimolare la crescita potenziale, creare posti di lavoro e migliorare la competitività;
- **Stabilizzazione del settore finanziario** tramite strategia basata sulla ricapitalizzazione e sulla riduzione dell'indebitamento (misura prevalente per la Spagna).

L'Italia, nonostante facesse parte dei Paesi PIIGS con gravi problematiche economico-finanziarie, non chiese aiuto al MES, ma optò per un governo tecnico. *“Il rigore fatto tardi e male diventa austerità che penalizza la crescita”*, così Lorenzo Bini Smaghi, economista con esperienza in BCE, raccontava la realtà davanti ai suoi occhi. Il nostro Paese si riprese molto più lentamente rispetto agli altri Stati che nel frattempo avevano fatto ricorso al Meccanismo europeo di stabilità (fatta eccezione per la Grecia). Ciò è testimoniato dai dati sulla crescita del PIL tra il 2008 e il 2018 riportati nella tabella II.6.

Real GDP rate of change, 2008-2018

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2008-2018 (% average per year)
	(% change compared with the previous year)											
EU-28	0.5	-4.3	2.1	1.7	-0.4	0.3	1.8	2.3	2.0	2.5	2.0	1.0
Euro area (EA-19)	0.5	-4.5	2.1	1.6	-0.9	-0.2	1.4	2.1	1.9	2.4	1.9	0.8
Belgium	0.8	-2.3	2.7	1.8	0.2	0.2	1.3	1.7	1.5	1.7	1.4	1.0
Bulgaria	6.0	-3.6	1.3	1.9	0.0	0.5	1.8	3.5	3.9	3.8	3.1	1.6
Czechia	2.7	-4.8	2.3	1.8	-0.8	-0.5	2.7	5.3	2.5	4.4	3.0	1.5
Denmark	-0.5	-4.9	1.9	1.3	0.2	0.9	1.6	2.3	2.4	2.3	1.5	0.9
Germany	1.1	-5.6	4.1	3.7	0.5	0.5	2.2	1.7	2.2	2.2	1.4	1.3
Estonia	-5.4	-14.7	2.3	7.6	4.3	1.9	2.9	1.9	3.5	4.9	3.9	1.7
Ireland	-4.5	-5.1	1.8	0.3	0.2	1.4	8.6	25.2	3.7	8.1	8.2	5.0
Greece	-0.3	-4.3	-5.5	-9.1	-7.3	-3.2	0.7	-0.4	-0.2	1.5	1.9	-2.7
Spain	1.1	-3.6	0.0	-1.0	-2.9	-1.7	1.4	3.6	3.2	3.0	2.6	0.4
France	0.3	-2.9	1.9	2.2	0.3	0.6	1.0	1.1	1.1	2.3	1.7	0.9
Croatia	2.0	-7.3	-1.5	-0.3	-2.3	-0.5	-0.1	2.4	3.5	2.9	2.6	-0.1
Italy	-1.1	-5.5	1.7	0.6	-2.8	-1.7	0.1	0.9	1.1	1.7	0.9	-0.3
Cyprus	3.6	-2.0	1.3	0.4	-2.9	-5.8	-1.3	2.0	4.8	4.5	3.9	0.4
Latvia	-3.5	-14.4	-3.9	6.4	4.0	2.4	1.9	3.0	2.1	4.6	4.8	0.9
Lithuania	2.6	-14.8	1.6	6.0	3.8	3.5	3.5	2.0	2.4	4.1	3.5	1.4
Luxembourg	-1.3	-4.4	4.9	2.5	-0.4	3.7	4.3	3.9	2.4	1.5	2.6	2.1
Hungary	0.9	-6.6	0.7	1.7	-1.6	2.1	4.2	3.5	2.3	4.1	4.9	1.5
Malta	3.3	-2.5	3.5	1.3	2.8	4.6	8.7	10.8	5.6	6.8	6.7	4.8
Netherlands	2.2	-3.7	1.3	1.6	-1.0	-0.1	1.4	2.0	2.2	2.9	2.6	0.9
Austria	1.5	-3.8	1.8	2.9	0.7	0.0	0.7	1.1	2.0	2.6	2.7	1.1
Poland	4.2	2.8	3.6	5.0	1.6	1.4	3.3	3.8	3.1	4.8	5.1	3.4
Portugal	0.2	-3.0	1.9	-1.8	-4.0	-1.1	0.9	1.8	1.9	2.8	2.1	0.1
Romania	9.3	-5.5	-3.9	2.0	2.1	3.5	3.4	3.9	4.8	7.0	4.1	2.1
Slovenia	3.3	-7.8	1.2	0.6	-2.7	-1.1	3.0	2.3	3.1	4.9	4.5	0.7
Slovakia	5.6	-5.4	5.0	2.8	1.7	1.5	2.8	4.2	3.1	3.2	4.1	2.3
Finland	0.7	-8.3	3.0	2.6	-1.4	-0.8	-0.6	0.5	2.8	3.0	1.7	0.2
Sweden	-0.6	-5.2	6.0	2.7	-0.3	1.2	2.6	4.5	2.7	2.1	2.4	1.8
United Kingdom	-0.3	-4.2	1.7	1.6	1.4	2.0	2.9	2.3	1.8	1.8	1.4	1.3

Tab. II.6. «Crescita del PIL nei paesi europei». Fonte: Eurostat

## **CAPITOLO III**

### **LA RIFORMA DEL MES**

Per la prima volta nel dicembre 2017 la Commissione europea presentò una proposta di regolamento volta ad integrare il MES nell'ordinamento istituzionale dell'UE, trasformandolo in un Fondo monetario europeo (FME).

Tuttavia questa iniziativa non trovò il necessario consenso.

Più tardi la riforma del MES divenne comunque oggetto di una diversa soluzione, che prevedeva una revisione del Trattato istitutivo del MES, lasciando inalterata la sua natura di organizzazione intergovernativa.

Questa revisione è stata prevista per fornire una base giuridica ai nuovi compiti assegnati al MES. Compiti che fanno parte di un più ampio pacchetto di misure approvato dai capi di Stato e di governo nel dicembre 2018 per completare l'Unione bancaria e rafforzare ulteriormente l'Unione economica e monetaria (UEM) ed il MES.

Ciò ha incluso l'introduzione del backstop comune per il Fondo di risoluzione unico (Single Resolution Fund, SRF), nonché l'ulteriore sviluppo degli strumenti di assistenza finanziaria e del ruolo del MES.

La riforma dovrà esser ratificata da tutti i Parlamenti nazionali degli Stati membri.

**→ BACKSTOP**

Il Fondo di risoluzione unico (SRF) è un fondo istituito dall'UE per la risoluzione delle banche in dissesto nel contesto dell'Unione bancaria. È alimentato dai contributi degli intermediari dei Paesi dell'area dell'euro con un piano di versamenti distribuito in 8 anni, senza utilizzo di denaro pubblico.

Nel caso in cui il SRF si esaurisca, il MES può fungere da backstop e prestare i fondi necessari al SRF per finanziare una risoluzione. A tal fine, il MES fornirà una linea di credito rotativa.

Il fatto che questa linea di sicurezza sia fornita dal MES è significativo: si tratta di una prima forma, seppure limitata, di condivisione dei rischi tra i Paesi della zona euro. Finora, le risorse fiscali usate nelle crisi bancarie erano solo quelle nazionali. Certo è che il completamento dell'Unione bancaria richiede anche altre riforme, a cominciare dall'introduzione di una assicurazione europea dei depositi.

In seguito a questa introduzione, lo strumento di *ricapitalizzazione diretta* per le banche sarà rimosso dal toolkit di strumenti di assistenza finanziaria del MES.

#### → **PCCL riviste**

Per quanto riguarda le PCCL, da un lato la riforma rende più precisa e cogente la cosiddetta "condizionalità ex-ante". I criteri di ammissibilità saranno specificati nell'allegato III del Trattato (ed includono *un track record* di due anni prima della richiesta di una PCCL): un disavanzo delle amministrazioni pubbliche non superiore al 3% del PIL, un saldo di bilancio strutturale delle amministrazioni

pubbliche con un valore pari o superiore al parametro minimo specifico del Paese<sup>3</sup>, un rapporto debito/PIL inferiore al 60% o una riduzione del differenziale rispetto al 60% rispetto ai due anni precedenti ad un tasso medio di 1/20 all'anno. Inoltre, il Paese richiedente dovrebbe avere accesso ai mercati internazionali dei capitali a condizioni ragionevoli ed una posizione esterna sostenibile. Non dovrebbe registrare squilibri eccessivi o gravi vulnerabilità del settore finanziario.

Dall'altro lato, la riforma elimina la cosiddetta "condizionalità ex-post" proprio sulle PCCL: non sarà più necessario concordare un *Memorandum of understanding* (MoU) contenente condizioni di aggiustamento fiscale e macroeconomico per l'ottenimento dei prestiti. Sarà sufficiente una **lettera di intenti**, nella quale il Paese interessato dovrà indicare come "intende" soddisfare i criteri di ammissibilità. Il rispetto continuo di questi ultimi sarà valutato almeno ogni sei mesi; lo scopo è di rendere più efficaci le linee di credito precauzionali.

#### → SINGLE-LIMB CACs

Il Trattato istitutivo del MES ha introdotto le CACs, clausole di azione collettiva, operative dal primo gennaio 2013 per tutti i titoli di Stato della zona euro. Si tratta delle cosiddette "*double-limb CACs*" che richiedono due maggioranze qualificate e separate per approvare un cambiamento delle condizioni contrattuali: una a livello

---

<sup>3</sup> Il parametro di riferimento minimo è il livello di saldo strutturale che fornisce un margine di sicurezza rispetto alla soglia del 3% prevista dal Trattato nell'ambito delle normali variazioni congiunturali. È utilizzato principalmente come uno dei tre fattori nel calcolo dell'OMT minimo.

di ogni "serie" e una a livello globale di tutte le "serie" combinate di emissione titoli.

La riforma del MES introdurrà, invece, le cosiddette “*single-limb CACs*” che, in teoria, dovrebbero facilitare la ristrutturazione di un debito, perché riducono il rischio di holdout, cioè della formazione di minoranze di blocco. A partire da gennaio 2022, infatti, occorrerà un'unica maggioranza su tutte le serie emesse di titoli di Stato per apportare modifiche ai termini contrattuali.

#### ➔ I NUOVI COMPITI DEL MES

Il MES avrà un ruolo più forte nella progettazione, nella negoziazione e nel monitoraggio delle condizionalità dei futuri programmi di assistenza finanziaria.

Quando un membro chiederà aiuto, la Commissione europea, la BCE e il MES lavoreranno a stretto contatto per decidere sulla concessione del prestito. Il MES effettuerà l'analisi e valutazione dal punto di vista di un prestatore, occupandosi principalmente di:

- Analisi dei piani di finanziamento e del costo dello stesso per il Paese membro;
- Valutazione della posizione di liquidità, del mercato delle obbligazioni sovrane e dei rischi potenziali derivanti dall'entità e dalla struttura del debito in essere;
- Monitoraggio dei piani di emissione del debito, dell'evoluzione dei tassi di interesse, della capacità di rifinanziamento e dell'accesso al mercato.

## CAPITOLO IV

### IL RUOLO DELLA BCE

Nonostante gli sforzi dell'Unione e degli Stati membri, nell'estate del 2012 i tassi di interesse sui titoli sovrani della zona euro subirono aumenti significativi. Soltanto al culmine della crisi, vicini al punto di scatenare effetti negativi di non ritorno sulla solvibilità dei debiti pubblici e sulla tenuta dell'euro, la BCE si dichiarò ufficialmente pronta a svolgere il ruolo di prestatore di ultima istanza. L'allora Presidente della BCE, Mario Draghi, infatti, affermò che avrebbe fatto tutto il necessario per preservare l'euro: «*Within our mandate, the EBC is ready to do whatever it takes to preserve the Euro. And believe me, it will be enough*». Era il 26 luglio 2012. I mercati risposero subito positivamente a questa affermazione, a dimostrazione di quanto siano importanti le aspettative e la credibilità nella politica monetaria attuale.

La reazione favorevole avuta nei differenziali di spread e Target2 tra i vari Paesi europei venne accentuata poco dopo, nel settembre del 2012, dall'annuncio delle operazioni monetarie definitive, meglio conosciute come OMT (*Outright monetary transactions*).

Esse consistono in un *programma di acquisto titoli di debito pubblico* con scadenza compresa tra uno e tre anni, sul mercato secondario. Inoltre, per le OMT:

- Non ci sono limiti prestabiliti nell'acquisto;
- La liquidità creata viene interamente riassorbita dalla BCE, si dice viene "sterilizzata";
- Sussiste un principio di condizionalità.

Proprio quest'ultima caratteristica lega le OMT (strumento di politica monetaria non convenzionale) all'ESM.

Per beneficiare delle OMT, infatti, il Paese in questione deve essere inserito all'interno di un programma del **Meccanismo Europeo di Stabilità** (condizione necessaria ma non sufficiente). In particolare, è indispensabile che siano presenti le stringenti condizionalità macroeconomiche alternative del programma di aggiustamento macroeconomico del MES o delle Enhanced Conditions Credit Line (ECCL), purché questa preveda la possibilità, da parte del MES, di effettuare acquisti sul mercato primario.

La logica sottostante tale combinazione tra MES e OMT è quella di garantire, attraverso il primo, la sostenibilità del debito pubblico dello Stato in questione che implementa le necessarie riforme in cambio dei finanziamenti del MES, e, grazie al secondo, il contenimento del costo del finanziamento del debito pubblico nonché un corretto accesso al mercato.

Il ricorso alle OMT è a piena discrezionalità del Consiglio direttivo della BCE. Quest'ultimo deciderà l'avvio degli acquisti quando le condizionalità del

programma saranno pienamente rispettate, e vi porrà fine nel momento in cui l'obiettivo di un corretto ed uniforme meccanismo di trasmissione della politica monetaria, in tutti i paesi dell'Eurozona, verrà raggiunto.

Le OMT, ad oggi, non sono mai effettivamente entrate in azione.

## **CAPITOLO V**

### **ESM PANDEMIC CRISIS SUPPORT**

Il 9 aprile 2020 i ministri delle finanze dell'area dell'euro (Eurogruppo) hanno concordato una risposta globale di politica economica alla crisi da COVID-19. Concretamente, sono state create tre importanti reti di sicurezza per i lavoratori, le imprese e per i debiti sovrani, pari a un pacchetto del valore di 540 miliardi di euro. Il MES è la rete di sicurezza per i debiti sovrani. In seguito al via libera del Consiglio europeo, l'8 maggio l'Eurogruppo ha concordato i dettagli della linea di credito che è stata resa operativa dal Consiglio dei Governatori del MES il 15 maggio 2020.

Per affrontare la crisi provocata dal Coronavirus, il MES ha messo a disposizione un sostegno basato sulla Enhanced Conditions Credit Line (ECCL). È disponibile per tutti gli Stati membri dell'area dell'euro, con termini standardizzati e concordati in anticipo dagli organi direttivi del MES sulla base di valutazioni preliminari da parte delle istituzioni europee.

Tale strumento fa parte, come già preannunciato, di una risposta europea concertata che include la Commissione europea con la sua rete di sicurezza per i lavoratori chiamata SURE e la Banca europea per gli investimenti con la sua rete di sicurezza per le imprese. Da non trascurare, poi, il massiccio intervento della BCE che con il

programma PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) ha innalzato definitivamente a 750 miliardi di euro gli acquisti di titoli pubblici e privati fino alla fine del 2020.

*Analizziamo nel dettaglio l'iniziativa targata MES.*

Le risorse messe a disposizione saranno pari al 2% del prodotto interno lordo dei rispettivi Stati membri a fine 2019, a fronte di un piano dettagliato (Pandemic Response Plan) delle misure che si intende porre in essere. Se tutti i 19 Paesi dell'area dell'euro attingessero alla linea di credito, il volume complessivo dell'intervento sarebbe di circa 240 miliardi di euro. Anche se il sostegno è disponibile per tutti gli Stati membri dell'area dell'euro, spetta a ciascuno di essi decidere se richiederlo o meno. Le valutazioni preliminari della Commissione europea in merito ai rischi per la stabilità finanziaria, alla solvibilità delle banche, alla sostenibilità del debito e ai criteri di ammissibilità per l'accesso al sostegno alle crisi pandemiche, hanno già confermato che ogni Stato membro ha diritto a ricevere l'aiuto. Ciò rende la decisione del Consiglio dei Governatori una mera conferma. Occorre precisare che la richiesta di una linea di credito non significa automaticamente poter prelevare ed impiegare le somme messe a disposizione. Alcuni Paesi possono utilizzare la linea di credito come assicurazione per assicurare gli investitori (l'equivalente di quanto spesso accade con le linee di credito del Fondo monetario internazionale). Nel caso in cui un Paese prenda la

decisione di attingere al prestito, può prelevare fino al 15% dell'importo complessivo aggiudicato, mensilmente.

Per quanto concerne la *condizionalità*, l'unico requisito per accedere alla linea di credito è che gli Stati membri si impegnino ad utilizzare queste risorse per sostenere il finanziamento nazionale dei *costi connessi all'assistenza sanitaria diretta e indiretta*, alla cura ed alla prevenzione. La linea di credito sarà disponibile fino alla fine del 2022. Questo periodo potrebbe essere nuovamente adeguato se ce n'è sarà bisogno, data l'evoluzione della crisi.

Il MES può erogare denaro nell'ambito della linea di credito per un periodo di dodici mesi, che può essere prorogato due volte per sei mesi. In relazione alla convenienza di questa misura, i prestiti previsti hanno una scadenza media massima di 10 anni. Il Paese deve pagare, oltre al costo del finanziamento del MES, un margine di 10 punti base (0,1%) annuale, una tassa di servizio anticipata una tantum di 25 punti base (0,25%) e una tassa di servizio annuale di 0,5 punti base (0,005%). Tale spesa è comunque inferiore ai prezzi applicati per le consuete linee di credito precauzionali del MES e contribuirà a ridurre al minimo il costo del sostegno alle crisi pandemiche.

Infine, secondo il quadro dell'UE, gli Stati membri ammessi sono soggetti a sorveglianza rafforzata. Questo compito è svolto dalla Commissione europea che

concentrerà le sue attività di monitoraggio e di segnalazione sull'uso effettivo dei fondi per coprire i costi sanitari diretti e indiretti. La Commissione riferirà ogni trimestre al Consiglio di amministrazione del MES.

Come possiamo constatare, nel momento del bisogno il Meccanismo europeo di stabilità non esita nell'intervenire con le dovute cautele dettate dalle situazioni contingenti.

Nei vari Paesi più colpiti dalla pandemia, come l'Italia, vi è un acceso scontro politico riguardo al possibile ricorso al MES. In molti criticano l'esiguo fondo messo a disposizione e le relative condizionalità, che seppur minime, non rassicurerebbero chi teme un'eccessiva supervisione da parte delle istituzioni europee. Altri, invece, sono favorevoli perché lo considerano un sostegno fondamentale per rafforzare il settore sanitario. Tra le altre cose, si tratterebbe di prestiti ottenuti ad un costo più basso rispetto ad una consueta emissione obbligazionaria. A titolo di esempio, se l'Italia riuscisse ad ottenere tutte le risorse che le spettano, tenuto conto dei tassi attuali di mercato, risparmierebbe 500 milioni di euro all'anno; cifra non altissima considerato che il nostro Paese paga oltre 60 miliardi di interessi annui, ma comunque destinabile ad altri scopi, come ad esempio l'acquisto di dispositivi di protezione individuale. L'avvio di questo programma, inoltre, consentirebbe ai vari Paesi di poter accedere alle OMT;

possibilità che andrebbe a scoraggiare le spinte speculative sul debito pubblico e permetterebbe di tenere sotto controllo l'evoluzione dello spread.

A crisi economica ormai avanzata, il 20 luglio 2020, dopo 92 ore di trattative, il Consiglio europeo ha raggiunto un nuovo accordo per istituire il **Recovery Fund**, fondo per la ripresa da 750 miliardi, di cui 390 sotto forma di sussidi e 360 come prestiti. Per la prima volta, anche in Europa si parla di debito comune. Le risorse inizieranno ad esser distribuite tra il 2021 ed il 2023.

Nel frattempo, come sopperire alla mancanza di fondi da investire per far ripartire l'economia di ciascun Paese? Il ricorso o meno all'assistenza finanziaria del MES può generare due effetti contrastanti:

- **Effetto stigma:** nel caso di accesso al programma, il mercato etichetterebbe lo Stato come incapace di finanziarsi in modo ordinario con le proprie forze;
- **Effetto stigma al contrario:** la mancata richiesta di fondi, secondo Giampaolo Galli, vice direttore dell'Osservatorio dei Conti Pubblici, trasmetterebbe al mercato la volontà di uscire dall'euro perché il Paese preferisce fare da sé anziché chiedere aiuto all'Europa.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> G. GALLI, *Per non sprecare i fondi europei per la ripresa: dal MES al Recovery fund*, Live talk, 7 luglio 2020

## CONCLUSIONI

Ogni qualvolta l'Unione Europea si sia trovata in difficoltà, colpita da crisi di qualsivoglia origine, si sono fatti dei piccoli passi in avanti verso l'unità; il MES ne è una dimostrazione. Lorenzo Bini Smaghi in un suo recente articolo ha affermato: «*Si scrive MES, si legge EURO*».<sup>5</sup>

Il Meccanismo europeo di stabilità costituisce un elemento portante dell'Unione monetaria europea. Senza il suo sostegno, uno Stato che perde l'accesso al mercato non ha altra scelta che ristrutturare il proprio debito, mettere restrizioni sui risparmi dei propri cittadini ed in ultima istanza uscire dall'euro. In sintesi, senza il MES l'integrità della zona euro è a rischio.

Occorrerebbe, inoltre, dirimere gli interessi dei singoli Stati e mettere da parte le divergenze economico-finanziarie esistenti per agire tutti all'unisono, proprio come un'unica grande realtà. Il percorso intrapreso nell'ultimo periodo sembra esser quello giusto per tale fine.

Quel sogno di un'Europa Unita, forse, non è poi così lontano. Quella “zoppia”, forse, non è incurabile e la BCE probabilmente non sarà più la sola a dirigere la

---

<sup>5</sup> L. BINI SMAGHI, *Si scrive MES, si legge EURO*, “Il Foglio”, 21 aprile 2020

politica macroeconomica dell'area. Anche grazie al ponte rappresentato dal MES  
raggiungeremo la meta tanto desiderata, uniti nella diversità.

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

P. ALESSANDRINI, *Economia politica della moneta: nel labirinto della finanza*, il Mulino, Bologna, seconda edizione 2015.

L. BINI SMAGHI, *Si scrive MES, si legge EURO*, “Il Foglio”, 21 aprile 2020.

CONSIGLIO EUROPEO, *Dichiarazione dei Capi di Stato o di Governo della zona euro*, Bruxelles, 9 dicembre 2011.

G. GALLI, *Per non sprecare i fondi europei per la ripresa: dal MES al Recovery fund*, Live talk, 7 luglio 2020.

M. GUERRIERI, *Fondo salva-Stati (MES): il punto di vista di un cittadino*, Ilmiolibro self publishing, 2020.

MECCANISMO EUROPEO DI STABILITÀ, *Trattato istitutivo*, Bruxelles, 2 febbraio 2012.

L. MILANESI, *Meccanismo europeo di stabilità - documentazione-*, Borè Srl, Roma, 2020.

T. PADOA-SCHIOPPA, *Il passo più lungo*, “Corriere della Sera”, 3 maggio 1998.

PARLAMENTO EUROPEO E CONSIGLIO DELL'UE, *Direttiva 2014/59/UE*,  
“Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea”, 12 giugno 2014.

I. VISCO, *Gli anni difficili: dalla crisi finanziaria alle nuove sfide per  
l'economia*, il Mulino, Bologna, 2018.

D. ZAOTTINI, M BOSCHI, *La riforma del Trattato istitutivo del Meccanismo  
europeo di stabilità*, “Servizio studi del Senato”, dossier n.187 del 2019.

#### SITOGRAFIA

<https://www.esm.europa.eu/>

<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

<https://www.consilium.europa.eu/en/>

<https://www.lavoce.info/>