

Il Mes: un'offerta che l'Italia non può e non deve rifiutare

Di Luca Fava e Carlo Stagnaro

1. Introduzione

La politica italiana da settimane si divide attorno all'opportunità di chiedere l'intervento del Meccanismo europeo di stabilità (Mes) per finanziare parte delle spese straordinarie legate all'emergenza coronavirus. I favorevoli sostengono che, in tal modo, il nostro paese potrebbe avere accesso a una linea di credito estremamente conveniente, alleggerendo in tal modo la pressione sui mercati. I contrari temono che *ex post* possano essere introdotte delle condizioni capestro, tali da menomare la nostra sovranità nazionale. Chi ha ragione?

In questo *Briefing Paper* intendiamo mostrare che il nostro paese ha ogni interesse a utilizzare le risorse messe a disposizione dal Mes. Questo per una varietà di ragioni: il finanziamento avrà un costo decisamente inferiore rispetto alle alternative; l'Italia gioca un ruolo determinante all'interno della *governance* del Mes; rifiutando queste risorse, si rischia di dare l'impressione di un Governo ostaggio dei veti incrociati tra i partiti, e incapace di prendere decisioni razionali; anche alla luce della sentenza della Corte costituzionale tedesca sulla legittimità delle politiche non convenzionali della Banca centrale europea, è imperativo mostrare che gli interventi di Francoforte rispondono a solide valutazioni costi-benefici e non ai capricci degli Stati membri. Quest'ultimo punto, in particolare, dovrebbe essere tenuto in conto da Roma, in quanto l'Italia è tra i massimi beneficiari dell'attuale conduzione della Bce.

Questo studio si divide in cinque parti. Nella sezione 2 dopo l'Introduzione, illustreremo le origini, le caratteristiche e la storia del Mes. Nella sezione 3, ci soffermeremo sulle innovazioni più recenti che, nell'ambito della strategia europea di contrasto agli effetti economici del Covid-19, hanno rilassato o eliminato le condizionalità previste per l'erogazione dei prestiti. Successivamente, dopo aver descritto la struttura e le esigenze del debito pubblico italiano, svilupperemo una stima del costo dei finanziamenti Mes e la confronteremo con uno scenario controfattuale in cui l'Italia deve cercare sul mercato le risorse di cui ha bisogno. La quinta sezione riassume e conclude, anche alla luce della decisione della Consulta tedesca che richiede all'Eurotower di rispettare il principio di proporzionalità nel ricorso a politiche di Quantitative Easing, in relazione a quanto fatto dal 2015 in avanti.

KEY FINDINGS

- Il Meccanismo europeo di stabilità (Mes) è stato creato nel 2012 per sostenere gli Stati membri dell'eurozona temporaneamente impossibilitati a finanziarsi sul mercato;
- L'Italia è il terzo azionista del Mes e ha di fatto il diritto di veto su qualunque decisione presa in condizioni di emergenza;
- Il nuovo programma in corso di adozione non prevede alcuna condizionalità, tranne l'obbligo di destinare i finanziamenti raccolti tramite il Mes alle spese sanitarie anti-coronavirus;
- Per far fronte all'emergenza, l'Italia dovrà affrontare spese eccezionali che potrebbero portare il rapporto debito/Pil oltre il 160%;
- Grazie al Mes, l'Italia potrebbe accedere a un finanziamento dell'ordine di 36 miliardi di euro a costo circa zero;
- Stimiamo che, a parità di altri elementi, questo potrebbe determinare un risparmio annuo tra 500 e 600 milioni di euro per circa 10 anni.

Luca Fava è analista finanziario, laurea in Economia della Banca, Borsa e Assicurazioni presso l'Università di Genova.

Carlo Stagnaro è direttore dell'Osservatorio sull'economia digitale dell'Istituto Bruno Leoni.

2. Cosa è e come funziona il MES

2.1. Le origini del MES

Il Meccanismo europeo di stabilità è stato istituito nel 2012 con un trattato intergovernativo¹, al di fuori quindi del quadro giuridico della Ue. La sua funzione fondamentale è concedere, sotto determinate condizioni, assistenza finanziaria ai paesi membri dell'Unione Europea che – pur avendo un debito pubblico in sé sostenibile – trovino temporanee difficoltà nel ri-finanziarsi sul mercato dei capitali. La condizionalità applicata per ricevere le risorse varia a seconda della natura della forma tecnica utilizzata: per i prestiti assume la forma di un programma di aggiustamento macroeconomico, specificato in un apposito memorandum; un'applicazione meno stringente è applicata nel caso di concessioni di linee di credito precauzionali, destinate a paesi in buone condizioni economiche e finanziarie ma colpiti da shock avversi. Le origini della condizionalità derivano da una risoluzione del Parlamento europeo del 23 marzo 2011 dove viene specificato come la concessione di assistenza finanziaria – nell'ambito del meccanismo di stabilità per gli Stati membri – debba prevedere una "rigorosa condizionalità".

Nel corso del 2018 la Commissione Europea ha iniziato un percorso di modifica dello Statuto presentando una proposta di regolamento al fine di integrare il Mes nell'ordinamento istituzionale dell'Unione Europea, trasformandolo di fatto in un Fondo monetario europeo. L'istituzione di un meccanismo permanente di stabilità dell'area euro è infatti esplicitamente prevista dall'articolo 136 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (Tfue)², secondo cui gli Stati membri la cui moneta è l'euro possono istituire un meccanismo da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme. La proposta della Commissione non ha, tuttavia, trovato un accordo sulla trasformazione dell'organismo. L'Eurogruppo del 13 giugno 2019 e, successivamente, il Vertice del 21 giugno hanno portato a una diversa soluzione che prevede una revisione del Trattato istitutivo del Mes.

2.2. Governance, capitale e principali azionisti

Il Mes è guidato da un Consiglio dei Governatori composto dai 19 Ministri delle finanze dell'area dell'euro. Il Consiglio assume all'unanimità tutte le principali decisioni (incluse quelle relative alla concessione di assistenza finanziaria e all'approvazione dei memorandum d'intesa con i Paesi che la ricevono). Il Mes può operare a maggioranza qualificata dell'85% del capitale qualora, in caso di minaccia per la stabilità finanziaria ed economica dell'area dell'euro, la Commissione europea e la Bce richiedano l'assunzione di decisioni urgenti in materia di assistenza finanziaria.

Il Meccanismo europeo di stabilità ha un capitale sottoscritto pari a 704,8 miliardi, di cui – a oggi – sono stati versati 80,5 miliardi; la sua capacità di prestito ammonta a 500 miliardi. L'Italia ha sottoscritto il capitale del Mes per 125,3 miliardi, versandone oltre 14. Siamo il terzo Paese per numero di quote del capitale (17,7%), dopo la Germania, che ne ha sottoscritte per 190 miliardi di euro, di cui 21,7 effettivamente versati (26,9% del totale), e la Francia, con 142 miliardi di euro, di cui 16,3 effettivamente versati (20,2% del totale). I diritti di voto dei membri del Consiglio sono proporzionali al capitale sottoscritto dai rispettivi paesi. Germania, Francia e Italia hanno diritti di voto superiori al 15% e possono quindi

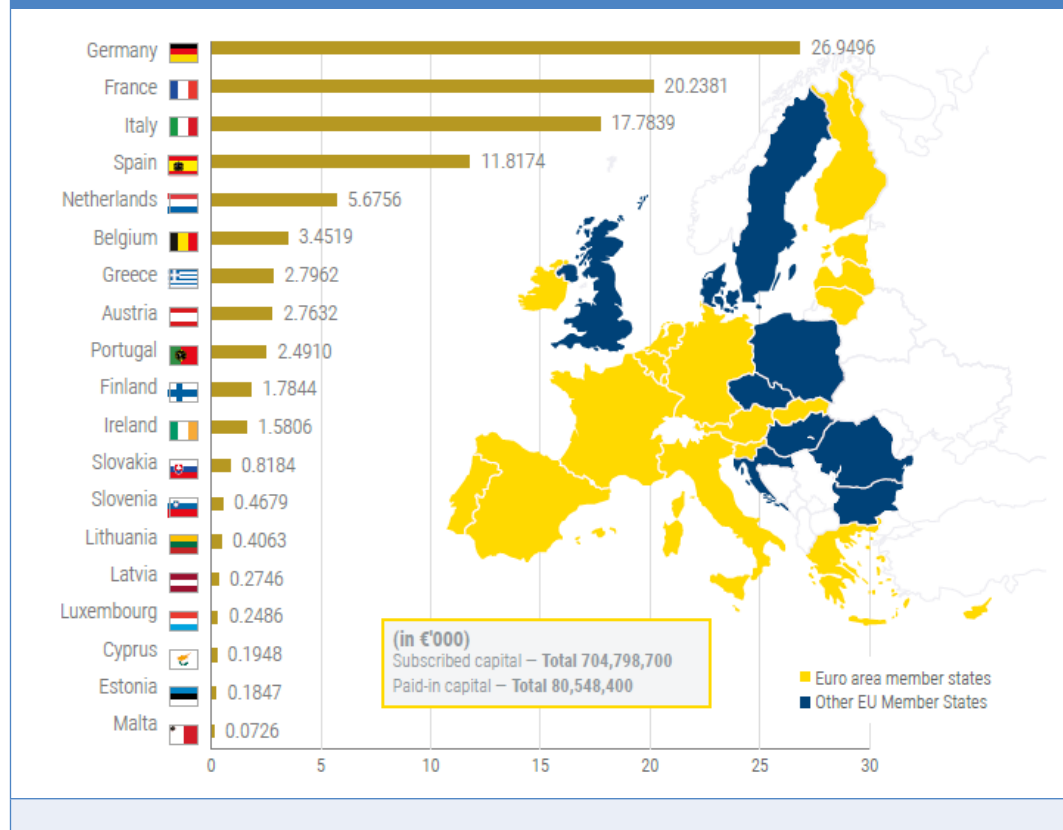
1 https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/20150203_-_esm_treaty_-_it.pdf

2 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011IP0103&from=EN>

porre il veto anche sulle decisioni prese in condizioni di urgenza (Figura 1).

FIGURA 1

Gli azionisti del MES



2.3. Obiettivo e strumenti

Obiettivo del Mes è la salvaguardia della stabilità finanziaria della zona euro e dei suoi Stati membri. A tale scopo il meccanismo può intervenire per fornire un sostegno alla stabilità dei Paesi aderenti che si trovino in gravi difficoltà finanziarie o ne siano minacciati. In particolare, il Meccanismo può:

- fornire assistenza finanziaria precauzionale a uno Stato membro sotto forma di linea di credito condizionale precauzionale o sotto forma di linea di credito soggetto a condizioni rafforzate (*Eccl, Enhanced Conditions Credit Line*);
- concedere assistenza finanziaria a un membro ricorrendo a prestiti con l'obiettivo specifico di sottoscrivere titoli rappresentativi del capitale di istituzioni finanziarie dello stesso Paese membro;
- concedere assistenza finanziaria a un membro ricorrendo a prestiti non connessi a uno specifico obiettivo;
- acquistare titoli di debito degli Stati membri in sede di emissione e sul mercato secondario.

I prestiti vengono caratterizzati da un'adeguata remunerazione che, seppur significativamente inferiore rispetto a quella che il Paese in difficoltà offrirebbe sul mercato, deve garantire: la copertura dei costi operativi, il costo del finanziamento e avere un margine di sicurezza. Gli eventuali profitti realizzati dalla gestione finanziaria verranno distribuiti in

forma di dividendi, in proporzione alla quota di partecipazione al capitale. E' importante ricordare come i prestiti del Mes fruiscano dello status di creditore privilegiato in modo analogo a quelli del Fondo monetario internazionale (a cui sono subordinati). Sul piano delle risorse a disposizione, oltre al capitale sottoscritto dagli Stati aderenti, il Mes ha la possibilità di raccogliere fondi emettendo strumenti del mercato monetario (note fino a 18 mesi) e strumenti finanziari di debito a medio e lungo termine (scadenza massima 30 anni).

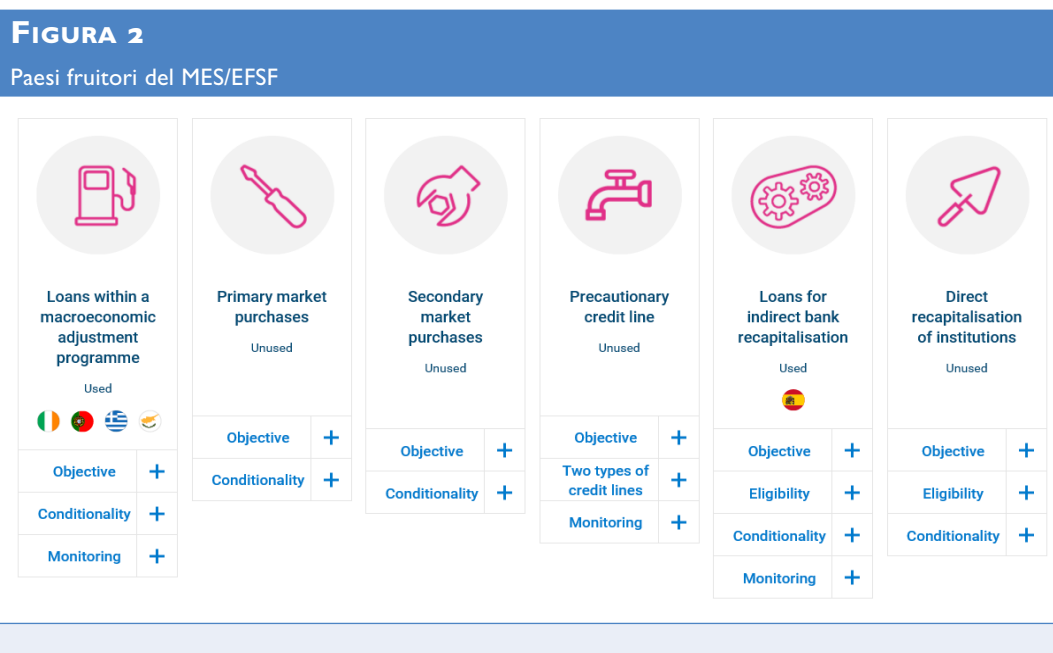
2.4. Come si attiva

L'articolo 13 del Trattato³ definisce la procedura per l'attivazione di tali strumenti di sostegno. E' previsto come ogni strumento sia commisurato alla definizione di condizioni proporzionate all'impegno richiesto; le condizioni di accesso sono elaborate attraverso un percorso negoziale che coinvolge lo Stato in difficoltà e la Commissione Europea nella stipula di un protocollo d'intesa (*memorandum of understanding, MoU*).

Prima di definire il protocollo, la Commissione, di concerto con la Bce, valuta la sostenibilità del debito pubblico dello Stato. In determinati casi è prevista anche la possibilità di integrare la capacità di prestito del Mes attraverso la partecipazione del Fmi alle operazioni di assistenza finanziaria. *Al termine del periodo della concessione del prestito, la Commissione europea e la Bce eseguono missioni di controllo ex-post per valutare se lo Stato che ha beneficiato dell'assistenza finanziaria continui ad attuare politiche di bilancio sostenibili e se sussista il rischio che non sia in grado di rimborsare i prestiti ricevuti.*

2.5. Chi lo ha già attivato

Nel corso degli ultimi dieci anni i Paesi che hanno usufruito del Mes e/o del suo predecessore Efsf (*European financial stability facility*) sono cinque: Grecia (204 mld), Spagna (41,3 mld), Portogallo (26,2 mld), Irlanda (17,7 mld) e Cipro (9 mld), ricevendo complessivamente 298,2 miliardi di prestiti (Figura 2).



In realtà la Grecia, nonostante abbia ricevuto l'importo maggiore, va esclusa dal novero dei Paesi beneficiari perché lo stesso meccanismo europeo di stabilità ha totalmente ereditato la posizione dal suo predecessore Efsf che aveva regole di ingaggio diverse. E' opportuno inoltre ricordare come il caso Grecia sia scoppiato nell'ottobre del 2009, all'indomani dell'insediamento del governo Papandreu, con la rivelazione alla comunità finanziaria della falsificazione dei dati di bilancio dei conti pubblici. Il resto è storia.

Il basso costo del prestito, 0,76% secondo gli ultimi dati relativi ai costi medi, ha permesso agli Stati di utilizzare un bazooka aggiuntivo di liquidità per sistemare le finanze pubbliche (Portogallo e Irlanda) o il sistema bancario nazionale (Spagna). La recente storia bancaria italiana, caratterizzata da un processo lungo e oneroso di smaltimento di crediti deteriorati, ci insegna inoltre come nel 2012 la scelta di non utilizzare il Mes per ricapitalizzare il sistema si sia rivelata un errore strategico. Il processo di de-risking richiesto dalla Banca Centrale Europea ha limitato il flusso di credito bancario verso l'economia reale, limitando la crescita del nostro prodotto nazionale.

3. Il MES senza condizionalità

3.1. Il pandemic credit support

Il pacchetto di misure economiche per il COVID-19, definito *Pandemic Credit Support*, annunciato dall'Eurogruppo il 9 aprile, introduce importanti novità per gli strumenti che l'Europa mette a disposizione dei Paesi membri. I quattro punti principali sono:

- istituzione del fondo *SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency)* della Commissione Europea per sostenere i meccanismi di sicurezza sociale: una cassa integrazione europea;
- creazione di una specifica linea di credito/prestito del Mes senza condizionalità, offerta per aiutare i governi a finanziare la spesa sanitaria legata alla pandemia;
- un fondo europeo di garanzia che supporta la Banca europea degli investimenti a finanziare progetti di investimento in infrastrutture e sanità;
- un quarto elemento del pacchetto, il cosiddetto *Recovery Fund*, discusso successivamente il 23 aprile in sede di riunione dei capi di Stato, con struttura e condizioni ancora da definire.

3.2. La Pandemic Credit Line del Mes: un'offerta che non si può rifiutare

La grande novità sulla condizionalità. Il Mes metterà a disposizione dei Paesi membri una linea di credito basata sul modello *Eccl*, con una modifica sostanziale rispetto al regolamento standard: vengono eliminate tutte le condizionalità per avere accesso al prestito. Allo stesso tempo viene introdotto un vincolo di scopo sul finanziamento: le risorse finanziarie devono essere utilizzate per finanziare le spese (dirette e indirette) sanitarie di cura e prevenzione per la pandemia. Viene quindi creata una nuova linea di credito senza condizionalità, qui definita la *Pandemic Credit Line*.

Si tratta di una modifica che potremmo definire storica, una modifica che innova radicalmente – per non dire che contraddice – il regolamento stesso del Mes. Come ricordato, la *Eccl* implicherebbe, infatti, la negoziazione di un programma per rimediare agli squilibri macroeconomici attraverso la sottoscrizione di un protocollo d'intesa (*memorandum of understanding*). Allo stesso tempo rimane la fase di analisi di sostenibilità del debito che

dovrebbe comunque essere gestita in forma semplificata. La linea di credito può arrivare al 2% del Pil del paese alla fine del 2019 (circa 36 miliardi per l'Italia). La linea di credito sarà disponibile finché ci sarà l'emergenza sanitaria. Nella fase successiva di tiraggio del prestito, gli Stati dell'area euro si impegneranno a rafforzare i fondamentali economici e finanziari ⁴ in coerenza con l'attuale *policy* dell'Unione Europea. Ovvero, dopo il superamento dell'emergenza, gli Stati beneficiari saranno comunque soggetti all'obbligo di rispettare il Patto di Stabilità e Crescita⁵. Tuttavia, la Commissione ha chiarito che l'unico vincolo per l'accesso alle risorse del Mes è relativo alla loro destinazione – che deve essere collegata al contratto all'epidemia – mentre ogni altro requisito non è, in questa circostanza, applicabile. Per dare forza a tale posizione, il Commissario per gli Affari economici, Paolo Gentiloni, e il Vicepresidente, Valdis Dombrovskis, hanno inviato una serie di proposte in tal senso al presidente dell'Eurogruppo, Mario Centeno, accompagnandola con una lettera dai toni quanto mai espliciti. Nella lettera, hanno enfatizzato la natura “esterna e simmetrica” dello shock da coronavirus, e hanno parimenti sottolineato che la nuova linea di credito è uno strumento “*una tantum* e di natura temporanea”. Alla luce di ciò, hanno sollecitato l'approvazione dell'Eurogruppo su un programma che, tra l'altro, prevede che “vista la portata specifica e limitata del Pandemic Crisis Support, e date le circostanze della crisi del Covid-19, la Commissione non vede ragione per l'attivazione” delle condizionalità e delle modalità di sorveglianza macro-economica che sono state pensate “per affrontare le difficoltà interne”.⁶

Appare quindi evidente come per l'Italia l'eventuale sottoscrizione della *Pandemic Credit Line* del Mes rappresenti un'alternativa efficace per finanziare le spese dell'emergenza sanitaria. Inoltre, date le attuali condizioni di mercato (*spread* titoli italiani sopra i 200 punti base), la linea di credito del Mes rappresenti anche uno strumento efficiente di gestione del debito pubblico. Questo secondo aspetto rende l'alternativa presentata dall'Unione Europea un'offerta che il nostro Paese non può, e sotto certi aspetti che vedremo in seguito non deve, rifiutare.

4. Un'analisi del mercato dei Titoli di Stato nell'epoca Covid 19 – Tasso e costi del prestito (simulazione)

4.1. La situazione del Debito Pubblico Italia

Al 31 dicembre del 2019 il debito delle Amministrazioni pubbliche era pari a 2.409 miliardi, di cui 2 miliardi di titoli di Stato. Secondo le stime (conservative) contenute nel Documento di economia e finanza, nel corso del 2020 crescerà dal 134,8% del Pil al 155,7%: tenendo

4 <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2020/04/09/report-on-the-comprehensive-economic-policy-response-to-the-covid-19-pandemic/>

5 Il patto di stabilità e di crescita rientra nel contesto della terza fase dell'Unione economica e monetaria. Richiede il rispetto di alcuni parametri di bilancio e ruota attorno a due cardini: il deficit pubblico (cioè la differenza tra entrate e uscite, comprese le spese per interessi) non deve superare il 3% del Pil; il debito pubblico non deve superare il 60% del Prodotto interno lordo. La maggior parte dei Paesi membri sono molto lontani da quest'ultimo parametro. Ecco perché il Patto di stabilità prevede, in alternativa, la necessità di dimostrare “un calo a un ritmo soddisfacente”. Significa che “il divario tra il livello del debito di un Paese e il riferimento del 60% deve essere ridotto di un ventesimo all'anno”, calcolato come media di un triennio.

6 https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-financial-assistance/loan-programmes/european-stability-mechanism-esm_en

conto dell'attesa riduzione del reddito nazionale, significa un incremento – in valore assoluto – di circa 178 miliardi, per arrivare a un totale di 2.586 miliardi di euro.⁷ Se invece si prendono in considerazione le più realistiche previsioni di primavera della Commissione europea, il rapporto col Pil potrebbe arrivare al 158,9 per cento, seppure a fronte di una maggiore contrazione del Pil (-9,5% secondo la Commissione, -8,0% secondo il Def).⁸

Per effetto dei programmi di acquisto della Banca Centrale Europea, la Banca d'Italia (braccio operativo dell'Eurotower) è diventata una dei principali detentori con una quota ormai prossima al 20%. Tale cifra è evidentemente destinata a salire con il lancio del nuovo programma di BCE (PEPP, *Pandemic Emergency Purchase Programme*). Le Figure 3 e 4 illustrano questi dati.

FIGURA 3

Detentori del debito pubblico italiano

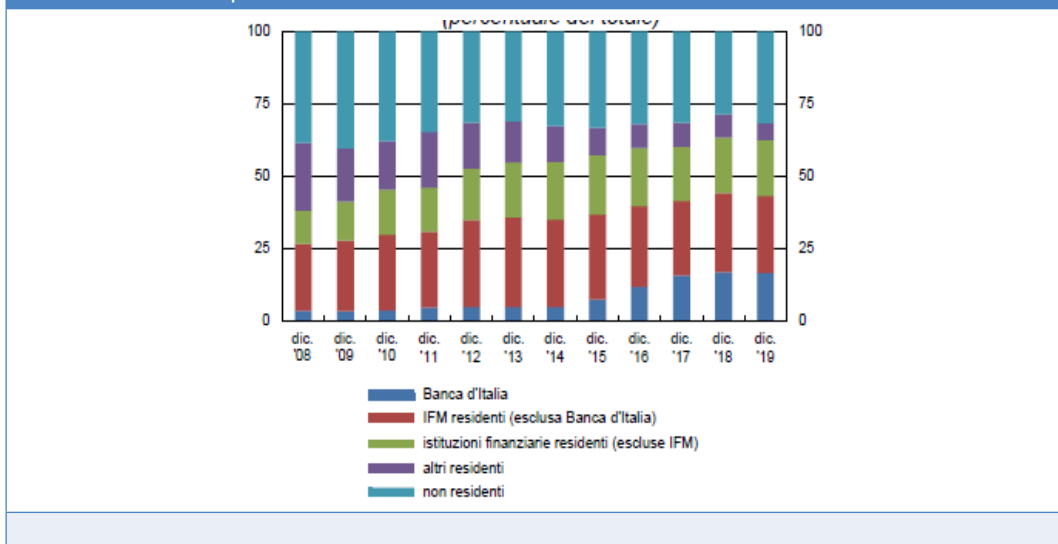
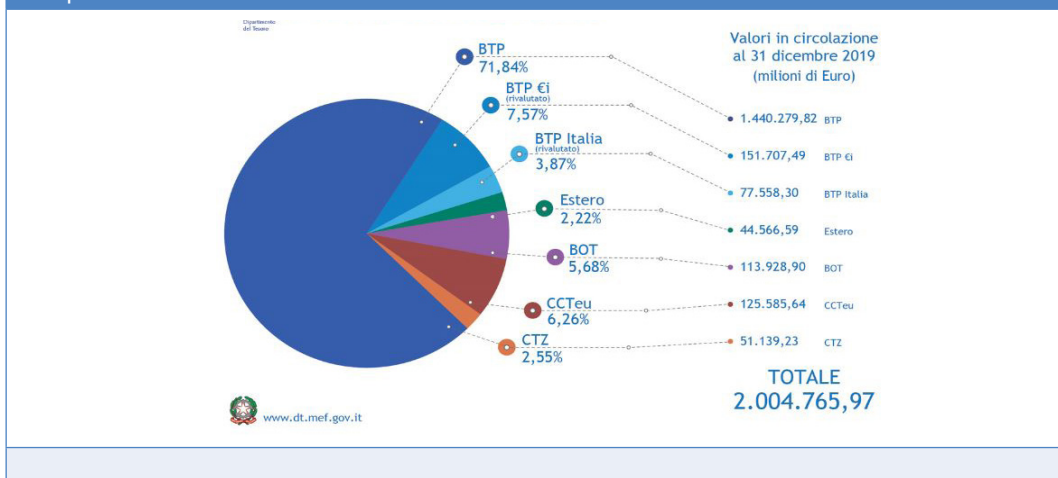


FIGURA 4

Composizione dei titoli di Stato italiani



Nel corso degli ultimi anni, grazie principalmente a un crollo dei tassi di mercato e alle ini-

7 <http://www.mef.gov.it/inevidenza/Approvato-il-DEF-2020-ripartire-dopo-lemergenza/#nota3>

8 https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/en/ip_20_799/IP_20_799_EN.pdf

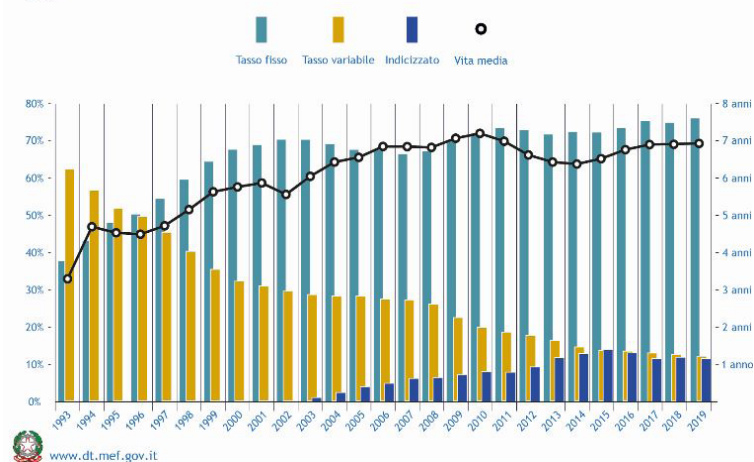
ziative della Banca Centrale Europea, il costo medio all'emissione dei Titoli di Stato è sceso in maniera significativa. Abbiamo registrato il minimo nel 2016 a 0,55% per poi rivedere una risalita del tasso (attorno all'1% nel 2019) a causa dell'allargamento dello *spread*. La vita media del nostro debito è pari a 7 anni (Figure 5 e 6).

FIGURA 5

Costi medi all'emissione dei titoli di Stato

**FIGURA 6**

Evoluzione della struttura del debito pubblico italiano e vita media



Nel 2020 le emissioni a medio lungo termine del Tesoro (quindi escludendo i Bot) saranno finalizzate alla copertura dei titoli a medio lungo termine in scadenza, che saranno pari a circa 202 miliardi di euro, e del fabbisogno del settore statale, che alla luce degli ultimi sviluppi attinenti alla sessione di bilancio in Parlamento, dovrebbe aggiungere almeno altri 45 miliardi di euro⁹.

L'analisi della struttura del debito italiano unita all'ingente volume di titoli che verranno piazzati

⁹ http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_publico/presentazioni_studi_relazioni/Linee_Guida_della_Gestione_del_Debito_Pubblico_-_Anno_2020.pdf

zati sul mercato evidenziano come, oggi più che mai, la gestione operativa del debito pubblico sia diventata un fattore determinante per le casse dello Stato. Una efficiente gestione del *roll-over* dei titoli in scadenza e dell'emissione di nuovi benchmark, anche attraverso strumenti diversi messi a disposizione dall'Unione Europea, appare quindi un passaggio doveroso. Il peso del debito per le nuove generazioni viene deciso oggi. Anche prendendo per buone le previsioni più ottimistiche, ci vorranno anni per vedere il rapporto debito / Pil rientrare entro le soglie di guardia. Vale la pena sottolineare che proprio la dimensione del nostro debito rappresenta non solo un costante fattore di rischio, ma anche la principale ragione per cui – perfino in un contesto come quello dell'epidemia – il nostro paese dispone di uno spazio fiscale relativamente limitato. E' dunque imperativo prestare attenzione sia al lato della spesa, sia alle modalità di finanziamento, per evitare di indebolire ulteriormente il paese a fronte dei possibili shock futuri.

La volatilità del mercato dallo scoppio della pandemia (febbraio 2020) sta complicando non poco il lavoro del Tesoro. Nella primissima parte dell'anno, nell'area euro, abbiamo assistito a una frenetica attività di collocamento tramite procedura sindacato sul mercato primario: gli Stati dell'eurozona – per far fronte all'extra fabbisogno di liquidità utilizzato per le misure di sostegno all'economia – hanno piazzato diverse emissioni con scadenze medio-lunghe. Molto spesso i collocamenti sono avvenuti a rendimenti "generosi". Nello specifico Italia e Spagna hanno dovuto offrire un premio elevato rispetto alle emissioni già presenti sul mercato. La diretta e auspicata conseguenza è stata quella di attirare una domanda molto forte che ha superato, nel caso delle emissioni sindacate del mese di aprile per l'Italia, i 100 miliardi e ha permesso al Tesoro di incassare ben 16 miliardi di liquidità (10 miliardi di raccolta a 5 anni e 6 miliardi di raccolta a 30 anni). La mossa del Tesoro ha una chiave di lettura semplice: le casse dello Stato hanno necessità di fare nuova raccolta (non c'erano titoli in scadenza). Il modo per attrarre domanda ed evitare possibili reazioni negative del mercato (domanda bassa e volatilità in un mercato ancora sotto stress per la pandemia) è quello di offrire un premio attraente agli investitori. Questo ha creato però uno spiacevole effetto collaterale: l'allargamento dei rendimenti degli altri titoli sul mercato secondario che immediatamente si sono allineati. Raccogliere nuova liquidità c'è quindi costato molto. Non solo gli interessi passivi annui delle due emissioni (pari al 3,13% per 30 anni e 1,31% per 5 anni). A conferma di come il Tesoro stia cercando di attirare capitali utilizzando la leva del premio, il Ministero dell'Economia ha comunicato come la prossima emissione del Btp Italia (metà maggio 2020), godrà di un premio fedeltà pari all'8 per mille.

In questo contesto di mercato vale la pena ripetere operazioni del genere? Alla luce dell'introduzione della nuova linea di credito messa a disposizione dal Mes la risposta appare semplice: no! Se la linea fosse già stata attiva avremmo evitato di piazzare sul mercato titoli della Repubblica Italiana con un premio così consistente e allo stesso tempo non avremmo alzato il costo medio del nostro debito. La linea di credito del Mes permetterebbe infatti di non appesantire il già affollato calendario di emissioni del Tesoro.

Per una migliore gestione del debito, ancora una volta, viene ribadito come l'Italia non possa permettersi di rifiutare la *Pandemic Credit Line* del MES.

4.2. Quanto ci costerebbe il prestito con il MES?

Sebbene la forma tecnica con cui attivare la *Pandemic Credit Line* non sia ancora stata definita, le operazioni in essere con altri Paesi ci permettono di ipotizzare il costo (interessi +

commissioni) che l'Italia dovrà sostenere. A tal riguardo la sezione *Pricing Policy* del Mes¹⁰ definisce i parametri base. Il costo include: una *commitment fee*, che copre il *cost of carry* fra la raccolta dei fondi e l'esborso, la *service fee* per la copertura dei costi di struttura del Mes (0,50% dell'ammontare massimo di ogni singolo tiraggio della linea, poi 0,05% di ogni utilizzo, meno quanto anticipato), un *margin* di 0,35% sugli acquisti di titoli nel mercato primario e di 0,10% sui prestiti, più il *base rate*, cioè il costo della raccolta del Mes stesso. La politica commissionale può essere modificata dal Consiglio del Mes all'unanimità (art. 5.6 del Trattato).

Come primo passaggio calcoliamo il *base rate*. Nei grafici qui sotto viene rappresentato il diverso costo della raccolta per il Mes rispetto all'Italia¹¹. Esso non è mai stato così economico: su un'emissione a dieci anni il rendimento offerto al mercato sarebbe pari a zero. Per un'emissione a 5 anni addirittura negativo, e pari a -0,30%. Numeri completamente diversi per l'Italia, dove sulla scadenza a 10 anni i rendimenti sono in area 1,80%¹² (Figura 7).

FIGURA 7

Rendimento emissioni del MES (a sinistra) e delle emissioni italiane (a destra)

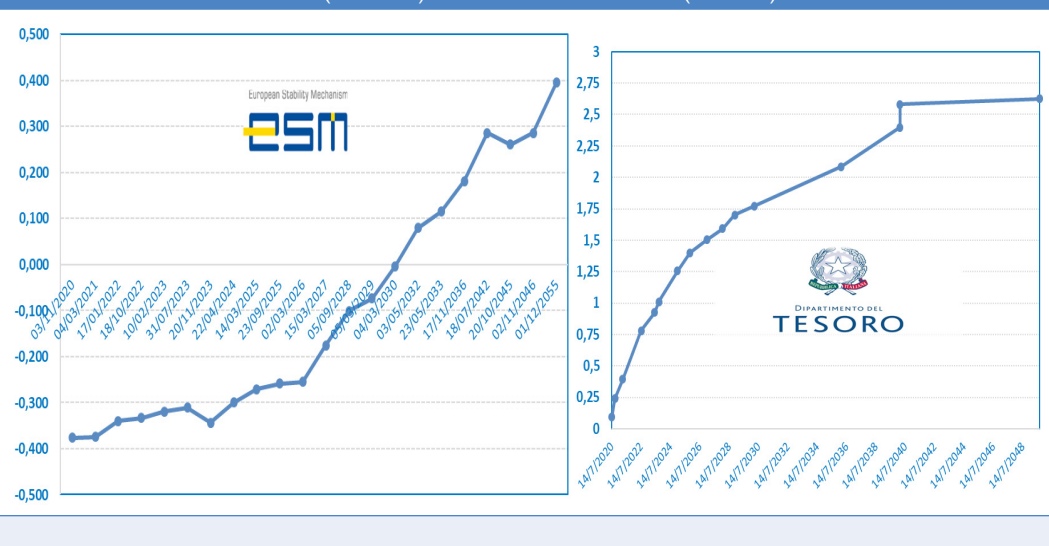


TABELLA 1

Ipotesi rendimento emissione benchmark per Italia e MES
(mercato secondario + premio emissione) e Delta

SCADENZA	RENDIMENTO %		DELTA in BPS
	ITALIA	MES	
5y	1,255	-0,2590	151,40
10y	1,754	-0,003	175,74
15y	2,072	0,180	189,20
			172,11
			DELTA MEDIO

Il *base rate* potrebbe quindi essere un tasso negativo se l'emissione avvenisse alle attuali

10 https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/20141208_esm_pricing_policy.pdf

11 Curva dei titoli emessi dal MES, mercato secondario alla data del 27/04/2020

12 Curva dei titoli benchmark emessi dall'Italia, mercato secondario alla data del 27/04/2020

condizioni di mercato. Dal momento che per le operazioni precedenti avvenute con Spagna, Irlanda e Grecia sono state sottoscritte tranche di prestiti con diverse scadenze, al fine del nostro calcolo ipotizziamo, per l'Italia, tre tranche con scadenza rispettivamente 5, 10 e 15 anni (la scadenza massima è 30 anni). La vita media per il nostro prestito da 36 miliardi di euro sarà dunque 10 anni e i *base rate* da applicare quelli in Tabella 1.

Il delta medio del costo del finanziamento tra Mes e Italia è così pari a 172 punti base.

Il Consiglio Europeo – in data 8 maggio¹³ – ha pubblicato ulteriori specifiche sulle condizioni economiche del prestito: la commitment fee viene abbassata da 0,50% a 0,25%, il limite massimo per ogni linea di credito vede una riduzione a 10 anni.

Con una commitment fee dello 0,25% (spalmata per gli anni del prestito), una service fee dello 0,05% ed un margine del 0,10% il costo complessivo del Mes (interessi + commissioni) sarebbe un numero vicino allo 0%. Dettaglio nella tabella.

TABELLA 2

Costo stimato nel caso di ricorso al MES

COSTO TOTALE ANNUO	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
0,18%	TRANCHE UNICA									

Il risparmio per lo Stato italiano, con l'attivazione MES al posto di nuove emissioni per la Repubblica per importo di euro 36 miliardi complessivi, sarebbe di 567 milioni di euro all'anno di interessi e su arco di finanziamento circa 5,7 miliardi di euro. Per semplicità si è ipotizzata un'unica tranche, tuttavia è verosimile che il prestito venga frazionato per importo e diversificato per scadenze: il MES non può infatti raccogliere 36 miliardi sul mercato con un'unica emissione. Allo stesso tempo, data la curva attuale dei rendimenti dello stesso MES, è conservativo applicare un costo della raccolta sulla scadenza massima dei 10 anni. A titolo di confronto, si tratta di una cifra superiore a quella necessaria a rifornire di mascherine chirurgiche gli studenti di tutte le scuole italiane di ogni ordine e grado per l'anno scolastico 2020/21, stimata in circa mezzo miliardo di euro.¹⁴

5. Il MES non può aspettare: giudizio corte costituzionale tedesca su acquisti BCE

Mentre l'Italia si interroga su come comportarsi di fronte al Mes, il 4 maggio è arrivato l'atteso verdetto della Corte costituzionale tedesca, relativo alla legittimità delle operazioni di acquisto del debito pubblico da parte della Bundesbank (per conto della Bce) nell'ambito del *Quantitative Easing*. I toni sono aspri, le richieste sembrano un vero e proprio ultimatum alla Bce. La Corte giudica ammissibile il QE ma intima: chiarimenti entro tre mesi sulla proporzionalità degli interventi o la Bundesbank non comprerà più titoli e dovrà vendere quelli finora acquistati. Il verdetto produce sia effetti negativi immediati (allargamento *spread* per titoli della periferia e conseguente possibili maggiori oneri in sede di nuove emissioni di de-

¹³ <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2020/05/08/eurogroup-statement-on-the-pandemic-crisis-support/>

¹⁴ Gianna Fregonara, "Le classi entreranno ogni 15 minuti Corridoi divisi, corsi nelle palestre", *Corriere della sera*, 8 maggio 2020.

bito da parte dell'Italia) sia una pericolosa battuta di arresto del clima costruttivo intorno al progetto di collaborazione tra i paesi membri dell'Unione Europea, anche se per certi versi obbliga a riconciliare forma e sostanza dell'integrazione europea.¹⁵

Nel dettaglio la Corte Costituzionale tedesca conferma come il *Quantitative Easing* rispetti le leggi federali della Germania (quindi non costituisce monetizzazione del debito) ma richiede alla Bce, entro tre mesi, di dimostrare che gli obiettivi di politica monetaria perseguiti dal programma di acquisto di titoli pubblici non siano sproporzionati rispetto alle conseguenze di politica fiscale ed economica derivanti dal programma. Dopo questo periodo, se il consiglio direttivo della Bce non avrà dimostrato tale proporzionalità, la Bundesbank non potrà più partecipare all'implementazione del programma di acquisto titoli istituito nel 2015 (*Public Sector Purchase Programme*)¹⁶, e si vedrà costretta a cedere i titoli nel proprio portafoglio.

Il Consiglio della BCE, in un comunicato stampa, ha preso nota della decisione ma ha ribadito la propria indipendenza. Ha inoltre sottolineato come proseguirà a fare qualunque cosa necessaria – all'interno del mandato – per garantire la stabilità dei prezzi all'interno tutti i Paesi dell'Eurozona. In questo contesto è opportuno ricordare come il *Pspp* al momento pesi per circa un quarto di tutti gli acquisti Bce e come la stessa banca centrale possa liberamente agire incrementando la quantità di acquisti sotto il nuovo programma "anti-Covid19", al momento non oggetto di alcuna disputa. La sentenza non limita e non dovrebbe limitare la potenza di fuoco della Bce, anche se il conseguente clima di incertezza non aiuta a sostenere i Paesi più colpiti dalla crisi. E' dunque doppiamente importante, alla luce di questi sviluppi, che l'Italia mostri di essere consapevole della condizione in cui si trova e faccia un uso saggio di tutte le opportunità esistenti.

L'analisi della struttura del prestito e la stima del suo costo sarebbero elementi più che sufficienti a valutare positivamente la sottoscrizione di un prestito con il Mes. L'eliminazione delle clausole di condizionalità permette di valutare favorevolmente lo strumento anche da un punto di vista politico. Inoltre la storia recente dell'industria bancaria europea conferma il vantaggio strategico/competitivo legato alla sottoscrizione di un prestito di emergenza a condizioni molto favorevoli: paesi come Spagna e Irlanda hanno in passato sfruttato la linea del Mes, ristrutturazione del settore bancario con pulizia dei bilanci da crediti deteriorati, per liberare risorse a vantaggio dell'economia reale. Nelle attuali condizioni di mercato l'Italia non può permettersi di rispondere ancora una volta passo: lo insegna la storia recente, lo deve alle future generazioni. Con un rapporto debito/pil proiettato a valori intorno o superiori al 160% per il 2020, non sottoscrivere 36 miliardi di linea di credito a costo "zero" significherebbe – ancora una volta – scaricare sulle spalle delle future generazioni tutto il peso del sistema Italia.

15 <http://www.brunoleoni.it/sara-il-tribunale-costituzionale-tedesco-a-salvare-l-eurozona>

16 Nell'ambito del PSPP le banche centrali nazionali acquistano sul mercato secondario titoli pubblici del proprio paese, con rischio interamente a carico del bilancio dell'Istituto. Per gli acquisti effettuati direttamente dalla BCE in titoli di Stato e per gli acquisti di titoli emessi da entità europee sovranazionali, che complessivamente rappresentano il 20 per cento del totale PSPP, vige il principio della condivisione dei rischi tra le banche centrali nazionali dell'Eurosistema in base alla propria quota capitale. https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_joi_2015_121_r_0007_it_txt.pdf

Chi Siamo

L'Istituto Bruno Leoni (IBL), intitolato al grande giurista e filosofo torinese, nasce con l'ambizione di stimolare il dibattito pubblico, in Italia, promuovendo in modo puntuale e rigoroso un punto di vista autenticamente liberale. L'IBL intende studiare, promuovere e diffondere gli ideali del mercato, della proprietà privata, e della libertà di scambio. Attraverso la pubblicazione di libri (sia di taglio accademico, sia divulgativi), l'organizzazione di convegni, la diffusione di articoli sulla stampa nazionale e internazionale, l'elaborazione di brevi studi e briefing papers, l'IBL mira ad orientare il processo decisionale, ad informare al meglio la pubblica opinione, a crescere una nuova generazione di intellettuali e studiosi sensibili alle ragioni della libertà.

Cosa Vogliamo

La nostra filosofia è conosciuta sotto molte etichette: "liberale", "liberista", "individualista", "libertaria". I nomi non contano. Ciò che importa è che a orientare la nostra azione è la fedeltà a quello che Lord Acton ha definito "il fine politico supremo": la libertà individuale. In un'epoca nella quale i nemici della libertà sembrano acquistare nuovo vigore, l'IBL vuole promuovere le ragioni della libertà attraverso studi e ricerche puntuali e rigorosi, ma al contempo scevri da ogni tecnicismo.

I Briefing Paper

I "Briefing Papers" dell'Istituto Bruno Leoni vogliono mettere a disposizione di tutti, e in particolare dei professionisti dell'informazione, un punto di vista originale e coerentemente liberale su questioni d'attualità di sicuro interesse. I Briefing Papers vengono pubblicati e divulgati ogni mese. Essi sono liberamente scaricabili dal sito www.brunoleoni.it.