

La linea sanitaria del Meccanismo Europeo di Stabilità: né leviatano, né panacea*

di Matteo Bursi – Dottorando in Lavoro, Sviluppo e Innovazione presso la Fondazione Marco Biagi di Modena

ABSTRACT The aim of this paper is to analyze the *Pandemic Crisis Support Credit Line* (PCSCCL) of the *European Stability Mechanism* (ESM) and its possible usefulness in the current Italian scenario. In order to achieve these goals, the present work combines law, economics and politics, providing, at the end, a pattern which could represent the backbone of an unbiased discussion on the subject.

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. La *Pandemic Crisis Support Credit Line* e le sue condizionalità. – 3. I rilievi del Presidente del Consiglio dei Ministri – 4. Conclusioni: un'elementare *check-list* per ricorrere al MES.

1. Introduzione

Nel corso della conferenza stampa del 18 ottobre 2020 relativa all'emanazione di un nuovo DPCM afferente al contenimento dell'emergenza pandemica¹, il Presidente del Consiglio dei Ministri ha esplicitato quali siano le ragioni per cui l'Italia non abbia fatto ancora ricorso alla *cd.*

* Lavoro sottoposto a referaggio secondo le linee guida della Rivista.

¹ Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 18 ottobre 2020.

linea sanitaria del Meccanismo Europeo di Stabilità² e, di rimando, ha lasciato intendere come questa eventualità debba essere considerata come un'ipotesi residuale, una strada secondaria rispetto ad altre possibili fonti di finanziamento che il nostro Paese potrebbe ricercare nel fronteggiare una contingenza socio-economica emergenziale³. Gli elementi portati in rilievo dal Presidente Conte nell'esprimere il punto di vista di Palazzo Chigi sono principalmente riconducibili a quanto di seguito riportato⁴:

- a) I fondi derivanti dal MES sarebbero prestiti e, in quanto tali, implicherebbero un innalzamento del debito pubblico che comporterebbe, per essere coperto, un taglio delle spese statali od un aumento dell'imposizione fiscale;
- b) Il risparmio di interessi fra utilizzo di risorse del Meccanismo Europeo di Stabilità ed emissione di titoli di Stato sarebbe attualmente molto contenuto e non presenterebbe pertanto un'utilità rilevante;
- c) Facendo richiesta di accesso alla *cd.* linea sanitaria del MES, il Paese si esporrebbe sui mercati ad un rischio "stigma" che potrebbe indurre ad un deterioramento del *rating* attribuito dagli investitori privati alla sostenibilità della nostra finanza pubblica (portando conseguentemente ad un aumento dei tassi d'interesse corrisposti dai titoli sovrani italiani).

Finalità di questa trattazione sarà quella di esaminare gli aspetti presentati da parte del Presidente del Consiglio dei Ministri e cercare di ponderarne la fondatezza, proponendo una prospettiva di analisi ampia sull'opportunità politica, ma anche economico-giuridica, di un ricorso italiano al Meccanismo Europeo di Stabilità. Il tutto verrà effettuato partendo da considerazioni giuspubblicistiche, per poi allargare il ragionamento in favore di una riflessione dapprima finanziaria e successivamente comparativa, richiamando l'atteggiamento adottato da altri Paesi europei nei confronti di questo strumento. In tal senso, si farà riferimento agli Stati facenti parte del

² Per un'analisi afferente alla genesi del Meccanismo Europeo di Stabilità, si veda A. MANGIA (a cura di), *Mes. L'Europa e il Trattato impossibile*, Brescia, 2020.

³ L'OCSE stima per il 2020 una caduta del PIL nazionale pari al -9,1% con una ripresa solo parziale nel corso del 2021 (+4,3%). Dati: OCSE, *OECD Economic Outlook, December 2020 – Turning hope into reality*, www.oecd.org.

⁴ Si veda, per una ricostruzione giornalistica della conferenza stampa sopra menzionata, A. SALA, *Conte in tv spiega il decreto Covid. "La strategia è cambiata, bisogna tutelare salute ed economia"*, in *Corriere della Sera*, 18 ottobre 2020.

cd. gruppo dei PIIGS⁵ e si avvanzeranno delle ipotesi sulle ragioni per le quali anch'essi non hanno, per il momento, fatto ricorso alle risorse del MES.

Nel presente contributo non verrà invece trattata la riforma del Meccanismo Europeo di Stabilità, rilevante modifica ancora in gestazione a livello europeo: invero, per quanto nel dibattito politico questa tematica sia stata sovente intrecciata alla *Pandemic Crisis Support Credit Line*, risulterebbe fuorviante proporre qui una correlazione fra le due materie dato che, allo stato attuale, le due questioni si presentano fra loro slegate⁶.

2. La *Pandemic Crisis Support Credit Line* e le sue condizionalità

Nel tentativo di strutturare in modo dettagliato un'analisi inerente alle finalità appena delineate, risulta doveroso affrontare in prima battuta la natura della *cd.* linea sanitaria del MES e trattare quali siano le condizionalità ad essa riconducibili. Invero, il Presidente del Consiglio dei Ministri nel suo discorso non ha fatto alcun riferimento alla dimensione giuridica di questo inedito strumento, seppur questo piano d'analisi sia probabilmente stato il fondamento principale su cui parte del Governo e delle forze parlamentari hanno basato la propria contrarietà all'utilizzo del Meccanismo Europeo di Stabilità.

⁵ Con l'espressione "PIIGS", come noto, si è soliti fare riferimento ai Paesi che, in seguito alla crisi dei debiti sovrani, presentavano un quadro di finanza pubblica distante da quanto previsto nei Trattati: Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna. Ad onore del vero l'Irlanda, nella condizione attuale, non presenta più criticità riconducibili al proprio rapporto debito/PIL (nel 2019 al 57,4%) anche se, questo valore, viene considerato falsato dalla "presenza fiscale" di importanti multinazionali. In tal senso, Paul Krugman ha coniato con riferimento alla situazione irlandese l'espressione "*Leprechaun Economics*" ("economia dei folletti"). Si veda P. KRUGMAN, *Leprechaun Economics, with numbers*, in *The New York Times*, 9 novembre 2017.

⁶ La riforma del Meccanismo Europeo di Stabilità è stata nel nostro Paese oggetto di un ampio dibattito politico che ha comportato, vista l'esistenza di una divergenza di visioni all'interno della maggioranza di Governo, un notevole rallentamento nel complessivo *iter* di modifica a livello euro-unitario. Ad oggi, alla luce della risoluzione del "conflitto ideologico" appena menzionato, gli Stati facenti parte dell'istituzione sovranazionale paiono essere prossimi alla conclusione del processo di riforma e, nei prossimi mesi, dovrebbero esservi le ratifiche dei singoli parlamenti nazionali. I punti principali di questo progetto di modifica sono, secondo il punto di vista di chi scrive, due: l'identificazione del MES come *common backstop* del *Single Resolution Fund* (elemento fondamentale per il completamento dell'Unione Bancaria europea) e l'introduzione delle *Single-Limb CACs* (Clausole di Azione Collettiva). Sul tema G. ANTONELLI e A. MORRONE, *La riforma del MES: una critica economica e giuridica*, in *Federalismi.it*, n.34/2020.

La proposta di creazione della *Pandemic Crisis Support Credit Line* (d'ora in avanti, per brevità, PCSCL) è stata avanzata dall'Eurogruppo in data 9 aprile 2020⁷ per poi venire approvata il giorno 23 dello stesso mese da parte del Consiglio Europeo⁸ e vedere l'ufficializzazione della sua operatività il 15 maggio 2020⁹, in seguito all'avallo del *Board of Governors* dello stesso MES. L'obiettivo perseguito dalle istituzioni europee e dai Governi dei singoli Paesi membri attraverso la creazione della PCSCL è stato reso fin da subito chiaro: sostenere a livello finanziario gli Stati dell'eurozona nel corso di una crisi sanitaria che avrebbe comportato un ampliamento della spesa pubblica mirato a contenere le inevitabili ricadute negative di carattere socio-economico. In tal senso è stata dunque predisposta un'inedita linea di credito dal potenziale valore complessivo di 240 miliardi di euro che prevede un *plafond* massimo per Paese pari al 2% del PIL registrato sul finire del 2019¹⁰; uno strumento indirizzato a coprire le spese sanitarie, dirette od indirette, ingeneratesi conseguentemente al deflagrare dell'epidemia¹¹. La PCSCL è stata strutturata sulla pre-esistente *Enhanced Conditions Credit Line* (ECCL)¹², prevede sui prestiti ad essa riconducibili una

⁷ La proposta di creazione di una *cd.* linea sanitaria del MES è stata fatta rientrare dall'Eurogruppo in un più ampio progetto di sostegno economico agli Stati membri. Si veda, in tal senso, *Report on the comprehensive economic policy response to the COVID-19 pandemic*, in www.consilium.europa.eu.

⁸ In questa occasione si arrivò a sostenere come l'Unione Europea presentasse la necessità di predisporre un nuovo piano Marshall per superare le difficoltà poste dal diffondersi dell'epidemia ed ammodernare il proprio sistema economico (“*The European Union needs a Marshall-Plan type investment effort to fuel the recovery and modernise the economy*”). A tal proposito *A roadmap for recovery – toward a more resilient, sustainable and fair Europe*, in www.consilium.europa.eu.

⁹ Sul tema *Meeting of the Board of Governors – 15 May 2020*, in www.esm.europa.eu.

¹⁰ Nel caso italiano si ragiona pertanto di un valore massimo erogabile pari a circa 37 miliardi di euro.

¹¹ L'estensione di questa espressione (“spese sanitarie dirette od indirette”) rimane incerta anche se una definizione è stata fornita da Nicola Giammarioli, segretario generale del MES, in un'intervista rilasciata al quotidiano *La Repubblica*: “Si tratta di una possibilità di impiego molto vasta che, ad esempio, va dai vaccini alla ricerca passando per la riorganizzazione della sanità e la ristrutturazione degli ospedali, ai contributi per le case di riposo fino ad un ammodernamento del sistema sanitario sul territorio e dei medici di base”. In tal senso A. D'ARGENIO, *Giammarioli (MES): “Se l'Italia userà quel fondo né clausole né austerità”*, in *La Repubblica*, 5 luglio 2020.

¹² La “cassetta degli attrezzi” del Meccanismo Europeo di Stabilità (*lending toolkit*) è composta da sei possibili strumenti: I) prestiti che richiedono un riaggiustamento macroeconomico (concessi in passato a Grecia, Irlanda, Cipro e Portogallo); II) acquisti di titoli di Stato sui mercati primari; III) acquisti di titoli di Stato sui mercati secondari; IV) linee di credito precauzionali; V) prestiti per la ricapitalizzazione indiretta del settore bancario (concessi in passato alla Spagna); VI) ricapitalizzazione diretta di istituti del settore finanziario. La *Pandemic Crisis Support Credit Line* è stata predisposta sul pre-esistente strumento IV, prevedendo pertanto la mobilitazione di risorse afferenti a linee di credito precauzionali. Queste linee di credito possono essere di due tipologie: *Precautionary Conditioned Credit Loan* (PCCL), riservate ai Paesi aventi un quadro di finanza pubblica sostenibile e parametri di bilancio in linea con quanto fissato dai Trattati; *Enhanced Condition Credit Line* (ECCL), indirizzate agli Stati aventi un quadro di finanza pubblica sostenibile ma che non rispettano tutti i parametri di bilancio stabiliti dai Trattati. La *cd.* linea sanitaria del MES è stata pertanto costituita specificamente sulle ECCL. Si veda *Standard Facility Specific Terms for ESM Financial Assistance Facility Agreements*, www.esm.europa.eu.

durata media massima di 10 anni ed un tasso d'interesse a debito prossimo allo zero¹³. La richiesta di accesso a queste specifiche risorse del MES può essere presentata entro il 31 dicembre 2022 mentre la “finestra temporale” di effettivo utilizzo di questa linea è della durata di 12 mesi, con la possibilità di effettuare due rinnovi della durata di 6 mesi ciascuno. Stando ai documenti redatti dalle istituzioni europee sul tema, le uniche condizionalità previste sono quelle riportate poco sopra: utilizzare cioè i fondi ricevuti per sostenere spese legate, direttamente od indirettamente, all'ambito sanitario¹⁴. In tal senso è stato pertanto delineato un percorso da seguire nel caso in cui uno Stato voglia fare ricorso alla PCSCL¹⁵:

- I) Dapprima dev'essere effettuata una valutazione da parte della Commissione Europea (con il supporto di BCE e MES) sulla situazione economico-finanziaria del Paese in questione. Qualora emergesse un esito favorevole in seguito a questa disamina, il *Board of Governors* del Meccanismo Europeo di Stabilità è legittimato ad avviare l'*iter* per l'erogazione delle risorse;
- II) Il *Board of Governors* viene pertanto chiamato ad avallare la richiesta del Paese membro attraverso un voto all'unanimità;
- III) La Commissione, coadiuvata dal MES, delinea con lo Stato in questione uno specifico *Pandemic Response Plan* mentre il direttore generale del Meccanismo Europeo di Stabilità prepara una proposta di *Financial Assistance Facility Agreement*;
- IV) Il *Board of Governors* del MES dà il benestare al *Pandemic Response Plan* ed alla proposta di *Financial Assistance Facility Agreement*. Successivamente il Paese membro stipula con la Commissione Europea il *Pandemic Response Plan* mentre il consiglio d'amministrazione del MES approva il *Financial Assistance Facility Agreement*;

¹³ Il MES prevede per gli Stati beneficiari delle risorse della PCSCL un tasso d'interesse annuo maggiorato dello 0,1% rispetto a quanto l'istituzione sovranazionale paga sui propri titoli di debito, unitamente a ciò viene richiesta una commissione *up-front una tantum* dello 0,25% ed un addebito di servizio annuale pari allo 0,005%. In tal senso, stando ai negativi tassi d'interesse che attualmente il MES paga a fronte del suo elevato *rating* (triplo A di Fitch), gli Stati beneficiari della *cd.* linea sanitaria avrebbero avuto nel mese di luglio un tasso annuo a 7 anni pari a -0,26% ed uno a 10 anni pari a -0,12%. Si veda, sul tema, K.A. JANSEN e S. RUHL, *Why the Covid-19 credit line still makes sense*, in www.esm.europa.eu, 2020.

¹⁴ “*The only requirement to access the credit line will be that euro area member states requesting support would commit to use this credit line to support domestic financing of direct and indirect healthcare, cure and prevention related costs due to the COVID-19 crisis*”, si veda *ESM's role in the European response*, in www.esm.europa.eu.

¹⁵ Si veda *ESM's role in the European response*, in www.esm.europa.eu.

V) A seguito dell'erogazione delle risorse, lo Stato viene formalmente assoggettato alla *Enhanced Surveillance*, sistema di vigilanza la cui attuazione è attribuita alla Commissione Europea. Quest'ultima, alla luce della natura della PCSCL, si limita a verificare l'effettivo utilizzo dei fondi in modo conforme a quanto concordato nel *Pandemic Response Plan* senza inoltre intraprendere missioni *ad-hoc* nel Paese membro.

È da sottolineare il fatto che la Commissione Europea abbia già effettuato una valutazione preventiva riguardante il quadro di bilancio di tutti i Paesi membri rilevando per ognuno di questi una complessiva sostenibilità della loro condizione finanziaria, requisito fondamentale per poter avviare la richiesta di accesso ai fondi della PCSCL¹⁶; al contempo va chiarito come questi prestiti, al pari di tutti quelli elargiti dal MES, vengano identificati come *senior* permettendo pertanto all'istituzione europea di essere classificata come creditrice privilegiata. Permane inoltre con la *Pandemic Crisis Support Credit Line l'Early Warning System*, strumento avente il fine di verificare la solvibilità dello Stato che ha beneficiato delle risorse derivanti da questa linea di credito¹⁷.

Queste ultime previsioni, dovute al fatto che nella contingenza emergenziale non vi è stata la possibilità (ed il tempo) per poter addivenire ad una riforma dei Trattati, hanno alimentato le critiche rivolte nei confronti di questo inedito strumento da parte di alcuni studiosi¹⁸, i quali

¹⁶ La Commissione Europea è stata coadiuvata in questa sua valutazione dalla BCE ed ha basato questo giudizio complessivo tenendo conto di sei elementi: I) i debiti pubblici dei diversi Paesi membri sono stati reputati sostenibili; II) è stato stimato come tutti gli Stati dovrebbero riuscire a mantenere un agevole accesso ai mercati finanziari; III) nessun Paese membro ha in corso una procedura d'infrazione per *deficit* eccessivo ai sensi dell'articolo 126 del TFUE; IV) nessuno Stato ha in corso una procedura di squilibrio eccessivo ai sensi dell'articolo 7 del Regolamento 1176/2011; V) le posizioni esterne dei Paesi dell'area euro sono state classificate come sostenibili; VI) la BCE ha concluso che non vi è evidenza di eventuali problemi sistemici di insolvenza del settore bancario dell'area euro. Si veda, in tal senso, *Pandemic Crisis Support – Eligibility Assessment*, Commissione Europea – Direzione generale affari economici e finanziari, 6 maggio 2020.

¹⁷ L'*Early Warning System* trova il proprio fondamento giuridico nell'articolo 13.6 del Trattato MES, il quale prevede come l'istituzione sovranazionale istituisca “un idoneo sistema di avviso per garantire il tempestivo rimborso degli eventuali importi dovuti dal membro del MES nell'ambito del sostegno alla stabilità”. La procedura in questione è stata approvata dal MES il 24 marzo 2014 in seguito ad una decisione dell'Eurogruppo del 9 dicembre 2013; finalità dell'*Early Warning System* è quella di verificare in modo costante la solvibilità del soggetto verso cui è stata prestata assistenza finanziaria e, nel caso in cui si ravvedessero delle criticità, proporre meccanismi di aggiustamento atti a ripristinare la stabilità economica. Queste eventuali proposte dovrebbero essere condivise da parte della Commissione Europea e della BCE per poi venir sottoposte all'attenzione del Consiglio d'Amministrazione. Si veda, sul tema, *Safeguarding the euro in times of crisis – The inside story of ESM*, www.esm.europa.eu/publications/safeguarding-euro, 2019, 285-290.

¹⁸ Si veda A. MANGIA, *Del MES, delle sue condizionalità e delle discipline in deroga. Cosa succede quando il diritto della crisi d'impresa viene applicato ai rapporti intergovernativi*, in *Rivista di Diritto Bancario – Osservatorio Diritto dell'Impresa dopo la Pandemia*, 30 aprile 2020; F. SALMONI, *L'insostenibile “leggerezza” del Meccanismo Europeo di Stabilità. La democrazia alla prova dell'emergenza pandemica*, in *Federalismi.it*, n.20/2020, 280-313; L. BACCARO, *Dietro il MES, la voglia di teleguidare l'Italia*, in *Il Fatto Quotidiano*, 8 luglio 2020.

ravvedono nella PCSCCL una fonte di rischio per la sovranità dello Stato coinvolto in questo programma. Invero, in dottrina è stato sostenuto come la *cd.* linea sanitaria del MES presenti rilevanti “effetti collaterali” che nel dibattito corrente non vengono tenuti adeguatamente in considerazione.

(1) Il primo di questi sarebbe riconducibile al fatto che, non avendo modificato in modo formale l’attuale quadro di *governance* economica, il Paese membro beneficiario dei fondi del PCSCCL verrebbe sottoposto, ai sensi del *cd. Two-Pack*, ad una procedura di sorveglianza rafforzata che porterebbe nel caso italiano al probabile assoggettamento ad una drastica rimodulazione del quadro di finanza pubblica (alla luce dell’elevato rapporto debito/PIL)¹⁹.

(2) Un secondo elemento di critica riguarda la supposta facoltà in capo al MES di poter modificare nel corso degli anni la linea di credito indirizzata allo Stato in questione; in tal modo, infatti, è stato rilevato come verrebbero di rimando modificate anche le condizioni a cui i fondi vengono erogati, con il rischio per il Paese in questione di essere sottoposto a richieste più rigide di quelle inizialmente concordate²⁰. Seguendo questa impostazione, l’istituzione sovranazionale avrebbe la facoltà di chiudere la linea di credito precedentemente concordata (mettendo lo Stato membro nella condizione di richiedere assistenza con un tipo di finanziamento più stringente)

¹⁹ Cfr. A. MANGIA, *Del MES*, cit., 3-7. L’Autore in questo scritto sottolinea come, nei confronti dello Stato beneficiario dei fondi del MES, possano essere rivolte unicamente delle raccomandazioni tese ad indirizzarne la politica di bilancio ma, al contempo, paragona il rapporto di forza presente fra Paese membro ed Unione Europea come quello in essere fra contraente debole e contraente forte; in tal senso dunque l’avvio di una procedura di vigilanza rafforzata porta *de facto* ad una cessione di sovranità che lascia un limitato potere discrezionale allo Stato coinvolto il quale, vista anche la dipendenza finanziaria rispetto alla BCE, non è nelle condizioni di poter rifiutare le raccomandazioni indirizzategli dalle istituzioni europee.

²⁰ Sul tema F. SALMONI, *L’insostenibile*, cit., 304-307. L’Autrice, trattando della possibilità per il MES di poter modificare in modo unilaterale la linea di credito accordata allo Stato membro dopo che questo sia già stato beneficiario di una *tranche* di fondi, porta in rilievo sia la facoltà in capo all’istituzione sovranazionale di cessare il finanziamento precedentemente accordato (“mettendo il Paese beneficiario nelle condizioni di richiedere un prestito *ex art.16* Trattato MES”), sia quella di attivare quanto previsto dall’articolo 14.6 del Trattato MES e dall’articolo 7.3 della *Guideline on Precautionary Financial Assistance*: “[...]il MES potrà decidere, anche in questo caso unilateralmente (sempre sulla base degli *assessment* della Commissione UE) di cambiare la linea di credito accordata, nell’ipotesi migliore modificandone le condizionalità e prevedendone di più rigorose, oppure decidendo che sia necessaria un’altra forma di assistenza finanziaria, che, anche in questo caso, non potrà che essere il prestito puro, con il che ricadiamo nell’ipotesi precedente della obbligatorietà di un aggiustamento macroeconomico ad esso collegato”. M. DANI ed A. J. JIMENEZ (*Le condizionalità all’incrocio tra MES e Two-Pack*, in A. MANGIA (a cura di), *Mes. L’Europa*, cit., 76-77) sono giunti a sostenere come, ai sensi dell’articolo 7.5 del Regolamento n. 472/2013, il Consiglio possa modificare *ad libitum* le condizioni del prestito nelle fasi successive all’erogazione della prima *tranche* di fondi. Quest’ultima osservazione merita già qui in nota di essere respinta in quanto l’articolo 7 del sopramenzionato Regolamento, alla luce di quanto riportato al suo paragrafo 12, “non si applica agli strumenti per la fornitura di assistenza finanziaria fornita a titolo precauzionale e, ai prestiti per la ricapitalizzazione degli istituti finanziari o a qualunque nuovo strumento finanziario del MES, per il quale le norme del MES non prevedono un programma di aggiustamento macroeconomico”. In tal senso, dunque, la PCSCCL è esentata da quanto sostenuto dai due Autori.

oppure, ai sensi di quanto previsto dall'articolo 14.6 del Trattato MES e dall'articolo 7.3 della *Guideline on Precautionary Financial Assistance*, di decidere unilateralmente in merito alla modifica dello strumento adottato, subordinando l'erogazione delle risorse a quella che potrebbe essere una richiesta di aggiustamento macroeconomico.

(3) Infine, è stato in messo in dubbio come, seguendo quanto enucleato dall'articolo 136.3 del TFUE²¹, possa essere offerta ad uno Stato membro assistenza finanziaria attraverso il Meccanismo Europeo di Stabilità senza imporre “rigorose condizionalità” di carattere macroeconomico²². In tal senso, infatti, è stato sostenuto come il MES venne concepito con la primaria finalità di garantire la stabilità finanziaria dell'eurozona e, in quest'ottica, un eventuale intervento svincolato dalla richiesta di correzioni del quadro di bilancio statale dovrebbe essere quindi classificato come atto *ultra vires* o carenza/sviamento di potere.

Tutte queste considerazioni vengono inoltre avvalorate da una valutazione tesa a ridimensionare il peso sostanziale della lettera indirizzata dai commissari europei Gentiloni e Dombrovskis all'Eurogruppo²³: questa *cd.* linea sanitaria si struttura infatti su di un impianto normativo, in buona

²¹ “Gli Stati membri la cui moneta è l'euro possono istituire un meccanismo di stabilità da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme. La concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una rigorosa condizionalità”. L'articolo 136.3 del TFUE è stato introdotto nel 2011 attraverso l'attivazione della procedura di revisione semplificata contemplata dall'articolo 48.6 TFUE; sul tema F. DONATI, *Crisi dell'euro, governance economica e democrazia nell'Unione Europea*, in *Rivista AIC*, n.2/2013.

²² Cfr. F. SALMONI, *L'insostenibile*, cit., 301-304. Secondo l'Autrice, il MES non può erogare finanziamenti con “finalità puramente umanitaria” in quanto la funzione svolta da questa istituzione sovranazionale dev'essere “solo ed esclusivamente quella di salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme, di garantirne la stabilità finanziaria”. In tal senso affermare come possa esistere una linea sanitaria priva di condizionalità economiche risulterebbe dunque fuorviante, oltre che scorretto da un punto di vista giuridico “giacché ogni attivazione del MES diversa da quella prevista dalle norme che lo disciplinano configura un *ultra vires* o una carenza/sviamento di potere, secondo gli schemi del diritto pubblico”. L'Autrice rafforza inoltre la propria valutazione ponendosi la seguente domanda: “Sarebbe mai possibile immaginare un istituto di credito che fa un prestito e non pone delle condizioni per la sua restituzione? La domanda è retorica e la risposta ovvia: no”. Con riferimento ai primi rilievi presentati da Salmoni si dirà in modo più approfondito nelle pagine successive mentre, in merito al quesito riportato poco sopra, conviene soffermarsi a replicare nella presente nota. Invero, per lo scrivente la domanda non risulta retorica dato che non è automatico il fatto che un istituto di credito, a fronte di un prestito elargito in favore di un'azienda, ne vada a condizionare l'operatività: ad eccezione dei casi in cui il soggetto beneficiario del finanziamento si trovi in una condizione economica assai precaria (e non abbia possibilità di ricorrere facilmente all'indebitamento), è infatti decisamente infrequente il fatto che una banca indirizzi le scelte strategiche adottate dalla società che ha beneficiato di un credito. Sussiste sì un'interlocazione costante ma, nel caso in cui il debitore riesca a far fronte in modo puntuale agli oneri finanziari assunti in fase iniziale, l'istituto di credito non interviene nella pianificazione industriale condizionando l'operato dell'azienda. Non a caso, storicamente, le banche che volevano intervenire nelle scelte strategiche delle società finanziate acquisivano anche quote societarie in modo da poter esprimere la propria volontà nel consiglio di amministrazione e non si limitavano a mantenere il semplice *status* di creditore (modello tipicamente tedesco).

²³ La lettera è stata redatta in data 7 maggio 2020 e, nello specifico, è stata indirizzata al presidente dell'Eurogruppo. La missiva era incentrata sulla *cd.* linea sanitaria del MES e prevedeva principalmente quanto di seguito riportato: (I) la

parte esterno ai Trattati euro-unitari, che non ha subito variazioni e che dunque porterebbe ad identificare le parole scritte in quella missiva come una serie di buoni propositi non aventi alcuna valenza giuridica²⁴. La *Pandemic Crisis Support Credit Line* potrebbe in sintesi tramutarsi nel cavallo di Troia con cui l'Unione Europea avrebbe modo di porre le mani sul bilancio degli Stati dell'eurozona finanziariamente meno virtuosi, strumento con cui la sovranità di un Paese come l'Italia potrebbe risultare pertanto drasticamente limitata.

Per quanto, a prescindere dal tema, condividiamo la necessità di addivenire ad una riforma organica della *governance* economica europea²⁵, a nostro avviso la visione testé esposta non appare accettabile per le ragioni di seguito indicate, peraltro sulla scorta di osservazioni già avanzate da altra parte della dottrina²⁶.

(1) In primo luogo, seguendo l'ordine dei rilievi riportati poco sopra, conviene partire nell'analisi dalla questione della vigilanza rafforzata. Risulta infatti innegabile come il Paese richiedente le risorse della PCSCCL debba essere sottoposto ad *Enhanced Surveillance* vista la previsione, esposta dall'articolo 2.3 del Regolamento 472/2013, di contemplare questa condizionalità nel caso in cui si faccia ricorso ad una ECCL. Altrettanto innegabile è però il fatto

Commissione avrebbe incentrato la propria vigilanza unicamente sul fatto che i fondi venissero utilizzati per coprire spese legate, in modo diretto od indiretto, all'ambito sanitario; (II) non vi sarebbe stato margine per attivare quanto previsto dagli articoli 3.3 e 3.4 del Reg. 472/2013 (articoli incentrati sugli oneri in capo allo Stato assoggettato ad una *Enhanced Surveillance*); (III) la Commissione, sempre nel quadro della procedure di sorveglianza rafforzata, non avrebbe effettuato visite *ad hoc* nello Stato beneficiario delle risorse della PCSCCL; (IV) i due commissari prevedevano inoltre di non attivare l'articolo 3.7 del Reg. 472/2013 e, al contempo, di non applicare quanto previsto dall'articolo 7 del medesimo Regolamento (riferito ai programmi di aggiustamento macroeconomico); (V) la Commissione sosteneva infine di non aver margine in questo quadro complessivo di attivare gli articoli 14.2 e 14.4 del Reg. 472/2013, aventi rispettivamente ad oggetto la sorveglianza post-programma e la facoltà in capo al Consiglio, su proposta della Commissione, di emanare raccomandazioni afferenti a misure correttive verso lo Stato beneficiario. Si veda www.consilium.europa.eu/media/43823/letter-to-peg.pdf.

²⁴ Di questo parere è Mangia (si veda F. FERRAÙ, *Per soli 37 miliardi l'Italia finisce in mano a una banca del Lussemburgo – intervista ad Alessandro Mangia*, in *Il Sussidiario.net*, 9 maggio 2020) il quale si esprime sulla missiva dei due commissari in tal senso: “L’ottima lettera di Gentiloni e Dombrovskis esprime solo la posizione della Commissione al presidente dell’Eurogruppo. E non ha nessun valore formale [...] È solo un auspicio e un indirizzo politico. Che pone enormi problemi giuridici. Se il Reg. 472/2013 è in vigore – e prevede sorveglianza rafforzata prima, e *troika* poi – cambia qualcosa la lettera di Dombrovskis e Gentiloni? È un segnale ed un atto di intelligenza, se l’ho ben capita. Ma giuridicamente non vuol dire niente. E quindi, al momento, non è niente”.

²⁵ Risulta in tal senso condivisibile quando sostenuto da Mangia (si veda F. FERRAÙ, *L’Italia è senza alleati nella guerra dei Trattati – intervista ad Alessandro Mangia*, in *Il Sussidiario.net*, 18 novembre 2020), il quale sostiene come al termine della pandemia i Trattati risulteranno completamente svincolati dalla realtà e, se non si vorrà ricadere nel lacunoso quadro di *governance* economica disegnato nel corso della crisi dei debiti sovrani, sarà necessario addivenire ad una robusta riforma dell’impianto giuridico europeo.

²⁶ In tal senso A. CASCAVILLA e G. GALLI, *Q&A sul MES*, in *Osservatorio sui conti pubblici italiani*, osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-qa-sul-mes, 30 aprile 2020; P. MANZINI, *La Troika che non verrà*, in *LaVoce.info*, 15 maggio 2020; M. LOSSANI, *MES, Dalla proposta di riforma alla nuova linea di credito per spese sanitarie*, in *Osservatorio Monetario*, n.2/2020, 36-40.

che le istituzioni europee non abbiano necessità che un Paese faccia ricorso al MES per attivare questa sorveglianza rafforzata: invero, stando a quanto previsto complessivamente dal sopramenzionato articolo 2 del Reg. 472/2013, la Commissione Europea può avviare una *Enhanced Surveillance* in modo ampiamente discrezionale alla luce di una presunta instabilità finanziaria dello Stato in questione. Pertanto, come giustamente rilevato in dottrina, qualora si volesse perseguire da parte dell'Unione Europea una logica sanzionatoria nei confronti dell'Italia non vi sarebbe bisogno di attendere l'intervento del Meccanismo Europeo di Stabilità ma sarebbe sufficiente operare sulla scorta di quanto previsto dal *cd. Two-Pack*²⁷.

Oltretutto, diviene doveroso ridimensionare gli effetti negativi legati a questa previsione; per quanto la vigilanza rafforzata possa portare su di un Paese l'attenzione dei mercati internazionali, va infatti sottolineato come la Commissione Europea possa al massimo giungere a redigere raccomandazioni che lo Stato membro, vista la natura dell'atto giuridico in questione, non è tenuto a seguire in modo vincolante.

Va, infine, ricordato su questo tema come l'Unione Europea abbia ripetutamente sostenuto la propria scelta di non porre in essere per la PCSCL l'ordinaria *Enhanced Surveillance*, optando invece per un approccio decisamente meno impattante che non prevede, per esempio, visite *ad-hoc* nel Paese in questione²⁸. Queste dichiarazioni, oltre che essere impregnate di una non trascurabile valenza politica, non sono in realtà prive anche di un valore giuridico: invero, una lettera come quella scritta dai commissari Gentiloni e Dombrovskis potrebbe essere classificata come un atto atipico che delimita la discrezionalità spettante ad un'istituzione e che dunque, in una (improbabile) vertenza dinnanzi alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea, potrebbe avere un suo peso²⁹.

²⁷ Cfr. A. CASCAVILLA e G. GALLI, *Q&A*, cit., 2-4.

²⁸ Si veda in tal senso la nota numero 23.

²⁹ Sul tema A. DI PASCALE, *Gli atti atipici nel sistema delle fonti del diritto dell'Unione Europea*, Milano, 2017, 154-163. Questa categoria di atti, considerabile come una ramificazione degli atti atipici interpretativi, "ha lo scopo di consentire una migliore applicazione delle norme di diritto UE, con una stretta correlazione funzionale con gli atti atipici. Tramite essi, la Commissione stabilisce le condizioni da soddisfare in vista dell'eventuale successiva adozione di un atto tipico"; inoltre "questi atti, che possono assumere diverse denominazioni quali linee guida, lettere destinate all'insieme degli Stati membri, comunicazioni, sono emessi soprattutto dalla Commissione [...] appaiono assimilabili alle circolari amministrative adottate nell'ordinamento interno per definire la linea di condotta che dovrà poi essere seguita per l'adozione di determinate decisioni". Va infine sottolineato come "la legittimità di tali iniziative è stata, comunque, implicitamente riconosciuta dalla Corte con una copiosa e costante giurisprudenza che, per l'esercizio di poteri discrezionali spettanti alle istituzioni, ha ammesso la possibilità che queste si impongano indirizzi mediante atti non previsti all'art. 288 TFUE"; si vedano, a titolo esemplificativo, la sentenza del Tribunale del 17 dicembre 1991 (causa T-7/89, *Hercules Chemicals NV c. Commissione delle Comunità Europee*) unitamente a quella datata 5 novembre 1997 (causa T-149/95, *Etablissements J. Richard Ducros c. Commissione delle Comunità Europee*).

(2) Con riferimento, invece, al secondo rilievo critico, la facoltà cioè in capo al Meccanismo Europeo di Stabilità di poter modificare nel corso del programma la linea di credito e dunque le condizionalità imposte al Paese membro, bisogna effettuare un ragionamento di carattere differente.

Come sottolineato in dottrina³⁰, l'articolo 14.6 del Trattato MES darebbe potere al consiglio di amministrazione dell'istituzione sovranazionale di poter effettuare una valutazione sull'adeguatezza della linea di credito in vigore e di deliberare di comune accordo, nel caso in cui l'esito della disamina fosse negativo, l'adozione di un'altra forma di assistenza finanziaria. Questa previsione, che non trova unanimità di vedute anche fra coloro i quali hanno espresso un parere critico nei confronti della *cd.* linea sanitaria³¹, potrebbe rappresentare una potenziale fonte di criticità per la PCSCL. Tuttavia, possono essere avanzate diverse considerazioni che valgono a ridimensionare la rischiosità connessa all'utilizzo di queste risorse. Invero, come affermato poco sopra, non sussiste univocità nell'affermare la valenza di questa previsione e, per andare incontro all'eventualità sopra delineata, sarebbe necessario per il nostro Paese sperimentare un'importante fase di deterioramento del proprio quadro di finanza pubblica che, appena pochi mesi fa, è stato invece reputato sostenibile da parte della Commissione Europea: per quanto infatti il nostro rapporto debito/PIL presenti un valore ben distante da quanto previsto nei Trattati - e con la pandemia sicuramente questo dato non vedrà un miglioramento³²- va considerato come l'Italia riesca comunque a finanziarsi agevolmente sui mercati (grazie anche all'operato della BCE³³) e come i nostri conti pubblici non presentino criticità molto più rilevanti di quelle mostrate da altri importanti Paesi dell'Unione³⁴.

³⁰ In tal senso F. SALMONI, *L'insostenibile*, cit., 304-305.

³¹ Cfr. L. BACCARO, *Dietro il*, cit. Secondo l'Autore la lettera dei due commissari europei disattiverrebbe l'articolo 14.4 del Reg. 472/2013, vietando dunque ogni possibilità di imporre l'entrata in un programma di aggiustamento macroeconomico agli Stati beneficiari della *cd.* linea sanitaria. Baccaro ravvede invece nella PCSCL criticità riconducibili ad una dimensione politica: nel caso in cui la Commissione dovesse infatti raccomandare in futuro delle rimodulazioni di bilancio ad un Paese come l'Italia, vi sarebbe il rischio che si moltiplicassero "gli appelli «a fare presto», e sarebbe molto difficile per il governo italiano, vecchio o nuovo che sia, ignorare l'invito".

³² La Commissione Europea, con riferimento al 2020, prevede per l'Italia un rapporto debito/PIL pari al 159,6% (nel 2019 era invece al 134,7%). Si veda *European Economic Forecast. Autumn 2020, Institutional Paper n.136*, novembre 2020.

³³ Risulta infatti doveroso sottolineare come la Banca Centrale Europea, per mezzo dei programmi *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) e *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), abbia un ruolo fondamentale nel sostenere la domanda di titoli di Stato dei Paesi dell'eurozona maggiormente esposti sui mercati finanziari (visto anche il fatto che, con il sopramenzionato PEPP, l'istituto di Francoforte si riserva la possibilità di derogare alla regola della *capital key*). Si veda M. DEMERTZIS e M. DOMINGUEZ-JIMENEZ, *Monetary Policy in the time of COVID-19, or How Uncertainty is Here to Stay*, in *Monetary Dialogue Papers – European Parliament*, novembre 2020. Su questo tema Baccaro (cfr. L. BACCARO, *Dietro*, cit.) ha sollevato alcune criticità sottese ad un eventuale ricorso al MES: secondo il punto di vista del direttore del Max Planck Institute, sarà infatti inevitabile per la BCE normalizzare nel futuro la propria politica monetaria e, in quest'ottica, è ragionevole aspettarsi un aumento dei tassi d'interesse italiani che

Vanno inoltre tenute in conto nell'analisi in oggetto altre non trascurabili considerazioni.

La prima di queste è riconducibile all'insieme dei soggetti che, stando al sopracitato articolo 14.6 del Trattato MES, vanno coinvolti per portare avanti questa tipologia di procedura: invero, la decisione del consiglio di amministrazione va assunta attraverso un comune accordo³⁵ che richiede d'essere espresso sulla base di una valutazione effettuata dalla Commissione Europea di concerto con la BCE. Si coglie dunque a tal proposito l'ampio consenso che dev'essere conseguito per addivenire ad un mutamento della linea di credito in questione e l'evidente complessità, anche politica, di allineare tanti e differenti punti di vista.

Inoltre, un'ulteriore rilevante considerazione da portare in rilievo con riferimento a questa procedura, riguarda la facoltà in capo allo Stato al centro di questa valutazione di poter adire, ai sensi dell'articolo 37.3 del Trattato MES, la Corte di Giustizia dell'Unione Europea. Qualora infatti il Paese membro dovesse ravvedere una violazione di quanto previsto dai Trattati e dell'accordo stipulato in fase iniziale con il Meccanismo Europeo di Stabilità, i giudici del Lussemburgo potrebbero essere interpellati ad esprimersi sulla questione; in tal senso dovrebbero tenere in conto anche atti atipici come la sopramenzionata lettera redatta dai due commissari europei³⁶.

Va infine riportata un'opzione ovvia, ma non sempre considerata nel dibattito corrente, in capo allo Stato beneficiario della *cd.* linea sanitaria: nel caso in cui le condizioni concordate potessero

potrebbe comportare la richiesta della Commissione di implementare programmi di aggiustamento macroeconomico. Secondo lo scrivente questa osservazione non va però semplicemente rivolta nei confronti della PCSCCL ma, più in generale, nei confronti di tutto l'attuale quadro di *governance* economica europea; in tal senso questo problema si presenterebbe dunque anche nel caso in cui il nostro Paese non facesse ricorso al MES. Va inoltre considerato in questa analisi come, stando alle previsioni della stessa BCE, il tasso d'inflazione rimarrà negli anni a venire ben al di sotto di quel 2% che rappresenta il *target* dell'istituto di Francoforte e che, poche settimane fa, la presidentessa Lagarde abbia paventato l'avvio di una valutazione tesa a rivedere (verso l'alto) questo valore. Si veda, sul tema, *The monetary policy strategy review: some preliminary considerations – speech by Christine Lagarde at “The ECB and Its Watchers XXI” conference*, www.ecb.europa.eu.

³⁴ Le previsioni della Commissione Europea per l'anno 2020 indicano un rapporto debito/PIL al 115,9% per la Francia; sul medesimo anno si stima un 120,3% per la Spagna, un 117,7% per il Belgio, un 135,1% per il Portogallo ed un 207,1% per la Grecia. Si veda *European Economic Forecast. Autumn 2020, Institutional Paper n.136*, novembre 2020.

³⁵ Ai sensi dell'articolo 4.3 del Trattato MES si afferma come il “comune accordo” richieda “l'unanimità dei membri partecipanti alla votazione” e che le astensioni non ostino “all'adozione di una decisione di comune accordo”. Si potrebbe derogare a questa previsione solo nei casi in cui, seguendo quanto indicato dall'articolo 4.4 del sopramenzionato Trattato, si venga a creare una situazione che minaccerebbe la stabilità della zona euro. Quest'ultima procedura, definita “di urgenza”, richiede una valutazione preventiva da parte di BCE e Commissione Europea ed una votazione a maggioranza qualificata (85% dei voti espressi) del Consiglio dei Governatori e del Consiglio di Amministrazione del Meccanismo Europeo di Stabilità.

³⁶ Cascavilla e Galli (si veda A. CASCAVILLA e G. GALLI, *Q&A*, cit.) richiamano sul tema la possibilità di far valere anche il risalente, ma sempre valido, principio giuridico del *pacta sunt servanda*.

rischiare di mutare in maniera impropria, il Paese in questione potrebbe raccogliere risorse (per esempio attraverso l'emissione di obbligazioni) con cui avviare l'*iter* finalizzato a rimborsare anticipatamente il debito contratto con il MES. D'altronde già la Spagna ed il Portogallo hanno provveduto a pagamenti anticipati del debito contratto nei confronti dell'istituzione sovranazionale ed hanno portato avanti questa loro iniziativa grazie all'avallo fornito nei loro confronti da parte del consiglio d'amministrazione³⁷; sarebbe in quest'ottica rilevante per lo Stato membro interessato ad accedere alle risorse della *cd.* linea sanitaria aver cura di prevedere in maniera esplicita questa possibilità nel *Financial Assistance Facility Agreement*.

(3) Concentrandoci infine sul terzo rilievo, quello cioè riconducibile a quanto previsto dall'articolo 136.3 del TFUE, riteniamo di non poter convenire con quella parte di dottrina che sostiene l'impossibilità di concordare fra Stato membro e MES eventuali condizionalità non riconducibili ad un aggiustamento macroeconomico. In tal senso va infatti riportato come già in passato la Spagna non sia stata assoggettata ad alcun tipo di ristrutturazione forzata del proprio quadro di finanza pubblica³⁸ e, soprattutto, va sottolineato quanto enunciato dall'articolo 12.1 del Trattato MES, ai sensi del quale «il MES può fornire a un proprio membro un sostegno alla stabilità, 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». In questa circostanza pare dunque più che ragionevole, almeno secondo il punto di vista di chi scrive, che il «vincolo sanitario» rientri a pieno diritto all'interno delle «condizioni di ammissibilità predefinite» enunciate poco sopra.

In sintesi, alla luce delle riflessioni finora esposte, pensiamo si possa concludere che la PCSCL non presenti dal punto di vista giuridico controindicazioni di rilievo e che le criticità sopra descritte siano più in generale riconducibili ad un quadro di *governance* economica europea che sussiste a prescindere dal MES.

³⁷ La Spagna, che dal 2012 ha beneficiato di risorse del MES per andare a ricapitalizzare il proprio sistema bancario, ha effettuato a partire dal 2014 ben nove pagamenti volontari anticipati mentre, il Portogallo, ha effettuato un rimborso volontario al Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (FESF). Si veda, sul tema, www.esm.europa.eu/assistance/spain e www.esm.europa.eu/assistance/portugal.

³⁸ Invero, il Paese iberico ha fatto ricorso alla linea di credito indirizzata alla ricapitalizzazione indiretta del settore bancario per un totale di 41,3 miliardi di euro ma, vista la natura giuridica dello strumento utilizzato, non è stato assoggettato ad alcun tipo di ristrutturazione automatica del proprio quadro di finanza pubblica. A tal proposito *Safeguarding the euro in times of crisis – the inside story of the ESM*, novembre 2019, 213-228.

Da ultimo, qualora permanesse ancora una qualche perplessità in merito a questa affermazione, conviene riportare una valutazione di carattere politico: è infatti improbabile che l'Unione Europea voglia cogliere questa occasione per imporre all'Italia una drastica cessione di sovranità al fine di costringerla ad un netto taglio del proprio bilancio statale. Questo lo si afferma alla luce di tre elementi che trovano il proprio fondamento negli anni intercorsi fra la crisi dei debiti sovrani e l'attuale emergenza pandemica.

Il primo elemento che avvalora la nostra affermazione è collegato all'ormai diffusa convinzione della necessità di superare la *cd. austerity*: le dichiarazioni rilasciate dalle istituzioni europee in tal senso sono state innumerevoli³⁹ e la messa a punto del *Next Generation EU*⁴⁰ ne è la dimostrazione pratica. Imporre all'Italia draconiane politiche di spesa in una fase contraddistinta da una severa recessione economica risulterebbe pertanto contrario alla logica perseguita dall'Unione sin dalle prime fasi di questa epidemia e non porterebbe altro che conseguenze negative affini a quelle palesatesi in seguito alla crisi dei debiti sovrani.

Un secondo argomento è invece riconducibile ad una logica che potremmo definire comparativa: invero, in seguito al deflagrare della pandemia, non sono più solo i *cd. PIIGS* a presentare un rapporto debito/PIL distante da quanto stabilito dai Trattati bensì ormai più della metà della popolazione facente parte dell'eurozona è distribuita in Stati che superano largamente (quasi raddoppiandolo) il 60% stabilito ai tempi di Maastricht⁴¹. Con l'avvio quindi nei confronti del nostro Paese di una procedura atta a rimodulare il bilancio statale, si verrebbe ad ingenerare un inevitabile effetto domino che interesserebbe anche altre Nazioni del continente⁴²; un'autentica

³⁹ La presa di posizione più rilevante può essere considerata quella assunta dalla presidentessa della BCE Lagarde, la quale ha auspicato una revisione del Patto di Stabilità e Crescita prima che questo venga rimesso in vigore. Cfr. F. FUBINI, *Lagarde (BCE) "il patto di stabilità va rivisto prima che rientri in vigore"*, in *Corriere della Sera*, 18 maggio 2020. Le dichiarazioni della presidentessa della BCE sono d'altronde coerenti con importanti prese di posizione espresse poco prima della pandemia da rilevanti esponenti del mondo accademico; in tal senso (*ex plurimis*) J. PISANI-FERRY, *When facts change, change the pact*, www.bruegel.org, 1 maggio 2019 e H. HOKSANEN, *Pragmatism with a long-term vision should prevail in euro reform*, in *VoxEU.org*, 1 novembre 2019.

⁴⁰ Il *Next Generation EU*, denominato solitamente *Recovery Fund*, è un progetto avallato dal Consiglio Europeo del 17-21 luglio con cui l'Unione Europea si prefigge di creare una prima forma di mutualizzazione delle passività. Questo strumento, non ancora approvato in maniera definitiva e strutturato sul Quadro Finanziario Pluriennale 2021-2027, prevede infatti la raccolta di 750 miliardi di euro attraverso l'emissione di obbligazioni euro-unitarie; risorse da distribuire in modo proporzionale fra i Paesi membri in base ai danni subiti dalla pandemia. In tal senso l'Italia, come la Spagna, avrà dunque un rilevante beneficio netto mentre un Paese come la Germania avrà una "bilancia" negativa. Si veda *Conclusioni del Consiglio Europeo – 17-21 luglio 2020*, www.consilium.europa.eu.

⁴¹ Si veda la nota 34.

⁴² L'effetto domino potrebbe non avere luogo solo nel caso in cui le istituzioni europee volessero perseguire specificamente una logica sanzionatoria nei confronti dell'Italia ma, in questo scritto, questa ipotesi non viene presa

valanga che farebbe sconfinare l'Europa in una depressione economica affine a quella sperimentata negli anni '30 del secolo passato.

Conseguentemente, e qui si presenta il terzo dei fattori sopra menzionati, si formerebbe con ogni probabilità anche una nuova ondata di euro-scetticismo⁴³ che, nel caso in cui nascesse da un "tradimento" delle condizionalità della *cd.* linea sanitaria del MES, verrebbe ad assumere dimensioni largamente superiori rispetto a quelle manifestatesi nel corso dell'ultimo decennio. È dunque ragionevole affermare come le istituzioni europee non abbiano interesse a dar nuovo vigore ad una corrente ideologica che ha messo a repentaglio l'esistenza stessa dell'Unione Europea e conseguentemente è logico concludere che è assai improbabile che la PCSCL, concepita con finalità e condizioni ben definite, vada ad assumere connotati differenti rispetto a quelli ripetutamente descritti da parte dei commissari europei e dai vertici dello stesso Meccanismo Europeo di Stabilità.

3. I rilievi del Presidente del Consiglio dei Ministri

Dopo aver analizzato la dimensione giuridica della *cd.* linea sanitaria del MES, diviene doveroso focalizzarsi sui contenuti esposti dal Presidente del Consiglio dei Ministri nel corso della sua conferenza stampa del 18 ottobre 2020, da cui abbiamo preso le mosse. In tal senso, i seguenti paragrafi si articoleranno come di seguito riportato:

neppure in considerazione. Invero, secondo il nostro punto di vista non risulta accettabile l'ipotesi di un'Unione Europea strutturata con il fine di depauperare la nostra Nazione in favore di altri Stati (in questa narrazione viene sovente chiamata in causa la Germania): per quanto, infatti, la struttura euro-unitaria abbia alla sua base delle storture che hanno talvolta sfavorito l'Italia, si pensi all'esistenza di un diffuso *dumping* fiscale interno all'UE od alla rigidità del *cd. Fiscal Compact*, è innegabile come le istituzioni dell'Unione abbiano sempre operato sulla scorta di quanto previsto dai Trattati (stipulati dal nostro Paese) e che spesso abbiano agito cercando di sostenere gli Stati che scontano maggiormente le carenze delle norme giuridiche europee (è sufficiente richiamare la costituzione del PSPP da parte della BCE od il più recente *Next Generation EU*). Inoltre, va portato in rilievo il fatto che il nostro Stato è ampiamente rappresentato all'interno della Commissione, del Parlamento Europeo e della Banca Centrale, esprimendo figure apicali che rappresentano per il nostro Paese un'importante garanzia di tutela dei nostri interessi nelle decisioni di rilievo assunte dall'UE (si pensi all'attuale presidenza del PE, al commissario per gli affari economici e monetari od alla composizione del Comitato Esecutivo della BCE). Infine, va considerato un elemento sovente trascurato nel dibattito nostrano: l'Unione Europea, ed anche i *cd.* Paesi virtuosi che la compongono, ha tutto l'interesse a sostenere l'Italia vista l'importanza che il nostro Stato ha nella dinamica continentale (si considerino, per esempio, il nostro peso demografico ed economico); un'Italia più fragile comporterebbe infatti un drastico indebolimento dell'UE su scala internazionale che, è ragionevole affermare, anche i *cd.* falchi presenti nell'UE preferirebbero evitare.

⁴³ Si veda, in tema di euro-scetticismo, P.R. GRAZIANO e M. ALMAGISTI, *Dall'euroentusiasmo all'euroscetticismo: culture politiche e integrazione Europea dopo Maastricht*, in *Ventunesimo Secolo: rivista di studi sulle transizioni*, n.2, 2019.

- 1) dapprima, verrà effettuata una riflessione sulle possibili strade che il nostro Paese potrebbe seguire nell'andare a rimborsare i fondi ricevuti da parte del Meccanismo Europeo di Stabilità;
- 2) successivamente, si concentrerà l'attenzione sull'utilità economica derivante dall'eventuale utilizzo della PCSCSCL eseguendo un parallelo con i tassi d'interesse dei titoli di stato italiani collocati sui mercati finanziari;
- 3) infine, si analizzerà il *cd.* rischio stigma evocato dal Presidente del Consiglio dei Ministri con riferimento all'utilizzo dei fondi del MES.

3.1 La copertura dei fondi ricevuti dal MES

Il Presidente Conte, pronunciandosi sulla futura copertura dei fondi ricevuti dall'istituzione sovranazionale, ha impostato il proprio ragionamento partendo da un presupposto: le risorse del MES sarebbero erogate sotto forma di prestiti e, in quanto tali, comporterebbero un aumento del debito pubblico. Alla luce di questo innalzamento delle passività, lo Stato avrebbe dunque modo di agire seguendo due differenti approcci: aumentare la tassazione o ridurre la spesa pubblica. Il Presidente del Consiglio dei Ministri ha pertanto tolto dal ventaglio delle opzioni possibili quella di accettare un consolidamento del debito nazionale su livelli più elevati rispetto a quelli *ante*-MES in quanto, stando alle sue parole, vi è l'esigenza di contenere il *deficit* statale. Quest'ultimo punto rappresenta l'elemento sui cui andare a strutturare la nostra riflessione che, va premesso fin d'ora, risulterà sulla tematica in oggetto piuttosto rapida. Invero, il ragionamento del Presidente Conte risulta formalmente ineccepibile dato che la ricostruzione da egli effettuata è perfettamente lineare. La scelta di non consolidare il debito pubblico su livelli più elevati rispetto a quelli correnti può infatti essere collegata ad una visione politica (quella cioè di non gravare le future generazioni di elevate passività) ma, al contempo, va anche ricondotta al fatto che l'Italia è inserita in un quadro di *governance* economica ben determinato che, fra le varie cose, le richiede – con norme *giuridicamente* vincolanti – di abbassare il debito in eccesso ad un ritmo piuttosto incalzante⁴⁴. Il punto di vista espresso dal Presidente del Consiglio dei Ministri sul tema è quindi pienamente

⁴⁴ Ai sensi dell'articolo 4 del Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* dell'unione economica e monetaria (*cd. Fiscal Compact*), un Paese avente un rapporto debito/PIL superiore al 60% deve procedere ad una riduzione media annua di 1/20 del valore eccedente a quanto stabilito dal Trattato di Maastricht.

coerente con quanto enucleato dai Trattati euro-unitari: a fronte di un innalzamento temporaneo del *deficit* e del rapporto debito/PIL⁴⁵ il nostro Paese si impegnerebbe, finita l'emergenza in corso, ad avviare un percorso di aggiustamento della finanza pubblica che richiederebbe tagli di spesa od aumenti della tassazione.

Detto della dimensione formale delle affermazioni del Presidente Conte, diviene doveroso concentrarsi su quella sostanziale che, ad uno sguardo attento, non può invece che risultare quantomeno controversa. Invero, il ragionamento del Governo sarebbe coerente se l'Italia lo applicasse a tutte le risorse prese a debito a partire dall'inizio della pandemia e se quindi un siffatto atteggiamento venisse tenuto anche per i prestiti facenti parte del fondo SURE⁴⁶ e del *Next Generation EU*⁴⁷, finanziamenti che presentano caratteristiche giuridiche, e ricadute sulle passività statali, affini a quelle riconducibili alla presente linea di credito del MES. Questo approccio pare invece essere applicato solo nei confronti della PCSCL in quanto, alla luce di quello che è già stato un importante aumento del rapporto debito/PIL, la Presidenza del Consiglio dei Ministri non ha mai messo in guardia rispetto alla necessità in un futuro prossimo di convergere in modo netto verso i parametri di bilancio UE. Parrebbe dunque venir a prendere forma un "doppiopesismo" nell'approccio ai prestiti che, da un lato, non vede alcuna criticità nell'indebitarsi sui mercati o verso l'Unione Europea mentre, dall'altro, intreccia i fondi del MES con taglio della spesa pubblica ed aumento della tassazione. È ragionevole dunque affermare come le parole pronunciate dal Presidente Conte sul tema, pur ineccepibili da un punto di vista formale, risultino decisamente

⁴⁵ L'innalzamento del rapporto deficit/PIL è reso possibile dall'attivazione da parte della Commissione Europea delle *cd.* clausole di salvaguardia del Patto di Stabilità e Crescita. La sospensione temporanea del PSC può essere posta in essere, ai sensi dell'articolo 3 paragrafo c) del *cd. Fiscal Compact*, "solo in circostanze eccezionali". Anche l'articolo 81 della nostra Costituzione, novellato nel 2012, si pone in linea con questa previsione e prevede che il ricorso all'indebitamento sia consentito "solo al fine di considerare gli effetti del ciclo economico e, previa autorizzazione delle Camere adottata a maggioranza assoluta dei rispettivi componenti, al verificarsi di eventi eccezionali".

⁴⁶ *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency* (SURE) è un inedito strumento ideato dalla Commissione Europea, un meccanismo avente il fine di finanziare le spese sostenute dagli Stati membri nel tentativo di tutelare i posti di lavoro a rischio in seguito al deflagrare dell'attuale pandemia. L'Unione si prefigge di raccogliere un massimo di 100 miliardi di euro attraverso l'emissione di titoli sui mercati finanziari, risorse che poi saranno erogate sotto forma di prestiti ai Paesi membri che richiederanno assistenza finanziaria. L'Italia risulta ad ora il principale beneficiario del programma con 27,4 miliardi di euro. Si veda, sul tema, SURE – *The European instrument for temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, www.ec.europa.eu.

⁴⁷ Il *Next Generation EU* (si veda la nota 40) è infatti composto sia da sovvenzioni che da prestiti, finanziamenti dunque affini a quelli del MES (con scadenza però potenzialmente diverse). Il nostro Governo, in quella che è la bozza di *Recovery Plan* nazionale, ha previsto di fare ampio utilizzo dei 209 miliardi messi a disposizione dall'UE in favore del nostro Stato: in tal senso, facendo riferimento al *Recovery and Resilience Facility*, l'esecutivo guidato dal Presidente Conte prevede dunque di attingere a circa 128 miliardi di prestiti. Sul tema M. BORDIGNON, *Next Generation EU: ecco il piano dell'Italia*, in *LaVoce.info*, 8 dicembre 2020.

difformi rispetto all'approccio complessivo che il Governo ha adottato nell'affrontare l'emergenza socio-economica derivante dal diffondersi dell'epidemia da Covid-19, senza una reale giustificazione, almeno da un punto di vista giuridico, che giustifichi tale diversità di valutazione.

3.2 L'utilità economica derivante dall'utilizzo della PCSCL

Il Presidente del Consiglio dei Ministri, procedendo nella sua analisi in merito al possibile utilizzo della *cd.* linea sanitaria del MES, ha parlato inoltre dell'utilità economica derivante dall'accesso alle risorse dell'istituzione sovranazionale ed ha sostenuto come il risparmio, in termini di tassi d'interesse rispetto all'emissione di Buoni del Tesoro Pluriennali (BTP), sarebbe fortemente contenuto. Nel valutare questa affermazione diviene pertanto doveroso confrontarsi con i dati del Ministero dell'Economia e delle Finanze cercando di esaminare quale sia il divario in essere fra il rendimento dei titoli di Stato italiani e la PCSCL; in tal senso il paragone sopramenzionato verrà effettuato considerando le aste dei BTP a 10 anni unitamente a quelle riconducibili agli inediti BTP Futura⁴⁸ (la cui seconda emissione ha previsto una durata di 8 anni). Con riferimento ai BTP a 10 anni, analizzando l'asta del 29-30 ottobre 2020⁴⁹ (quella cioè più prossima alla conferenza stampa del Presidente Conte), il rendimento lordo è stato fissato allo 0,79% con una cedola annua pari allo 0,90% (prezzo di aggiudicazione a 101,11). I BTP Futura, che si strutturano su di un meccanismo *cd. step-up*⁵⁰, hanno invece contemplato, nell'asta avvenuta fra il 9 ed il 13 novembre, i seguenti tassi cedolari: 0,35% per i primi tre anni, 0,60% per i successivi tre e l'1% per i rimanenti due⁵¹.

⁴⁸ I BTP Futura sono stati creati nel corso del 2020 nel tentativo di raccogliere risorse con cui finanziare le spese sostenute dallo Stato nel fronteggiare la pandemia. Questi strumenti sono rivolti ad una platea di sottoscrittori *retail* e, nella prima emissione del mese di luglio, hanno previsto una durata decennale raccogliendo un controvalore di poco superiore a 6 miliardi di euro (6 132,260 milioni di €). Sul tema http://www.dt.mef.gov.it/it/news_debito_pubblico/2020/btp_futura.

⁴⁹ Si veda www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/emissioni_titoli_di_stato_interni/risultati_aste.

⁵⁰ Le obbligazioni *cd. step-up* prevedono un tasso d'interesse crescente (predeterminato) nel corso della vita dello strumento finanziario.

⁵¹ Il BTP Futura contempla inoltre un "premio fedeltà" che garantisce, per chi detiene lo strumento finanziario per tutta la sua durata, "un premio pari al tasso medio di crescita annuale del PIL nominale registrato dall'ISTAT durante la vita del titolo stesso, con un minimo garantito dell'1% e fino ad un massimo del 3% del capitale sottoscritto". In tal senso www.mef.gov.it/focus/BTP-Futura.

Detto dei titoli di Stato italiani, conviene ora focalizzare l'analisi sui tassi d'interesse applicati dal MES sulla PCSCL. Il Meccanismo Europeo di Stabilità, forte del suo *rating* a tripla A, sul finire del mese di luglio ha effettuato uno studio⁵² sull'ipotetico tasso d'interesse reale che un Paese membro andrebbe a pagare utilizzando la *cd.* linea sanitaria e, in tal senso, è emerso quanto di seguito riportato: considerando un orizzonte temporale di 7 anni vi sarebbe un tasso pari a -0,26% mentre, su 10 anni, il valore salirebbe a -0,12%⁵³. Per quanto dunque non si ragioni di un differenziale affine a quello registrato negli anni della crisi dei debiti sovrani, va affermato come rimanga comunque un *gap* fra titoli di Stato italiani e PCSCL che, indubbiamente, porterebbe il nostro Paese a conseguire un risparmio di spesa. Naturalmente, affermare in modo assoluto la validità o meno di quanto sostenuto sul tema dal Presidente Conte risulta impossibile: va da sé che l'espressione "risparmio fortemente contenuto" risulti pienamente discrezionale, sfuggendo quindi ad ogni possibile valutazione non condizionata da un punto di vista personale. Altrettanto naturale è il fatto che, per calcolare il risparmio in termini di milioni/miliardi di euro, sia prima necessario effettuare una scelta in merito a quante risorse il nostro Paese voglia eventualmente attingere dalla PCSCL⁵⁴. Stando però al punto di vista dello scrivente, ogni risparmio di spesa dev'essere ben accetto e, una volta ancora, risulta doveroso sottolineare come questa valutazione venga effettuata unicamente per le risorse del MES: invero, un ragionamento analogo potrebbe essere applicato anche ai fondi derivanti da SURE o dal *Next Generation EU* ma, anche in questa circostanza, vige un evidente "doppiopesismo".

Di interesse per l'analisi in oggetto è peraltro un'osservazione sollevata in ambito economico e riguardante le aspettative future sui tassi d'interesse dei titoli sovrani italiani⁵⁵. Invero, è stato sottolineato come, a partire dal mese di marzo del 2020, lo *spread* BTP – Bund sia andato progressivamente riducendosi⁵⁶ e, di rimando, è stata paventata la possibilità di attendere alcuni

⁵² Cfr. K.A. JANSEN e S. RUHL, *Why the Covid-19*, cit.

⁵³ *Ibidem*. In merito alla struttura dei tassi applicati allo Stato membro con la PCSCL si rimanda alla nota 13.

⁵⁴ Il Ministro dell'Economia Roberto Gualtieri, pochi giorni dopo la conferenza stampa del Presidente Conte, ha stimato in 300 milioni di euro annui il risparmio di interessi intrinseco all'utilizzo di tutti i 37 miliardi di euro che il MES riserva al nostro Paese con la PCSCL. Sul tema M. VIGNALI, *Gualtieri spinge sul MES, risparmio di 300 milioni l'anno. Ma Conte temporeggia*, in *Milano Finanza*, 21 ottobre 2020. In un'analisi effettuata da Fitch è invece stato sostenuto come l'Italia, utilizzando tutto l'ammontare a sua disposizione ed optando per un orizzonte temporale di 10 anni, andrebbe a risparmiare un valore prossimo ai 2,9 miliardi; a tal proposito *ESM Coronavirus Loan Demand Limited by Borrower Perceptions*, www.fitchratings.com, 19 novembre 2020.

⁵⁵ Cfr. D. TICCHI, *C'è tempo per l'opzione MES*, in *LaVoce.info*, 1 luglio 2020.

⁵⁶ Nel mese di marzo, in seguito alla "sfortunata" dichiarazione della presidentessa Lagarde (Si veda F. FUBINI, *BCE, Lagarde e la "gaffe" che fa esplodere lo spread*, in *Corriere della Sera*, 12 marzo 2020), lo *spread* BTP-Bund

mesi al fine di valutare l'utilità o meno di ricorrere alla PCSCL. Pertanto, seguendo questa impostazione, qualora il BTP dovesse fermare la propria "discesa" si potrebbe attivare l'opzione MES, nel caso in cui invece questo *trend* dovesse continuare, verrebbe meno (o si ridurrebbe ancor di più) la marginalità dell'operazione e conseguentemente si potrebbe scartare l'ipotesi di richiedere risorse all'istituzione sovranazionale. La riflessione appena riportata, per quanto enuclei elementi rilevanti, risulta purtroppo strettamente collegata ad un'incertezza che ne mina la perseguibilità: è infatti ovviamente impossibile determinare l'andamento dei tassi d'interesse e, se proprio si volesse giungere a formulare una previsione, risulta particolarmente difficile che i BTP a 10 anni possano nei prossimi mesi convergere verso il terreno negativo. Va infatti tenuto in considerazione come il nostro Paese, per quanto riesca agilmente a finanziarsi sui mercati, conservi un *rating* ben inferiore a quello degli Stati dell'Unione che presentano tassi negativi⁵⁷ e, in tal senso, risulta arduo immaginare, soprattutto in una prospettiva di breve o medio periodo, un miglioramento tale della nostra classificazione che ci permetta di ricevere risorse alle stesse condizioni del Meccanismo Europeo di Stabilità. Infine, anche con riferimento all'osservazione appena riportata, si afferma nuovamente come questo approccio, e tutte le cautele ad esso riconducibili in merito alla *cd.* linea sanitaria del MES, non venga adottato nei confronti dei prestiti facenti parte del programma SURE e del *Next Generation EU*.

In sintesi, con riferimento all'utilità derivante dall'utilizzo della PCSCL, è doveroso quindi sottolineare come le parole del Presidente Conte sul tema non siano sindacabili in maniera assoluta ma, come rilevato in precedenza, secondo lo scrivente ogni risparmio di spesa risulta conveniente alle finanze italiane e, in quest'ottica, rinunciare al MES significherebbe rinunciare a fondi che potrebbero essere impiegati dal nostro Governo in altra fruttuosa maniera.

arrivò a superare quota 250 per poi, grazie al riorientamento della BCE sul tema, scendere progressivamente su livelli di poco superiori a 100.

⁵⁷ *Standard & Poor's* identifica il *rating* dell'Italia in BBB mentre Germania e Paesi Bassi si attestano su AAA, l'Austria su AA+ e la Francia ed il Belgio su AA. Si veda www.standardandpoors.com/en_US/web/ratings.

3.3 Il rischio stigma

Il Presidente del Consiglio dei Ministri, concludendo la sua valutazione sul possibile utilizzo della *cd.* linea sanitaria del MES, ha posto particolare rilevanza su di un ipotetico rischio stigma connesso all'accesso alle risorse dell'istituzione sovranazionale. Il Governo non ha specificato in modo dettagliato a cosa facesse riferimento esprimendosi in questa maniera ma, alla luce di un ampio dibattito sul tema, si possono avanzare delle ipotesi su quali siano gli aspetti da tenere in considerazione. Invero, soprattutto nel mondo politico, si è sovente fatto richiamo ai connotati di questo ipotetico rischio stigma e si è lasciato intendere come, qualora fosse solo l'Italia a fare ricorso alla PCSCL, i mercati avvertirebbero questa decisione come un segnale di fragilità e, di rimando, obbligherebbero il nostro Paese ad aumentare i tassi d'interessi sui titoli di debito (vanificando quindi il risparmio sopra menzionato). Le ragioni alla base di questa supposizione sono principalmente due: la prima è riconducibile ad una "emotività" dei mercati finanziari mentre la seconda è dettata dalla *seniority* dei prestiti effettuati dal MES. Di seguito si propone un'analisi di ambedue le osservazioni appena riportate con cui si tenterà di spiegare le ragioni per cui, secondo lo scrivente, questa supposta minaccia non esiste.

Sulla *cd.* emotività della finanza (solitamente definita irrazionalità) si è scritto molto e gli esempi da poter addurre in tal senso sarebbero vari: il mito dell'efficienza dei mercati finanziari si è rivelato infatti tale e le crisi sorte a partire dal 1929 sono la rappresentazione plastica di come gli operatori possano sovente muoversi come un gregge, accantonando valutazioni aventi un solido fondamento reale⁵⁸. In tal senso è stata dunque paventata l'ipotesi che un accesso del nostro Paese alla PCSCL possa essere identificato come un segnale d'allarme per i conti pubblici italiani,

⁵⁸ La teoria dei mercati finanziari efficienti venne proposta in modo strutturato da Eugene F. Fama, membro della Scuola di Chicago (si veda E.F. FAMA, *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, in *The Journal of Finance*, 1970). Secondo l'impostazione proposta dallo studioso statunitense, nei mercati finanziari sussisterebbe una situazione tendente alla concorrenza ed all'informazione perfetta che permetterebbe di calcolare ogni situazione in maniera probabilistica. Nel modello in questione sarebbero possibili distorsioni ma queste avrebbero un carattere temporaneo e si distribuirebbero in modo casuale. Nei decenni successivi ha invece assunto sempre più peso, anche a seguito della deflagrazione di diverse bolle speculative, un filone di ricerca incentrato sulla *cd.* finanza comportamentale che ha portato in rilievo l'importanza delle distorsioni cognitive nelle scelte degli operatori finanziari (sul tema: R.J. SCHILLER, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000). Nel caso del MES i mercati, stando a quanto sostenuto da parte del mondo politico, potrebbero percepire una fragilità dei conti pubblici italiani alla luce del semplice ricorso alla PCSCL; perderebbe in tal senso rilevanza il quadro complessivo di finanza pubblica e questa linea di credito potrebbe ingenerare un deterioramento del nostro merito creditizio.

ingenerando un vortice di vendite sui mercati secondari che porterebbe ad un rapido deterioramento delle finanze statali⁵⁹.

In merito alla *seniority* del MES è stato invece sostenuto in dottrina⁶⁰ come, accedendo alle risorse della *cd.* linea sanitaria, si verrebbero a creare titoli pubblici di fascia A e titoli pubblici di fascia B che, posti su di un inedito piano duale, comporterebbero per gli ultimi un sensibile aumento del rischio che implicherebbe un aumento dei tassi d'interesse corrisposti dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Queste due considerazioni devono essere rigettate per diverse ragioni e la prima di queste è riconducibile al ruolo giocato da parte della Banca Centrale Europea. Invero, con l'inizio della pandemia, l'istituto di Francoforte ha adottato una politica monetaria decisamente espansiva e, con il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP)⁶¹, è stato avviato un massiccio piano di acquisti di titoli pubblici dell'eurozona che, è ragionevole aspettarsi, non cesserà nei prossimi mesi⁶². Questa azione della BCE, che affianca il pre-esistente *Public Sector Purchase Programme* (PSPP)⁶³, ha un peso fondamentale nel calmiere i tassi d'interesse dei nostri BTP ed i mercati ne

⁵⁹ Per un'opinione giornalistica, che racchiude in modo esaustivo le perplessità espresse in tal senso da una parte consistente del mondo politico, si veda M. DEL CORNO, *Mes, lo spettro dello "stigma" e il rischio che un rialzo dei tassi annulli i benefici: perché nessun Paese UE ha ancora chiesto quel prestito*, in *Il Fatto Quotidiano*, 30 giugno 2020. Nell'articolo appena menzionato si afferma come, con un ricorso alla *cd.* linea sanitaria del MES, vi sarebbe il rischio di dimostrare la necessità di un aiuto esterno "provocando quindi una maggior diffidenza da parte degli investitori [...] i mercati non fanno sottili distinzioni su condizionalità e tecnicità del prestito. Guardano velocemente al segnale che arriva e reagiscono di conseguenza".

⁶⁰ In tal senso, un autorevole punto di vista è stato espresso da Brancaccio (cfr. C. PAUDICE, *L'economista Emiliano Brancaccio: "Il MES è un pessimo affare. Soprattutto per gli europeisti"*, in *Huffington Post*, 5 luglio 2020). Anche *Saxo Bank* in una sua analisi ha riportato, fra le ragioni alla base del mancato utilizzo della *cd.* linea sanitaria del MES, i rischi riconducibili ad una possibile divaricazione fra titoli di Stato con e senza *seniority*; si veda A. SPINOZZI, *Why no country wants to access the European Stability Mechanism. The example of Italy*, www.home.saxo, 23 ottobre 2020.

⁶¹ Il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) è un massiccio piano di acquisti di debito pubblico dell'eurozona lanciato dalla BCE nel mese di marzo. La finalità perseguita dall'istituto di Francoforte con questo programma è quella di sostenere gli Stati membri attraverso il mantenimento di tassi d'interesse fortemente contenuti, in tal senso la Banca Centrale si è riservata la possibilità di deviare dalla regola della *capital key* ed andare a coinvolgere titoli che potrebbero presentare un *rating* più basso di quello minimo richiesto per il PSPP (nel PEPP è stata dunque coinvolta anche la Grecia). Il programma non dovrebbe terminare almeno fino al giugno 2021. Si veda *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), www.ecb.europa.eu.

⁶² Si afferma ciò alla luce delle basse aspettative riguardanti l'andamento dei prezzi dell'eurozona e per via della possibile rimodulazione dell'obiettivo d'inflazione paventata da parte della presidentessa Lagarde (si veda la nota 33).

⁶³ Il *Public Sector Purchase Programme* (PSPP), solitamente denominato *Quantitative Easing*, è l'ampio programma di acquisti di titoli pubblici lanciato dalla BCE durante il mandato Draghi nel tentativo (ufficialmente) di rilanciare il tasso d'inflazione nell'eurozona. Sul tema: *Programmi di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema*, www.bancaditalia.it. Per approfondire gli immediati effetti avuti dal programma in oggetto sui tassi d'interesse dei titoli di Stato europei, si veda, P. ANDRADE – J. BRECKENFELDER – F. DE FIORE – P. KARADI – O. TRISTANI, *The ECB's Asset Purchase Programme: An Early Assessment*, in *ECB Working Paper*, n.1956, 2016.

sono pienamente condizionati; risulta pertanto piuttosto fuorviante immaginare che un prestito di (massimo) 37 miliardi di euro possa far cadere questa imponente rete di protezione⁶⁴.

Qualora dovesse poi nei prossimi anni venir meno la potenza di fuoco di Francoforte vi sono altre considerazioni da portare in rilievo. Fra queste vi è la convinzione che 37 miliardi di euro, rispetto ad un debito pubblico superiore ai 2.500 miliardi, risultino essere una parte decisamente minoritaria delle nostre passività e credere che, utilizzando i fondi del MES, possa crearsi un pericoloso sistema duale è irragionevolmente pessimistico. Oltretutto è da considerare come anche i prestiti del *Next Generation EU*, unitamente a quelli di SURE, presentino una *seniority*⁶⁵ rispetto ai titoli di Stato “ordinari” e, a tal proposito, non si ragionerebbe di 37 miliardi di euro bensì di più di 120: rinunceremo anche a quelli oppure, una volta ancora, applicheremo il “doppiopesismo” denunciato nei paragrafi precedenti?

Merita poi di essere sottolineato l’andamento dei tassi d’interesse sui titoli pubblici di quegli Stati europei che hanno fatto ricorso alle linee di credito dell’istituzione sovranazionale nel corso della crisi dei debiti sovrani. Invero, analizzando l’andamento dei rendimenti decennali su titoli spagnoli, portoghesi ed irlandesi, emerge come non vi siano state negative ripercussioni finanziarie date dall’accesso al MES ed ora questi Paesi si indebitano a tassi più vantaggiosi dell’Italia (che in passato non ha invece fatto ricorso all’istituzione sovranazionale)⁶⁶.

Alla luce di quanto appena esposto, risulta pertanto difficile condividere le preoccupazioni del Presidente del Consiglio dei Ministri in merito al sopramenzionato rischio stigma. Ragionamento a parte è invece quello riconducibile ad una logica comparativa che porta la riflessione sulla PCSCL ad essere allargata anche ad altri Paesi dell’eurozona. Invero, è stato correttamente osservato⁶⁷ come ancor nessuno Stato dell’Unione abbia fatto ricorso alla *cd.* linea sanitaria del MES, nonostante alcune Nazioni avrebbero benefici di carattere economico nell’effettuare ciò. Oltretutto, è stata

⁶⁴ È stata anche valutata la possibilità che la BCE, alla luce del ricorso di uno Stato alla PCSCL, possa attivare le *Outright Monetary Transactions* (OMT) e sostenere dunque in modo ancor più rilevante i titoli di debito del Paese membro in questione. Secondo il punto di vista dello scrivente questa ipotesi è però da scartare per quelle che sono le condizionalità fissate dalla Banca Centrale nel delimitare il perimetro di questi strumenti e, forse soprattutto, per i vincoli giuridici espressi all’interno della vicenda *OMT/Gauweiler* (2 BvR 2728/13, 21 giugno 2016). Si veda, sul tema, P. FARAGUNA, *La sentenza del Bundesverfassungsgericht sul caso OMT/Gauweiler*, in *Diritti Comparati*, n.1, 2016.

⁶⁵ Questo elemento è stato portato in rilievo dal Ministro Gualtieri nel corso della sua audizione in Commissione Bilancio in data 28 luglio 2020.

⁶⁶ Si veda *Long-term interest rates*, www.data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm.

⁶⁷ Cfr. M. BORDIGNON, *La crisi pandemica e il futuro delle istituzioni europee*, in *Osservatorio Monetario*, n.2, 2020, 10-12.

sollevata un'ulteriore riflessione: per quale ragione diversi Paesi membri hanno già fatto richiesta di fondi a SURE⁶⁸ e non ancora alla PCSCL (nonostante vi siano circa le medesime condizioni finanziarie)? Può ciò essere riconducibile al rischio stigma sopra enunciato?

Per offrire una possibile risposta ai due interrogativi appena menzionati diviene doveroso portare in rilievo elementi di carattere differente.

Con riferimento alla prima domanda, va prima di tutto posta in risalto una dimensione prettamente politica. Secondo il punto di vista di chi scrive, è infatti ragionevole affermare come ragioni ideologiche formatesi *a priori* sulla PCSCL possano essere presenti sia nel nostro Paese come in altre Nazioni dell'eurozona. D'altronde, è innegabile considerare il fatto che, nella precedente crisi dei debiti sovrani, il MES sia stato uno degli strumenti con cui sono state poste in essere le politiche di *austerità* e, in tal senso, ogni ricorso allo strumento in questione equivale ad un richiamo ad una fase in cui la sovranità di determinati Stati è risultata notevolmente limitata. Questo accade nel nostro Paese e, è ragionevole aspettarsi, accada pure in quelle Nazioni che sono state assoggettate, alla luce del rinnovato quadro di *governance* economica europea, a stringenti richieste di contenimento della spesa pubblica⁶⁹.

Va inoltre posta in rilievo un'ulteriore considerazione: l'Italia è il Paese dell'eurozona che presenterebbe il maggior risparmio nel ricorrere alla PCSCL, mentre gli altri "compagni" del gruppo dei PIIGS conseguirebbero vantaggi economici decisamente minori⁷⁰. Eppure, va doverosamente considerato come il "successo" di SURE dimostri che gli Stati dell'eurozona siano interessati in questa complessa fase economica a risparmiare anche una somma piuttosto contenuta in termini di tassi d'interesse. Alla luce di ciò, diviene doveroso concentrarsi sulla seconda

⁶⁸ Cfr. *The european instrument for temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency (SURE)*, www.ec.europa.eu.

⁶⁹ Nel dibattito in corso sul MES è stata sovente chiamata in causa la Spagna la quale, per voce del suo Ministro delle Finanze Calviño e del suo Primo Ministro Sanchez, ha ripetutamente sostenuto dall'inizio della pandemia di non voler fare ricorso al MES (avendo contrariamente già richiesto liquidità a SURE). Luis Garicano, *leader* del partito liberale *Ciudadanos* al Parlamento Europeo, sin dalla creazione della PCSCL ha invece invitato il Governo di Madrid a tenere in considerazione questa ipotesi sostenendo l'utilità della linea di credito in questione. La situazione del Paese iberico ricorda in tal senso quella italiana visto che l'esecutivo spagnolo, guidato dal Partito Socialista, è composto anche da una forza politica (*Podemos*) sorta sul movimento degli *indignados*, dunque nata in piena contrapposizione rispetto alle politiche di *austerità* sostenute dall'Unione Europea durante la crisi dei debiti sovrani. In tal senso M. SANDBU, *The eurozone's bailout fund remains unfairly toxic*, in *Financial Times*, 20 maggio 2020. Del parere che il passato del MES abbia un'importante influenza sul rifiuto degli Stati europei di farvi ricorso, sono anche A. CAMOUS e G. CLAEYS (*The evolution of European economic institutions during the COVID-19 crisis*, in *European Policy Analysis*, n. 6/2020, 328-341) i quali sostengono come le "cicatrici" dell'*austerità* siano ancora ben evidenti nelle scelte adottate dai Governi dell'Europa mediterranea.

⁷⁰ Cfr. *Long-term*, cit.

domanda e portare in rilievo gli ultimi tre aspetti che ci permettono al contempo di analizzare le ragioni per cui, anche coloro che reclamano l'assoluta necessità di ricorrere ai fondi del MES, dovrebbero comunque esaminare determinati elementi che, nel dibattito corrente, vengono invece sovente trascurati.

4. Conclusioni: un'elementare *check-list* per ricorrere al MES

Ragionando in merito all'asimmetria presente fra l'ampio ricorso a SURE e l'utilizzo nullo della PCSCL, diviene doveroso considerare la natura differente dei due strumenti partendo dalla contrapposizione fra modello intergovernativo e modello euro-unitario. Invero, va sempre ricordato come il MES si ponga formalmente al di fuori dei Trattati dell'Unione e ciò, negli anni passati, ha contribuito a rafforzare un ampio dibattito riconducibile alla scarsa legittimazione politica delle istituzioni che richiedevano *austerity* in seguito alla crisi dei debiti sovrani⁷¹. In tal senso, il Parlamento Europeo è stato escluso dalle principali decisioni assunte in materia economico-finanziaria lasciando invece spazio a soggetti avvertiti come distanti dai cittadini dell'Unione (si pensi al coinvolgimento del Fondo Monetario Internazionale)⁷². Questa impostazione ha purtroppo negli anni passati rafforzato in parte della popolazione, ed in molti partiti politici, l'idea di una struttura burocratica che sfuggiva alle deliberazioni tipiche di una democrazia e, di rimando, ha portato ad identificare il Meccanismo Europeo di Stabilità in un'istituzione dalle dinamiche poco trasparenti e dalle finalità più affini a quelle di un ente creditizio piuttosto che di un soggetto politico⁷³. SURE trova invece la propria base giuridica nell'Unione Europea e, alla luce dell'evidente cambio di visione della Commissione e di alcuni Stati *cd. virtuosi*⁷⁴, si consolida su di una logica completamente differente rispetto a quella seguita nel corso della crisi dei debiti sovrani. A tal proposito, torna dunque in rilievo la dimensione politica citata sopra e l'evidente "diversità

⁷¹ Cfr. R. BIN, *Il processo costituente dell'Unione Europea*, in M. DOGLIANI, R. BIN e R. MARTINEZ DALMAU, *Il processo costituente*, Napoli, 2017, 53-83.

⁷² Si veda, in tal senso, quanto auspicato (*ex plurimis*) da B. CARAVITA, *Mettere il nuovo Parlamento Europeo al centro delle scelte politiche*, in *Federalismi.it*, n.11/2019.

⁷³ In questi termini si esprime A. MANGIA, *Del MES*, cit., 3-4.

⁷⁴ In particolare il Governo tedesco, che nel corso della crisi dei debiti sovrani aveva sostenuto con forza le politiche di *austerity*, ha mutato radicalmente posizione e si è fatto principale promotore, insieme alla Francia, del progetto che ha portato alla creazione del *Next Generation EU*. Si veda, sul tema, A. VILLAFRANCA, *La Germania di Angela Merkel alla guida dell'UE*, in *IspiOnline.it*, 1° luglio 2020.

ideologica” a cui vengono fatti risalire i due strumenti oggetto di analisi: la PCSCL sconta in tal senso la storia passata del Meccanismo Europeo di Stabilità e presenta dunque un *deficit* di partenza rispetto al neonato SURE.

Il secondo elemento da considerare, ragionando in merito alla sopramenzionata asimmetria presente fra i due strumenti, è di natura decisamente più tecnica e riguarda il diverso orizzonte temporale. Invero, va tenuto in considerazione il fatto che la *cd.* linea sanitaria del MES si struttura su (massimo) 10 anni di durata mentre SURE, analizzando anche i primi collocamenti effettuati⁷⁵, si articola su di un lasso temporale ben più esteso che, guardando a quanto ipotizzato per il *Next Generation EU*, potrebbe giungere anche a 30 anni; alla luce di ciò va ad ampliarsi la convenienza economica data da quest’ultimo meccanismo e si consolida pertanto la frattura presente con la PCSCL⁷⁶.

Il terzo, ed ultimo, elemento da evidenziare in relazione a questa tematica è riconducibile alla natura delle spese finanziabili con i diversi due strumenti. Va infatti sottolineata l’esistenza di un vincolo rispetto all’impiego delle risorse: da un lato, con SURE, viene data la possibilità di finanziare spese riconducibili al sostegno dell’occupazione (per es., la Cassa Integrazione Guadagni) mentre dall’altro, con la PCSCL, spese dirette od indirette di carattere sanitario. Questa differenza deve far dunque riflettere sulla diversa natura dei due meccanismi e sul fatto che porli su un piano di uguaglianza sostanziale possa risultare fuorviante; è infatti possibile che uno Stato presenti piani di spesa relativi ad una certa tematica, per esempio rispetto alla riduzione dell’orario di lavoro, senza invece averne programmati su altre materie, come lo sviluppo delle strutture ospedaliere.

Le ultime due considerazioni enunciate in questo paragrafo ci permettono inoltre di introdurre un’ulteriore prospettiva, una chiave di lettura mirata a ponderare con attenzione un eventuale utilizzo del MES portando al centro della valutazione quelli che, secondo lo scrivente, sono gli elementi da tenere principalmente in considerazione nell’assumere una decisione sul tema.

Come è stato giustamente sottolineato in dottrina⁷⁷, la questione afferente alla PCSCL è stata infatti fagocitata da una contrapposizione politica che purtroppo non lascia molto spazio ad un’analisi

⁷⁵ Nella prima emissione di obbligazioni rientranti nel programma SURE, effettuata sul finire del mese di ottobre, sono stati raccolti sul mercato circa 17 miliardi di euro di cui 10 con scadenza decennale e 7 con scadenza ventennale. In tal senso *European Commission issues first emission of EU SURE social bonds*, www.ec.europa.eu/commission.

⁷⁶ Questa considerazione è portata in rilievo anche da M. BORDIGNON, *La crisi*, cit., 12.

⁷⁷ Cfr. M. BORDIGNON e G. TURATI, *Discutere di Mes senza sapere perché*, in *LaVoce.info*, 13 ottobre 2020.

razionale dello strumento oggetto di discussione. Invero, viene sovente trascurata la natura della sopramenzionata linea di credito del MES e non ci si pone la domanda fondamentale su cui dovremmo andare a strutturare la nostra riflessione: l'Italia ha un piano di investimenti sanitari da andare a finanziare?

Il quesito appena riportato potrà sembrare elementare ma, per la realtà politica corrente, risulta purtroppo privo di una risposta puntuale. Se infatti le ragioni di chi è contrario al MES sono state già esposte, nulla abbiamo invece detto sulla fallacia delle posizioni ideologiche sostenute da chi si pone in modo predeterminato dall'altra parte della barricata. Invero, appare sovente come alcuni esponenti politici e del mondo giornalistico invocano l'utilizzo della PCSCL senza avere le idee ben chiare sui confini dello strumento in questione e giungendo, in determinate circostanze, ad investire la presente linea di credito di capacità taumaturgiche. Prima di far richiesta di fondi al MES sarebbe invece necessario interrogarsi su come andare ad implementare il nostro Sistema Sanitario e domandarci, per esempio, se l'Italia abbia esigenza di sostenere spese *una tantum* piuttosto che aumentare quelle ricorrenti o, nel caso, seguire ambedue le strade. Alla luce di quanto appena sostenuto si avanza di seguito uno schema d'analisi che, attraverso una serie di domande, potrebbe rappresentare un piano logico su cui andare a strutturare la valutazione afferente alla richiesta o meno della PCSCL. Questa *check-list* si articola su tre basilari quesiti che richiedono tutti una risposta positiva al fine di ricorrere alla *cd.* linea sanitaria del MES:

1) L'Italia vuole sostenere spese *una tantum* legate, in modo diretto od indiretto, al settore sanitario?

Come ricordato poc'anzi, il nostro Paese con i fondi della PCSCL non può delineare piani d'investimento ricorrenti. Lo strumento in questione risulterebbe pertanto inidoneo nel caso in cui si volesse andare, per esempio, a rafforzare in modo permanente la medicina territoriale od il personale ospedaliero. Contrariamente, nel caso in cui si decidesse di investire in infrastrutture piuttosto che in assunzioni a tempo determinato a fronte dell'epidemia, un ricorso al MES potrebbe rappresentare un'opzione perseguibile.

2) Queste spese vogliono essere finanziate a debito?

La presente domanda richiama un elemento desunto dalla sopracitata conferenza stampa del Presidente del Consiglio dei Ministri. Invero, il nostro Paese potrebbe anche valutare di non finanziare il settore sanitario attraverso il ricorso al debito bensì per mezzo dell'innalzamento

dell'imposizione fiscale o con un taglio della spesa pubblica. Qualora si propendesse per le ultime due ipotesi, il ricorso alla PCSCL sarebbe una strada da scartare.

3) L'indebitamento vuole essere distribuito su un orizzonte temporale massimo di 10 anni?

Quest'ultimo quesito si rifà invece ad una questione posta in evidenza nel presente paragrafo e tratta di un aspetto dirimente ai fini della nostra analisi. La *cd.* linea sanitaria del MES presenta infatti un piano di rimborsi ben definito che potrebbe anche essere reputato insufficiente rispetto alla situazione contingente. La crisi in corso rappresenta infatti uno *shock* socio-economico epocale (in dottrina⁷⁸ è stata in tal senso equiparata ad una guerra) e non è assurdo ipotizzare di distribuire il pagamento degli interessi su più generazioni. Non è dunque da scartare l'ipotesi di emettere debito su scadenze pluridecennali approfittando degli attuali tassi d'interesse o facendo ricorso ai prestiti del *Next Generation EU*. Qualora si volesse seguire questa strada, la PCSCL perderebbe di validità e potrebbe essere utilmente attivata solo come prestito ponte in attesa delle risorse del *cd. Recovery Fund*⁷⁹.

Il Presidente Conte, concludendo la conferenza stampa del 18 ottobre 2020, ha invitato a non identificare il MES come una panacea e noi, con il presente scritto, abbiamo cercato di seguire questa indicazione ponderando, da un punto di vista giuridico ed economico, le osservazioni da egli portate in rilievo. Le riflessioni effettuate hanno però tentato di evitare anche il rischio opposto, quello cioè di definire la PCSCL al pari di un leviatano che avrebbe privato il nostro Paese della propria sovranità o, nell'ipotesi migliore, si sarebbe limitato a tramutare l'Italia nella Cenerentola d'Europa di fronte ai mercati finanziari. La *check-list* sopra riportata, costruita sulla scorta dell'analisi articolata nelle pagine precedenti, ha dunque la primaria finalità di estraniare la *cd.* linea sanitaria del MES da predeterminate posizioni ideologiche e di identificarla per quello che effettivamente è: una possibile fonte di finanziamento del nostro Sistema Sanitario. In tal senso,

⁷⁸ Questa considerazione era alla base della proposta avanzata da Giavazzi e Tabellini (F. GIAVAZZI e G. TABELLINI, *Covid Perpetual Eurobonds: Jointly guaranteed and supported by the ECB*, in *VoxEU.org*, 24 marzo 2020) di creare degli Eurobond dalla durata cinquantennale/centennale o, addirittura, impostati sul modello dei *consols* (dunque, obbligazioni perpetue). In ambito giuridico si è invece effettuato un richiamo alla situazione di guerra con riferimento alle procedure straordinarie utilizzate dal legislatore e dal potere esecutivo nel fronteggiare la pandemia da Covid-19; sul tema, *ex plurimis*, E. DE MARCO, *Situazioni di emergenza sanitaria e sospensioni di diritti costituzionali*, in *Consulta Online*, n.2/2020, 372.

⁷⁹ Nella prima bozza di *Recovery Plan* predisposta dal Governo si prevedeva uno stanziamento diretto di risorse in favore del settore sanitario pari a circa 9 miliardi di euro. Nel secondo progetto questa somma è stata invece portata a circa 20 miliardi. Si veda, in tal senso, G. TURATI, *Pnrr: difficile confinare la salute in un solo capitolo*, in *LaVoce.info*, 22 dicembre 2020 e F. FUBINI, *Recovery, la nuova bozza: lavoro, digitale, idrogeno e ambiente. Nodi e (rischi) del piano Conte*, in *Corriere della Sera*, 11 gennaio 2021.

solo nel caso in cui tutte le tre domande avessero una risposta positiva il ricorso al MES rappresenterebbe la strada da perseguire. Ogni altra considerazione rientra in un (più che legittimo) dibattito politico che però, con la sostanza della PCSCL, ha davvero poco a che fare.