

LORENZO FEDERICO PACE*

La crisi del «sistema euro» (2009-2013): cause, fasi, *players* e soluzioni**

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. La crisi come crisi del «sistema euro», le sue cause e le sue criticità. – 3. La prima fase: la «scoperta» del «reale» deficit greco e la nascita della crisi (ottobre 2009 - agosto 2010). – 3.1. Le risposte immediate dell'Unione europea alla comunicazione del 26 ottobre 2009. – 3.2. I primi concreti piani di salvataggio successivi al 25 marzo 2010. – 3.3. La formale richiesta della Grecia di aiuti finanziari del 23 aprile 2010 e la definizione del piano finale di salvataggio. – 4. La seconda fase: l'accordo franco-tedesco di Deauville e le crisi finanziarie irlandese e portoghese (settembre 2010 - giugno 2011). – 4.1. L'accordo di Deauville e l'inizio della seconda fase della crisi. – 4.2. La crisi finanziaria irlandese. – 4.3. La crisi finanziaria portoghese. – 5. La terza fase: le discussioni di un *haircut* al debito greco e la lunga fase di tensione del debito pubblico italiano e spagnolo (luglio 2011 - dicembre 2012). – 5.1. Le particolarità della terza fase. – 5.2. La discussione sull'*haircut* al debito pubblico greco, l'attivazione del programma SMP nei confronti di Italia e di Spagna e le crisi politiche in Italia e in Grecia – 5.3. La crisi di liquidità delle banche e il programma LTRO. – 5.4. Il Consiglio europeo del 28 giugno 2012 e la svolta della crisi «imposta» da Mario Monti. – 5.5. L'accentuarsi della crisi del debito pubblico italiano e spagnolo, il «*whatever it takes*» di Mario Draghi del 29 luglio 2012, la successiva presentazione dell'OMT il 6 settembre 2012 e la soluzione della crisi. – 6. La quarta fase: gli effetti dell'*haircut* al debito greco del febbraio 2012, la crisi cipriota e il primo *bail-in* (gennaio - giugno 2013). – 7. Conclusioni.

1. *Introduzione*

Il presente articolo vuole essere un contributo alla «contestualiz-

*Professore associato di Diritto dell'Unione europea nell'Università degli Studi del Molise.

La ricerca per il presente articolo è stata svolta nell'ambito del Prin 2010-2011: *Il principio democratico nella formazione ed attuazione del diritto internazionale ed europeo dell'economia*, coordinatore Enzo Cannizzaro.

**Si ringrazia sentitamente il prof. Giulio Tremonti, già Ministro dell'Economia e delle Finanze, per l'attenta lettura di (e gli approfonditi commendi ad) una versione precedente del testo.

zazione storica» della crisi del «sistema euro» al fine di individuarne le cause, le fasi di evoluzione e le misure definite per la relativa soluzione.

Tale «contestualizzazione» è necessaria, in primo luogo, per il giurista al fine di poter correttamente interpretare il dato normativo, sia esso di diritto europeo, sia esso di diritto nazionale. Essa è inoltre essenziale per comprendere le dinamiche giuridiche e politiche dei 28 Stati membri dell'Unione europea (ad iniziare da quella italiana); tali dinamiche sono infatti difficilmente intelleggibili senza tenere presente quanto accaduto in Europa tra l'ottobre 2009 e il giugno 2013¹. Infine tale «contestualizzazione» è essenziale al fine di comprendere come la crisi del «sistema euro» non è stata parte di una non specificata «crisi economico-finanziaria mondiale», presentando essa, infatti, sue dinamiche (cause, sviluppi, soluzioni, etc.) del tutto differenti, ad esempio, dalla crisi finanziaria degli Stati Uniti d'America del 2008.

Molto è stato già scritto sulla crisi del «sistema euro»². Per questo

¹ Il presente scritto, per i motivi chiariti nel testo, prende in considerazione esclusivamente il periodo dall'ottobre 2009 fino al luglio 2013. Non è qui presa in considerazione, se non nei limiti dei fatti del settembre 2012, l'Unione bancaria, sulla quale si rinvia ad una specifica prossima pubblicazione. Ugualmente si prenderanno in considerazione esclusivamente le crisi di Stati della zona euro e non quelli di paesi europei (Islanda) o dell'Ue esterni ad essa (ad es., Ungheria).

² G. ADINOLFI, *Il sostegno congiunto UE-FMI: è necessario un ripensamento della politica di condizionalità?*, in G. ADINOLFI, M. VELLANO (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro. Profili giuridici*, Torino, 2013; P. MANZINI, *La riforma delle regole UE sulla sorveglianza dei bilanci pubblici nazionali*, in G. ADINOLFI, M. VELLANO (a cura di), *La crisi del debito*, cit.; S. CAFARO, *L'azione della BCE nella crisi dell'area dell'euro alla luce del diritto dell'Unione Europea*, in G. ADINOLFI, M. VELLANO (a cura di), *La crisi del debito*, cit.; I. QUEIROLO, *Immunità degli Stati e crisi del debito sovrano*, in G. ADINOLFI e M. VELLANO (a cura di), *La crisi del debito*, cit.; M. VELLANO, *Il caso di Cipro come epilogo, ovvero prologo, dell'ultima fase della crisi dell'area euro*, in G. ADINOLFI e M. VELLANO (a cura di), *La crisi del debito*, cit.; L. BINI SMAGHI, *L'autocritica del fondo monetario e la lezione greca*, in *Affari internazionali*, 13 giugno 2013; L. BINI SMAGHI, *Morire di austerità. Democrazie europee con le spalle al muro*, Bologna, 2013; L.S. ROSSI, *Fiscal Compact e conseguenze dell'integrazione differenziata nell'Ue*, in G. BONVICINI, F. BRUGNOLI (a cura di), *Il Fiscal Compact*, cit.; G. CONTALDI, *Politica economica e monetaria (diritto dell'Unione europea)*, *Annali ED*, 2014, vol. VII; V. DE ROMANIS, *Il caso Germania: così la Merkel salva l'Europa*, Venezia, 2013; G. PERONI, *La crisi dell'euro: limiti e rimedi dell'unione economica e monetaria*, Milano, 2012; G.L. TOSATO, *L'integrazione europea ai tempi della crisi dell'euro*, in *Rd. int.*, 2012, p. 681 ss.; G. TREMONTI, *Bugie e Verità*, Milano, 2014; A. VITERBO, R. CISOTTA, *La crisi della Grecia, l'attacco speculativo all'euro e le risposte dell'Unione Europea*, in *DUE*, 2010, n. 4; A. VITERBO, R. CISOTTA, *La crisi del debito sovrano e gli interventi dell'U.E.: dai primo strumenti finanziari al Fiscal Compact*, in *DUE*, 2012, n. 2.

e per la natura – si potrebbe dire – di «fatto notorio» delle misure normative emanate a livello europeo durante la crisi, mi permetto – per motivi di spazio – di citarle *en passant* senza specificarne, se non in modo superficiale, il relativo contenuto, rinviando ad una prossima pubblicazione per i relativi approfondimenti.

Al fine di questa ricostruzione si utilizzeranno le uniche fonti possibili per avvenimenti così recenti, cioè i quotidiani finanziari internazionali. Come si vedrà, la qualità e la precisione delle informazioni fornite da questi con riferimento ai «fatti» della crisi del «sistema euro» ricordano molto, per vividezza e puntualità, il contenuto dei documenti e resoconti relativi alla negoziazione dei Trattati CECA e CEE³.

Il presente contributo è dedicato al professor Giuseppe Tesauero. I temi qui trattati (tra gli altri, il processo d'integrazione europea, le dinamiche tra Istituzioni europee, i rapporti tra Unione europea e Stati membri, il mercato interno) sono infatti i Suoi «temi». Temi che il professor Tesauero, nei differenti ruoli ricoperti, ha contribuito a sviluppare, ha insegnato ed ha fatto apprezzare alle tante persone che negli anni Gli sono state vicino.

2. La crisi come crisi del «sistema euro», le sue cause e le sue criticità

Facendo riferimento alla crisi che l'Unione europea ha vissuto tra il 2009 e il 2013 si utilizzerà il concetto di crisi del «sistema euro» e non di crisi dell'«euro». Questo perché, come argutamente sostenuto da Helmut Schmidt in un'intervista all'*Handelsblatt* nel giugno 2013: «L'euro sta benissimo, sono le istituzioni dell'euro che devono essere salvate»⁴. In altri termini la crisi non è stata crisi della moneta euro, apprezzata a livello internazionale e con un tasso d'inflazione (quasi) costante, ma della disciplina relativa al «sistema euro».

Riguardo alla ricostruzione delle cause, non si vuole in questa sede affrontare il problema se la crisi sia stata in origine crisi di debito privato o di debito pubblico⁵. In questa sede si ritiene più rilevante indi-

³ R. SCHULZE e T. HOEREN, *Dokumente zum Europäischen Recht*, Berlino, 2000.

⁴ H. SCHMIDT, *Der Euro ist prima*, in *Handelsblatt*, 17 giugno 2013.

⁵ Con riferimento a questo aspetto vedi la ricostruzione delle origini della crisi individuate dal già Ministro dell'economia, Giulio Tremonti. Secondo tale ricostruzione la crisi dell'euro si sviluppa in due fasi il cui *trait d'union* è il «percorso» della ricchezza «per convenzione», la ricchezza che non «esiste in natura», dagli Stati Uniti d'America al Nord Europa per poi passare al Sud Europa, ed in questi termini è una crisi di debito privato. Nella prima fase vi è il trasferimento nel nord Europa della crisi dei muti *subprime* americano attraverso l'acquisto di titoli tossici da parte di banche d'Inghilterra, d'Olanda, di Francia e di Germania al fine di lucrare gli alti rendi-

viduare – per le finalità sopra indicate – i fatti che hanno determinato il concreto inizio della crisi, la relativa evoluzione e la sua conclusione.

La crisi inizia con la crisi greca conseguenza dei rilevanti *deficit* dalle bilancia commerciale che la Grecia aveva accumulato nel corso del tempo (tale *deficit* per rapporto al PIL nel 2010 era del –15% e la bilancia commerciale non era mai stata positiva dall’inizio della Repubblica)⁶. Da qui il problema per cui il *deficit*, cioè il saldo negativo

menti di tali titoli. Nella ricostruzione di Tremonti, «oggi l'evidenza è che (...) in specie dentro la "Core Europe" una serie molto ampia e lunga di banche è stata nazionalizzata. L'impegno dei bilanci pubblici per i salvataggi bancari è oggi calcolabile più o meno pari a 800 miliardi di euro (...). Gli investimenti di salvataggio sono stati vastissimi nella "Core Europe" non sono stati necessari in Italia» (Intervista a G. TREMONTI, *Boom Spread, fu creato apposta*, in *Italia Oggi*, 6 maggio 2014). In questo senso «i bilanci pubblici non sono stati la malattia ma la medicina» (Intervista a G. TREMONTI, *Anche Germania e Francia dietro la crisi dell'euro*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 maggio 2014). Risolta (temporaneamente) tale fase, si apre la seconda fase della crisi che – Tremonti chiama «crisi sovrana» – di Grecia, di Spagna, di Portogallo, d'Irlanda e di Islanda. In tale fase «la finanzia privata, da Francoforte a Parigi, agivano indisturbati, facendo scorrere fiumi di liquidità dove i rendimenti erano più elevati» in Grecia, in Spagna, in Portogallo e Irlanda facendo nascere la crisi in conseguenza di una «devastante serie di illusioni, di omissioni e di errori» anche da parte della Banca centrale europea. Tale seconda fase si caratterizzata dal fatto che «se fallisce il debitore, fallisce il creditore»; in altri termini i finanziamenti europei (e i relativi fondi salva Stati) sono stati creati non tanto per «salvare» gli Stati in difficoltà ma per garantire che i debitori fossero ancora solvibili nei confronti dei creditori: «In realtà i Greci si sono immiseriti e i soldi sono passati dalla Grecia ma solo per tornare indietro a salvare, non Atene, ma le banche creditrici». Sulla base di questo e sul presupposto che in particolare il fondo MES fosse non un fondo «salva Stati» ma un fondo «salva banche», nella relativa fase di negoziazione il Ministro Tremonti aveva proposto che l'esposizione italiana non fosse calcolata con riferimento alla sua quota di Pil nell'eurozona – il 18% pari a circa 50 miliardi di euro, quota che l'Italia «già superindebitata» avrebbe dovuto assumere (G. TREMONTI, *Bugie e Verità*, cit., p. 36) – ma secondo una differente percentuale. Cioè la quota di esposizione delle banche italiane nei confronti di Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna, cioè il 5%, rispetto al 42% di Germania e di Francia del 32%. In alternativa il Ministro Tremonti avrebbe accettato la quota del 18% solo a fronte della creazione di «eurobonds», cioè titoli di mutualizzazione del debito, come forma generalizzata di solidarietà tra Stati membri (G. TREMONTI, *Bugie e Verità*, cit., p. 36). La conseguenza dell'opposizione del governo italiano all'impostazione degli altri partner europei ha determinato la caduta del governo Berlusconi: «La caduta dell'ultimo governo eletto in Italia è stata questa: prendere i nostri soldi. In ogni caso, avremmo dovuto andare a votare. Perché qualcuno ha voluto che non si andasse alle urne? [...] E per questo che è stato necessaria la chiamata del "podestà forestiero", come "autoprofetico" amò definirsi il non ancora senatore Mario Monti» (Intervista a G. TREMONTI, *Boom Spread, fu creato apposta*, cit.).

⁶S. FIDLER, *A disappearing Act for Europe's Deficits*, in *Wall Street Journal Europe*, 13 dicembre 2013.

tra valore delle esportazioni e delle importazioni, deve essere finanziato dall'estero⁷. A fronte di questo e nel momento in cui le istituzioni finanziarie – già indebolite e comunque rese diffidenti dalla crisi finanziaria statunitense del 2008 dei mutui c.d. *subprime* – hanno ritenuto troppo rischioso continuare ad investire in titoli di debito pubblico della Grecia, si è determinato un c.d. *sudden stop*⁸. La liquidità fornita dai soggetti privati (e non più disponibile) è dovuta poi essere procurata, nella forma di «salvataggi», tramite liquidità fornita da soggetti pubblici (Unione europea, FMI, etc.). L'«innesco» della crisi (*rectius* della prima fase della crisi) è stato fornito dalla comunicazione da parte del nuovo governo greco, vincitore delle elezioni dell'8 ottobre 2009⁹, dell'incapacità della Grecia di tenere sotto controllo il proprio debito pubblico. Il 26 ottobre 2009 il governo comunicava infatti che il rapporto *deficit*/PIL greco non era il 3,7%, come formalmente comunicato alle Istituzioni europee, ma cinque volte maggiore, cioè il 13,7% (conseguenza dell'inaffidabilità del sistema statistico europeo, come già avvertito dalla Corte dei conti UE nel 2000¹⁰). Tale notizia faceva ritenere alle istituzioni finanziarie come eccessivamente rischioso l'investimento in titoli di debito pubblico (in seguito anche TDP) greci. Questo determinava, anche in conseguenza della riduzione della «domanda» per essi, il graduale aumento del tasso d'interesse richiesto dal mercato per l'acquisto di tali titoli, tasso che ha raggiunto l'insostenibile livello dell'8% nel successivo maggio 2010¹¹. Il lento aumento dei tassi d'interesse dei TDP greci era anche collegato ad altri due fattori: il primo, il fatto che il 17 maggio 2010 la Grecia avrebbe dovuto ripagare circa venti miliardi di euro in titoli in scadenza¹²; il secondo, il fatto che più passava il tempo senza che la Grecia trovasse modalità

⁷ V. L. BINI SMAGHI, cit., p. 131; S. FIDLER, *A disappearing Act for Europe's Deficits*, in *Wall Street Journal Europe*, 13 dicembre 2013.

⁸ S. MERLER, J. PISANI-FERRY, *Sudden, stops in the Euro Area*, in *Economia, Società e Istituzioni*, 2012, p. 1.

⁹ A. GRANITSAS, *Greek Wow Overhauls on Budget*, in *Wall Street Journal Europe*, 26 ottobre 2009.

¹⁰ V. Corte dei conti, *Relazione speciale n. 17/2000 relativa al controllo, da parte della Commissione, dell'affidabilità e della comparabilità dei PNL degli Stati membri, corredata dalle risposte della Commissione*, 2000/C 336/01, in GUCE 27 novembre 2000, C 336, p. 1. V. anche G. CIPRIANI, *Rethinking the EU Budget*, Brussels, 2007, p. 78.

¹¹ G.T. SMITH, *Beware of Greeks Bearing Bonds*, in *Wall Street Journal Europe*, 17 novembre 2009.

¹² A. THOMAS, *Germany: No Decision on Greek Aid*, in *Wall Street Journal Europe*, 16 marzo 2010.

per ottenere liquidità per ripagare il proprio debito, maggiore era la possibilità che tale Stato avrebbe dovuto «ristrutturare» il proprio debito (cioè, ad esempio, riconoscere ai titolari di TDP un valore inferiore a quello originario; estendere il termine del pagamento del debito, etc.). A queste difficoltà si aggiungeva il fatto che era la prima volta dalla creazione della moneta unica che uno Stato-euro si trovava in una simile crisi del debito pubblico e la disciplina del «sistema euro» non prevedeva un sistema di *crisis management* per una simile eventualità.

Il fatto che la crisi del debito era relativa ad uno Stato-euro (cioè inserito in un sistema in cui la politica monetaria è gestita indipendentemente al solo livello europeo dalla Banca centrale europea senza alcuna autonomia al livello dello Stato) ed inserita quindi in un sistema fondato sulla libera circolazione dei capitali, sollevava rilevanti criticità nel caso di *default* del debito pubblico di uno Stato membro. Ad esempio le perdite derivanti dalla ristrutturazione dei TDP greco avrebbero avuto conseguenze pregiudizievoli sulla stabilità finanziaria di istituti bancari di altri Stati-euro che avevano investito in tale debito pubblico all'interno di un sistema finanziario integrato da una moneta unica (v. *infra* il concreto caso della crisi e del successivo «salvataggio» di Cipro a causa degli effetti della ristrutturazione del debito greco). Tali perdite subite dal settore finanziario del secondo Stato-euro – in assenza di un sistema unico di sorveglianza bancaria a livello europeo – avrebbero potuto richiedere l'intervento del relativo Stato membro per fornire liquidità al sistema bancario nazionale per evitarne il fallimento e le conseguenze pregiudizievoli sull'economia reale¹⁵. Questa eventualità, a sua volta, avrebbe avuto come conseguenza l'aumento del rapporto *deficit*/PIL del relativo Stato che, a sua volta, avrebbe potuto mettere in crisi l'equilibrio finanziario dello Stato e la capacità di finanziare il suo (accresciuto) debito (v. *infra* il concreto caso del «salvataggio» dello Stato irlandese a seguito del tentativo di salvare il proprio sistema bancario). Questo avrebbe determinato, in ultima istanza, l'impossibilità di tale Stato (distinto da quello in cui la crisi era nata) di ripagare il proprio debito e quindi di dover scegliere tra il *default* – e il conseguente «effetto domino» verso il sistema finanziario di un altro Stato/altri Stati-euro – o la richiesta di un «salvataggio» agli organi europei o internazionali competenti.

In altri termini, l'incapacità della Grecia di trovare le modalità di

¹⁵ D. CRAWFORD, M. KARNITSCHNIG, C. FORELLE, *Europe Weighs Rescue Plan for Greece*, in *Wall Street Journal Europe*, 10 febbraio 2010; A. BRADBERRY, *EU Unlikely to Call for Early Debt Restructuring*, in *Wall Street Journal Europe*, 28 aprile 2010.

finanziare entro il 17 maggio 2010 circa venti miliardi di euro per TDP in scadenza avrebbe avuto come conseguenza un «effetto domino» (c.d. effetto di «contagio») sull'intero sistema finanziario europeo ponendo a rischio la stessa sopravvivenza del sistema euro ma anche la stessa sopravvivenza dell'Unione europea con evidenti e rilevanti conseguenze sul sistema produttivo e sulle famiglie.

Gli squilibri economico/finanziari che si erano creati, ad iniziare dalla Grecia, erano dovuti all'incapacità della disciplina del c.d. Patto di stabilità e crescita (in seguito anche PSC) di controllare e sanzionare gli Stati membri che avessero violato i due requisiti fondamentali del sistema euro, cioè il fatto che le finanze pubbliche nazionali non avrebbero dovuto superare il criterio del rapporto del 3% *deficit*/PIL e del 60% debito pubblico/PIL. D'altra parte il PSC non era mai concretamente riuscito a garantire che tali requisiti fossero rispettati. A ben vedere il limite del 60% non è rispettato neanche nella media del rapporto debito pubblico/PIL complessivo di tutti gli Stati della zona-euro, che infatti è superiore a tale valore. Inoltre, il limite del 3% non era stato rispettato da alcuni Stati membri – come si è appreso successivamente e per i limiti del sistema statistico europeo, sopra citato – neanche nel momento in cui furono individuati nel 1998 gli Stati membri che avrebbero potuto partecipare alla fase finale dell'euro (in particolare, Francia, Portogallo e Spagna). A sua volta la Grecia, da quanto ha iniziato a partecipare alla moneta unica, non ha mai rispettato, neanche nel 1999 – anno della sua entrata nell'euro –, il requisito del 3%, salvo nel 2006¹⁴.

Inoltre il PSC aveva nel tempo perso la concreta capacità di obbligare gli Stati membri a rispettare quanto meno il requisito del 3% *deficit*/PIL e questo in considerazione di due aspetti: 1. La decisione del Consiglio (*rectius* di alcuni Stati membri) del 25 novembre 2003 di sospendere l'applicazione del PSC nei confronti di Francia e di Germania evitando inoltre che questi Stati fossero per questo sanzionati¹⁵; 2. La modifica nel 2005 del PSC che ne aveva di fatto sospeso l'applicazione in situazioni di congiuntura economica negativa.

¹⁴ CHARLES FORELLE, STEPHEN FIDLER, *Europe's Original Sin*, in *Wall Street Journal Europe*, 3 marzo 2010.

¹⁵ La responsabilità di questa scelta come fatto che ha poi permesso la crisi del 2009 è stata sottolineata tanto da Mario Monti il 24 novembre 2011 durante la conferenza stampa quale Presidente del Consiglio italiano – parole pronunciate accanto alla Cancelliera tedesca Merkel e al Presidente francese Sarkozy – così come da Mario Draghi durante la conferenza stampa successiva alla riunione della BCE dell'8 maggio 2014.

3. *La prima fase: la «scoperta» del «reale» deficit greco e la nascita della crisi (ottobre 2009 - agosto 2010)*

3.1. Le risposte immediate dell'Unione europea alla comunicazione del 26 ottobre 2009

Passando ad individuare lo sviluppo della crisi greca, la risposta da parte dell'UE (e degli Stati membri) alla notizia del debito pubblico greco «fuori controllo» del 26 ottobre 2009 è stata erratica, in assenza di un *crisis management system* europeo, fino al 25 marzo 2010. Solo la BCE, che avendo compreso il pericolo della situazione, si impegnava pubblicamente il 17 novembre 2009 nel prendere «entro dicembre (...) misure straordinarie per sostenere il sistema bancario»¹⁶.

La prima risposta dell'UE è stata quella di utilizzare il procedimento per *deficit* eccessivo a cui la Grecia era sottoposta dall'aprile 2009 per cercare di definire delle prime soluzioni al problema (*rectius* rinviare il momento delle decisioni sul finanziamento, sul punto v. *infra*). La dimensione e la novità del problema greco chiarivano infatti l'assoluta inefficacia degli strumenti di tale procedimento per la relativa soluzione¹⁷.

Durante il Consiglio europeo dell'11 febbraio 2010 era chiaro che la gravità della situazione finanziaria della Grecia era tale da rendere necessario, al fine di non far fallire lo Stato – con le gravi conseguenze di «contagio» ad altri paesi – un intervento deciso. La Germania però si rifiutava di intervenire con dei finanziamenti alla Grecia senza che questi fossero vincolati a concrete riforme economiche (c.d. condizionalità degli interventi). La Germania paventava inoltre il rischio che un simile «salvataggio» sarebbe stato dichiarato illegittimo dalla Corte costituzionale tedesca. Il comunicato finale di tale riunione, che sottolineava il fatto che la Grecia non aveva ancora chiesto formalmente aiuto né all'UE né ai singoli Stati membri, rinviava all'Ecofin del 16 febbraio il compito di adottare i provvedimenti opportuni relativi alla già citata procedura per *deficit* eccessivo. Il Consiglio europeo nel comunicato finale chiedeva alla Grecia di rientrare nel concordato rapporto del 4% *deficit*/PIL entro la fine del 2010, risultato – alla luce

¹⁶ G.T. SMITH, *Beware of Greeks Bearing Bonds*, in *Wall Street Journal Europe*, 17 novembre 2009.

¹⁷ V. ad esempio il comunicato dell'ECOFIN del 9 novembre e la riunione del Consiglio UE del 30 novembre 2009 e il commento di J. PARKINSON, A. COHEN, *EU Increases Pressure on Greece Over Budget*, in *Wall Street Journal Europe*, 10 novembre 2009.

del rapporto *deficit*/PIL del 13% comunicato nell'ottobre 2009 – chiaramente non realizzabile. L'Ecofin del 16 dicembre prendeva poi le relative decisioni del caso¹⁸.

Tali prime decisioni avevano concretamente la finalità per gli Stati membri di «prendere tempo» prima di definire i provvedimenti straordinari di finanziamento alla Grecia. Tale intento dilatorio era però compreso dai «mercati» con la conseguenza dell'aumento del tasso d'interesse sui TDP greci¹⁹.

Comunque, sostenevano i commentatori, la ristrutturazione del debito greco era per il momento esclusa. Infatti, le banche europee (in particolare quelle francesi e tedesche) erano esposte nei confronti dei TDP greci per ingenti quantità: a fronte di un totale complessivo di trecentotré miliardi di euro, le banche tedesche erano esposte per quarantatré miliardi, le banche francesi per settantacinque miliardi²⁰. Una ristrutturazione del debito pubblico greco avrebbe determinato rilevanti perdite per queste banche. Non è un caso che alla fine del febbraio 2010 fu organizzato dalla principale banca tedesca, *Deutsche Bank*, un tentativo di «salvataggio» della Grecia. Il piano da trenta miliardi di euro sarebbe stato finanziato per metà da banche tedesche e francesi, per il resto dagli Stati membri. La proposta fu presentata al consigliere economico della Cancelliera Merkel, Jens Weidmann – futuro Presidente della *Bundesbank* –, il quale rifiutò il progetto sostenendo che non avrebbe potuto essere presentato come progetto della Germania²¹.

Comunque il 4 marzo l'Eurogruppo emanava, a dimostrazione della presa di coscienza del problema – e nel tentativo di tranquillizzare i mercati –, un comunicato in cui si leggeva: «*The President of the Eurogroup confirms that euro area members stand ready to take determined and coordinated action, if needed, to safeguard the financial stability in the euro area as a whole*». Nello stesso giorno la Grecia presentava un pacchetto di misure di *austerità*. Questo determinava una

¹⁸ È stato sostenuto, senza che il governo tedesco confermasse, che l'impostazione tenuta era dovuta dalle elezioni della regione nord-Westphalia che si sarebbero tenute il 9 maggio 2010.

¹⁹ C. FORELLE, *EU to Give Greece Budget Deadline*, in *Wall Street Journal Europe*, 16 febbraio 2010.

²⁰ D. CRAWFORD, M. KARNITSCHNIG, C. FORELLE, *Europe Weighs Rescue Plan for Greece*, in *Wall Street Journal Europe*, 10 febbraio 2010

²¹ V. M. WALKER, C. FORELLE, B. BLACKSTONE, *On the Secret Committee to Save the Euro, a Dangerous Divide*, cit.

risposta positiva dei mercati più che per il contenuto del pacchetto stesso, quanto per il fatto che esso permetteva agli Stati membri di giustificare la decisione di provvedimenti di finanziamento alla Grecia. Nella situazione di incertezza di come gli Stati-euro si sarebbero comportati, alla metà di marzo il *premier* greco Papandreu chiedeva ai *partner* europei di rassicurare i mercati tramite la predisposizione di fondi di aiuto, sebbene senza espressamente farne formale richiesta. Nello stesso giorno la Cancelliera Merkel comunicava però, durante una trasmissione radiofonica, che la Grecia non aveva bisogno di aiuti finanziari²².

E mentre i tassi dei TDP greci continuavano a crescere²³, il 15 marzo l'Eurogruppo emanava tre distinti documenti di cui nel primo si individuavano le ragioni della nascente crisi (tra le altre, gli squilibri della bilancia commerciale e la carente competitività dell'economia di alcuni Stati membri). A fronte di tale comprensione gli Stati membri sostenevano che «*a consensus emerged both on the analysis of the situation and on necessary policy responses by all Member States*»²⁴. In altre parole gli Stati membri il 15 marzo affermavano di sapere come risolvere la crisi.

Durante la riunione del 15 marzo non si era quindi discusso nel merito l'eventuale concessione di finanziamenti alla Grecia. Diversamente si era discusso di aspetti comunque importanti quali la necessità di far partecipare all'eventuale progetto di «salvataggio» il Fondo monetario internazionale (in seguito anche FMI). I *partner* europei erano tutti d'accordo che la partecipazione dell'FMI non sarebbe stata necessaria ed anzi sarebbe stata, nelle parole del Presidente Juncker, un'«intrusione». Il ministro delle Finanze tedesco Schäuble confermava questa posizione addirittura sostenendo la necessità di costituire un Fondo monetario europeo²⁵.

Il 19 marzo la Germania modificava radicalmente la sua posizione sul punto. La Cancelliera Merkel sosteneva infatti che l'intervento dell'FMI era condizione essenziale per la partecipazione della Germania

²² V. M. WALKER, C. FORELLE, B. BLACKSTONE, *On the Secret Committee to Save the Euro, a Dangerous Divide*, cit.

²³ J. KELL, J. MULLEN, E. BARTHA, *Greece Avoids S&P Downgrade*, in *Wall Street Journal Europe*, 17 marzo 2010.

²⁴ Eurogruppo, «*Surveillance of intra-Euro-Area Competitiveness and Macroeconomic Imbalances. Conclusions of the Eurogroup*», 15 marzo 2010.

²⁵ C. FORELLE, M. WALKER, A. GALLONI, *Europe Vows to Save Greece*, in *Wall Street Journal Europe*, 10 febbraio 2010.

al «salvataggio»²⁶. L'intervento dell'FMI sarebbe stato essenziale per la mancanza di esperienza dell'UE nella gestione di crisi finanziarie, per la carenza di capacità di *enforcement* delle Istituzioni europee ed anche, si diceva, perché l'intervento del Fondo avrebbe reso più «accettabile» all'elettorato tedesco la partecipazione della Germania al progetto. La popolazione tedesca era infatti molto sensibile – e tendenzialmente contraria – a tale finanziamento a fronte dei sacrifici sopportati nei primi anni 2000 in conseguenza della riforma dello «stato sociale» tedesco – riforme definita dal Governo presieduto dal Cancelliere socialdemocratico Gerhard Schröder –, periodo di cui *der Steuersong* costituisce ricordo della relativa temperie.

3.2. I primi concreti piani di salvataggio successivi al 25 marzo 2010

La risposta dell'UE alla crisi greca inizia ad organizzarsi concretamente solo con le decisioni prese nel Consiglio europeo del 25 marzo. La Cancelliera Merkel in tale occasione diede la disponibilità della Germania a finanziare la Grecia, ma solo nell'eventualità in cui la Grecia fosse stata concretamente «tagliata fuori» dal mercato dei capitali. A tal fine, una mera accresciuta difficoltà per la Grecia per ripagare i propri TDP derivante dall'aumento dei tassi d'interesse non sarebbe stata sufficiente per poter richiedere l'intervento di salvataggio degli altri Stati euro. Ulteriore condizione all'intervento della Germania, già sopra indicata, era la partecipazione dell'FMI al programma di finanziamento, condizione che, nonostante l'iniziale contrarietà del Presidente Sarkozy, anche la Francia accettò²⁷. L'accordo del Consiglio europeo, a ben vedere deciso tra la Cancelliera Merkel e il Presidente Sarkozy poche ore prima del Consiglio, garantiva il potere di veto della Germania essendo necessario per il «salvataggio» l'accordo di tutti gli Stati. La Cancelliera Merkel aveva peraltro fatto presente che, terminate le difficoltà finanziarie della Grecia, si sarebbero dovuti modificare i Trattati per prevedere nuovi strumenti per la gestione di simili crisi. Era infatti chiaro che gli strumenti disciplinati dall'allora quadro normativo si erano dimostrati inadeguati²⁸.

²⁶ M. WALKER, C. FORELLE, B. BLACKSTONE, *On the Secret Committee to Save the Euro, a Dangerous Divide*, cit.; M. WALKER, *In Shift, Germany Says It Is Open to IMF Aid for Greece*, in *Wall Street Journal Europe*, 19 marzo 2010.

²⁷ M. WALKER, C. FORELLE, B. BLACKSTONE, *On the Secret Committee to Save the Euro, a Dangerous Divide*, cit.

²⁸ C. FORELLE, M. WALKER, *Europeans Agree on Bailout for Greece*, in *Wall Street Journal Europe*, 26 marzo 2010.

Nella ricerca della BCE di avere una «copertura politica» da parte degli Stati membri alle misure da essa adottate, solo lo stesso 25 marzo la Banca centrale prendeva un'importante decisione che favoriva (indirettamente) la Grecia. In particolare la BCE aveva ridotto il livello minimo di affidabilità dei TDP (determinato tramite le valutazioni delle agenzie internazionali di *ratings*) che le banche potevano depositare come *collateral* al fine di ottenere liquidità direttamente dalla Banca centrale europea. Tale misura favoriva la Grecia proprio per il costante taglio del *rating* ai propri TDP²⁹.

E mentre era già chiaro nell'aprile del 2010 che la reale preoccupazione dei mercati era il passaggio della crisi al debito dell'Italia e della Spagna³⁰, l'Ecofin dell'11 aprile 2010 definiva per la prima volta un preciso piano per il salvataggio della Grecia. Questo sarebbe stato costituito da accordi di finanziamento bilaterale degli Stati membri con il coordinamento – come deciso successivamente – della Commissione e con la partecipazione del FMI per un totale di trenta miliardi di euro. La speranza degli Stati membri era che la predisposizione di finanziamenti alla Grecia superiori alle necessità del successivo maggio 2010 avrebbe «tranquillizzato i mercati»³¹.

Dopo poco meno di dieci giorni, il 20 aprile, il Presidente della Bundesbank, Axel Weber, diversamente sosteneva che la liquidità necessaria alla Grecia per superare la crisi sarebbe stata di circa ottanta miliardi³².

3.3. La formale richiesta della Grecia di aiuti finanziari del 23 aprile 2010 e la definizione del piano finale di salvataggio

E mentre l'Eurostat comunicava che il rapporto *deficit*/PIL greco era superiore al comunicato 12,7% (cioè il rapporto era pari al

²⁹T. ROTH, *The Road to Moral Hazard*, in *Wall Street Journal Europe*, 25 marzo 2010.

³⁰A. FRANGOS, K. MARTIN, *Chinese Banker Faults Greece Efforts*, in *Wall Street Journal Europe*, 26 marzo 2010.

³¹Anticipando quanto si riporterà in seguito, il finanziamento alla Grecia del maggio 2010 sarà di 110 miliardi di euro e quello complessivo al 2013, di 240 miliardi di euro. Sui dettagli del piano, v. C. FORELLE, M. WALKER, *Europe Bankrolls Greece*, cit.; D. LYNN BLUMBERG, *Greek Aid Plan to Weigh on Treasuries*, in *Wall Street Journal Europe*, 12 aprile 2010.

³²D. CRAWFORD, *Greek Debt Crisis Seen Getting Worse*, in *Wall Street Journal Europe*, 20 aprile 2010.

13,6%, con la possibilità che aumentasse fino al 14,1%³³), il 23 aprile la Grecia presentava formale richiesta di attivazione dei meccanismi di «salvataggio»³⁴. Oltre ai tempi per «mettere in moto» il meccanismo di finanziamento – che non sarebbe stata una «questione di 24 ore»³⁵ –, si aggiungeva il tempo necessario all'autorizzazione da parte del Parlamento tedesco di tale finanziamento. E fu durante la relativa discussione che la Cancelliera Merkel affermò: «*L'Europa si trova ad un crocevia (...). Con noi, con la Germania, ci potrà essere e ci sarà una decisione adeguata alla situazione politica e storica*»³⁶.

Il 2 maggio l'Eurogruppo presentava un progetto dettagliato di «salvataggio» che ne aumentava il valore totale da trenta a centodieci miliardi di euro.

Mentre in Grecia si susseguivano dimostrazioni contro le misure di *austerity*³⁷ e vi era forte preoccupazione negli Stati Uniti d'America che la crisi greca potesse avere un effetto negativo sulla debole ripresa dell'economia americana successiva alla crisi del 2008³⁸, il 6 maggio la BCE – durante una riunione informale –, decideva quella che fu definita la c.d. «opzione nucleare», cioè la possibilità di acquisto sul c.d. mercato secondario di TDP di Stati-euro, tra cui quelli della Grecia. L'acquisto di TDP avrebbe avuto la funzione di far ridurre l'alto livello degli interessi pagati dagli Stati-euro in difficoltà. La concreta attuazione di tale decisione era rinviata, sempre in omaggio alla ricerca della BCE della «copertura» da parte degli Stati membri a questi specifici provvedimenti della Banca centrale europea, successivamente al Consiglio europeo che si sarebbe tenuto il giorno dopo³⁹.

³³ B. BASKIN, *Greece Woes Lead Investors to Dump Stocks, Commodities*, in *Wall Street Journal Europe*, 22 aprile 2010.

³⁴ V. *Statement of the President of the Eurogroup, the Commission and the ECB following the request of financial support by the Greek government* del 23 aprile 2010.

³⁵ C. FORELLE, A. GRANITSAS, *Greece Asks for \$60 Billion Bailout*, in *Wall Street Journal Europe*, 24 aprile 2010.

³⁶ S. MOFFETT, A. GRANITSAS, *Crisis Deepens; Chaos Grips Greece*, in *Wall Street Journal Europe*, 6 maggio 2010.

³⁷ A. GRANITSAS, *Greek Civil Servants Strike Over Austerity Measures*, in *Wall Street Journal Europe*, 4 maggio 2010; B. DAVIS, M. GONGLOFF, *Greece Fuels Fears of Contagion in U.S.*, in *Wall Street Journal Europe*, 5 maggio 2010; K. JOHNSON, *Turmoil Helps Push Euro to a 14-Month Low*, in *Wall Street Journal Europe*, 6 maggio 2010; S. MOFFETT, A. GRANITSAS, *Crisis Deepens; Chaos Grips Greece*, in *Wall Street Journal Europe*, 6 maggio 2010.

³⁸ B. DAVIS, M. GONGLOFF, *Greece Fuels Fears of Contagion in U.S.*, in *Wall Street Journal Europe*, 5 maggio 2010.

³⁹ M. WALKER, C. FORELLE, B. BLACKSTONE, *Currency Union Teetering, 'Mr. Euro' Is Forced to Act*, in *Wall Street Journal Europe*, 6 maggio 2010.

Il 7 maggio si riuniva il Consiglio europeo che prendeva varie decisioni sulla crisi greca e di cui rinviava la fase operativa ad una riunione straordinaria dell'Ecofin da tenersi la successiva domenica, 9 maggio 2010. Nella riunione del 7 maggio il Presidente Sarkozy, sostenendo che era «*il momento della verità*», presentava un piano di salvataggio non sufficientemente dettagliato, ad avviso della Germania, che veniva quindi rigettato. Sempre il Presidente Sarkozy in tale occasione aveva un alterco con il Presidente Trichet, anch'egli francese, in conseguenza della pressione del primo perché la BCE intervenisse sul mercato per risolvere la crisi. Le pressioni erano respinte da Trichet il quale faceva presente: «*La BCE non prende ordini*»⁴⁰.

Il giorno successivo, l'8 maggio, durante una conversazione telefonica in merito alla fase operativa del salvataggio che sarebbe stato deciso il giorno successivo, la Cancelliera Merkel sorprende il Presidente Sarkozy proponendo di creare un fondo di salvataggio di 500 miliardi di euro. Era necessario che se la Germania avesse partecipato al salvataggio, il progetto doveva essere tale da «calmare» concretamente i mercati. Però la Cancelliera sosteneva che in considerazione della preoccupazione che il fondo avrebbe stimolato il *moral hazard* degli Stati e che la Corte costituzionale avrebbe potuto dichiarare illegittima la successiva legge tedesca di approvazione del fondo, il progetto doveva essere costruito sui seguenti pilastri: 1. La decisione del finanziamento sarebbe dovuta essere approvata all'unanimità degli Stati dell'euro-zona, 2. L'IMF avrebbe partecipato al salvataggio; 3. Il fondo sarebbe stato temporaneo; 4. Non sarebbero stati emanati *euro bond*, cioè titoli di mutualizzazione del debito a livello europeo⁴¹.

Il giorno successivo, domenica 9 maggio, i Componenti della Commissione europea firmarono alle 14.45 la proposta di un regolamento organizzato intorno ai seguenti principi: 1. Era sufficiente la maggioranza degli Stati membri per procedere al finanziamento; 2. La Commissione avrebbe ottenuto i fondi tramite titoli venduti sul mercato; 3. Il fondo sarebbe stato costituito per un periodo indeterminato; 4. L'FMI non era previsto nel sistema di salvataggio⁴².

⁴⁰ M. WALKER, C. FORELLE, B. BLACKSTONE, *Currency Union Teetering*, 'Mr. Euro' Is Forced to Act, cit.

⁴¹ M. WALKER, C. FORELLE, B. BLACKSTONE, *Currency Union Teetering*, 'Mr. Euro' Is Forced to Act, cit.

⁴² M. WALKER, C. FORELLE, B. BLACKSTONE, *Currency Union Teetering*, 'Mr. Euro' Is Forced to Act, cit.

La Cancelliera Merkel, venuta a conoscenza della bozza, ne chiese la profonda modifica. La riunione dell'Ecofin poté iniziare solo alle 20:00 e si concluse poco prima delle 2:00, in modo da poter comunicare i risultati della riunione prima dell'apertura della borsa di Tokyo. Durante la riunione, e dopo che la Germania aveva ampiamente modificato il progetto della Commissione facendo «pesare» la rilevanza economica che essa avrebbe avuto nel concreto finanziamento del fondo, rimaneva l'*impasse* su di un punto centrale: chi avrebbe gestito i fondi del salvataggio, se le istituzioni UE o direttamente gli Stati membri. La Francia sosteneva il ruolo centrale della Commissione, la Germania quello degli Stati membri. Alcuni Stati membri facevano inoltre presente alcune proprie posizioni specifiche. L'Italia sosteneva che in considerazione del proprio alto debito pubblico avrebbe avuto difficoltà ad emettere TDP per coprire il finanziamento diretto di tutta la propria quota di fondo. Malta, da parte sua, sosteneva che la sua partecipazione – insignificante per la riuscita del progetto – avrebbe creato difficoltà per le proprie finanze⁴³.

Grazie al ruolo dell'Olanda fu trovato un compromesso tra francesi e tedeschi, e cioè i primi sessanta miliardi sarebbero provenuti da un fondo gestito dalla Commissione ed istituito ai sensi dell'art. 122 TFUE. La gran parte dei fondi sarebbe provenuta da un ente costituito *ad hoc* nella forma di una società di diritto privato di diritto lussemburghese avente durata triennale. Il fondo avrebbe fornito liquidità a Stati in difficoltà tramite la vendita di titoli garantiti *quota parte* dagli Stati della zona euro. Il compromesso eliminava quindi il problema sollevato dall'Italia, cioè il problema del finanziamento del fondo, e limitava la discrezionalità delle istituzioni UE nella gestione del finanziamento, come richiesto dalla Germania⁴⁴.

A fronte della riunione del 9 maggio fu costituito il primo fondo (l'*European Financial Stability Mechanism* - EFSM) con il Reg. 407/2010 dell'11 maggio 2010. La costituzione del secondo fondo, l'*European Financial Stability Facility* (EFSF), decisa sempre il 9 maggio, fu specificata il successivo 7 giugno. In tale seconda occasione gli Stati membri della zona euro emanavano una decisione relativa alla costituzione dell'EFSF e in tale data era costituito il fondo discipli-

⁴³ M. WALKER, C. FORELLE, B. BLACKSTONE, *Currency Union Teetering, 'Mr. Euro' Is Forced to Act*, cit.

⁴⁴ M. WALKER, C. FORELLE, B. BLACKSTONE, *Currency Union Teetering, 'Mr. Euro' Is Forced to Act*, cit.

nato – in modo certamente irrituale – da una società di diritto privato di diritto lussemburghese in cui i soci erano gli stessi Stati membri della zona euro. Tale scelta era però chiara dimostrazione dell'urgenza degli Stati membri di definire un «ente veicolo» che potesse *ad horas* fornire i fondi alla Grecia.

Il giorno successivo alla riunione dell'Ecofin, il 10 maggio, la BCE attuava per la prima volta l'«opzione nucleare» attivando, con la finalità di garantire la corretta trasmissione della politica monetaria della BCE, il programma *Security Market Programm* (SMP), cioè l'acquisto sul mercato secondario di TDP di Stati-euro che si trovavano in difficoltà.

4. *La seconda fase: l'accordo franco-tedesco di Deauville e le crisi finanziarie irlandese e portoghese (settembre 2010 - giugno 2011)*

4.1. *L'accordo di Deauville e l'inizio della seconda fase della crisi*

Una delle cause dell'inizio della seconda fase della crisi del sistema euro è da ricondursi al c.d. accordo franco-tedesco di Deauville del 18 ottobre 2010. Infatti, a fronte della possibilità di dover organizzare un ulteriore *bailout* per altri Stati della zona euro, la Germania iniziò ad individuare nuove regole per rendere «automatica» la sanzione degli Stati che avessero violato gli obblighi previsti dal PSC. La posizione della Germania era condivisa solo dalla Finlandia e dall'Olanda. La Francia guidava invece il gruppo di Stati che volevano mantenere la decisione dell'eventuali sanzioni sotto il controllo degli Stati membri⁴⁵.

Il compromesso sul punto fu individuato il 18 ottobre ma non fu però deciso a Lussemburgo, dove si riunivano i ministri europei delle finanze, ma a Deauville dove la Cancelliera Merkel e il Presidente Sarkozy erano riuniti nel contesto del G8 – in questo modo chiarendo che l'accordo non era nato all'interno nelle Istituzioni europee ma da una decisione autonoma di soli due Stati –. Il compromesso consisteva nell'abbandono da parte della Germania della richiesta di «sanzioni automatiche». A fronte di ciò sarebbe stato però previsto che nel caso in cui uno Stato-euro avesse richiesto un *bailout*, i titolari dei TDP di tale Stato avrebbero subito delle perdite sul valore del titolo stesso (c.d. *haircut*). Il Presidente Sarkozy accettò il compromesso, cono-

⁴⁵ C. FORELLE, D. GAUTHIER-VILLARS, B. BLACKSTONE, D. ENRICH, *As Ireland Flails, Europe Lurches Across the Rubicon*, in *Wall Street Journal Europe*, 27 dicembre 2010.

sciuto appunto come «accordo di Deauville», temendo che, in caso negativo, la Germania avrebbe rifiutato per il futuro di fornire aiuti ad altri Stati membri in difficoltà⁴⁶. Il compromesso fu comunicato per *email* alle 17.00 a Jörg Asmussen, il Vice-ministro delle finanze tedesco e futuro membro del Comitato esecutivo della BCE, presente all'Ecofin. Il Presidente Trichet, venuto a conoscenza del testo e prevedendo le conseguenze della decisione sui mercati, sembra avesse detto: «*Voi distruggete l'euro*»⁴⁷. Ed infatti, la mera comunicazione della notizia dell'accordo di Deauville – e non ostante il fatto che il 12 novembre venisse rettificato che eventuali perdite sarebbero state relative solo a TDP acquistati dopo il 2013 – determinò una generalizzata vendita di TDP degli Stati-euro in difficoltà da parte dei momentanei titolari con un immediato aumento dei relativi tassi d'interesse richiesti.

Tale accordo è stato criticato da molti commentatori⁴⁸ ed è stato considerato da alcuni il più grave errore dal punto di vista finanziario dell'era *post* fallimento *Lehman Brothers*, oltre ad aver «gravemente destabilizzato l'economia mondiale»⁴⁹.

4.2. La crisi finanziaria irlandese

L'accordo di Deauville viene stipulato nel momento in cui la Repubblica irlandese si trovava in rilevanti difficoltà finanziarie.

A ben vedere, fino al settembre 2010 la situazione dei mercati europei sembrava essersi stabilizzata⁵⁰. Il Presidente Trichet, diversamente, si diceva preoccupato per la situazione irlandese esternando tali dubbi al ministro delle Finanze Brian Lenihan, il 7 settembre, durante una riunione dell'Ecofin⁵¹.

⁴⁶C. FORELLE, D. GAUTHIER-VILLARS, B. BLACKSTONE, D. ENRICH, *As Ireland Flails, Europe Lurches Across the Rubicon*, cit.

⁴⁷C. FORELLE, D. GAUTHIER-VILLARS, B. BLACKSTONE, D. ENRICH, *As Ireland Flails, Europe Lurches Across the Rubicon*, cit.

⁴⁸S. NIXON, *ECB Is Now the Euro Zone's Weakest Link*, in *Wall Street Journal Europe*, 22 settembre 2011; C. EMSDEN, *Italy Buffeted by Greece News*, in *Wall Street Journal Europe*, 1 novembre 2011; S. NIXON, *Staring Into the ECB's Mini Bazooka*, in *Wall Street Journal Europe*, 21 dicembre 2011.

⁴⁹S. NIXON, *Now to Escape Basel III Doom Loop*, in *Wall Street Journal Europe*, 7 ottobre 2011.

⁵⁰M. WALKER, B. BLACKSTONE, N. SHAH, *Irish Resist EU's Push to Accept a Rescue*, in *Wall Street Journal Europe*, 15 novembre 2010.

⁵¹C. FORELLE, D. GAUTHIER-VILLARS, B. BLACKSTONE, D. ENRICH, *As Ireland Flails, Europe Lurches Across the Rubicon*, in *Wall Street Journal Europe*, 27 dicembre 2010.

La situazione del debito pubblico irlandese si trovava in una situazione particolarmente grave e il rapporto *deficit*/PIL era arrivato al 32%. Ciò era conseguenza della c.d. «bolla» immobiliare irlandese del 2007 sviluppatasi nel decennio precedente⁵². Il governo irlandese nel 2008, per evitare una «corsa agli sportelli» da parte dei depositanti – e la conseguente crisi del sistema bancario irlandese – aveva formalmente garantito che le banche irlandesi non sarebbero fallite e che gli investitori e i depositanti non avrebbero subito perdite⁵³. Lo Stato irlandese aveva conseguentemente fornito ingente liquidità alle banche in difficoltà con fondi pubblici con successivo aumento del relativo rapporto *deficit*/PIL. Era questa la situazione in cui – utilizzando le parole di Giulio Tremonti – la «malattia» era il debito privato e la «cura» (sebbene temporanea) era il debito pubblico. Ed infatti, a fronte di questo, maggiore era l'esposizione debitoria dello Stato irlandese, minore era la fiducia delle istituzioni finanziarie nei confronti del debito irlandese senza che – per altro – gli sforzi del governo permettessero al settore bancario di trovare un suo equilibrio⁵⁴. Ed infatti le banche irlandesi, a fronte della continua necessità di liquidità per le loro attività giornaliere, dovevano inoltre chiedere finanziamenti alla BCE a fronte di garanzie (c.d. *collateral*). L'esposizione delle banche irlandesi nei confronti della BCE aveva raggiunto il 24 settembre 2010 gli ottantatré miliardi di euro. In una situazione così preoccupante tali banche, ad esempio l'*Anglo Irish Bank*⁵⁵, avevano iniziato a chiedere liquidità anche alla Banca centrale irlandese. Il finanziamento era concesso dietro *collateral* con un livello di affidabilità normalmente inferiore a quello richiesto dalla BCE e in applicazione di un programma di emergenza previsto dalla Banca centrale europea chiamato *Emergency Liquidity Assistance* (ELA)⁵⁶. In questa situazione le condizioni economiche dell'Irlanda erano peggiorate e il 24 settembre l'Irlanda entrava nuovamente in recessione⁵⁷.

⁵² M. WOLKER, *Bailout Agreement Betrays EU Divisions*, in *Wall Street Journal Europe*, 26 marzo 2010.

⁵³ C. FORELLE, D. GAUTHIER-VILLARS, B. BLACKSTONE, D. ENRICH, *As Ireland Flails, Europe Lurches Across the Rubicon*, cit.

⁵⁴ S. FIDLER, *Building a Firewall in Ireland*, in *Wall Street Journal Europe*, 18 novembre 2010.

⁵⁵ M. STEVIS, *EU Rejects Criticism Over Greece From IMF*, in *Wall Street Journal Europe*, 7 giugno 2013.

⁵⁶ C. FORELLE, D. GAUTHIER-VILLARS, B. BLACKSTONE, D. ENRICH, *As Ireland Flails, Europe Lurches Across the Rubicon*, cit.

⁵⁷ A. TRYPHONIDES, *Ireland Woes Hit European Markets*, in *Wall Street Journal Europe*, 23 settembre 2010.

I commentatori si domandavano perché l'Irlanda non avesse fatto richiesta di aiuto ai fondi «salva Stati» vista la situazione che aveva portato lo *spread* tra titoli decennali irlandesi e quelli tedeschi al 4,5%. In questa situazione la BCE aveva continuato ad acquistare sul c.d. mercato secondario – in applicazione del programma SMP - TDP greci, portoghesi e irlandesi per un controvalore che era arrivato a 61,5 miliardi di euro⁵⁸.

Il 30 settembre il ministro delle finanze irlandese comunicava che lo Stato avrebbe fornito altra liquidità al sistema bancario, questo nella speranza di convincere gli investitori che l'Irlanda non aveva necessità di richiedere un salvataggio all'UE e all'FMI. Tale scelta ebbe però sui mercati l'effetto opposto con il conseguente ulteriore aumento del tasso d'interesse per l'acquisto dei TDP irlandesi⁵⁹.

Il 18 ottobre la Cancelliera Merkel e il Presidente Sarkozy, come sopra riportato, concludevano l'accordo di Deauville e durante Consiglio europeo del 29 ottobre gli Stati membri dimostravano di volerlo concretamente attuare. I Capi di Stato e di governo, oltre ad impegnarsi a modificare il PSC entro l'estate 2011, oltre a prevedere la creazione di un fondo «salva Stati» permanente e la preventiva modifica dell'art. 136 TFUE, decidevano che i TDP di paesi che richiedevano il «salvataggio» del fondo «salva Stati» avrebbero potuto subire perdite (c.d. *role of the private sector*). I mercati reagirono violentemente alla notizia vendendo i TDP irlandesi e di altri Stati-euro in difficoltà, accelerando ulteriormente le vendite di tali TDP iniziate dopo la comunicazione dell'accordo di Deauville⁶⁰. Con riferimento a questo, durante il successivo novembre, il Primo ministro irlandese Cowen e il ministro delle finanze Lenihan si lamentarono pubblicamente del fatto che l'accordo di Deauville aveva sostanzialmente «tagliato fuori» le banche irlandesi dal mercato dei capitali⁶¹.

Anche il Presidente Trichet era preoccupato delle conseguenze dell'accordo di Deauville. Infatti gli Stati membri tramite tale accordo

⁵⁸ B. BLACKSTONE, *Ireland, Portugal Stir European Fears*, in *Wall Street Journal Europe*, 28 settembre 2010.

⁵⁹ C. FORELLE, D. GAUTHIER-VILLARS, B. BLACKSTONE, D. ENRICH, *As Ireland Flails, Europe Lurches Across the Rubicon*, cit.

⁶⁰ C. FORELLE, D. GAUTHIER-VILLARS, B. BLACKSTONE, D. ENRICH, *As Ireland Flails, Europe Lurches Across the Rubicon*, cit.

⁶¹ V. anche I. MARTIN, *The Euro-Zone Crisis Is Speeding Up*, in *Wall Street Journal Europe*, 24 novembre 2010; v. anche M. WALKER, *Berlin Reconciles Itself to Bailouts*, in *Wall Street Journal Europe*, 30 novembre 2010.

avevano alienato la fiducia dei mercati e la BCE, in assenza di riforme o misure decise a livello UE, si trovava nella necessità di risolvere la situazione intervenendo direttamente e mettendo inoltre in pericolo la stessa indipendenza della Banca centrale europea⁶².

Già dall'inizio del novembre 2010, e poi durante l'Ecofin del 16 novembre, gli Stati membri iniziarono a esercitare pressioni nei confronti dell'Irlanda perché chiedesse un «salvataggio» all'UE e all'FMI. Gli Stati membri temevano che, in assenza, la crisi si sarebbe potuta estendere al Portogallo e alla Spagna⁶³.

L'Irlanda si rifiutava di richiedere un aiuto per «un misto» di strategia politica, di timore che ai sensi degli accordi per il «salvataggio» venisse chiesto l'aumento della tassazione islandese sulle società al 12,50% (valutata criticamente da Francia e Germania)⁶⁴ e di timore di consegnare la propria indipendenza all'Unione europea dopo averla conquistata dalla Gran Bretagna⁶⁵. Inoltre l'Irlanda poteva rinviare la decisione della richiesta non avendo necessità di ottenere nuova liquidità fino al termine del novembre. Per gli altri Stati-euro non vi era alternativa all'attesa della richiesta dell'Irlanda in quanto i fondi «salva Stati» non potevano intervenire autonomamente senza la preventiva richiesta dello Stato interessato⁶⁶.

In questa situazione il 2 novembre il tasso d'interesse sui TDP decennali irlandesi era aumentato fino al 7,52%, cioè il 4,76% più di

⁶² C. FORELLE, D. GAUTHIER-VILLARS, B. BLACKSTONE, D. ENRICH, *As Ireland Flails, Europe Lurches Across the Rubicon*, cit.

⁶³ N. SHAH, *Let the Bailout Begin!*, in *Wall Street Journal Europe*, 18 novembre 2010; M. WALKER, B. BLACKSTONE, N. SHAH, *Irish Resist EU's Push to Accept a Rescue*, in *Wall Street Journal Europe*, 15 novembre 2010; C. FORELLE-M. WALKER, *EU Plan for Ireland Takes Shape*, in *Wall Street Journal Europe*, 18 novembre 2010; M. WALKER, C. FORELLE, D. ENRICH, *Ailing Ireland Accept Bailout*, in *Wall Street Journal Europe*, 22 novembre 2010

⁶⁴ C. FORELLE, *Ireland & Greece: The Numbers*, in *Wall Street Journal Europe*, 21 novembre 2010; REVIEW & OUTLOOK, *Europe Takes Out the Bazooka*, in *Wall Street Journal Europe*, 24 novembre 2010; M. WALKER, C. FORELLE, *Europe Sets Bailout Rules*, in *Wall Street Journal Europe*, 28 novembre 2010.

⁶⁵ D. ENRICH, C. FORELLE, *Irish Grasp at EU, IMF Lifeline*, in *Wall Street Journal Europe*, 17 novembre 2010; M. WALKER, P. MCGROARTY, C. FORELLE, *Sweeping Irish Aid Package in Works*, in *Wall Street Journal Europe*, 17 novembre 2010; P. HANNON, *Irish Lyricism Cannot Hide the Harsh Economic Reality*, in *Wall Street Journal Europe*, 18 novembre 2010.

⁶⁶ C. FORELLE, M. WALKER, *EU Plan for Ireland Takes Shape*, cit.

quelli tedeschi, tasso d'interesse reputato dagli analisti non sostenibile nel tempo per le finanze statali⁶⁷.

Il 15 novembre la BCE annunciava di aver aumentato ai sensi del programma SMP l'acquisto di TDP per un controvalore di un miliardo di euro, il massimo delle ultime sei settimane. Inoltre il Presidente Trichet tornava ad esercitare pressioni affinché le Istituzioni dell'UE modificassero la normativa relativa al PSC: ad un anno dall'inizio della crisi non era stato ancora emanato nessun provvedimento che correggesse i limiti che ne aveva determinato l'inizio⁶⁸.

Il 18 novembre a Francoforte, a fronte del rifiuto dell'Irlanda di chiedere il «salvataggio» all'UE e all'FMI, i governatori delle banche centrali europee formularono un *ultimatum* al governatore della banca centrale irlandese, Patrick Honohan: o l'Irlanda avrebbe richiesto il «salvataggio» o la BCE avrebbe vietato alla banca centrale irlandese di fornire liquidità alle banche irlandesi dato che le banche irlandesi non presentavano più quella caratteristica di solidità richiesta per poter accedere al programma ELA. Ciò, a sua volta, avrebbe determinato il fallimento del sistema bancario irlandese con le conseguenze economiche sopra indicate. Durante il successivo fine settimana l'Irlanda chiese formalmente il *bailout* all'UE e all'FMI⁶⁹. Il 28 novembre l'Ecofin approvava un finanziamento di tre anni pari a 67,5 miliardi di euro, comprensivo di finanziamenti bilaterali degli Stati membri, anche non appartenenti alla zona euro – come la Gran Bretagna –, oltre a quelli dell'UE e dell'FMI⁷⁰.

4.3. La crisi finanziaria portoghese

Con riferimento alla crisi portoghese, già alla fine di novembre 2010 gli analisti valutavano che il Portogallo si trovasse in una situazione insostenibile dal punto di vista economico-finanziario⁷¹. Il Por-

⁶⁷ N. SHAH, *Ireland Adds to Euro Zone Woes*, in *Wall Street Journal Europe*, 2 novembre 2010; v. anche O. O'CONNOR, *Ireland: It's the Microeconomy, Stupid*, in *Wall Street Journal Europe*, 8 novembre 2010.

⁶⁸ D. ENRICH, C. FORELLE, *Irish Grasp at EU, IMF Lifeline*, in *Wall Street Journal Europe*, 17 novembre 2010.

⁶⁹ N. SHAH, *Let the Bailout Begin!*, in *Wall Street Journal Europe*, 18 novembre 2010; M. WALKER, C. FORELLE, D. ENRICH, *Ailing Ireland Accept Bailout*, in *Wall Street Journal Europe*, 22 novembre 2010.

⁷⁰ Sulle modalità del finanziamento predisposto dell'UE v. R. FROYMOVICH, *Irish Bailout Bonds Set to Roll*, in *Wall Street Journal Europe*, 22 dicembre 2010.

⁷¹ B. DAVIS, *Euro Gains on Ireland Hopes*, in *Wall Street Journal Europe*, 20 no-

to gallo non presentava una crisi del sistema bancario della dimensione di quella irlandese. Presentava però il differente problema di una limitata crescita economica, di un forte *deficit* della bilancia commerciale (che nel 2010 era del -10% e che nei venti anni precedenti non era mai stato positivo) oltre ad un alto debito del settore pubblico e privato⁷².

Già il 28 novembre alcuni membri dell'Ecofin sollecitarono il Portogallo a richiedere un «salvataggio» all'UE e all'FMI, senza successo⁷³.

E mentre Francia e Germania il 4 febbraio lanciavano il «*pact for competitiveness*» (nell'irritazione degli Stati membri – euro e non solo –, accordo poi approvato nel Consiglio europeo del 24/25 marzo 2011 come *Euro+Pact* e con il quale si definivano – con riferimento alla politica economica degli Stati membri – degli obiettivi comuni), l'11 marzo il Consiglio europeo decideva la creazione di un fondo «salva Stati» permanente con una capienza di 500 miliardi di euro da costituirsi nel 2013. A tal fine il Consiglio europeo modificava l'art. 136 TFUE aggiungendo – su richiesta tedesca – un terzo paragrafo in cui si prevedeva espressamente per la zona euro la possibilità di costituire un fondo «salva Stati» permanente.

In tutto questo il 23 marzo il governo portoghese perdeva la fiducia parlamentare nel tentativo di far approvare misure di *austerity* per migliorare la situazione economico-finanziaria che presentava un rapporto *deficit*/PIIL dell'8,6%⁷⁴ (in questa fase il Portogallo doveva ripagare 4,23 miliardi di euro di TDP in scadenza entro la fine di aprile e 4,9 miliardi di euro di TDP dopo le elezioni politiche convocate per giugno 2010⁷⁵). Il Primo ministro Socrates si dimetteva al termine di una concitata fase politica. Il 24, 29 marzo e il 1° aprile le

vembre 2010; I. MARTIN, *The Euro-Zone Crisis Is Speeding Up*, in *Wall Street Journal Europe*, 24 novembre 2010; D. CURREN, *Analysts See No Euro Reprieve*, in *Wall Street Journal Europe*, 29 novembre 2010; C. FORELLE, S. FIDLER, *EU Bailout Plans Fail to Bring Calm*, in *Wall Street Journal Europe*, 30 novembre 2010.

⁷² M. BROWN, P. HANNON, *Ireland Bailout Gets Lukewarm Welcome*, in *Wall Street Journal Europe*, 22 novembre 2010.

⁷³ C. FORELLE, D. GAUTHIER-VILLARS, B. BLACKSTONE, D. ENRICH, *As Ireland Flails, Europe Lurches Across the Rubicon*, in *Wall Street Journal Europe*, 27 dicembre 2010.

⁷⁴ P. KOWSMANN, A. MACDONALD, *Portugal Sets Vote as Crisis Deepens*, in *Wall Street Journal Europe*, 1 aprile 2011.

⁷⁵ P. KOWSMANN, M. DALTON, P. HANNON, *Portugal's Options to Avoid Bailout Dwindle*, in *Wall Street Journal Europe*, 5 aprile 2011.

agenzie di *rating* riducevano l'affidabilità del debito pubblico portoghese e il 6 aprile il Portogallo chiedeva un *bailout* all'UE e FMI poi quantificato in settantotto miliardi di euro⁷⁶.

5. *La terza fase: le discussioni di un haircut al debito greco e la lunga fase di tensione del debito pubblico italiano e spagnolo (luglio 2011 - dicembre 2012)*

5.1. *Le particolarità della terza fase*

La terza fase della crisi del sistema euro (relativa alla crisi di Italia e di Spagna) si caratterizza per un aspetto centrale. La dimensione delle economie greca, irlandese e portoghese avevano premesso di organizzare un «salvataggio» con la (pur limitata) capacità dei fondi «salva Stati». Diversamente la dimensione di tali fondi (anche tenendo presente che un'importante quota di essi era già stata utilizzata per i primi tre *bailout*) era insufficiente per il «salvataggio» di Stati-euro con economie (e debito pubblico) della dimensione di quelli di Italia e di Spagna. In conseguenza di ciò la crisi finanziaria di Italia e di Spagna – iniziata concretamente nel luglio 2011 – costituisce un'unica lunga fase della crisi del «sistema euro» durata diciotto mesi in cui le Istituzioni europee – ed in particolare la BCE – hanno cercato di definire strumenti con i quali permettere al «sistema euro» di superare difficoltà del debito pubblico di Stati di tali «dimensioni». La terza fase può essere però suddivisa in due ulteriori sotto-fasi scandite dai due principali interventi di politica monetaria *non standard* con cui la BCE ha cercato di risolvere la crisi del debito pubblico: l'attuazione del programma SMP nei confronti di Italia e di Spagna (agosto 2011); la definizione del programma OMT (giugno-settembre 2012).

5.2. *La discussione sull'haircut al debito pubblico greco, l'attivazione del programma SMP nei confronti di Italia e di Spagna e le crisi politiche in Italia e in Grecia*

Una delle cause principali dell'inizio della crisi finanziaria di Italia e di Spagna è, nel giugno 2011, la discussione a livello europeo sulla possibilità di ristrutturare il debito pubblico greco⁷⁷. In tale di-

⁷⁶ P. KOWSMANN, Portugal Says It Plans to Exit Bailout, in *Wall Street Journal Europe*, 4 maggio 2014.

⁷⁷ M. WALKER, C. FORELLE, S. MIECHTRY, *Deepening Crisis Over Euro Pits Leader Against Leader*, in *Wall Street Journal Europe*, 30 dicembre 2011. V. anche L. BINI SMA-

scussione, rimasta tale fino alla decisione del febbraio 2012⁷⁸, si prevedeva un *haircut* del 10% sul debito greco. Le perdite conseguenti alla proposta di *haircut* dei titolari dei TDP – nella «prospettiva quasi certa di *default* della Grecia» – era di circa trentasette miliardi di euro⁷⁹. Scriveva un commentatore: «L'insistenza della Merkel nel secondo bailout greco di richiedere perdite ai privati costituisce un monumentale errore di valutazione fondato sull'incapacità di comprendere i mercati (...). Per risparmiare ai cittadini tedeschi di pagare una parte degli ulteriori trenta miliardi di euro del secondo finanziamento greco si sono potenzialmente esposti i cittadini ad un costo molto più ampio, relativo al bailout dell'intera zona euro»⁸⁰.

A fronte della mera discussione sulla ristrutturazione del debito greco (e sulle relative perdite per i titolari), le istituzioni finanziarie iniziavano a vendere i TDP italiani e spagnoli con il conseguente aumento dei tassi d'interesse per i titoli decennali arrivati fino al 5,73%, gli italiani, e al 6,04% gli spagnoli⁸¹, un *trend* di crescita a ben vedere iniziato dall'ottobre 2010. Tali tassi, se fossero cresciuti ancora, sarebbero divenuti insostenibili per le finanze pubbliche italiane e spagnole con il conseguente *default* dei due Stati-euro, fatto che avrebbe messo in dubbio non solo la sopravvivenza della zona euro ma quella della stessa Unione europea.

L'Italia diveniva così uno degli Stati «contagiati» dalla crisi per vari motivi tra cui la dimensione del debito pubblico, la limitata crescita economica e nonostante il fatto che il *deficit* pubblico – a detta di molti, anche a livello europeo – fosse sotto controllo⁸².

GHI, in *L'autocritica*, cit. V. anche R. BARLEY, S. NIXON, *Euro Zone's Imperfect Path to Union*, in *Wall Street Journal Europe*, 22 luglio 2011.

⁷⁸ D. ENRICH, C. FORELLE, *Greek Bets Sank Cyprus's Top Lenders*, in *Wall Street Journal Europe*, 28 marzo 2013

⁷⁹ R. BARLEY, S. NIXON, *Euro Zone's Imperfect Path to Union*, in *Wall Street Journal Europe*, 22 luglio 2011.

⁸⁰ S. NIXON, *Time for Flush Germany to Put Europe First*, in *Wall Street Journal Europe*, 6 luglio 2011.

⁸¹ N. CHATURVEDI, *Italian, Spanish Bonds Are Pressured*, in *Wall Street Journal Europe*, 12 luglio 2011.

⁸² Nella dichiarazione dei Capi di Stato e di Governo della zona euro e delle istituzioni della UE del 21 luglio 2011 al punto 11 si legge: *In questo contesto, accogliamo con favore il pacchetto di misure di bilancio recentemente presentato dal governo italiano, che gli consentirà di portare il disavanzo al di sotto del 3% nel 2012 e di raggiungere il pareggio di bilancio nel 2014*. Citato da G. TREMONTI, *Bugie e Verità*, cit., p. 83.

Diversamente la situazione spagnola era problematica in conseguenza della crisi di debito privato causato dalla «bolla speculativa» immobiliare degli anni precedenti che aveva determinato, tra l'altro, un preoccupante livello di disoccupazione che nel 2010 aveva raggiunto il 20% – come media – e il 40% di quella giovanile.

In questa nuova situazione di tensione l'unica Istituzione che poteva agire, anche solo per prendere tempo nell'attesa che l'UE approvasse provvedimenti per risolvere la crisi del «sistema euro», era la BCE. La Banca centrale europea, quale organo indipendente dagli Stati membri e con liquidità (teoricamente) illimitata, poteva intervenire rapidamente sul mercato, in particolare tramite il programma SMP, acquistando TDP italiani e spagnoli al fine di ridurre il tasso d'interesse richiesto dal mercato.

Ed infatti il 4 agosto la BCE iniziava nuovamente, per la prima volta dal marzo 2011, ad acquistare titoli irlandesi e portoghesi – Stati-euro già sottoposti ad un procedimento di «salvataggio» dell'UE e dell'FMI –, ma non titoli italiani e spagnoli. L'acquisto avveniva in applicazione del programma SMP sebbene la decisione, come confermato dal Presidente Trichet, non era stata presa dalla BCE all'unanimità⁸³.

Successivamente, a fronte della decisione di intervenire con il programma SMP anche nei confronti dei TDP italiani e spagnoli, la BCE – anche in conseguenza delle aspre critiche tedesche contro il programma SMP così come delle dimissioni, per lo stesso motivo, del Presidente della Banca centrale tedesca, Axel Weber, il precedente 12 febbraio 2011 – cercava di creare una «condizionalità» implicita nella sua azione. La soluzione individuata fu quella di condizionare, nei termini indicati in una lettera da inviarsi ai relativi governi, l'acquisto di TDP italiani e spagnoli all'impegno di Italia e di Spagna di effettuare, a loro volta, specifiche riforme economiche strutturali.

Mentre si è saputo dell'esistenza di una lettera inviata dalla BCE alla Spagna solo recentemente, senza specifici dettagli⁸⁴, tutto si sa della lettera diretta dalla BCE all'Italia in quanto pubblicata sul principale quotidiano italiano⁸⁵.

⁸³ N. CHATURVEDI, M. BROWN, *Italy, Spain Bond Yields Fall, Still Above 6%*, in *Wall Street Journal Europe*, 5 agosto 2011.

⁸⁴ G. TREMONTI, *Quella lettera della Banca centrale diktat che violò le regole europee*, in *Corriere della sera*, 25 luglio 2013.

⁸⁵ M. DRAGHI, J.C. TRICHET, *Trichet e Draghi: un'azione pressante per ristabilire la fiducia degli investitori*, in *Corriere della Sera*, 29 settembre 2011.

Il 5 agosto la BCE chiedeva al Governo italiano di operare ulteriori riforme economiche in quanto quelle effettuate fino ad allora non erano sufficienti. La lettera – firmata dal Presidente uscente Trichet e da Mario Draghi, Presidente entrante dopo la nomina del giugno precedente – elencava puntualmente le riforme che sarebbero dovute essere effettuate. L'impegno a realizzare tali riforme avrebbe costituito la «condizionalità» per l'intervento della BCE sul mercato e quindi l'acquisto di TDP italiani. Il Governo italiano il 7 agosto rispose alla lettera impegnandosi nell'attuare le riforme indicate. Il Presidente Trichet valutò la risposta soddisfacente e l'8 agosto la BCE, per la prima volta, iniziò ad acquistare titoli di debito pubblico italiano, tranquillizzando gli investitori e, tramite questo, fornendo fiducia al mercato. Il Presidente Trichet e il Presidente Draghi chiamarono telefonicamente il Presidente del Consiglio italiano per richiederli di onorare gli impegni presi⁸⁶.

Tale lettera e il suo contenuto vennero fortemente criticate dall'allora Ministro dell'economia, Giulio Tremonti. In particolare la richiesta contenuta in tale lettera e relativa alla richiesta di anticipo al 2013 del «pareggio del bilancio» rispetto al 2014 concordato con il Consiglio venne definita: «un gravissimo errore di politica economica (...) impost[o] ad un'economica che per suo conto [era] già in rallentamento»⁸⁷.

Il 31 agosto dai media trapelò che il Presidente del Consiglio italiano non avrebbe presentato la riforma delle pensioni, uno degli impegni centrali contenuti nella lettera della BCE, in conseguenza dell'instabile situazione del Governo italiano. A questo primo problema si aggiunse il commento del Presidente del Consiglio italiano – attribuitogli da un quotidiano finanziario – durante una situazione di grave tensione finanziaria nei confronti del sistema euro nel quale egli avrebbe definito l'euro «una strana moneta che non convince nessuno»⁸⁸.

E mentre gli investitori iniziarono nuovamente a «liberarsi» dei titoli italiani, il 9 settembre 2011 si dimetteva dal Comitato esecutivo della BCE il membro tedesco, Jürgen Stark, anch'egli, come Axel Weber, in critica al programma SMP della BCE.

⁸⁶ M. WALKER, C. FORELLE, S. MIECHTRY, *Deepening Crisis Over Euro Pits Leader Against Leader*, in *Wall Street Journal Europe*, 30 dicembre 2011

⁸⁷ G. TREMONTI, *Bugie e Verità*, cit., p. 85.

⁸⁸ C. EMSDEN, *Italy Buffeted by Greece News*, in *Wall Street Journal Europe*, 1 novembre 2011.

Nella soluzione della crisi del «sistema euro» l'ingovernabilità italiana si poneva quindi come uno degli elementi del problema. In considerazione di ciò il 20 ottobre 2011 la Cancelliera Merkel chiamò il Presidente della Repubblica italiana, Napolitano, facendo presente che i tentativi del taglio dei costi in Italia era apprezzato a livello europeo, ma che l'Europa desiderava riforme più aggressive per aumentare la crescita. Il timore era che il Governo italiano non fosse politicamente sufficientemente forte per attuare quelle riforme. Il Presidente Napolitano affermò che non era «tranquillizzante» che il Governo italiano avesse superato il voto di fiducia del 14 ottobre soltanto per un voto. La Cancelliera Merkel ringraziò il Presidente per quello che avrebbe potuto compiere nel «limite dei poteri» per promuovere un cambiamento⁸⁹.

In questa situazione critica il 4 novembre, durante la riunione del G20 a Cannes, il Presidente del Consiglio italiano rifiutava un'offerta di aiuto finanziario da parte del FMI. L'offerta consisteva in una linea di credito precauzionale di quarantacinque miliardi di euro con la possibilità di raddoppiarne la dimensione l'anno successivo. La somma avrebbe potuto coprire un terzo delle necessità di finanziamento italiane fino alla fine dell'anno. Il Governo aveva però accettato l'offerta di monitoraggio, che sarebbe iniziato alla fine del mese, da parte dell'FMI nei confronti delle proprie politiche interne con la finalità di riportare la fiducia degli investitori nei confronti dell'Italia⁹⁰.

Sempre in questo periodo si deve collocare il momento in cui il Presidente del Consiglio Berlusconi, in colloqui privati con i Governi degli altri Stati-euro, aveva ventilato l'ipotesi dell'uscita dell'Italia dall'euro⁹¹.

A fronte di questa situazione il tasso d'interesse richiesto per i TDP italiani era salito fino al 6,66%⁹² e questo nonostante il fatto che la BCE avesse aumentato l'acquisto di TDP la settimana precedente, avendone acquistato complessivamente 9,52 miliardi⁹³.

⁸⁹ M. WALKER, C. FORELLE, S. MIECHTRY, *Deepening Crisis Over Euro Pits Leader Against Leader*, in *Wall Street Journal Europe*, 30 dicembre 2011

⁹⁰ C. EMSDEN, I. TALLEY, *Ailing Italy Accepts IMF Monitoring*, in *Wall Street Journal Europe*, 5 novembre 2011. V. anche G. TREMONTI, *Bugie e Verità*, cit., p. 86.

⁹¹ V. L. BINI SMAGHI, *Morire di austerità*, cit., p. 40.

⁹² N. CHATURVEDI, S. BOURAS, L. MOLONEY, *Europe Pulls Back From Brink*, in *Wall Street Journal Europe*, 12 novembre 2011; S. MEICHTRY, A. GALLONI, *Berlusconi Bows Out; Austerity Lies Ahead*, in *Wall Street Journal Europe*, 13 novembre 2011.

⁹³ N. CAWLEY, *Italian Borrowing Costs Rise Again*, in *Wall Street Journal Europe*, 8 novembre 2011.

A fronte di questa situazione drammatica, e nella necessità di costituire un nuovo governo che potesse attuare le necessarie riforme strutturali – nell'impossibilità del Governo in carica, in conseguenza del sistema istituzionale italiano, di emanarle –, l'8 novembre il Presidente del Consiglio italiano annunciava che avrebbe rassegnato le proprie dimissioni dopo l'approvazione della legge di stabilità, fatto poi avvenuto il successivo sabato 12 novembre⁹⁴.

Il 16 novembre 2011 era nominato Presidente del Governo italiano Mario Monti – già Componente della Commissione europea per il mercato interno e, successivamente, per la politica di concorrenza –⁹⁵. Già il 17 novembre la Cancelliera Merkel lo invitava a prendere misure immediate per implementare riforme strutturali e far ritornare la fiducia dei mercati sull'Italia⁹⁶.

Il 10 novembre si dimetteva anche il Presidente del Consiglio greco, George Papandreou⁹⁷. Il precedente 31 ottobre il Presidente del Governo greco aveva proposto di indire un *referendum* sul *bailout* greco, decisione che aveva scosso tanto i mercati quanto i *partner* europei. La Cancelliera Merkel, durante l'incontro del G20 di Cannes, fece presente che la corretta domanda da proporre per il *referendum* non sarebbe stata relativa al giudizio della popolazione greca sul *bailout* ma: «*Volete rimanere nell'euro o no*». Gli stessi colleghi del partito di Papandreou si ribellarono all'idea del *referendum*. Il Presidente del Consiglio perse la fiducia parlamentare⁹⁸ e venne sostituito, dopo alcuni giorni, da Lucas Papademos – già Vice-presidente della BCE – che costituiva successivamente un governo di unità nazionale⁹⁹.

Le dimissioni dei Presidenti del Consiglio italiano e greco erano considerate dai commentatori come «condizione necessaria ma non

⁹⁴ L. MOLONEY, S. MEICHTRY, *Budget Bill Hastens Berlusconi Exit Date*, in *Wall Street Journal Europe*, 12 novembre 2011.

⁹⁵ S. MEICHTRY, C. EMSDEN, *Italy Premier Appoints Emergency Government*, in *Wall Street Journal Europe*, 17 novembre 2011.

⁹⁶ M.M. LANE, *Merkel Urges Monti to Take Quick Steps*, in *Wall Street Journal Europe*, 18 novembre 2011.

⁹⁷ S. NIXON, *Europe's Drama Is Far From Over*, in *Wall Street Journal Europe*, 11 novembre 2011.

⁹⁸ C. FORELLE, D. GAUTHIER-VILLARS, S. REDDY, *G-20 Wraps Up With Little to Show*, in *Wall Street Journal Europe*, 5 novembre 2011.

⁹⁹ S. BOURAS, A. GRANITSAS, C. PARIS, *Papademos Named Greek Leader*, in *Wall Street Journal Europe*, 11 novembre 2011; S. BOURAS, A. GRANITSAS, *Venizelos Reappointed to New Greek Cabinet*, in *Wall Street Journal Europe*, 11 novembre 2011.

sufficiente per la sopravvivenza della zona euro»¹⁰⁰ sebbene la situazione europea in questo modo sembrava allontanarsi, sempre secondo i commentatori, dal «baratro»¹⁰¹.

Durante il novembre 2011 – a due anni dall’inizio della crisi – veniva pubblicato sulla GUUE il «*Six pack*», cioè il «pacchetto normativo» costituito da cinque regolamenti ed una direttiva con il quale si irrigidiva la precedente disciplina del PSC. Il *Six pack* prevedeva, tra l’altro, la natura «quasi automatica» delle sanzioni nei confronti degli Stati-euro che avessero violato il PSC. A tal fine le decisioni della Commissione in merito sarebbero state date per approvate dal Consiglio salvo l’eventuale, successivo voto contrario a maggioranza qualificata (c.d. *reverse voting*).

5.3. La crisi di liquidità delle banche e il programma LTRO

E mentre durante il Consiglio europeo dell’8/9 dicembre 2011 si definiva il contenuto del *Fiscal compact* (finalizzato – tra l’altro – a precisare alcuni aspetti del *Six pack*) uno dei problemi per la stabilità del sistema bancario era quello della carente liquidità. Il mercato unico dei capitali, in conseguenza della crisi, tendeva nuovamente a «segmentarsi» nei differenti mercati nazionali. A causa di questo, gli organi di controllo bancario dei singoli Stati membri – al fine di evitare che gruppi bancari aventi la sede principale in differenti Stati membri «drenassero» liquidità dal sistema bancario del primo Stato, per il tramite di filiali aventi sede in esso, verso il secondo Stato membro in cui aveva sede principale la società capogruppo – posero in essere misure di limitazione alla circolazione dei capitali nel mercato interno di cui la stessa Commissione ha dubitato della relativa legittimità comunitaria. Tra i vari casi, uno dei più noti è quello del rapporto tra l’italiana Unicredit e l’autorità tedesca di controllo del settore finanziario, *Bafin*¹⁰² con riferimento al trasferimento di liquidità della banca tedesca HVB – controllata da Unicredit – ad Unicredit stessa.

¹⁰⁰ S. NIXON, *Europe’s Drama Is Far From Over*, in *Wall Street Journal Europe*, 11 novembre 2011.

¹⁰¹ N. CHATURVEDI, S. BOURAS, L. MOLONEY, *Europe Pulls Back From Brink*, in *Wall Street Journal Europe*, 12 novembre 2011.

¹⁰² D. ENRICH, A. GALLONI, *Turmoil Frays ties Across Continent*, in *Wall Street Journal Europe*, 31 maggio 2012; M. DALTON, D. ENRICH, S. FIDLER, *In EU, A Test Of Wills*, in *Wall Street Journal Europe*, 10 dicembre 2012; M. DALTON, *EU Aims to Free Flows of Funds*, in *Wall Street Journal Europe*, 3 febbraio 2013.

La necessità di liquidità era anche conseguenza dei risultati dei c.d. *stress test* organizzati dalla *European Banking Authority* (EBA). La finalità di questi era quella di verificare come le singole banche avrebbero reagito in conseguenza di specifiche situazioni finanziarie negative. Nei risultati degli *stress test* era eventualmente indicata la dimensione dell'aumento di capitale che le specifiche banche avrebbero dovuto deliberare.

Anche al fine di risolvere il problema della liquidità, l'8 dicembre il Presidente della BCE Mario Draghi presentava un nuovo programma di politica monetaria c.d. *non standard*, cioè il *Long Term Refinancing Operation* (LTRO). In applicazione di tale programma la BCE forniva alle banche che ne facevano richiesta finanziamenti senza limiti di quantità fino a tre anni ad un tasso d'interesse dell'1%. Tale finanziamento era garantito dalle banche richiedenti tramite il deposito di vari tipi di titoli tra cui TDP degli Stati membri¹⁰³. Questo programma, utilizzato concretamente da tutte le banche europee ma soprattutto da parte di quelle dei c.d. paesi «periferici», risolveva un duplice problema. Da una parte forniva liquidità, senza limiti di quantità, alle banche che ne facevano richiesta. Dall'altra creava per le banche un incentivo ad acquistare TDP degli Stati. Infatti, più alto fosse stato il tasso d'interesse a cui il TDP era venduto (cioè principalmente TDP italiani e spagnoli), maggiore sarebbe stato il ricavo (certo e senza sostanziale rischio) delle banche. Ad esempio, comprando un TDP che riconosceva il 5% d'interesse e consegnandolo alla BCE al fine di ottenere un finanziamento per il quale la banca pagava l'1%, la banca lucrava un interesse garantito e senza rischi del 4%. Inoltre, gli acquisti di TDP perché fossero poi consegnati come *collateral* alla BCE avevano, a loro volta, l'effetto – con l'aumento della richiesta di TDP – di far diminuire il tasso d'interesse richiesto dal mercato per l'acquisto di detti titoli.

Il programma LTRO venne attivato due volte (21 dicembre 2011¹⁰⁴ e 29 febbraio 2012) distribuendo finanziamenti alle banche per un totale superiore a mille miliardi di euro¹⁰⁵.

¹⁰³ M. DRAGHI, *Draghi Statement: ECB Announces New Measures in Addition to Rate Cut*, in *Wall Street Journal Europe*, 8 dicembre 2011.

¹⁰⁴ David Cottle, *Enthusiastic Reaction to ECB Liquidity Offer*, in *Wall Street Journal Europe*, 21 dicembre 2011.

¹⁰⁵ TOM LAURICELLA, MATT PHILLIPS, *Secret Weapon: Europe's Loan Plan*, in *Wall Street Journal Europe*, 23 gennaio 2012.

In aggiunta a questo programma, il 6 gennaio 2012 la BCE interveniva nuovamente acquistando sul mercato secondario TDP italiani e spagnoli dopo che gli interessi sui TDP italiani decennali erano arrivati ad un interesse del 7,12%, con uno *spread* di 5,24% sui TDP tedeschi¹⁰⁶.

Ma il 9 marzo 2012, dopo il lancio del secondo LTRO e dopo la notizia della conclusione dell'accordo sul secondo *bailout* greco, gli interessi sui TDP italiani e spagnoli decennali si erano ridotti sensibilmente, rispettivamente al 4,75% ed al 5,04%¹⁰⁷.

Nel frattempo il 2 febbraio 2012 gli Stati-euro avevano firmato il Trattato che istituiva il fondo «salva Stati» permanente – il Meccanismo europeo di stabilità, MES – e il successivo 2 marzo firmavano il già citato *Fiscal compact*.

Con l'obiettivo di comprendere lo sviluppo successivo e la soluzione della crisi del «sistema euro» deve essere ricordato che il 22 maggio 2012 Nicolas Sarkozy veniva sconfitto nelle elezioni presidenziali francesi dal rappresentante del partito socialista, François Holland.

5.4. Il Consiglio europeo del 28 giugno 2012 e la svolta della crisi «imposta» da Mario Monti

Alla fine del marzo 2012 gli interessi sul debito pubblico italiano e spagnolo avevano continuato ad aumentare nonostante le importanti riforme strutturali attuate in Italia¹⁰⁸ e in Spagna¹⁰⁹. La situazione finanziaria era complicata dalle voci sempre più frequenti dell'«uscita» della Grecia dall'euro – anche in considerazione della sua situazione politica¹¹⁰ – spingendo gli interessi dei TDP decennali italiani e spagnoli a, rispettivamente, il 5,95% e il 6,25%¹¹¹.

¹⁰⁶ N. CAWLEY, *ECB Steps in as Italian Yields Hit 7%*, in *Wall Street Journal Europe*, 26 gennaio 2012.

¹⁰⁷ N. CHATURVEDI, E. BARTHA, *Greek Deal Calms Euro-Zone Bonds*, in *Wall Street Journal Europe*, 9 marzo 2012.

¹⁰⁸ N. CHATURVEDI, *Spanish, Italian Borrowing Costs Rise*, in *Wall Street Journal Europe*, 22 marzo 2012.

¹⁰⁹ P. VIGNA, *Spain's Government Is Making Things Worse, Not Better*, in *Wall Street Journal Europe*, 10 aprile 2012; T. BUELL, *ECB's Asmussen: Ball Is Clearly in Spain's Court*, in *Wall Street Journal Europe*, 19 aprile 2012.

¹¹⁰ J. ANGELOS, A. GRANITSAS, *Greek Leftist Leader Challenges EU on Funding*, in *Wall Street Journal Europe*, 18 maggio 2012; M. DALTON, *Greek Deserves Credit, but Debt's an Issue*, in *Wall Street Journal Europe*, 18 maggio 2012.

¹¹¹ *Germany and the future of the euro (1): Is Grexit good for the euro?*, in *The Economist*, 16 giugno 2012.

Il 5 giugno 2012 il governo spagnolo ammetteva di essere stato tagliato fuori dal mercato dei capitali chiedendo quindi ai *partner* europei di intervenire, sebbene non formalmente, a favore del suo sistema bancario. La BCE faceva presente la volontà entro il 28 giugno di aumentare il tipo di titoli che sarebbero stati accettati quale *collateral* per fornire liquidità alle banche, una decisione che aveva come principale beneficiario – per come organizzata – il sistema bancario spagnolo¹¹². Il 22 giugno il governo spagnolo comunicava la volontà di presentare formalmente il lunedì successivo una formale richiesta di aiuto al fondo «salva Stati» con riferimento al proprio settore bancario (ma non per il «salvataggio» del proprio debito pubblico)¹¹³. Il «salvataggio» poi richiesto consisteva in un finanziamento di cento miliardi di euro a fronte del quale era imposta una radicale ristrutturazione al sistema bancario spagnolo con la chiusura di migliaia di filiali (mille solo per la banca *Bankia*) e il licenziamento di migliaia di dipendenti (seimila solo per la banca *Bankia*)¹¹⁴.

Nel frattempo il Presidente Monti stava cercando di far accettare alla Germania un progetto per limitare la pressione dei mercati sul debito pubblico italiano e spagnolo. Il progetto fu presentato durante l'incontro del G20 in Messico, a Los Cabos, il 18 e 19 giugno 2012. Il piano riguardava la possibilità per il fondo «salva Stati» di acquistare TDP italiani e spagnoli in considerazione delle rilevanti riforme strutturali attuate dai due governi. Secondo tale progetto, il fondo «salva Stati» sarebbe intervenuto senza una richiesta formale di aiuto o la redazione di un *memorandum* di azioni da realizzare. La proposta fu discussa tra i *leader* europei ed ottenne l'appoggio del Presidente degli Stati Uniti, Barak Obama, ma non di quello della Cancelliera Merkel. Al progetto mancava, secondo la Germania, la «stretta condizionalità» richiesta dal fondo «salva Stati» così come mancava il controllo dell'FMI¹¹⁵.

E mentre la Germania batteva la Grecia 4 a 2 durante i campionati europei di calcio¹¹⁶, il 22 giugno i governi di Germania, di Fran-

¹¹² M. FEHER, T. BUELL, *ECB Eases Collateral Standards for Loans*, in *Wall Street Journal Europe*, 22 giugno 2012.

¹¹³ D. ROMAN, P. KOWSMANN, *Spain to Make Official Aid Request Monday*, in *Wall Street Journal Europe*, 22 giugno 2012.

¹¹⁴ C. BJORK, V. MOCK, *EU Clears Spanish Bank Rescue*, in *Wall Street Journal Europe*, 29 novembre 2012.

¹¹⁵ A. GALLONI, M. WALKER, *Italian's Job: Premier Talks Tough in Bid to Save Euro*, in *Wall Street Journal Europe*, 7 agosto 2012.

¹¹⁶ C. LAWTON, S. BOURAS, *'Battle of the Euro' Goes to Germany*, in *Wall Street Journal Europe*, 22 giugno 2012.

cia, di Spagna e d'Italia si riunivano a Roma per discutere, tra l'altro, dei provvedimenti europei sulla crescita. In particolare i quattro governi erano d'accordo per approvare nel successivo Consiglio europeo il c.d. *Growth Pact*, programma che prevedeva stanziamenti per circa 130 miliardi di euro finalizzati a stimolare la crescita in Europa. Diversamente i partecipanti erano divisi su come tutelare i TDP italiani e spagnoli dalla pressione dei mercati. In particolare il Presidente Monti sosteneva la necessità di approvare un progetto per dimostrare ai mercati la chiara volontà degli Stati membri che l'euro sarebbe sopravvissuto alla crisi. La Germania manteneva una posizione rigida in materia di bilancio sostenendo che: «Crescita e disciplina di bilancio sono due facce della stessa medaglia»¹¹⁷.

Al fine di trovare una soluzione, il Presidente Monti, in preparazione della riunione del Consiglio europeo del 28 giugno, chiedeva al Parlamento italiano di approvare la riforma sul lavoro – la seconda importante riforma strutturale dopo quella delle pensioni e richiesta nella lettera Trichet/Draghi – ed a tal fine faceva ricorso al voto di fiducia. Come anticipato, durante il Consiglio europeo si sarebbe dovuto approvare il già citato *Growth Pact*. L'approvazione del programma era essenziale per il governo della Cancelliera Merkel per poter ottenere i fondamentali voti dello SPD nel *Bundestag* per l'approvazione del *Fiscal Compact*. Avendo l'Italia fatto pressioni precedentemente per l'approvazione del *Growth Pact* non era prevedibile una posizione contraria dell'Italia. Diversamente, con un cambio inaspettato, il Governo italiano durante la riunione affermò che se in tale occasione non fosse stato approvato un programma per contrastare le tensioni dei mercati nei confronti di TDP di governi «virtuosi», come quello italiano o spagnolo, l'Italia non avrebbe approvato il *Growth Pact*¹¹⁸. A fronte della posizione intransigente del Presidente Monti, la Cancelliera Merkel disse: «*This is not helpful, Mario*», il quale rispose: «*I know*». Al termine di una lunga trattativa, alle 4:30 del mattino di venerdì i Presidenti Van Rompuy e Barroso annunciarono il positivo accordo. A fronte di questo il fondo «salva Stati» sarebbe potuto essere stato utilizzato per stabilizzare i mercati relativamente agli Stati membri che avessero rispettato tutti gli obblighi imposti dalla disci-

¹¹⁷ G. ZAMPANO, S. KREUTZMANN, G. SMITH, *EU Leaders, Divided, Push Growth*, in *Wall Street Journal Europe*, 22 giugno 2012.

¹¹⁸ S. MEICHTRY, G. ZAMPANO, *Italy's Monti Hopes Summit Win Plays at Home*, in *Wall Street Journal Europe*, 2 luglio 2012.

plina del PSC¹¹⁹. Italia e Spagna avrebbero comunque dovuto presentare formale richiesta per ottenere gli aiuti e avrebbero dovuto redigere un *memorandum* ma senza il monitoraggio da parte della Commissione, della BCE e dell'FMI¹²⁰. In altri termini, dal testo della dichiarazione si ammetteva che la pressione dei mercati sul debito pubblico di Stati che rispettavano gli obblighi previsti dal diritto UE era conseguenza della sfiducia non tanto sui singoli Stati membri ma sul «sistema euro» nel suo complesso¹²¹. Come aveva intuito Tommaso Padoa Schioppa già nel 2010: «*La mancanza di fiducia non riguarda (...) i singoli Paesi, bensì l'eurozona: il punto è se quest'ultima sia disposta e capace di agire come una vera unione e un efficace attore politico*»¹²². I funzionari della rappresentanza tedesca, il giorno successivo all'incontro, negarono che vi era stata la modifica delle procedure per ottenere finanziamenti dal fondo «salva Stati». Inoltre la Cancelliera Merkel considerava il controllo del FMI dopo la liquidazione dei finanziamenti come non negoziabile, secondo il principio: «*No liability without oversight*»¹²³. Ma questi aspetti non eliminarono l'importanza dell'accordo del giorno precedente. Ed infatti il Presidente Monti sosteneva che la decisione del Consiglio europeo del 28 giugno aveva fornito alla BCE la copertura politica per future azioni a tutela dell'euro. In un'intervista al WSJ Monti sostenne: «*Se fossi Draghi mi sentirei moralmente e politicamente protetto nel prendere decisioni coraggiose al momento giusto*»¹²⁴.

¹¹⁹ Dal testo della dichiarazione degli Stati-euro del 29 giugno 2012: «*We affirm our strong commitment to do what is necessary to ensure the financial stability of the euro area, in particular by using the existing EFSF/ESM instruments in a flexible and efficient manner in order to stabilise markets for Member States respecting their Country Specific Recommendations and their other commitments including their respective timelines, under the European Semester, the Stability and Growth Pact and the Macroeconomic Imbalances Procedure. These conditions should be reflected in a Memorandum of Understanding. We welcome that the ECB has agreed to serve as an agent to EFSF/ESM in conducting market operations in an effective and efficient manner. We task the Eurogroup to implement these decisions by 9 July 2012*».

¹²⁰ C. VOLKERY, *Merkel Gives Monti the Cold Shoulder*, in *Spiegel online*, 28 giugno 2012.

¹²¹ S. FIDLER, G. STEINHAUSER, M. WALKER, *Investors Cheer European Deal At Meeting*, in *Wall Street Journal Europe*, 2 luglio 2012.

¹²² TOMMASO PADOA-SCHIOPPA, *Il rilancio dell'economia è efficace soltanto se coinvolge tutta l'Europa*, in *Corriere della Sera*, 18 dicembre 2012.

¹²³ C. VOLKERY, *How Italy and Spain Defeated Merkel at EU Summit*, in *Spiegel online*, 29 giugno 2012.

¹²⁴ A. GALLONI, M. WALKER, *Italian's Job: Premier Talks Tough in Bid to Save*

5.5. *L'accentuarsi della crisi del debito pubblico italiano e spagnolo, il «whatever it takes» di Mario Draghi del 29 luglio 2012, la successiva presentazione dell'OMT il 6 settembre 2012 e la soluzione della crisi*

La situazione finanziaria europea continuava ad essere molto tesa. Infatti, nonostante la riduzione degli interessi sul denaro stabiliti della BCE al minimo storico dello 0,50%¹²⁵ i TDP decennali italiani pagavano un interesse del 5,99% e quelli spagnoli il 6,79%. Il 23 luglio i TDP decennali spagnoli erano venduti con interessi del 7,5%.

Il Presidente Draghi rilasciava il 23 luglio 2012 una lunga intervista al quotidiano *le Monde* intitolata «*Non, l'euro n'est pas en danger*» in cui faceva presente le sfide del «sistema euro» e quelle che erano le determinazioni della BCE per sostenerlo.

In questa situazione critica i commentatori scrivevano: «*If markets continue to worsen, Mr. Draghi is unlikely to sit and watch. But this summer the politics are uglier, with public opinion in Germany hardening against more bailouts. Markets finally look set to test where the ECB's limits really lie*»¹²⁶.

In una situazione che si stava «avvitando» su se stessa, il 26 luglio 2012 il Presidente Draghi durante una conferenza a Londra, in presenza di politici ed imprenditori, chiarì in modo articolato come la BCE avrebbe difeso l'euro. La frase riassuntiva dell'intervento fu: «*Within our mandate, the ECB will do whatever it takes to preserve the euro and believe me, it will be enough!*»¹²⁷. La posizione del Presidente chiariva che la BCE era pronta ad intervenire in modo radicale nel caso in cui la situazione l'avesse richiesto¹²⁸.

E mentre sembrava che la Spagna stesse per perdere l'accesso al mercato dei capitali, le parole di Mario Draghi ebbero un immediato effetto positivo. I TDP decennali che erano stati venduti sempre con interessi superiori al 7%, scesero il giorno successivo al 6,7%¹²⁹.

Euro, cit. Nello stesso senso, v. l'intervista P. KRUGMAN, M. MONTI, «*La crise pousse l'Europe vers l'union politique*», in *Le Monde*, 18 giugno 2013.

¹²⁵ Sotto la Presidenza Draghi, la BCE ha ridotto il costo del denaro dall'1,5% (dicembre 2011) allo 0,25% (novembre 2013).

¹²⁶ D. ROMAN, P. KOWSMANN, *Spain to Make Official Aid Request Monday*, in *Wall Street Journal Europe*, 22 giugno 2012.

¹²⁷ J. EWING, *Assurances on Euro by Central Bank Chief Lift Stocks*, in *The New York Times*, 26 luglio 2012.

¹²⁸ B. BLACKSTONE, *Draghi: ECB 'Done' With Aid to Greece*, in *Wall Street Journal Europe*, 9 novembre 2012.

¹²⁹ J. HOUSE, *Fund Warns on Spain Efforts*, in *Wall Street Journal Europe*, 27 lu-

Comunque la situazione economico/finanziaria spagnola era ancora molto grave. Il 29 luglio 2012 la Spagna approvava nuove riforme di *austerity* mentre gli interessi sul debito continuavano a salire. In questo periodo il governo spagnolo era riuscito a vendere poco meno di 3 miliardi di euro di titoli decennali con un interesse del 7,01%¹³⁰ e il Ministro spagnolo del bilancio, Cristobal Montoro, aveva affermato nel Parlamento spagnolo: «*Non vi è più liquidità. Non ci sono soldi per pagare i servizi pubblici*»¹³¹. È di questo periodo la notizia che la regione della Catalogna chiedeva al governo centrale di Madrid, dopo il fallimento delle Regioni spagnole di Murcia e di Valencia, un *bailout* nazionale pari a cinque miliardi di euro. Per i mercati la notizia costituiva un ulteriore dubbio sulla capacità della Spagna di ottenere liquidità in una situazione di fragilità generale¹³².

Il ministro delle finanze spagnolo, Luis de Guindos, il 19 agosto chiedeva che la BCE si impegnasse ad un acquisto senza limiti di TDP spagnoli anche in assenza di una richiesta «salvataggio» della Spagna. Egli sosteneva che la BCE «non può indicare limiti o dire quanto comprerà e per quanto tempo» nel mercato secondario al fine di assicurare che la sua azione sia effettiva¹³³. La BCE interveniva pubblicamente il giorno successivo criticando indirettamente quanto sostenuto dal Ministro spagnolo e sostenendo che «la politica monetaria è indipendente e gestita nei limiti stretti del mandato della BCE»¹³⁴.

Nonostante questo il 21 agosto gli interessi sul debito spagnolo per TDP a breve termine erano però diminuiti rispetto a quelli del 17 luglio e questo anche come effetto delle aspettative dei mercati per il progetto delineato dal Presidente Draghi il precedente 26 luglio e che avrebbe da lì a poco presentato in una conferenza stampa¹³⁵.

glio 2012; J. HOUSE, *IMF Warns Spain On Risks of Overhaul*, in *Wall Street Journal Europe*, 29 luglio 2012.

¹³⁰C. BJORK, C. FORELLE, M. DALTON, *Spain Bond Sale Sends Chill*, in *Wall Street Journal Europe*, 20 luglio 2012

¹³¹D. ROMAN, P. KOWSMANN, *Spain to Make Official Aid Request Monday*, in *Wall Street Journal Europe*, 22 giugno 2012; M. FEHER, T. BUELL, *ECB Eases Collateral Standards for Loans*, in *Wall Street Journal Europe*, 22 giugno 2012.

¹³²C. BJORK, D. ROMAN, I. BRAT, *Catalonia Asks Spain for Bailout*, in *Wall Street Journal Europe*, 28 agosto 2012.

¹³³J. HOUSE, *Spain Seeks Commitment From Central Bank on Bond Buys*, in *Wall Street Journal Europe*, 19 agosto 2012.

¹³⁴B. BLACKSTONE, T. FAIRLESS, *ECB Moves to Put Down Rumors Over Bond Buys*, in *Wall Street Journal Europe*, 21 agosto 2012.

¹³⁵E. BARTHA, *Spanish Yields Ease on Hopes Of ECB Action*, in *Wall Street Journal Europe*, 22 agosto 2012.

Nella serie d'incontri bilaterali in previsione del Consiglio europeo di settembre, si riunivano il 31 agosto anche il Presidente Hollande e il Presidente del Consiglio spagnolo Rajoy. Nella conferenza stampa finale entrambi chiedendo un intervento della BCE per l'acquisto dei titoli di debito pubblico. Il Presidente Hollande sosteneva: «Io chiedo semplicemente l'applicazione delle decisioni che abbiamo preso nel Consiglio europeo del 29 giugno che permette, in circostanze eccezionali, un intervento. (...) È la BCE che deve poi tradurre il messaggio secondo i suoi obiettivi». Il Presidente francese non chiedeva alla BCE di «superare le sue competenze» ma solo di «preservare la stabilità tramite l'attuazione dei suoi obblighi relativi alla politica monetaria». Il Presidente francese proseguiva: «Quando lo *spread* tra interessi è così ampio senza giustificazioni economiche, lì c'è una giustificazione per un intervento in nome degli obiettivi della politica monetaria»¹³⁶.

In questa situazione, la Commissione decideva di anticipare all'11 settembre la data di presentazione del progetto di supervisione bancaria europea unica (c.d. Unione bancaria). Il progetto, fondamentale per risolvere alcune cause della crisi, prevedeva che i controlli nazionali sui singoli sistemi bancari dei paesi della zona euro fossero sostituiti da un unico sistema europeo. Il progetto era considerato fondamentale per la soluzione della crisi in quanto avrebbe interrotto il nesso «perverso» tra crisi del sistema bancario nazionale e finanziamento dello stesso da parte degli Stati membri. Il progetto prevedeva inoltre un sistema europeo unico che avrebbe deciso, a livello europeo, quando una banca della zona euro si trovava nelle condizioni di dover essere liquidata e predisponeva inoltre un autonomo fondo europeo di garanzia¹³⁷.

Il 6 settembre 2012 il Presidente Draghi presentava le caratteristiche del nuovo programma della BCE e che costituiva la seconda *non standard measure* di politica monetaria – dopo l'SMP – con la finalità di risolvere la crisi del debito pubblico, in particolare quello italiano e spagnolo. Il nuovo programma, che abrogava il programma SPM, era chiamato *Outright Monetary Transactions* (OMT)¹³⁸. Tale

¹³⁶D. ROMAN, W. HOROBIN, *France and Spain Renew Their Calls For ECB Action*, in *Wall Street Journal Europe*, 31 agosto 2012.

¹³⁷G. STEINHAUSER, S. FIDLER, *EU Seeks Greater ECB Role for Banks*, in *Wall Street Journal Europe*, 2 settembre 2012; I. BRAT, D. ROMAN, D. CROWE, *Rajoy: Banking Union Needs Resolution Tools*, in *Wall Street Journal Europe*, 3 settembre 2012

¹³⁸*Draghi's Statement on ECB Outright Monetary Transactions: Text*, in *Bloomberg.com*, 6 settembre 2012.

programma prevedeva l'acquisto di TDP di Stati euro da parte della BCE sul mercato secondario senza limiti di quantità nel caso in cui il tasso d'interesse richiesto per i TDP fosse stato irragionevolmente alto. Tra le particolarità del programma, rispetto all'SMP, vi era l'aspetto della condizionalità. Infatti la BCE sarebbe intervenuta sul mercato secondario solo dopo che lo Stato membro avesse richiesto ed ottenuto un programma di aiuto dal fondo «salva Stati». Ancora una volta, quindi, la BCE condizionava un suo intervento ad una preliminare decisione degli Stati membri (in questo caso, vincolante). In particolare nel programma OMT si «saldavano» le misure definite dagli Stati membri per risolvere la crisi – in particolare la costituzione del fondo permanente «salva Stati» – e l'attività di acquisto della BCE di TDP sul mercato secondario. Come tale il nuovo programma costituiva un ulteriore strumento del *crisis management* del «sistema euro».

Sebbene il programma OMT non sia stato mai attivato, la Spagna ne ha fatto un uso «strategico» tramite ripetuti annunci, tra il 9 ottobre e il 19 novembre 2012¹³⁹ (periodo, sotto altro aspetto, in cui era attribuito alla UE il premio Nobel per la pace)¹⁴⁰. In essi il governo spagnolo comunicava di aver deciso di richiedere un finanziamento al fondo «salva Stati» – sostenendo di aver già presentato un *memorandum ai partner* europei – al fine, poi, di ottenere la protezione del programma OMT per tenere il tasso d'interesse dei propri TDP sotto controllo¹⁴¹. Questo permise di far «guadagnare tempo» alla Spagna fino a quando, il 28 novembre, la BCE comunicava il miglioramento della situazione finanziaria europea¹⁴² e, già all'inizio di dicembre, i primi commentatori sostenevano che la crisi del sistema euro era stata sostanzialmente superata¹⁴³. La Spagna non ha mai presentato formalmente richiesta di «salvataggio» per il proprio debito pubblico al fondo «salva Stati».

¹³⁹ F. FUBINI, *Rajoy pronto a chiedere I fondi. Dopo il voto*, in *Corriere della Sera*, 19 novembre 2012; F. FUBINI, *E Roma rischia di restare senza il paracadute europeo*, in *Corriere della Sera*, 11 dicembre 2012.

¹⁴⁰ A. COWELL, N. KULISH, *E.U. awarded Nobel Peace Prize*, in *Briefly: Europe*, 14 ottobre 2012

¹⁴¹ B. BLACKSTONE, *Spain Is Urged to Consider Bailout Request*, in *Wall Street Journal Europe*, 14 ottobre 2012; L. THOMAS JR., *Spain nears decision on asking for E.U.'s help*, in *International Herald*, 16 ottobre 2012; M. DALTON, *Europe Seeks a Spain Strategy*, in *Wall Street Journal Europe*, 17 ottobre 2012.

¹⁴² G.T. SMITH, *ECB Data Show Healing Finances*, in *Wall Street Journal Europe*, 28 novembre 2012.

¹⁴³ M. COLCHESTER, L. NORMAN, *EU Fails to Reach Deal On Banking Supervisor*, in *Wall Street Journal Europe*, 5 dicembre 2012.

E mentre la Corte di giustizia il 27 novembre confermava la legittimità comunitaria del MES con la sentenza *Pringle* – esprimendosi su di un rinvio pregiudiziale in meno quattro mesi¹⁴⁴ – il 7 dicembre 2012, infine, i Presidenti della Commissione, del Consiglio europeo e della BCE presentavano il progetto e il percorso *Toward a genuine economic and monetary Union*. In tale documento da una parte erano sistematizzate le misure normative emanate nei precedenti anni per risolvere la crisi del «sistema euro» e, dall'altra, si individuavano altri provvedimenti da emanare nel futuro al fine di perfezionare la nuova Unione economica e monetaria. A tal fine il documento individuava, sostanzialmente, tre differenti Unioni: l'Unione economica, l'Unione monetaria e l'Unione di bilancio. Infine nella relazione si faceva riferimento al tema della *democratic legitimacy and accountability*, aspetti a cui il Presidente Draghi si era riferito in altre occasioni facendo riferimento ad una «quarta Unione»: l'Unione politica¹⁴⁵.

Infine, il 21 dicembre la Lituania presentava il progetto di entrare a far parte dell'euro entro il 2014: la crisi del «sistema euro» terminava con un membro in più nella moneta unica e non con un membro in meno¹⁴⁶.

6. *La quarta fase: gli effetti dell'haircut al debito greco del febbraio 2012, la crisi cipriota e il primo bail-in (gennaio - giugno 2013)*

Come sopra indicato, a fronte degli sviluppi e delle modifiche normative dei precedenti tre anni, già nel dicembre 2012 il «sistema euro» sembrava aver superato la sua crisi. Anche le difficoltà istituzionali italiane successive alle elezioni politiche del febbraio 2013 – in cui, come noto, per oltre due mesi il Parlamento italiano non era riuscito ad esprimere un Governo –, non avevano avuto – diversamente dal periodo del 2011 – rilevanti effetti sul costo del debito pubblico. I tassi sui TDP decennali si erano leggermente apprezzati arrivando al 4,81%¹⁴⁷.

¹⁴⁴ Sentenza della Corte in seduta plenaria del 27 novembre 2012, *Thomas Pringle contro Gouvernement of Ireland, Ireland e The Attorney General*, causa C-370/12, non ancora pubblicata.

¹⁴⁵ M. DRAGHI, *Il futuro dell'Europa. Non abbiamo un tempo infinito. I governi dissolvono l'incertezza*, discorso di inaugurazione dell'anno accademico 2012/ 2013 dell'Università Bocconi di Milano, in *Corriere della Sera*, 16 novembre 2012.

¹⁴⁶ B. SEEDER, *Latvian Premier Seeks Euro Membership in 2014*, in *Wall Street Journal Europe*, 21 dicembre 2012.

¹⁴⁷ E. BARTHA, N. CHATURVEDI, *Italy's Bond Sale Gets Solid Demand But at High Costs*, in *Wall Street Journal Europe*, 28 febbraio 2013.

I commentatori sostenevano che il sistema euro era riuscito, lentamente, a creare un efficace sistema di *crisis management*, sebbene con costi economici e sociali drammatici¹⁴⁸. Le nuove misure definite a livello europeo avevano limitato a tal punto la discrezionalità degli Stati-euro con riferimento, ad esempio, alla politica di bilancio che, come affermato dal Presidente Draghi relativamente all'Italia, la situazione andava avanti con il «pilota automatico»¹⁴⁹.

A fronte di questo, non è un caso che l'inizio della quarta fase della crisi del sistema euro non inizi nel 2013, quando concretamente Cipro chiede il salvataggio all'UE e FMI, bensì nel febbraio 2012 a causa delle conseguenze sul sistema bancario cipriota della ristrutturazione del debito greco. In particolare le perdite subite delle due principali banche cipriote (la *Bank of Cyprus* e la *Laiki Bank*) a seguito di tale ristrutturazione erano tali che, in considerazione della presenza di numerosi qualificati depositanti russi in tali banche e dei rischi per la solvibilità di tali istituti, un primo finanziamento di 2,5 miliardi di euro fu fornito direttamente dalla Russia dopo che Cipro era stata «tagliata fuori» dal mercato dei capitali nel giugno 2012¹⁵⁰.

La crisi del sistema bancario cipriota era conseguenza, tra l'altro, del fatto che le banche avevano continuato ad investire in TDP greci – ancora nell'agosto 2011 – nonostante le prime concrete «avvisaglie», fornite ad es. dall'accordo di Deauville dell'ottobre 2010, della possibilità di perdite su TDP di Stati-euro che avessero richiesto un «salvataggio» all'UE e all'FMI. A seguito del citato *haircut*, la *Bank of Cyprus* aveva passività per 1,56 miliardi di euro e *Laiki Bank* pari a 1,97 miliardi di euro. In questa fase le banche cipriote, in considerazione delle difficoltà in cui si trovavano, avevano chiesto inoltre liquidità dietro *collateral* alla Banca centrale cipriota in applicazione del già citato programma *Emergency Liquidity Assistance* (ELA)¹⁵¹.

Nel marzo 2013 Cipro chiese un «salvataggio» all'UE e all'FMI. Nel momento in cui Cipro chiese il «salvataggio» all'UE si tennero

¹⁴⁸ I. DADUSH, *Who Says the Euro Crisis Is Over?*, in *Wall Street Journal Europe*, 31 gennaio 2013.

¹⁴⁹ B. BLACKSTONE, *Draghi*, in *First Remarks Since Italy Vote, Holds Governments to Task*, in *Wall Street Journal Europe*, 28 febbraio 2013; W. RIOLFI, *La politica economica e il pilota automatico*, in *Il Sole 24 ore*, 8 marzo 2013.

¹⁵⁰ S. FIDLER, *Cyprus Rescue Will Require Cuts to Debt*, in *Wall Street Journal Europe*, 24 gennaio 2013; M. PERSIANIS, S. BOURAS, *Bailout Looms Over Cyprus Vote*, in *Wall Street Journal Europe*, 15 febbraio 2013.

¹⁵¹ D. ENRICH, C. FORELLE, *Greek Bets Sank Cyprus's Top Lenders*, in *Wall Street Journal Europe*, 28 marzo 2013.

presenti però le specifiche caratteristiche del caso, fatto che portò – per la prima volta durante la crisi del sistema euro – alla liquidazione di una banca. In primo luogo, e nonostante il fatto che Cipro rappresentasse solo lo 0,2% del PIL della zona euro, la BCE sostenne – ma con la contrarietà del ministro delle finanze tedesco Schäuble –, che il sistema bancario cipriota fosse «sistemico» e come tale l'eventuale crisi finanziaria sarebbe dovuta essere diretta da una «regia» europea e non lasciata a se stessa¹⁵². In secondo luogo, nel definire la modalità del salvataggio ebbero certamente peso rilevante i seguenti fattori: il fatto che Cipro avesse un sistema bancario di rilevanti dimensioni rispetto al proprio PIL (circa 800% del PIL¹⁵³); che nel sistema bancario cipriota fossero investiti molti capitali non europei (in particolare russi) – in altri termini un *bailout* europeo avrebbe favorito capitali di paesi esterni all'UE –; il fatto che il sistema bancario cipriota fosse conosciuto per una disciplina antiriciclaggio non particolarmente efficace¹⁵⁴. A fronte di tutto questo la soluzione che fu definita per la soluzione della crisi di Cipro fu quella del c.d. *bail-in*. In conseguenza di ciò, al fine di limitare la dimensione del successivo «salvataggio» organizzato dall'UE e dall'FMI con fondi pubblici, si sarebbero fatte subire perdite ai privati depositanti delle banche cipriote¹⁵⁵. La soluzione del *bail-in* era stata accettata anche dalla BCE dopo una riconsiderazione del c.d. *private sector involvement*¹⁵⁶, principio recentemente recepito nella normativa sull'Unione bancaria, sebbene nel limite dell'8% delle passività della banca fallita¹⁵⁷.

¹⁵² Draghi weist Schäuble in die Schranken, in *Der Spiegel*, 2013, n. 5; *Small island, big finger*, in *The Economist*, 23 marzo 2013.

¹⁵³ G. STEINHAUSER, M. STEVIS, M. WALKER, *Europe Plan To Aid Cyprus Raises Risks*, in *Wall Street Journal Europe*, 18 marzo 2013.

¹⁵⁴ S. FIDLER, L. NORMAN, *EU's Rebn Sets Challenge on Bank Recapitalizations*, in *Wall Street Journal Europe*, 24 gennaio 2013; M. PERSIANIS, S. BOURAS, *Bailout Looms Over Cyprus Vote*, in *Wall Street Journal Europe*, 15 febbraio 2013; S. NIXON, *Cyprus Needs to Find a Quick Debt Fix*, in *Wall Street Journal Europe*, 4 marzo 2013; M. DALTON, M. STEVIS, *Cyprus, EU to Assess Controls on Banking*, in *Wall Street Journal Europe*, 5 marzo 2013; ..., *Just when you thought it was safe...*, in *The Economist*, 23 marzo 2013; H.W. JENKINS, JR., *The World Needs a Cyprus*, in *Wall Street Journal Europe*, 28 marzo 2013.

¹⁵⁵ G. STEINHAUSER, M. STEVIS, M. WALKER, *Europe Plan To Aid Cyprus Raises Risks*, in *Wall Street Journal Europe*, 18 marzo 2013.

¹⁵⁶ S. NIXON, *Cyprus Needs to Find a Quick Debt Fix*, in *Wall Street Journal Europe*, 4 marzo 2013.

¹⁵⁷ *Ok definitivo del Parlamento UE all'Unione bancaria: saranno i privati a soccorrere gli istituti di credito*, in *Corriere della Sera*, 15 aprile 2014.

Il negoziato tra UE, FMI e Cipro per definire il «salvataggio» avvenne durante il fine settimana nei giorni 17 e 18 marzo 2013. Si valutava che i finanziamenti complessivi necessari per il «salvataggio» sarebbero stati circa 15,5 miliardi di euro, di cui solo 10 miliardi per le due principali banche.

Il governo cipriota accettò il *bail-in* solo dopo un intervento della BCE. A fronte del rifiuto del Presidente cipriota di sottoscrivere qualsiasi accordo che avesse preveduto perdite per i depositanti, fu fatto presente che se Cipro non avesse accettato il principio del *bail-in* la BCE non avrebbe permesso alla Banca centrale cipriota di fornire ulteriore liquidità ELA alle banche non potendosi più considerare queste ultime come solventi. A fronte di ciò le banche sarebbero però fallite senza alcun aiuto finanziario europeo¹⁵⁸. Il 18 marzo il governo cipriota pervenne, dopo lunghe trattative, ad un accordo per il relativo «salvataggio». Il successivo 19 marzo Cipro prese contatti con la Russia per cercare di ottenere un finanziamento di 5 miliardi di euro, mai ricevuto, che avrebbe evitato la liquidazione di *Laiki Bank*¹⁵⁹.

A causa della situazione finanziaria, il sistema bancario cipriota (e le relative filiali) rimasero chiuse per quasi due settimane dal 16 al 28 marzo 2013. Successivamente fu previsto un regime temporaneo che limitava fortemente la circolazione del denaro e, tra l'altro, il trasferimento di denaro da Cipro verso altri Stati¹⁶⁰.

L'accordo stipulato tra UE, FMI e governo cipriota fu successivamente rifiutato dal Parlamento cipriota che ne propose, rimodulandolo, uno nuovo¹⁶¹.

Il *bailout* finale dell'UE e dell'FMI fu di 10 miliardi di euro e prevedeva la ristrutturazione di *Bank of Cyprus*, con perdite fino al 40% per i depositanti non assicurati, e la liquidazione di *Laiki Bank*, con perdite per i depositanti non assicurati fino all'80%¹⁶².

¹⁵⁸ Successivamente la BCE è stata criticata dal governo cipriota per aver permesso il finanziamento ELA di *Laiki* ed era stata tenuta, nelle parole del Governatore della Banca centrale di Cipro, «in vita con il respiratore per svariati mesi», J. EWING, *Cyprus blames E.C.B. role in bank crisis*, in *International Herald Tribune*, 29 aprile 2013.

¹⁵⁹ *The blame game*, in *The Economist*, 6 aprile 2013.

¹⁶⁰ M. STEVIS, *Cyprus Braces for Its Banks to Reopen*, in *Wall Street Journal Europe*, 28 marzo 2013.

¹⁶¹ *Small island, big finger*, in *The Economist*, 23 marzo 2013.

¹⁶² M. STEVIS, *Cyprus Braces for Its Banks to Reopen*, in *Wall Street Journal Europe*, 28 marzo 2013; *The blame game*, in *The Economist*, 6 aprile 2013; M. STEVIS, J. PARKINSON, *Amid Protests, Cyprus Sets Bank Revamp*, in *Wall Street Journal Europe*,

Infine, sotto altro profilo, il 21 maggio era emanato il c.d. *Two pack*, cioè un «pacchetto normativo» costituito da due regolamenti, che integrava il già citato *Six pack* e modifica ulteriormente il PSC. Tra le previsioni di maggiore rilevanza – quasi a dimostrazione del livello di controllo che il livello europeo aveva acquisito sul livello degli Stati membri nel settore della politica di bilancio – vi era l'obbligo degli Stati membri di sottoporre annualmente alla valutazione della Commissione la bozza della propria legge di bilancio.

7. Conclusioni

Quella del «sistema euro» è una complessa crisi causata da differenti fattori e che presenta una lunga ed articolata evoluzione in più fasi.

Riguardo alle cause, ve ne sono almeno due categorie. La prima riguarda le cause che hanno permesso nel corso degli anni la realizzazione delle condizioni perché poi, nel 2009, iniziasse la crisi. Tra queste in primo luogo vi è stata l'insufficienza della regolamentazione del Patto di stabilità e crescita (PSC) del 1997 e dei relativi sistemi di controllo e sanzione nei confronti degli Stati membri. A fronte di questi limiti – risolti solo nel 2011, 2012 e 2013 rispettivamente con il *Six Pack*, il *Fiscal Compact* e il *Two Pack* – il Consiglio (*rectius* alcuni Stati membri) con la nota decisione del 2003 hanno di fatto sospeso l'applicazione del PSC a Germania e Francia mettendo ulteriormente in dubbio la reale capacità del PSC di vincolare gli Stati-euro ai requisiti del 3% *deficit*/PIL e del 60% debito pubblico/PIL¹⁶³.

La seconda categoria riguarda le cause specifiche della crisi del 2009-2013. L'inizio della crisi nell'ottobre del 2009 è la conseguenza della scelta della Grecia di aumentare nel corso degli anni la dimensione della propria spesa pubblica senza correttamente comunicarlo alle istituzioni europee – anche cogliendo i limiti del sistema statistico europeo – fino a quando – nell'ottobre 2009, appunto – ha dovuto ammettere che il suo rapporto *deficit*/PIL non era del 3,7% – come comunicato alle istituzioni europee e come noto ai mercati – ma del 13,7%. La crisi si sviluppa successivamente da uno Stato all'altro –

27 marzo 2013; S. BOURAS, *Lenders Ease Terms of Cyprus Bailout*, in *Wall Street Journal Europe*, 2 aprile 2013; A. GRANITSAS, M. STEVIS, P. PANGALOS, *Cyprus Takes New Steps to Secure Aid*, in *Wall Street Journal Europe*, 4 aprile 2013.

¹⁶³ V. *supra*, nota 16.

anche in conseguenza di alcuni «errori di gestione» da parte di alcuni Stati membri –, secondo l'ordine di «debolezza» economico/finanziaria degli Stati-euro ed a causa dell'assenza di un sistema di *crisis management* in grado di interrompere il contagio. Gli stessi salvataggi finanziari sono stati influenzati – tanto nelle modalità così come con riferimento alla rapidità con cui sono stati concessi, e comunque nel contesto di un'organizzazione come l'Unione europea fondata su enti statali – in conseguenza delle perplessità di alcuni Stati-euro (ad es. Germania, Olanda, Finlandia) di fornire «salvataggi» ad altri Stati-euro. E questo tra l'altro nell'impossibilità dei primi – in assenza di una specifica normativa europea – di poter controllare – direttamente o tramite istituzioni europee – come concretamente tali finanziamenti sarebbero stati utilizzati (possibilità di controllo oggi resa possibile – con particolare riferimento alla politica di bilancio dei singoli Stati membri – tramite la normativa europea del *Six pack* e del *Two pack*).

Riguardo alle soluzioni individuate a livello europeo per risolvere la crisi, esse sono di carattere «rivoluzionario», tanto per la dimensione delle scelte operate dagli Stati membri e dalle Istituzioni UE, quanto per la novità delle stesse. Ad iniziare dalle richiamate modifiche del PSC, così come la creazione stessa di un *crisis management system* per la zona euro e di cui la stessa BCE – sebbene con finalità esclusivamente di garanzia della corretta trasmissione della politica monetaria – ne diviene parte integrante con il programma OMT. Ulteriormente rivoluzionaria è l'istituzione dell'Unione bancaria, cioè un sistema europeo di vigilanza sulle banche della zona euro che dispone di strumenti per gestirne autonomamente gli eventuali fallimenti anche tramite uno specifico fondo europeo di mutualizzazione dei relativi oneri.

Con riferimento a come la crisi del «sistema euro» si inserisca nel processo d'integrazione europea è necessario in primo luogo ricordare che la soluzione della crisi ha reso necessaria la modifica del diritto primario (art. 136 TFUE) e la stipulazione di Trattati esterni all'ordinamento UE (ad es. *Fiscal compact*, MES). Inoltre, sebbene le novità individuate per la soluzione della crisi costituiscano un perfezionamento (*rectius* la correzione dei limiti) dell'Unione economica e monetaria (aspetto che si inserisce nella prima fase del processo d'integrazione europeo¹⁶⁴), tale è la dimensione e la rilevanza delle modifi-

¹⁶⁴ Con riferimento alle fasi del processo d'integrazione europea, ci permettiamo di rinviare al nostro *I fondamenti del diritto europeo antitrust*, Milano, 2005, p. 45, disponibile al sito www.competition-law.eu.

che introdotte nell'Ordinamento dell'Unione europea che queste stesse modifiche potrebbero essere in futuro motivo di ulteriori cambiamenti ed evoluzioni, ad es., verso la c.d. Unione politica.

Infine, una valutazione della crisi del «sistema euro» non sarebbe completa senza sottolineare il ruolo centrale svolto dalla BCE. È stata la Banca centrale europea, organo indipendente dagli Stati membri – come la Corte di giustizia e la Commissione –, che ha concretamente consentito, tramite suoi programmi e misure definite durante la crisi (ad es. SMP, LTRO, OMT), di garantire la sopravvivenza del «sistema euro» (e quindi la stessa sopravvivenza dell'Unione europea) permettendo – come già la Corte di giustizia¹⁶⁵ e la Commissione¹⁶⁶ in altri momenti –, che il processo d'integrazione europea non si interrompesse ma continuasse a svilupparsi.

¹⁶⁵ Si fa riferimento al ruolo che la Corte di giustizia – come organo indipendente dagli Stati membri – ha avuto, ad esempio, con riferimento allo sviluppo dei principi generali di diritto dell'Unione (ad iniziare dai principi dell'effetto diretto e della prevalenza del diritto UE). Sul punto ci permettiamo di rinviare al nostro *I principi generali di diritto dell'Unione europea e il «viaggio attraverso i paesi della Comunità»*, in L.F. PACE (a cura di), *Nuove tendenze del diritto dell'Unione europea dopo il Trattato di Lisbona*, Milano, 2012, p. 3.

¹⁶⁶ Si fa riferimento, ad esempio, al ruolo che la Commissione – come organo indipendente dagli Stati membri – ha svolto per la creazione della cultura della concorrenza in Europa e il trasferimento di essa al livello degli Stati membri. Sul punto ci permettiamo di rinviare al nostro *La nascita del diritto della concorrenza in Europa*, in L.F. PACE (a cura di), *Dizionario sistematico del diritto della concorrenza*, Napoli, 2013, p. 8, disponibile al sito www.competition-law.eu.

SCRITTI IN ONORE DI
GIUSEPPE TESAURO

III

EDITORIALE SCIENTIFICA
NAPOLI MMXIV

I volumi sono pubblicati con il contributo di:

Corso di Perfezionamento in “Diritto dell’Unione europea:
la tutela dei diritti” dell’Università degli Studi di Napoli “Federico II”;

Programma di ricerca PRIN (2010-2011)

“Il principio democratico nella formazione ed attuazione
del diritto internazionale ed europeo dell’economia”,

Università LUM Jean Monnet Casamassima-Bari;

Consiglio dell’Ordine degli Avvocati di Napoli.

© 2014 Editoriale Scientifica srl

Via San Biagio dei Librai 39

Palazzo Marigliano

80138 Napoli

Tutti i diritti sono riservati

ISBN 978-88-6342-672-4

Comitato scientifico

UMBERTO LEANZA
ANTONIO TIZZANO
TALITHA VASSALLI DI DACHENHAUSEN
ROBERTO MASTROIANNI
PATRIZIA DE PASQUALE
RITA CICCONE

Comitato di redazione

AMEDEO ARENA
VALERIA CAPUANO
ORESTE PALLOTTA
CELESTE PESCE
FLAVIA ROLANDO