



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO

THE SOVEREIGN DEBT CRISIS

Relatrice:

Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:

DIEGO GOBBI

Anno accademico 2023/2024

INDICE

Introduzione.....	4
Capitolo 1 Le cause dello scoppio della crisi dei debiti sovrani	6
Capitolo 2 Il debito pubblico	9
Capitolo 2.1 Germania e Italia a confronto	9
Capitolo 2.2 Il caso giapponese: un caso particolare	12
Capitolo 3 L'evoluzione storica dei debiti sovrani dei PIIGS e la crisi	13
Capitolo 3.1 Grecia: una crisi profonda	13
Capitolo 3.2 Il Portogallo: un successo?	15
Capitolo 3.3 La Spagna e la questione delle Cajas	17
Capitolo 3.4 L'Irlanda	20
Capitolo 3.5 L'Italia	22
Capitolo 3.6 Cipro: l'approvazione del bail-in	25
Capitolo 4 Il ruolo della Germania nella crisi dell'eurozona	28
Capitolo 5 Le strategie di politica monetaria adottate dalla BCE durante la crisi	30

INTRODUZIONE

“Uniti nella diversità¹. Questo è uno dei motti dell'Unione europea diffuso agli inizi degli anni duemila per sottolineare il tentativo di sintesi unitaria pur nel rispetto delle diversità culturali dei diversi paesi membri. Tre parole che possono trovare benissimo applicazione alla crisi del debito sovrano. Un'Europa così divisa: da una parte Germania, Belgio Inghilterra e Olanda e dall' altra parte i PIIGS. Due facce della stessa medaglia. Bisognava unirsi e compattarsi per evitare il disgregarsi e la distruzione del 'vecchio continente. Un' Europa unita nella storia non c'era mai stata e un vecchio continente disgregato è stato sempre sinonimo di guerre e morte. Mario Draghi il 26 luglio 2012 unì con le sue dichiarazioni da governatore della BCE un'Europa che sembrava più disgregata che mai. «But there is another message I want to tell you. Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough»².

Nelle pagine a seguire verranno analizzate la crisi del debito sovrano e le conseguenze economiche che essa generò in Europa. Il primo capitolo è dedicato alla ricerca delle cause all'origine della crisi collegandoci anche a quella dei mutui subprime. Il secondo capitolo invece si sofferma sul fattore scatenante, cioè il

¹ https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/symbols_it

² <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

debito pubblico. Saranno confrontati su diversi punti i debiti di tre diversi Paesi. Il terzo capitolo si occuperà di ciascuno dei Paesi PIIGS, coloro che subirono maggiormente l'impatto della crisi nel vecchio continente. Il quarto capitolo analizzerà il ruolo della Germania nella crisi. Infine, il quinto capitolo esamina il ruolo della BCE, con particolare attenzione alle strategie di politica monetaria adottate per contrastare e superare la crisi.

Capitolo 1
LE CAUSE DELLO SCOPPIO DELLA CRISI DEI DEBITI
SOVRANI

1.1 Come la crisi del 2008 destabilizzò gli stati europei

La crisi del debito sovrano affonda le radici su un'altra grande crisi, quella dei mutui subprime. La crisi del 2008 ha avuto origine dal mercato immobiliare degli Stati Uniti, con lo scoppio della bolla speculativa dei mutui subprime. Essa portò a ingenti perdite bancarie e si è estesa all'UE nel 2008 principalmente attraverso i prestiti cartolarizzati. Oltre a essere amplificata dalle debolezze esistenti nel sistema finanziario dell'UE, la crisi ha anche messo in evidenza i limiti dei sistemi di vigilanza, degli strumenti di intervento e dei contesti normativi dell'UE e dei suoi Stati membri. Le divergenze economiche e finanziarie e le diverse politiche negli stati dell'Eurozona portarono agli albori della crisi a impatti differenti. Ciò nonostante, alcune cause della crisi erano comuni al sistema finanziario dell'UE, come il quadro di regolamentazione e vigilanza e le disposizioni di governance economica. La crisi ha evidenziato carenze nel monitoraggio dei rischi e una gestione inadeguata dei rischi interni, in particolare per quanto riguarda le procedure di concessione e richiesta di prestiti. Si sono inoltre osservate forti esposizioni in attività specifiche, come il settore immobiliare in alcuni Stati

membri (vedi Spagna), e l'uso di prodotti finanziari complessi che erano ampiamente esclusi dalle normative e si collocavano molto al di fuori da ciò che risultava concesso dal sistema. Molti istituti finanziari importanti disponevano di riserve di capitale e liquidità deboli rispetto al livello di rischio sostenuto, con numerose banche che presentavano una dotazione di fondi propri inferiore al 3% dello stato patrimoniale all'epoca della crisi. La crisi è stata aggravata dal fallimento di istituti considerati "troppo grandi per fallire", come Lehman Brothers negli Stati Uniti, e dal rischio di default di grandi banche nell'UE, che ha portato l'intero settore bancario a un punto di stress sistemico. Quadro di regolamentazione e di vigilanza l'organo che era preposto alla supervisione degli istituti bancari ha dimostrato gravi carenze, evidenziando la necessità di una forte revisione normativa. Gli Stati membri dell'UE adottavano norme diverse all'interno del mercato unico, mentre il coordinamento a livello europeo era carente, in particolare per gli istituti finanziari di grandi dimensioni che operavano su più mercati. I tassi d'interesse relativamente bassi nel periodo precrisi hanno favorito la formazione di bolle immobiliari. Prima della crisi, gli squilibri macroeconomici venivano gestiti solo in modo marginale e mancava un quadro di controllo dei rischi sistemici a livello UE. Nel contempo, si è accumulato un alto livello di indebitamento, sia nel sistema finanziario sia nell'economia complessiva, con una crescita economica squilibrata tra diversi Stati membri della zona euro. Questi elementi hanno esercitato pressioni sui rendimenti dei titoli

sovrani e generato instabilità finanziaria, rendendo più difficoltoso il ricorso ai mercati dei capitali e portando infine alla necessità di assistenza finanziaria per alcuni paesi con il progredire della crisi.

Capitolo 2

IL DEBITO PUBBLICO

Per capire come mai tale crisi colpì maggiormente alcuni paesi piuttosto che altri bisogna concentrarsi su un fattore fondamentale, il debito pubblico. Come riporta la Banca d'Italia il debito pubblico è il debito contratto da uno Stato per far fronte al proprio fabbisogno. Grazie al debito pubblico ogni Stato finanzia i servizi che offre ai cittadini e gli investimenti pubblici, cercando di favorire la crescita economica. Se il budget annuale di uno Stato è in deficit, ossia le spese annuali superano le entrate, allora bisogna ricorrere al debito che dunque cresce per compensare il deficit. Alcuni stati a differenza di altri hanno sempre avuto la tendenza ad una maggiore spesa pubblica per finanziare la propria crescita economica (vedi l'Italia). Fanno parte delle uscite di uno Stato sia la spesa pubblica sia gli interessi sui titoli emessi. Maggiore sarà il debito pubblico più alto sarà l'interesse sui titoli di stato e maggiore sarà anche il rischio di insolvenza di tali titoli emessi e la conseguente bancarotta. Di seguito saranno confrontati due paesi dell'unione europea diversi, Germania e Italia, come diverso fu l'impatto della crisi del debito sovrano su di essi.

2.1 Germania e Italia a confronto

I paesi saranno confrontati in base al proprio rapporto debito /Pil, alle politiche fiscali e alla sostenibilità del debito, ai tassi d'interesse e ai costi del debito e alla distribuzione del debito nel territorio.

L'Italia ha un rapporto debito /pil pari a fine 2023 intorno al 134,66%, uno dei più alti al mondo e secondo fra le maggiori economie mondiali solo a quello giapponese. Questo livello è prevalentemente dato da un sistema previdenziale costoso e da un basso tasso di crescita. La Germania al contrario ha un rapporto debito/PIL molto più basso. Nel 2023 si aggirava attorno al 65% del PIL, un livello che rifletteva anni di politiche fiscali rigorose, un sistema in costante crescita economica e basse spese previdenziali o perlomeno bassi sprechi a differenza della sopracitata Italia.

La Germania ha storicamente adottato una politica di bilancio restrittiva, mirata a ridurre il debito pubblico e mantenere un bilancio equilibrato. Tuttavia, durante la pandemia di COVID-19, la Germania ha sospeso la regola del "pareggio di bilancio" per sostenere l'economia. Così facendo ha aumentato il proprio debito pubblico. Nonostante questo, grazie alla sua forte economia e alla fiducia dei mercati finanziari, il debito tedesco è considerato molto sostenibile. L'Italia, invece, ha una storia di indebitamento elevato, con politiche fiscali più espansive nel tentativo di stimolare la crescita economica, ma con risultati contrastanti. Le spese elevate per interessi sul debito combinate con una crescita economica

stagnante e alti livelli di spesa pubblica, rendono la sostenibilità del debito italiano un tema costante di dibattito fra le alte sfere politiche.

I titoli tedeschi, i Bund, sono considerati fra i più sicuri al mondo e questo chiaramente va a vantaggio della Germania in quanto un titolo più sicuro sarà soggetto a tassi d'interesse più bassi. Al contrario i titoli italiani, BTP, sono generalmente più rischiosi, offrendo rendimenti maggiori ma rappresentando dunque un costo maggiore per lo Stato. Nei periodi di crisi lo spread (la differenza fra il tasso d'interesse dei titoli italiani e tedeschi) cresce facendo lievitare il debito italiano.

Un altro aspetto cruciale riguarda il possesso del debito pubblico dei due paesi. In Italia il debito pubblico è posseduto per un 30/35% da investitori stranieri, rendendo l'Italia vulnerabile agli aumenti di spread. Un'altra buona parte del debito pubblico, pari a circa il 25%, è nelle mani della BCE attraverso programmi di acquisto titoli avvenuti in tempi piuttosto recenti e che ne hanno stabilizzato il tasso d'interesse. La restante parte è nelle mani dei piccoli risparmiatori e delle banche italiane, in particolare attraverso strumenti come i BTP e i BOT. Il debito tedesco a differenza di quello italiano ha una diversa distribuzione. Infatti, anche la Germania beneficia del programma acquisto titoli, ma vista la solidità dei suoi bond ne ha meno bisogno. Sebbene anche i suoi titoli vengano detenuti da

investitori stranieri, la Germania non ha le stesse preoccupazioni di vulnerabilità dell'Italia.

2.2 Il caso giapponese: un caso particolare

Il Giappone ha un rapporto debito/pil pari a circa il 255,2% a fine 2023. Questo è un dato molto superiore all'Italia, ma a differenza di quest'ultima è meno soggetto ai capricci del mercato. Come mai? Per capirlo è necessario analizzare la distribuzione del debito giapponese. La caratteristica pressoché unica è la sua forte concentrazione tra investitori domestici. Circa il 90% del debito giapponese è nelle mani di enti nazionali e la banca centrale nipponica detiene circa il 50% del debito totale. Questa elevata partecipazione ha lo scopo di mantenere bassi i tassi e quindi finanziarsi a basso costo. Una grossa differenza con l'Italia, il cui debito è detenuto in grossa percentuale da investitori stranieri. Gli speculatori tendono a considerare il mercato dei **JGB** (titolo di stato giapponese) meno attraente rispetto ad altri mercati proprio a causa dei rendimenti bassi e della politica fortemente espansiva data dalla **BOJ** che distorce i normali meccanismi del mercato.

Capitolo 3

L'EVOLUZIONE STORICA DEI DEBITI SOVRANI DEI PIIGS E LA CRISI

L'acronimo PIIGS fu coniato dai giornalisti inglesi e per riferirsi a diversi Paesi dell'Unione Europea in particolare Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna, accomunati da situazioni finanziarie deficitarie.

3.1 Grecia: una crisi profonda

Nel 1992 il debito/pil greco era del 104%, superiore al rapporto debito pil imposto dai trattati di Maastricht. Esso non sarebbe dovuto essere superiore al 60%, ma di per se questo non risultava un problema in quanto vi erano altri paesi come Belgio e Italia che sforavano tale soglia. Dal 2000 al 2007 il pil greco crebbe del 4% su base annuale, ma già nel 2004 Eurostat notò dei problemi nei conti greci. Infatti, secondo tale istituto il governo greco avrebbe comunicato dati non corretti riguardo al proprio rapporto debito/pil nel periodo che andava dal 1997 al 2003. Alcune compagnie statali in costante perdita emisero azioni poi acquistate dal governo stesso e questa spesa del governo fu conteggiata come una transazione finanziaria e non come una spesa pubblica. Atene, inoltre, per regolare il proprio debito pubblico avrebbe usato contratti swap su valuta e tasso d'interesse con Goldman Sachs al fine di ridurre rischi e il costo del debito. Uno scambio euro dollari ad una certa data e a certe condizioni e ciò risultava come investimento e

non come nuovo debito, non mettendo a bilancio 2,8 miliardi di euro di debito pubblico. Eurostat stimò quindi che il deficit greco non si assestava all'1.7% ma bensì al 4.6%. Arrivò poi nel 2007 la crisi dei mutui subprime, gli stati dell'eurozona per fermare la crisi aumentarono la spesa pubblica e queste ulteriori spese andarono a gravare anche sul bilancio di Atene. Sul finire del 2009 il governo Papandreu fece una rivelazione shock: il governo precedente aveva falsificato il rapporto deficit/pil che non si assestava al 3,6% ma al 15,4%. Inoltre, il debito greco di 300 miliardi era per il 70% nelle mani di investitori stranieri per nulla interessati al benessere dei greci. Le agenzie di rating declassarono quindi i titoli greci a molto rischiosi e a questo punto Atene fu costretta a garantire maggiori rendimenti sui propri titoli per renderli appetibili agli investitori. Entro maggio 2010 la Grecia doveva restituire 16 miliardi di euro ai propri debitori e il governo chiese aiuto al Fondo Monetario Internazionale, alla Commissione europea e alla Banca centrale europea, i tre enti che in media definiranno come "Troika". Essi elaborarono un piano di salvataggio di 110 miliardi di euro concessi in cambio di un programma di riforme da realizzare improntate ad una forte austerità, con una riduzione della spesa pubblica e tagli al welfare state. Le cose non migliorarono e la Grecia nel 2012 si trovò di nuovo sull'orlo del fallimento per cui vennero forniti ulteriori aiuti per 130 miliardi di euro con l'obbligo di ristrutturare il debito greco. Il governo ellenico riuscì tramite accordi a tagliare il suo debito del 54%. Arrivarono poi ulteriori misure di austerità che

portarono il tasso di disoccupazione nel 2013 al 27,5%. Atene nel 2016 ricevette ulteriori 86 miliardi di euro dal Meccanismo Europeo di Stabilità e vennero imposte ulteriori politiche restrittive. Le tasse sul carburante e sui redditi aumentarono e le pensioni diminuirono del 10%. Proprio sull'orlo del baratro l'economia greca cominciò a riprendersi e il suo pil incominciò a crescere se pur su ritmi contenuti e intervallato anche da una crisi pandemica e inflazionistica. La penisola ellenica è riuscita a scongiurare lo spauracchio del fallimento; ma a caro prezzo. Infatti, molti pilastri dello Stato sono stati venduti ad altri Paesi. Tra questi rientra anche l'Italia visto che il 6 luglio 2016 il gruppo Ferrovie dello Stato Italiane ha acquisito il 100 % della principale compagnia ferroviaria ellenica la TrainOSE.

3.2 Il Portogallo: un successo?

Prima del 2012, il Portogallo era già caratterizzato da problemi economici e strutturali. Infatti, nei primi anni 2000 l'economia portoghese era stagnante restando indietro sia a livello di produttività che di competitività. Anche il debito pubblico nel periodo precedente al crack Lehman Brothers continuava a salire, a differenza degli altri stati membri dell'eurozona. Quando la crisi finanziaria globale colpì nel 2008, il Portogallo fu gravemente danneggiato, e l'aggravarsi della situazione fiscale lo espose maggiormente ai rischi della crisi del debito sovrano che arrivò solo due anni più tardi. Nel 2010, con l'acuirsi della crisi greca,

gli investitori cominciarono a preoccuparsi dei Paesi periferici dell'eurozona, tra cui il Portogallo. La crescente sfiducia fece aumentare i tassi sui titoli portoghesi rendendo il finanziamento del debito sempre più costoso. Con le spalle al muro lo stato portoghese fu costretto a chiedere un salvataggio finanziario all'Unione Europea e al Fondo Monetario Internazionale. Nel maggio del 2011, il Portogallo ricevette un pacchetto di salvataggio da ben 78 miliardi di euro, il terzo bailout più grande della storia se misurato in percentuale del pil. Come nel caso degli altri PIIGS, il pacchetto di aiuti fu associato a politiche di austerità e di riforme economiche. I tagli alla spesa pubblica furono ingenti: riguardarono le pensioni, i salari pubblici e la spesa sociale. Aumentarono l'IVA, le imposte sui redditi e le accise su beni e servizi. Furono fatte riforme strutturali, tra cui misure per la privatizzazione di imprese pubbliche e contributi di solidarietà per le pensioni più alte. Le politiche di austerità portarono con sé gravi conseguenze. L'economia portoghese ebbe una grave recessione fra il 2011 e il 2013, il pil calò di netto e la disoccupazione salì toccando punte del 40% fra i giovani. Mezzo milione di persone, per lo più giovani, lasciarono il paese in tre anni, la più grande emigrazione di massa degli ultimi 50 anni di storia del Portogallo. Alle elezioni del 2015, pur arrivando secondo, il partito socialista di Antonio Costa riuscì però a ottenere l'incarico di guidare il governo. La sua campagna elettorale fu improntata sulla lotta all'austerità e sulla necessità di migliorare il bilancio pubblico ma senza soffocare l'economia del paese. Effettivamente in cinque anni quasi tutti gli

indicatori economici migliorarono. Il debito pubblico calò di 8 punti percentuali tra il 2016 e il 2018, il deficit raggiunse lo 0,5 per cento, il tasso di disoccupazione anch'esso calò fino ad un 6,7% e i salari si rialinearono al periodo precedente alla crisi. Addirittura, nel 2023 per la prima volta da quasi cinquant'anni il Portogallo conseguì un surplus nei conti pubblici di più di mezzo punto percentuale. Settori trainanti di questa ripresa economica furono il turismo, con numeri sempre crescenti, e il calzaturiero. Quest'ultimo è stato capace di ritagliarsi uno spazio di mercato tutto suo, riuscendo a collocarsi tra le calzature super economiche cinesi e le scarpe di extra lusso italiane. Ad oggi l'industria calzaturiera portoghese ha superato la Spagna diventando il secondo produttore di calzature in Europa.

3.3 La Spagna: la questione delle Cajas

Negli anni precedenti alla crisi immobiliare del 2008 la penisola iberica aveva vissuto un forte periodo di crescita economica trainato dal settore dell'edilizia e dell'immobile. Molti cittadini si indebitarono per comprare casa e le banche spagnole, in particolare le Cajas, erano fortemente esposte a prestiti immobiliari. Nel mentre però il pil cresceva del 3% su base annua e il tasso di disoccupazione

sul finire del 2007 era sceso sotto l'8%. Come ben sappiamo nel 2008 il castello di carte crollò, il mercato fu sconvolto dalla crisi dei mutui subprime e il settore immobiliare spagnolo precipitò, portando ad un rapido aumento di crediti deteriorati e al fallimento di molte imprese di costruzione. Le cajas si ritrovarono con enormi quantità di crediti difficilmente esigibili e questo portò ad una crisi di liquidità e ad una forte necessità di ricapitalizzazione. Gli investitori persero fiducia nelle banche e nel sistema finanziario spagnolo, facendo aumentare i tassi di interesse sui titoli pubblici spagnoli e il loro rischio percepito. La Spagna nel 2007 aveva un rapporto deficit/PIL al 36%, un valore estremamente basso se si guarda la media europea dell'epoca. Tuttavia, con il collasso dell'economia e del settore immobiliare, il governo dovette intervenire per sostenere il sistema bancario e stimolare l'economia. Ciò portò a un rapido aumento del deficit di bilancio, che raggiunse l'11,2% del PIL nel 2009, e un conseguente aumento del debito pubblico, che superò il 60% del PIL nel 2010. Gli investitori cominciarono a temere che la Spagna come la Grecia non fosse capace di gestire il proprio debito, tale sfiducia portò ad un aumento degli spread dei titoli spagnoli su quelli tedeschi, alimentando il rischio default. Tra il 2010 e il 2012 lo spread sui titoli spagnoli a 10 anni su quelli tedeschi aumentarono, superando i 600 punti base nel 2012. Ciò implicò costi sempre maggiori per il finanziamento delle spese statali. Sul finire di giugno 2012, la Spagna fu costretta a chiedere un piano di salvataggio all'Unione Europea. L'UE approvò un pacchetto di aiuti di cento

miliardi di euro rivolto alle banche, non anche allo stato. Lo stesso ministro delle finanze Luis de Guindos ribadì in conferenza stampa la differenza con gli altri PIIGS: «Questo è un prestito che si riceve in condizioni molto favorevoli, più favorevoli di quelli di mercato. Pertanto, non c'è il minimo salvataggio»³. Nel mentre il governo Mariano Rajoy nel 2011 aveva varato delle misure di austerità. Queste riguardarono: taglia alla sanità, all'istruzione e ai servizi sociali, aumento dell'IVA e delle tasse sui redditi. Vennero fatte importanti riforme nel mercato del lavoro, tra cui un aumento della flessibilità dei contratti di lavoro e la riduzione dei costi di licenziamento, con l'obiettivo di aumentare la competitività e stimolare la creazione di posti di lavoro. Le misure di austerità portarono inizialmente disoccupazione e recessione. Il tasso di disoccupazione raggiunse il 26% nel 2013, con un tasso di disoccupazione giovanile che superò il 55%. Questo portò ad una grossa fuga di cervelli e ad un aumento significativo della povertà. La Spagna si riprese nel giro di pochi anni e a partire dal 2014 il PIL crebbe del 3% su base annua. La ripresa fu trainata da settori come il turismo, le esportazioni e la produzione industriale. Le riforme del lavoro contribuirono a ridurre il tasso di disoccupazione, anche se la precarietà rimase un problema. Le banche

³ Dalla ue 100 miliardi alle banche spagnole <https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2012-06-10/dalla-miliardi-banche-spagnole-081147.shtml?uuid=AbjsD4pF>

approfittando degli aiuti europei ripresero a concedere credito facendo da leva per una efficiente ripresa economica.

3.4 L'Irlanda

A partire dagli anni Novanta, l'Irlanda fu il paese dell'eurozona che crebbe maggiormente. Dal 1995 al 2000 il Pil aumentò con una media di 10 punti annuali, a ritmi poco inferiori delle tigri asiatiche. Tra il 2000 e il 2007, l'ultimo anno prima dello scoppio della crisi finanziaria globale, il Pil della Repubblica irlandese è aumentato con una media di poco inferiore ai 5 punti percentuali l'anno, mentre all'interno dell'unione monetaria la media non ha mai superato il 3%. Il debito pubblico tra il 2003 e il 2007 è sceso dal già basso 30% fino al 24% in rapporto al Pil, un valore pari a circa la metà della media dell'eurozona e ben al di sotto del 60% fissato dai criteri di convergenza di Maastricht e dal Patto di stabilità e crescita. Il tasso di disoccupazione si è mantenuto su livelli inferiori al 4%. Tra il 2008 e il 2009 l'economia dell'Irlanda ha subito una forte flessione. Dopo quasi vent'anni di crescita costante il Pil ha subito una contrazione di -2,6% nel 2008 e di -6,4% nel 2009, la peggior performance all'interno dell'eurozona. Il boom del settore immobiliare aveva portato l'Irlanda ad avere circa il 15% degli occupati impiegati nell'edilizia. Nel 2010, a causa dello scoppio della bolla immobiliare il prezzo delle abitazioni calò del 38%. L'aggravarsi della recessione impedì alle banche di raccogliere capitali, spingendo l'Irlanda verso la creazione

di una “bad bank” con il compito di smaltire i crediti deteriorati accumulatisi nei bilanci degli istituti irlandesi. Il Paese, che prima della crisi finanziaria del 2008 aveva un debito pubblico pari a poco più del 20% in rapporto al Prodotto interno lordo, sfondò rapidamente la soglia del 100%. Nel 2008 l'indebitamento pubblico era salito oltre il 40%, per poi arrivare al 111% nel 2011. Come abbiamo visto per Spagna, Grecia e Portogallo gli operatori economici iniziarono a interrogarsi sulla solvibilità del debito irlandese. I momenti di maggior tensione sul debito sovrano furono causati dalla decisione di dividere l'Anglo Irish Bank in due istituti, e dal rinnovo della garanzia pubblica sui depositi, adottato dal governo di Dublino vista la perdurante incapacità delle sue banche di finanziarsi sui mercati. L'esplosione del costo del debito costrinse l'esecutivo guidato da Brian Cowen a chiedere assistenza al Fondo Monetario Internazionale e all'Unione Europea. Gli Stati dell'Eurogruppo, con l'eccezione della Grecia, il Fondo monetario internazionale e la Banca centrale europea disegnarono un programma di aggiustamento economico da rispettare per l'erogazione di un volume di prestiti da 85 miliardi di euro. Congiuntamente al pacchetto di aiuti, l'isola verde adottò diverse misure di austerità. Gli stipendi pubblici sono stati ridotti del 15% tra il 2009 e il 2010, con una significativa riduzione dei benefit sociali, l'Iva è stata alzata dal 21 al 23% ed è stata introdotta una tariffa fissa sull'acqua molto contestata dalla popolazione irlandese. Il Paese è uscito dal programma di assistenza finanziaria dopo 3 anni, e alcuni rimborsi al Fondo monetario internazionale sono stati anticipati sfruttando

la discesa dei tassi di interesse che ha caratterizzato l'eurozona dall'autunno del 2012 in poi. L'Irlanda riuscì a scongiurare la crisi attraverso la crescita delle esportazioni. Inoltre, la struttura economica irlandese, basata su imprese multinazionali nei settori tecnologico, farmaceutico e dei servizi finanziari, permise al Paese di beneficiare della ripresa dell'economia globale. Le esportazioni divennero un importante motore di crescita. Un altro fattore di attrattività di capitale estero fu ed è tutt'ora l'aliquota d'imposta sulle società del 12,5%, una delle più basse d'Europa, capace di attrarre investimenti da aziende come Pfizer, Apple, Google, che stabilirono importanti centri operativi nel Paese.

L'Italia

Dalla nascita dell'euro fino allo scoppio della crisi dei mutui subprime, l'Italia visse un periodo caratterizzato da una crescita economica lenta, dovuta soprattutto alla mancanza di riforme strutturali da parte dei governi di centro-destra. Con la crisi finanziaria internazionale del 2007, il sistema bancario italiano subì relativamente pochi danni, grazie a una minore esposizione verso i mercati internazionali e a una limitata quantità di titoli tossici nel portafoglio bancario. Tuttavia, il settore manifatturiero, fortemente dipendente dalle esportazioni, subì la forte contrazione della domanda estera, con un conseguente crollo delle esportazioni che determinarono una crescita negativa del PIL nel 2008 e una delle peggiori performance nel 2009 (-5,5%). Nel 2010, tuttavia, il PIL italiano mostrò

segni di ripresa, beneficiando di una parziale ripresa della domanda estera, seppur con difficoltà nel recuperare quote di mercato. Fino alla primavera del 2011, i titoli di stato italiani mostravano rendimenti piuttosto contenuti (2,1% nel 2010), mentre la situazione macroeconomica dell'Italia mostrava segnali contrastanti. Il tasso di crescita del PIL crebbe (+1,5%), sebbene in contrasto con la recessione che colpì altri paesi dell'area euro, come Grecia, Spagna e Portogallo. La disoccupazione in Italia aumentò leggermente, con il tasso di disoccupazione complessivo all'8,3% e quello over-25 al 6,8%, mentre in altri paesi la disoccupazione raggiunse livelli molto più elevati. Il bilancio dello Stato risultava in avanzo primario dal 1991, ad eccezione del 2009, con un disavanzo del 4,6% nel 2010, uno dei più bassi nell'area euro. Tuttavia, la crescente attenzione sul rapporto debito/PIL e sull'andamento dello spread da parte dell'opinione pubblica e degli addetti ai lavori si accompagnarono una crescente preoccupazione sui mercati finanziari. Le banche italiane, infatti, detenevano una quota significativa di titoli di stato, e l'Italia si trovò a emetterne di nuovi a tassi che fossero sia favorevoli per lo Stato, sia appetibili per gli investitori. Quindi, il governo varò un pacchetto di riforme volte all'austerità e al riordino della contabilità che non ebbe però l'esito sperato. Nonostante un pacchetto di riforme autoritarie varato dal governo, la situazione continuò a peggiorare. Il 20 settembre 2011, l'agenzia di rating Standard & Poor's decise di ridurre il rating sul debito italiano, contribuendo all'escalation della crisi. Il 9 novembre, lo spread toccò i 575 punti,

mentre il presidente del consiglio Silvio Berlusconi, durante il G20 di novembre, cercando di minimizzare la gravità della situazione affermò:“i ristoranti sono pieni”⁴. Il 12 novembre, sotto la crescente pressione, Berlusconi si dimise e il Presidente della Repubblica Giorgio Napolitano nominò Mario Monti come nuovo presidente del consiglio. Il 6 dicembre il governo Monti varò un decreto “salva Italia” che aveva l'obbiettivo di consolidare le finanze pubbliche, rispettare le prescrizioni europee e che riuscì a centrare l'obbiettivo di riportare la fiducia sui mercati. Il tasso d'interesse sui titoli italiani diminuì fino al mese di marzo 2012, grazie anche al varo, da parte della Banca Centrale Europea guidata da Mario Draghi, di un piano straordinario di “operazioni di rifinanziamento a lungo termine” concesso in data 22 dicembre 2011 e in data 29 febbraio 2012 alle banche. Il finanziamento della BCE aveva l'obbiettivo di fornire liquidità al settore bancario attraverso un prestito triennale al tasso agevolato dell'1% annuo, ma fu utilizzato dalle banche anche per acquistare nuove emissioni di titoli del debito pubblico e ridurre di conseguenza lo spread sui titoli di stato. All'inizio dell'estate le economie dei paesi periferici si trovarono in grossa difficoltà e lo spread italiano toccò 526 punti sul finire del mese di luglio. Mario Draghi, in un discorso tenuto il 26 luglio 2012 alla Global Investment Conference di Londra affermò che

⁴ Berlusconi: "Crisi da noi?Ma se i ristoranti sono pieni"
<https://www.lastampa.it/politica/2011/11/05/news/berlusconi-crisi-da-noi-br-ma-se-i-ristoranti-sono-pieni-1.36917833/>

sarebbe stato disposto a usare tutti i mezzi della BCE per difendere l'unione monetaria. Queste parole ebbero un effetto dirompente sui mercati e lo spread italiano andò rapidamente calando nella seconda metà del 2012. La crisi, però, si era trasformata in una crisi economico-sociale, con una contrazione del PIL di circa il 3% e la perdita di circa mezzo milione di posti di lavoro. Nonostante le difficoltà, il governo Monti, pur con una breve durata, portò avanti riforme significative, tra cui la riforma del mercato del lavoro e della previdenza sociale, con l'introduzione della legge Fornero. Tra le novità principali, la legge ha comportato il passaggio al sistema contributivo per le pensioni, l'introduzione di una pensione anticipata unica, l'eliminazione delle quote pensionistiche e un aumento dell'età pensionabile in base all'aspettativa di vita. Il governo tecnico insieme alle politiche monetarie espansive adottate dalla BCE permisero all'Italia ad uscire dalla crisi, sebbene ci siano voluti 7 anni per tornare ai livelli del pil del primo trimestre 2011. La crisi italiana inoltre ebbe effetti sociali devastanti. La stessa ministra del lavoro Elsa Fornero annunciò quelle politiche di austerità con gli occhi gonfi di lacrime, ben conscia dell'impatto sociale che avrebbero avuto.

3.6 Cipro: l'approvazione del bail-in

Cipro aderì all'eurozona nel 2008, poco prima che la crisi finanziaria globale colpisse l'intero globo. La terza isola più grande dell'Europa aveva un grosso legame con la Grecia. Molte banche cipriote avevano investito massicciamente in

titoli di Stato greci e avevano una forte esposizione verso il sistema bancario greco. Quando la crisi del debito sovrano greco esplose nel 2010, seguita dalle misure di ristrutturazione del debito greco, le banche cipriote ebbero subito grosse perdite. Le due principali banche, Bank of Cyprus e Laiki Bank si ritrovarono sull'orlo del baratro, con necessità urgenti di ricapitalizzazione. A causa delle difficoltà bancarie, l'economia cipriota entrò in recessione, con una riduzione massiccia del PIL e un aumento della disoccupazione. L'Europa decise di stanziare, oltre a un pacchetto di salvataggio di dieci miliardi di euro una misura molto controversa, il *bail-in*. Il termine *bail-in* si riferisce a un meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie in cui le perdite di una banca vengono assorbite dai suoi azionisti, obbligazionisti e, in ultima istanza, dai depositanti con depositi in conto corrente superiore ai 100 mila euro, anziché essere coperte attraverso l'intervento dello Stato (*bail-out*). Il piano di salvataggio prevedeva la chiusura della Laiki Bank e la sua divisione in una bad bank e una good bank, con quest'ultima trasferita alla Bank of Cyprus. Per ricapitalizzare la Bank of Cyprus e assorbire le perdite della Laiki Bank, si optò per un prelievo forzoso sui depositi non garantiti, cioè quelli superiori ai 100.000 euro. I depositi superiori ai 100.000 euro presso la Laiki Bank furono quasi completamente azzerati, mentre i depositi superiori ai 100.000 euro presso la Bank of Cyprus subirono un processo di conversione in azioni della banca per contribuire alla sua ricapitalizzazione. Infine, i depositi al di sotto dei 100.000 euro presso entrambe le banche, considerati garantiti, furono protetti e

non subirono perdite. Cipro era ed è tutt'ora considerato un paradiso fiscale e molti oligarchi russi vi avevano depositato i propri capitali. La decisione di adottare il *bail-in* non fu sciocca. L'UE prese questa decisione perché volle evitare “azzardo morale”, servì come segnale per ribadire che in situazioni di crisi anche i grandi investitori potevano contribuire alle perdite, sfruttando anche la grossa presenza degli investitori russi nel Paese. Nonostante la crisi l'economia cipriota tornò a crescere già nel 2016, favorita dal miglioramento del turismo, dagli investimenti esteri e dalla scoperta di gas naturale a largo delle coste dell'isola. Il luogo della scoperta potrebbe diventare oggetto di conflitto perché la Turchia lo rivendica come suo. La crisi ha cambiato profondamente la struttura economica e finanziaria di Cipro, mettendo in luce le vulnerabilità di un modello di crescita fortemente dipendente dal settore bancario e dalle relazioni internazionali.

Capitolo 4

IL RUOLO DELLA GERMANIA NELLA CRISI DELL'EUROZONA

“Se fallisce l'euro, fallisce l'Europa”⁵. Con queste parole il Cancelliere tedesco Angela Merkel ha riassunto il significato politico, prima ancora che economico, della moneta unica per il processo di integrazione europea. La Germania ebbe un ruolo cruciale nella crisi del debito sovrano. Era ed è tutt'ora la maggiore economia dell'eurozona, la sua voce in capitolo fu la più sentita e influenzò tutte le decisioni prese per fronteggiare la crisi. Berlino lavorò a stretto contatto con la Commissione Europea, la Banca Centrale Europea e il Fondo Monetario Internazionale. Insieme, questi soggetti definirono i pacchetti di aiuti finanziari e le condizioni per i salvataggi. La partecipazione della Germania ai fondi di salvataggio fu essenziale, poiché nessun altro Paese dell'Eurozona aveva la capacità economica per sostenere finanziariamente i Paesi più deboli come la Grecia. I tedeschi sostennero fortemente l'adozione delle politiche di austerità come condizione necessaria per i Paesi colpiti dalla crisi. Secondo la concezione tedesca la crisi fu causata principalmente da eccessi di spesa pubblica, piuttosto

⁵ Germania: Merkel, se fallisce l'euro fallisce l'Europa
<https://www.swissinfo.ch/ita/germania-merkel-se-fallisce-l-euro-fallisce-l-europa/28794422>

che da problemi sistemici dell'Eurozona. Le misure furono criticate perché aggravarono le recessioni dei PIIGS, causando forti malcontenti e un aumento della disoccupazione. Inoltre, la crisi greca alimentò tensioni politiche interne alla Germania. Molti tedeschi, infatti, videro i salvataggi come un rischio. La cancelliera Merkel e il suo ministro delle finanze Wolfgang Schäuble dovettero bilanciare la necessità di stabilizzare l'Eurozona con la pressione politica interna. Sebbene la Germania abbia sostenuto molte iniziative della Banca Centrale Europea per la stabilizzazione dell'Eurozona, come le operazioni di rifinanziamento a lungo termine e gli interventi per ridurre la pressione sui titoli di Stato dei Paesi in crisi, fu più critica nei confronti delle misure non convenzionali della BCE. Inoltre, si oppose fortemente alla creazione degli Eurobond. Essi avrebbero dovuto essere titoli di debito comuni dell'Eurozona con lo scopo di condividere il rischio di credito tra tutti i Paesi membri. Berlino riteneva che gli Eurobond avrebbero creato un "azzardo morale", incoraggiando alcuni Paesi a mantenere politiche fiscali irresponsabili sapendo di poter contare sulla garanzia dei Paesi più solidi, come la Germania. Inoltre, i paesi più virtuosi avrebbero dovuto accettare condizioni di finanziamento del proprio debito peggiori.

Capitolo 5

LE STRATEGIE DI POLITICA MONETARIA ADOTTATE DALLA BCE DURANTE LA CRISI

Il 26 luglio 2012 Mario Draghi, l'allora presidente della BCE, disse: "Anni fa la gente diceva che l'euro è come un bombo. Si tratta di un miracolo della natura, perché [il bombo] non dovrebbe essere in grado di volare, eppure ci riesce. Per molti anni l'euro ha volato bene senza che si sapesse come. Ora qualcosa deve essere cambiato nell'aria. Ora è venuto il momento di evolversi e il bombo deve diventare una vera ape"⁶. In questo capitolo cercherò di analizzare quali strumenti vennero usati dalla BCE per far sì che l'Unione Europea si sia trasformata da bombo ad ape. In primis la crisi dei mutui subprime creò un enorme bisogno di liquidità e la Banca Centrale Europea (BCE) concentrò i suoi sforzi nel sostenere il sistema bancario, che era stato fortemente colpito dalla crisi e dal deficit di liquidità. Questa carenza di liquidità aveva drasticamente ridotto la capacità delle banche di concedere prestiti. Le prime difficoltà per la BCE emersero quando le banche, pur disponendo di liquidità superiore alle riserve obbligatorie stabilite dalla Banca Centrale, smisero di prestare fondi ad altre banche. Tale

⁶ Whatever it takes

[https://it.wikipedia.org/wiki/Whatever_it_takes_\(Mario_Draghi\)#:~:text=Si%20tratta%20di%20un%20miracolo,cosa%2C%20dopo%20la%20crisi%20finanziaria.](https://it.wikipedia.org/wiki/Whatever_it_takes_(Mario_Draghi)#:~:text=Si%20tratta%20di%20un%20miracolo,cosa%2C%20dopo%20la%20crisi%20finanziaria.)

comportamento era legato all'alto rischio di insolvenza percepito nelle controparti bancarie. L'incertezza crescente nel sistema bancario portò a un aumento dell'EONIA Swap, cioè lo spread tra l'Euribor e gli Overnight Index Swap. Questo indicatore rifletteva il deterioramento delle condizioni di solvibilità delle banche e l'aumento del premio per il rischio di credito richiesto per i depositi interbancari. In pratica, lo spread rappresentava il costo aggiuntivo che le banche applicavano sui prestiti tra loro, come forma di protezione contro il rischio di mancata restituzione dei fondi prestati. La crisi si intensificò a causa della forte sfiducia che regnava nel mercato interbancario. La BCE allora decise di intervenire attraverso le operazioni di rifinanziamento principale. Uno dei principali strumenti di politica monetaria in mano alla BCE grazie al quale concesse prestiti alle principali banche dell'eurozona in cambio di collateral. Di fronte all'enorme esigenza di liquidità del sistema decise di fornire credito illimitato in base alla domanda delle banche, applicando un tasso fisso. Il tasso fu ridotto dal 4,25% all'1% nel giro di sei mesi e successivamente ulteriormente abbassato allo 0,05% nel 2014. Inoltre, il 10 maggio 2010 la BCE lanciò il Securities Markets Programme. Esso prevedeva che la BCE acquistasse direttamente titoli di stato e titoli di debito privati dei paesi in difficoltà sui mercati secondari, anziché su quelli primari. Questo meccanismo di acquisto sui mercati secondari era importante perché rispettava il divieto della BCE di finanziare direttamente i governi degli stati membri, previsto dai trattati europei. L'acquisto di titoli

avveniva in modo mirato e temporaneo, e veniva sterilizzato, ovvero la BCE compensava l'iniezione di liquidità sui mercati ritirando liquidità equivalente tramite altre operazioni, per evitare di aumentare la massa monetaria complessiva e quindi la pressione inflazionistica. Il denaro fu indirizzato verso i PIIGS cercando di diminuire il loro spread con i titoli tedeschi. Il SMP si concluse formalmente nel settembre 2012, quando la BCE lanciò un nuovo e più potente strumento, le Outright Monetary Transactions, annunciato dal presidente della BCE Mario Draghi. Il programma OMT superò i limiti del SMP offrendo la possibilità di acquisti illimitati di titoli di stato dei paesi in difficoltà, a patto che questi paesi rispettassero le condizioni previste dai programmi di assistenza finanziaria europea nell'ambito del MES. Il programma OMT si basava su un meccanismo di acquisti illimitati di titoli di Stato di paesi dell'area euro che si trovavano in difficoltà, con l'obiettivo di ridurre gli spread sui rendimenti dei titoli di Stato e ristabilire la trasmissione della politica monetaria. Tuttavia, a differenza del SMP, l'OMT prevedeva condizionalità più stringenti. Infatti, per accedere agli acquisti OMT, un paese doveva sottoscrivere un programma di assistenza finanziaria con il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) o con il Fondo Monetario Internazionale (FMI). Questo significava che i paesi dovevano accettare di implementare una serie di misure di risanamento fiscale e riforme strutturali, garantendo un percorso di risanamento dei conti pubblici. Se un paese non avesse rispettato le condizioni stabilite nel programma di assistenza, la BCE

avrebbe potuto sospendere gli acquisti di titoli di Stato attraverso l'OMT. L'OMT non fu mai formalmente attivato ma la sua stessa esistenza portò a una significativa riduzione degli spread sui titoli di Stato dei paesi in difficoltà e a un ritorno della stabilità finanziaria. Nel 2015 di fronte a una crescita ancora debole e al rischio deflazione la BCE lanciò l' Asset Purchase Programme (APP). Nell'arco di 3 anni l'eurosistema condusse 4 programmi di acquisto titoli. Essi si interruppero nel 2019 per poi riprendere lo stesso anno a causa della crisipandemica e terminando definitivamente nel 2022 a causa della crisi inflazionistica. Questo strumento di politica economica permise ai prezzi dei titoli di alzarsi facendo calare gli interessi e permettendo agli stati dell'eurozona di finanziarsi a costi più bassi. Un altro strumento di politica monetaria non convenzionale che fu lanciato in risposta alla crisi economica furono operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine. Lanciate nel 2008 con scadenza da sei mesi ad un anno cercarono di soddisfare le crescenti esigenze di raccolta del sistema bancario. Fra il 2011 e l'inizio del 2012 la BCE lanciò due operazioni di durata triennale e con rimborso anticipato dopo un anno. Tali prestiti vennero tassati pari alla media dei tassi delle operazioni principali condotte durante la vita di ciascuna operazione. Il suddetto strumento subì poi, ulteriori perfezionamenti: fu allungata ulteriormente la durata dei prestiti fino a quattro anni e gli fu applicato un tasso inversamente proporzionale al numero di prestiti fatti a famiglie e società non finanziarie.

CONCLUSIONI

La crisi del debito sovrano ha rappresentato un momento di svolta per l'Unione Europea e le sue politiche economiche, evidenziando vulnerabilità e disallineamenti tra le economie dei Paesi membri. Le misure di austerità adottate hanno avuto un forte impatto non solo economico, ma anche sociale. Tuttavia, queste misure hanno anche spinto l'Unione Europea a riconsiderare le proprie politiche, portando all'indomani della pandemia alla creazione di strumenti come il NextGenerationEU per stimolare la crescita e l'integrazione fiscale.

Fondamentale fu, inoltre, il ruolo della BCE, che mostrò ai mercati che l'Europa era pronta a tutto pur di superare la crisi. Sono passati ormai 15 anni dallo scoppio della crisi, ma l'Unione Europea continua a dover affrontare numerose problematiche interne ed esterne che ne influenzano la stabilità e il futuro. Le disparità economiche tra i Paesi dell'Eurozona e dell'UE sono ancora evidenti, con alcune nazioni come l'Italia che faticano enormemente a riprendersi dalle crisi precedenti. Inoltre, le elezioni recenti in molti Paesi europei hanno visto l'ascesa di partiti populistici e sovranisti, che sfidano l'integrazione europea e promuovono politiche nazionalistiche. Infine, l'instabilità geopolitica, in particolare il conflitto in Ucraina e le relazioni con la Russia, hanno evidenziato una forte dipendenza dalle fonti energetiche esterne che hanno costretto a rivedere i piani energetici.

BIBLIOGRAFIA

Pietro Alessandrini “Economia e politica della moneta” Il Mulino, III ed., 2021

Corte dei Conti Europea “In che modo l’UE ha tenuto conto degli insegnamenti appresi dalla crisi finanziaria e da quella del debito sovrano del 2008-2012?”,

Analisi n.05/2020, Corte dei Conti Europea, 2020

Sitografia

https://en.wikipedia.org/wiki/2012%E2%80%932013_Cypriot_financial_crisis

https://it.wikipedia.org/wiki/Crisi_del_debito_sovrano_italiano_del_2011-2012

https://it.wikipedia.org/wiki/Hellenic_Train

<https://lawblog.uclancyprus.ac.cy/the-2013-bail-in-of-cyprus-a-legal-appraisal/#:~:text=During%202012->

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/debito-pubblico.htm>

<https://www.bancaditalia.it>

<https://www.boj.or.jp/en/>

<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano>

<https://www.cyprusprofile.com/articles/cyprus-banking-crisis-causes-and-consequences-bailout>

<https://www.fsitaliane.it/content/fsitaliane/it/media/comunicati-stampa/2017/9/14/grecia--fs-italiane-acquisisce-il-pieno-possesso-di-trainose.html>

<https://www.giornalettismo.com/crisi-irlanda-austerita-troika/>

<https://www.ilpost.it/2024/02/08/portogallo-riduzione-del-debito-austerita-antonio-costa/>

<https://www.mof.go.jp/english/index.htm>

<https://youtu.be/ynmxFJc8SNU?si=S8Oa-JF5B1EcdhFQ>

<https://www.ilsole24ore.com/art/spagna-crescita-record-europa-breve-storia-un-miracolo-economico-AB21JahB>

