

DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE

Cattedra di Diritto dell'Economia

**IL RUOLO DELLA BCE NELLA CRISI EUROPEA: LE MISURE
NON CONVENZIONALI E IL CONTENZIOSO DINANZI LA
CORTE COSTITUZIONALE TEDESCA.**

RELATORE:
Chiar.mo Prof.
Luigi Alla

CANDIDATO
Giacomo Alessandrini
Matr. 069412

Anno accademico 2013-2014

INDICE

INTRODUZIONE	pag.3
--------------------	-------

CAPITOLO I: LA CRISI IN EUROPA

1.1. Genesi di una crisi divenuta globale.....	pag.5
1.2. La contaminazione dell'Eurozona.....	pag.12
1.3. Reazioni europee alla crisi.....	pag.15
1.4. La problematica dello <i>spread</i>	pag.17

CAPITOLO II: LA BANCA CENTRALE EUROPEA

2.1. La prevalenza di un modello tedesco.....	pag.20
2.2. I trattati fondamentali della BCE: competenze ed obiettivi.....	pag.23
2.3. Gli organi monetari della BCE.....	pag.25

CAPITOLO III: LE MANOVRE ANTICRISI: ESM E OMT

3.1. Gli interventi antis <i>spread</i> della BCE e l'ESM.....	pag.28
3.2. OMT: <i>Outright Monetary Transactions</i>	pag.34
3.3. La BCE ha superato il suo mandato? Il contenzioso dinanzi la Corte di Karlsruhe.....	pag.37

CONCLUSIONI.....	pag.42
------------------	--------

Bibliografia	pag.45
--------------------	--------

INTRODUZIONE

Il presente lavoro riguardante le cause a fondamento degli eventi “straordinari” che, soprattutto nell'ultimo quinquennio, hanno evidenziato i limiti del contesto regionale europeo e le reazioni dell'eurozona alla crisi sistemica che l'ha colpita a partire dal 2008, non poteva non partire da lontano (geograficamente parlando), ovvero dagli USA.

Il primo capitolo del presente lavoro si apre con un'attenta analisi circa la crisi statunitense e le cause che ne sono state a fondamento, proseguendo poi con l'esaminare l'assetto del mercato dei derivati e come la crisi sia arrivata ad interessare l'eurozona, approfondendo il ruolo svolto dalla City londinese nella contaminazione del mercato europeo.

Infatti, a causa della forte implicazione di quest'ultima nel mercato dei derivati e grazie alla sua integrazione all'interno del quadro finanziario europeo, i titoli tossici sono entrati all'interno delle banche europee, portando alla propagazione di una crisi che ha investito i mercati degli Stati europei, partendo dalla zona mediterranea.

La non completata integrazione e cooperazione europea, dopo il primo decennio di vita dell'Unione, ha fatto da sfondo e, allo stesso tempo, da protagonista alla propagazione della crisi.

A tal proposito viene evidenziato il livello cui era pervenuto lo *spread* (il differenziale di rendimento tra titoli di stato decennali) tra il paese economicamente più forte (Germania) e quelli in difficoltà (Spagna e Italia) e soprattutto, la richiesta categorica da parte della Germania di maggiore rigore nella determinazione delle linee di politica economica degli Stati gravati da problematiche finanziarie.

Questa prima parte del lavoro si conclude riportando le reazioni dei paesi europei a seguito dell'estensione della crisi finanziaria intervenuta dopo l'estate 2011, approfondendo in particolar modo le problematiche strettamente legate allo *spread*.

Il secondo capitolo dell'elaborato è invece dedicato ad un puntuale approfondimento circa l'istituto della Banca Centrale Europea, partendo dalla sua istituzione e dal quadro storico in cui questa ha “preso vita”, (riportando a tal proposito il dibattito sul modello, francese o tedesco, che la BCE avrebbe dovuto adottare una volta creata), fino a giungere all'illustrazione dei trattati istitutivi e fondamentali che ne prevedono competenze, obiettivi e istituzione degli organi monetari collaterali a questa.

Il terzo ed ultimo capitolo rappresenta, infine, il nucleo centrale dell'intero lavoro.

Nel primo paragrafo vengono prese in esame le misure *antispread* poste in essere non solo dalla BCE, ma anche tramite un impegno collettivo profuso dagli Stati europei, evidenziando al riguardo le operazioni LTRO, l'SMP e, con un maggiore approfondimento, il fondo ESM.

Successivamente l'analisi si sposta sulle c.d. “*manovre non convenzionali*”, tra le quali spiccano, senza dubbio alcuno, le *Outright Monetary Transactions* (meglio conosciute con il loro acronimo OMT). A tali operazioni, data la loro enorme importanza, viene dedicato un intero paragrafo, esaminando le motivazioni che hanno portato il numero uno dell'Eurotower, Mario Draghi, a prevedere una loro attivazione, valutando i loro possibili effetti sui mercati europei.

La trattazione, infine, si conclude riportando il dibattito circa le operazioni OMT e il contenzioso dinanzi la Corte Costituzionale Tedesca, la quale, rimandando la questione su tali operazioni alla Corte di Giustizia Europea, ne ha momentaneamente sospeso l'attivazione.

CAPITOLO I

LA CRISI IN EUROPA

SOMMARIO: 1.1. *Genesi di una crisi divenuta globale.* – 1.2. *La contaminazione dell'Eurozona.*– 1.3. *Reazioni europee alla crisi.* – 1.4. *La problematica dello spread.*

1.1. *Genesi di una crisi divenuta globale.*

La fine dello scorso millennio e l'inizio del nuovo sono stati contrassegnati da una generale ristrutturazione del mercato finanziario che ha caratterizzato la genesi della crisi del 2007.

La generazione dei mutui immobiliari *subprime*¹, la caduta del mercato mobiliare e immobiliare e l'esportazione dei cosiddetti “titoli tossici” in Europa sono da ricercarsi nelle innovazioni della legislazione finanziaria degli Stati Uniti, durante il governo Bush², tese a voler invertire il trend negativo del

¹ Il termine *subprime* viene utilizzato per quei prestiti che, nel contesto finanziario statunitense, vengono concessi ad un soggetto che non può accedere ai tassi di interesse di mercato, in quanto ha avuto problemi pregressi nella sua storia di debitore. I prestiti *subprime* sono dunque prestiti rischiosi sia per i creditori sia per i debitori, vista la pericolosa combinazione di alti tassi di interesse, cattiva storia creditizia del debitore e situazioni finanziarie poco chiare o difficilmente documentabili, associate a coloro che hanno accesso a questo tipo di credito.

² «Con il *Financial Service Modernization Act* del 1999 e il *Commodity Futures Modernization Act* del 2000, il Congresso degli Stati Uniti ha unificato definitivamente i tre segmenti del credito, delle assicurazioni e degli strumenti finanziari, legalizzando il mercato dei derivati e consentendo alle banche di cedere e acquistare questi ultimi.», DI GASPARO G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, 2011, cit., p. XXV.

flusso di capitali e a mantenere l'equilibrio dollaro-centrico minacciato dall'entrata in scena dell'euro.

Il capovolgimento del rapporto tra banche di investimento e banche commerciali ha cambiato il sistema bancario. La fuoriuscita di gran parte delle attività di investimento dal sistema regolato coincide con la diffusione del mercato dei derivati³.

Come nella Rivoluzione Industriale si passò da artigianato a industria, nel sistema bancario, con la standardizzazione dei contratti e dei prodotti derivati, si è passati da *originate to hold* a *originate to distribute*, spostando il rischio fuori dal sistema bancario tradizionale. Le banche non trattengono più il credito fino alla scadenza, ma lo trasferiscono alle banche di investimento che operano fuori dal sistema finanziario vigilato dalla FED⁴ o dalla SEC⁵.

Il trasferimento del rischio aumenta la capacità della banca di concedere nuovi prestiti, un circolo che, autoalimentandosi, fornisce la materia prima, il debito, per la fabbrica dei derivati su tutti i CDS⁶.

La svolta è proprio nella legislazione del 1999/2000 che ha abrogato definitivamente il *Glass Steagall Act*⁷, legalizzando l'emissione di CDO e di CDS privi di legami con rapporti di credito sottostanti. L'emittente dei CDO, invece di acquistare direttamente una nuova tranché di CDO con sottostante, poteva emettere direttamente uno specifico CDO, detto sintetico, perché costruito senza sottostante. A tal proposito sono emblematiche le considerazioni

³ «Nel 2007 il 22% delle attività finanziarie totali del settore privato è gestito dalle banche d'investimento e convogliato nel mercato-ombra. Nello stesso anno, le banche commerciali detenevano appena il 17% dei prestiti erogati all'economia americana. Nel 2006, solo un quarto del credito era destinato ad organismi sottoposti ad una qualsiasi forma di regolamentazione, a fronte dell'80% di venti anni prima.» MORRIS C.R., *Crack*, Elliot, Roma, 2008, cit. p. 83.

⁴ Federal Reserve System o Federal Reserve, è la banca centrale degli Stati Uniti d'America.

⁵ SEC: Security and Exchange Commission è l'ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori.

⁶ «Credit Default Swap, titoli collaterali ai CDO (Collateralized Debt Obligation) o ad altri titoli di debito, con i quali l'emittente, a fronte del pagamento di un premio, in unica o più soluzioni, si impegna a versare un importo predeterminato a copertura dell'insolvenza o di altro imprevisto inadempimento a chi si trova all'occorrenza in possesso del titolo.» DI GASPARE G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, 2011, cit. p. 162.

⁷ Legge bancaria istituita nel 1933 dalla *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), in risposta alla crisi finanziaria del 1929, che introdusse delle riforme bancarie progettate per controllare la speculazione.

di G. Akerlof :«Non sono altro che pezzi di carta che rappresentano promesse implicite di pagamenti futuri e il modo in cui si presentano fisicamente testimonia la loro insostanzialità», avvertendo però che “ nessuno avrebbe osato definirli pezzi di carta prima della crisi»⁸. Così inconsistenti, infatti, non devono essere sembrati, se prima della crisi del 2007 hanno movimentato un volume di transazioni finanziarie pari a più di 10 volte il PIL mondiale.

Tale metodo standardizzato di concessione dei prestiti attecchisce soprattutto nel settore dei mutui immobiliari. Con l'esternalizzazione del rischio ottenere un prestito è molto più facile e si lucra spostando il rischio su terzi. Passati di mano alle banche di investimento, i diritti di credito entrano nella catena di montaggio dei derivati dell'*investment banking* e del mercato-ombra. Ad ogni passaggio di strato la sofisticazione delle tranche e la disseminazione delle componenti di debito, in esse incorporate, accresce e si complica. L'esternalizzazione del rischio si realizza anche attraverso la modalità del collocamento dei titoli derivati, con il ricorso ad entità giuridiche specifiche, definite come *Special Purpose Entities* (SPE). La loro missione è a scadenza e consiste nel collocare una specifica *tranche* di derivati, per poi dissolversi. Si tratta di entità veicolo usa e getta, la cui caratteristica saliente è la durata temporale, coincidente con la durata temporale dell'operazione di collocamento. L'emittente, in genere banca di investimento, trasferisce la tranche di derivati all'entità veicolo per la sua commercializzazione e definisce i termini della cessione, incluso il prezzo di acquisto e vendita. Con il trasferimento la banca li estromette dalla sua contabilità, espungendo contestualmente il debito ed il rischio.

Le società veicolo assolvono un ruolo essenziale anche per la deresponsabilizzazione degli emittenti. Un volta trasferito lo stock di derivati all'entità veicolo, la banca potrebbe considerarsi esente da qualsiasi obbligo

⁸ AKERLOF G.A., SHILLER R.J. *Spiriti animali*, Rizzoli, Bergamo, 2009.

nei confronti degli acquirenti dei titoli in caso di insolvenza o di default della stessa entità⁹.

Se dovessero insorgere problemi, gli acquirenti rimarrebbero privi di controparte; nel frattempo l'entità veicolo si dissolve e chi ne esce vincente da questo “gioco” è la banca emittente¹⁰.

Intanto l'investimento immobiliare cresce e con esso l'indebitamento dei proprietari, i quali pongono come garanzia la propria abitazione, comportando una specie di “liquefazione” della proprietà immobiliare in un anomalo conto corrente, “*un'idea che suonava un po' strana*”¹¹.

L'accesso al credito delle fasce di popolazione meno abbienti fu ulteriormente facilitato nel 2002 da George W. Bush con la modifica apportata al *Community Reinvestment Act* (CRA).

Tale modifica ha coinciso con l'avvio dei mutui *subprime* che, secondo quanto affermato da John Lonski economista di *Moody's*¹², rappresentavano circa il 21% dei mutui contratti negli Stati Uniti tra il 2004 e il 2006, per un importo totale di 600 miliardi di dollari (mentre dal 1996 al 2004 rappresentavano circa il 9%).

Negli anni seguenti si concessero mutui non più solo per le case di nuova costruzione ma per qualsiasi operazione di credito ad uso immobiliare.

I bassi tassi di interesse sui mutui stimolarono ulteriormente la domanda che dilagò sulla base del presupposto erroneo del continuo aumento del valore

⁹ «Come qualsiasi entità giuridica non di persone, l'entità veicolo risponde per i debiti solo nei limiti del capitale conferito.» DI GASPARE G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, 2011, cit. p. 196.

¹⁰ «In teoria la banca emittente avrebbe potuto abbandonare gli investitori al loro destino...generalmente infatti un'azienda non risponde dei debiti delle proprie controllate». POSNER R.A., *La crisi della democrazia capitalistica*, Università Bocconi, Milano, 2010.

¹¹ CM, 2008, cit. p.101.

¹² *Moody's, Standard and Poor's e Fitch* rappresentano le tre maggiori agenzie di *rating* riconosciute dalla SEC.

dell'immobile. In caso di necessità si poteva sempre liquidare l'investimento immobiliare con l'aspettativa di un ragionevole guadagno.

Si alimentò così il mercato dei derivati. Il nesso che lega il mercato dei derivati alla crescita dei mutui impone che il flusso strategico proveniente dall'immobiliare sia facilitato ad ogni costo, anche abbassando continuamente il livello di garanzie richiesto per l'accesso al credito. L'artificiale espansione della liquidità, conseguente alla proliferazione di mutui immobiliari da parte delle banche garantite da *Fannie Mae*, e *Freddie Mac*, due GSE (*Government Sponsored Enterprises*) che si erano guadagnate l'appellativo di "Federal Reserve del settore immobiliare" per la loro funzione di finanziatori di ultima istanza a sostegno delle banche con l'acquisto dei loro mutui immobiliari¹³ fa lievitare il valore nominale degli immobili. L'aumento dei prezzi, a sua volta, accresce la propensione ad indebitarsi per l'acquisto.

L'aumento dei prezzi delle case dunque, per effetto di una domanda spinta dall'offerta di mutui a bassissimo tasso d'interesse, sostiene il mercato dei derivati, consentendo di aumentare la capacità di attrazione di valuta estera, il cui drenaggio è essenziale per l'equilibrio dollaro-centrico.

Data la scarsa propensione al risparmio e al credito facile, la domanda di mutui non registra flessioni. La liquidità estratta dagli stessi fornisce, poi, l'indebitamento che alimenta il castello dei derivati che, a loro volta, salgono nelle quotazioni ed attirano investimenti.

Anche l'abitazione, però, ha un valore d'uso che non sfugge ad un limite intrinseco di saturazione della domanda ma, a fare da contraltare, non c'è nessuna crescita demografica che possa dare ragione del raddoppio dei prezzi delle abitazioni tra il 2000 e il 2005¹⁴.

Gli acquisti così diminuiscono e a partire dal 2007 i prezzi delle case iniziano a scendere vertiginosamente. A sua volta, la discesa dei prezzi fa cresce-

¹³ PHILIPS K., *Soldi sporchi*, Garzanti, 2010, p.354.

¹⁴ MORRIS C.R., *Crack*, 2008, XXIII.

re la propensione alla vendita sia da parte dei proprietari sia dai detentori di mutui ipotecari, che si vogliono sbarazzare dell'immobile prima che il suo valore di mercato scenda al di sotto dell'importo del mutuo sottoscritto.

Il capovolgimento delle aspettative accelera il manifestarsi della crisi.

Essendo la quasi totalità dei mutui *subprime* sottoscritti a tasso variabile, l'aumento del tasso deciso dalla FED (dall'1% del 2003 al 5,25% del 2006) come ultima spiaggia per contrastare l'inflazione crescente e sostenere il cambio del dollaro, si ripercuote pesantemente sulle rate dei mutui¹⁵.

La sospensione dei pagamenti dei mutui innesca lo sgretolamento del credito. La banca pignora la casa e la vende all'asta giudiziaria per recuperare al più presto liquidità. L'ipoteca assorbe tutte le pretese creditizie del prestatore. Se, per effetto della riduzione del prezzo, la casa viene venduta all'asta ad un importo inferiore al mutuo concesso, la banca ci perde non potendosi rivalere su altri beni del mutuatario.

Il calo dei prezzi e il crollo della domanda hanno generato l'insolvenza dei mutui che, a sua volta, accentuò la caduta dei prezzi, incrementando la propensione all'insolvenza e alle vendite, finché la crisi della liquidità non affluì al mercato mobiliare dei derivati. L'andamento dei due mercati è strettamente collegato nella fase ascendente come nella fase discendente¹⁶.

Si giunse così al *credit crunch*.

Ad essere colpita principalmente, durante il 2007, è stata soprattutto la fonte di liquidità derivante dai mutui *subprime*, il cui impoverimento della vena principale tolse liquidità all'alimentazione dei CDO e dei CDS. L'ibridazione dei titoli amplificò gli effetti dello sgretolamento del credito.

¹⁵ STIGLIZ J.E., *L'economia globale in caduta libera*, Einaudi, Torino, 2010.

¹⁶ PHILIPS K., *Soldi sporchi*, 2010, p.356.

Il sospetto sugli *asset* potenzialmente illiquidi rallentò gli scambi ed accelerò la caduta delle quotazioni dei derivati¹⁷.

L'andamento negativo dei prezzi e la necessità di far cassa per l'inaridirsi del *cash flow* spinsero ulteriormente al ribasso le quotazioni. L'assenza di domanda anche a prezzi calanti amplificò la caduta. Il mercato dei derivati fu paralizzato e replicò la caduta dei prezzi registrata dalle abitazioni: l'avvitamento al ribasso dei titoli si autoalimentò.

Con le dichiarazioni di insolvenza ed i fallimenti delle banche, gli effetti distruttivi del *credit crunch* riemergono nell'economia reale, propagandosi oltre i confini statunitensi dovuti alle interconnessioni delle relazioni finanziarie del mercato-ombra¹⁸.

Quando anche *Fannie Mae* e *Freddie Mac* saranno a rischio insolvenza, toccherà alla FED salvarle con robuste iniezioni di liquidità (400 mld di dollari), nazionalizzando (di fatto) e ponendo le due società in amministrazione controllata.

Per evitare la bancarotta generalizzata è necessario salvare le banche d'investimento con interventi mirati tramite un ingente trasferimento di liquidità, in sostituzione di quella venuta meno per l'insolvenza dei mutui *subprime*.

Nel 2009 la FED ricapitalizza AIG¹⁹ con un esborso di 180 mld di dollari. Si temeva infatti l'effetto domino che il default di AIG avrebbe avuto sulle banche d'investimento, suoi principali interlocutori²⁰. Dopo il mancato

¹⁷ «Nessuno sa quale sia la composizione dei vari titoli ed in che misura essi siano contaminati dagli *asset* dei mutui esigibili. L'illiquidità può manifestarsi a questo punto improvvisamente in qualsiasi tranche di derivati.» DI GASPARO G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, 2011, cit. p.234.

¹⁸ «Il mercato-ombra, si è sviluppato nella zona di frontiera della deregolamentazione tra gli inizi degli anni novanta e la loro fine grazie agli emendamenti al Glass Steagall Act ed al Federal Reserve Act, e una volta consolidatosi ha preteso ed ottenuto, con una forte azione di lobby, la sua consacrazione legislativa.» ROUBINI N., MIHM S., *La crisi non è finita*, Feltrinelli, Milano, 2010.

¹⁹ *American International Group, Inc.* è la più grande compagnia assicurativa mondiale con sede a New York e un quartier generale a Londra e Hong Kong.

²⁰ POSNER R.A., *La crisi della democrazia capitalistica*, 2010, p.48.

salvataggio di *Lehman Brothers*²¹, il tracollo di *Goldman Sachs*²², esposta verso AIG con CDS, era giudicato imminente. Un altro fallimento di una delle prime cinque banche di investimento avrebbe aperto il baratro dell'insolvenza conclamata. L'intervento della FED è vitale e consente ad AIG di far fronte ai suoi impegni di copertura dei CDS di *Goldman Sachs*²³.

Ma LB, con il suo assetto transnazionale, aveva grandissima operatività sulla *City*, la piazza finanziaria londinese, divenendo l'epicentro, al di qua dell'Atlantico, della propagazione della crisi. La Gran Bretagna, rimasta fuori dall'eurozona, ma integrata perfettamente nel mercato finanziario UE, ha rappresentato il perfetto cavallo di Troia per la disseminazione dei derivati nell'euromercato.

1.2. La contaminazione dell'Eurozona

Il ruolo di cerniera giocato dalla *City* londinese tra il mercato finanziario statunitense e quello europeo, contaminando quest'ultimo con i derivati, è andato ad acuire e ad accelerare squilibri economico-finanziari già in atto tra i paesi europei, con esplosioni di crisi del debito pubblico o di bolle speculative latenti nei mercati immobiliari di alcuni paesi.

Tuttavia la *City* non è l'unica a favorire la contaminazione. Molte banche europee, non solo quelle dell'UK, si erano messe in proprio nella cartolarizza-

²¹ Tra le cinque principali banche d'investimento mondiali (*too big too fail*), LB fallisce nel 2007 per la difficoltà da parte della FED, nei ristretti limiti temporali della procedura fallimentare innescata dalla dichiarazione di insolvenza, di mettere a fuoco l'entità dello scoperto di LB e conseguentemente, la quantificazione del passivo a cui la FED avrebbe dovuto far fronte. LB aveva costituito il Bajkal, il più grande e opaco pool mondiale per la negoziazione dei derivati. È probabile che neppure i vertici di LB non fossero in grado di quantificare il valore degli attivi e dei passivi imputati al gruppo.

²² *Goldman Sachs* insieme a *Merrill Lynch*, *Morgan Stanley*, *JP Morgan* e *Lehman Brothers* faceva parte delle *too big too fail*.

²³ La prontezza di queste reazioni mostra che la FED non poteva essere stata colta alla sprovvista ed impreparata. Gli strumenti per il pronto soccorso in caso di crisi sistemica erano già stati preposti da tempo, quando era stato modificato l'art. 33 del *Federal Reserve Act*. Il sistema di messa in sicurezza messo a punto agli inizi degli anni Novanta era pronto ad intervenire. PHILIPS K., *Soldi sporchi*, 2010, p.178.

zione dei debiti²⁴, tra le quali spicca la *Deutsche Bank*, attivissima a *Wall Street*.²⁵

L'onda d'urto del *credit-crunch* si sposta velocemente nell'Eurozona, portando alla luce le tensioni tra le istituzioni che governano la moneta unica e soprattutto i limiti di un processo di unificazione monetaria sovrastatale. L'Unione Europea non è uno stato e di conseguenza la Banca Centrale Europea ha una ben più ridotta capacità di intervento rispetto alla Banca d'Inghilterra e alla FED.

La BCE non ha facoltà di emettere titoli di debito pubblico, né può soccorrere, con acquisti diretti dei titoli di stato, i singoli paesi in difficoltà. La crisi bancaria nell'Eurozona mette in luce la contraddizione tra la stentata integrazione politica ed istituzionale dell'UE e la non coincidente unificazione del sistema monetario nell'UEM²⁶, una realtà nella quale il trasferimento all'Unione di significative funzioni e potestà degli Stati membri sembra non essersi accompagnato ad un «coerente impegno dei governi» e, dunque, «all'instaurazione di un vero e proprio governo dell'economia, auspicato da alcuni e avversato da altri»²⁷.

La crisi si propaga in maniera ancora più devastante in quei paesi in cui la contaminazione era già stata predisposta da una bolla immobiliare resa possibile da un accesso al credito ipotecario “ insolitamente permissivo”²⁸, trasferendosi all'interno dei bilanci degli stati stessi.

Allo scoppio della crisi dei derivati le banche centrali dei singoli stati membri sono colte di sorpresa (non essendo ancora entrate a pieno regime le

²⁴ ROUBINI N., MIHM S., *La crisi non è finita*, 2010, p.157.

²⁵ L'Atto Unico Europeo del 1986 consente alle banche europee di operare nel meta-mercato anche direttamente con il modello della banca universale pur se nei limiti di diversificazione degli investimenti in titoli (Direttiva 89/646/CEE del 15.12.1989).

²⁶ DI GASPARO G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, 2011, cit. p. 261.

²⁷ DELLA CANNEA, *L'Unione economica e monetaria venti anni dopo: crisi e opportunità*, in *Costituzionalismo.it*, Gennaio 2012.

²⁸ MORRIS C.R., *Crack*, 2008, p.101.

barriere previste dalla direttiva *Mifid*²⁹) e sono dovute intervenire a sostegno delle banche maggiormente esposte nel mercato dei derivati, fornendo a quest'ultime il *cash flow* necessario.

A partire dall'Irlanda nel 2008 (eccezion fatta per l'Islanda), nell'Eurozona si è di fatto optato per il salvataggio incondizionato delle banche nazionali, con una immissione di liquidità da parte degli stati derivante quasi sempre dal collocamento di titoli del debito pubblico. Salvataggio, dunque, messo a carico dei contribuenti.

Irlanda e Spagna, con il loro sistema bancario gonfiatosi con i derivati, sono state travolte dalla crisi³⁰ con un debito pubblico che si è triplicato nel corso del triennio 2008-2010. Nei paesi dove lo *stock* di debito pubblico era più elevato (come Grecia, Portogallo, Belgio e Italia) la penetrazione dei derivati è stata più contenuta, forse per una maggiore prudenza adottata dagli stessi che erano già esposti sul fronte dei titoli del debito pubblico.

L'ulteriore complicazione, però, risiedeva nel fatto che nell'Eurozona alcune grandi banche, oltre ai titoli tossici, avevano in cassa titoli del debito pubblico di altri stati europei a rischio *default* (Grecia su tutti).

L'illiquidità del sistema bancario si è così intrecciata alla problematica del debito degli stati sovrani, aggravatosi proprio per i salvataggi³¹.

Proprio i debiti sovrani degli stati a rischio *default* sono stati al centro del ciclone della speculazione finanziaria nell'Eurozona e il tallone d'Achille sul quale sferrare la freccia dell'attacco all'Euro.

L'arrivo del FMI³² nell'Eurozona ha ingenerato la convinzione che i titoli dei debiti degli stati membri fossero a rischio e di conseguenza attaccabili dal-

²⁹ *Mifid*, *Markets in Financial Instruments Directive*, è il nome con cui è nota la direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004. Essa costituisce un passo importante verso la costruzione di un mercato finanziario integrato efficace e competitivo all'interno dell'UE e si inquadra nel più ampio "piano di azione per i servizi finanziari" (FSAP), varato nel 1999 e che si è concretizzato successivamente in ben 42 direttive.

³⁰ ROUBINI N., MIHM S., *La crisi non è finita*, 2010, p.163.

³¹ «Tirando le somme si potrebbe dire, perciò, che l'ingarbuglio tra debito delle banche e debito pubblico dell'Eurozona ha una configurazione diversificata ma interdipendente. L'elevato grado di interdipendenza richiederebbe una strategia comune per evitare effetti domino su entrambi i fronti.» DI GASPARO G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, 2011, cit. p. 409.

la speculazione. La mancanza di tempestività di intervento della BCE, la precaria coesione interna all'UE, lo *spread* e le società di *rating*³³ hanno concluso l'opera.

1.3. Reazioni europee alla crisi.

La BCE, pur con il vincolo della salvaguardia della stabilità dell'euro dall'inflazione, si è resa protagonista del finanziamento a breve del sistema, mentre ai singoli stati è rimasto l'onere di alleggerire i titoli tossici in bilancio con interventi a lungo termine. Tutte le banche dell'Eurozona sono state soccorse, a cominciare da quelle irlandesi nel 2008.

La liquidità fornita al sistema bancario è passata dai 400 mld del periodo precedente alla crisi ai 1.000 mld nel triennio 2007-2010³⁴.

Tuttavia, la BCE, si è tenuta ben distante da manovre di *quantitative easing*, poiché da statuto non può acquistare titoli del debito pubblico degli stati nazionali.

Ma le manovre della BCE, in un primo momento, sono state caratterizzate dall'improvvisazione e dal compromesso politico intergovernativo e così gli stati si sono dovuti “arrangiare” per trovare una soluzione solitaria³⁵.

L' attacco all'Euro poteva iniziare.

Gli stati membri con maggiori difficoltà iniziano ad indebitarsi ulteriormente, chiedendo prestiti anche alla FED, ben lieta di concederli per far rivalutare il Dollaro nei confronti dell'Euro.

³² Fondo Monetario Internazionale.

³³ Agenzie di certificazione del rischio che tengono in considerazione due parametri: l'affidabilità dell'emittente e la qualità del titolo emesso. Tre le maggiori: *Moody's*, *Standard and Poor's* e *Fitch*.

³⁴ BCE, Bollettino, Ottobre 2010.

³⁵ «L'accordo su di un primo finanziamento, a valere sul bilancio della UE, è stato un chiaro indicatore della diversità dei punti di vista. I tassi elevati di interesse proposti alla Grecia, Portogallo e Irlanda dall'UE per i suoi prestiti sono stati chiari segnali di prezzo per la speculazione finanziaria che è attratta dalla differenza sui tassi e che la stessa ha interesse a fomentare. Insomma, la palese mancanza di fiducia all'interno dell'Eurozona, si è estesa all'apprezzamento di tutto il debito sovrano espresso in euro, contribuendo a far salire i costi del rinnovo dei titoli in scadenza.» DI GASPARO G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, 2011, cit. p.424.

La decisione pilatesca di lavarsene le mani da parte dei paesi dell'Eurozona³⁶, nei confronti del debito pubblico ateniese nel 2010, è stato un chiaro segnale di come la frontiera europea era stata lasciata sguarnita e di come fosse possibile arrivare al cuore dell'Europa (la Germania) senza trovare una resistenza compatta³⁷.

Così tra la fine del 2010 e l'inizio del 2011 il contagio della crescita del costo del debito pubblico si è esteso a tutta l'area mediterranea, coinvolgendo Spagna, Portogallo e infine l'Italia³⁸. Lo *spread* non risparmia neanche i titoli francesi e di riflesso anche alcune delle sue maggiori banche esposte sul mercato dei titoli del debito pubblico.

Ad aggravare la situazione nell'Eurozona, come accennato nel paragrafo precedente, sono intervenute le società di *rating*. Le maggiori agenzie (*Moodys* e *Standard and Poor's*) hanno potuto approfittare della situazione per rifarsi una credibilità³⁹ con rigidissimi giudizi sui debiti sovrani degli stati europei, ingenerando il panico soprattutto sul rischio *default* della Grecia. Inoltre le agenzie non sono responsabili per le loro valutazioni obiettive e tecniche e per gli eventuali danni che la loro diffusione può provocare⁴⁰. Intervenendo però in Europa in pieno ciclo negativo (non in maniera retrospettiva come negli Stati Uniti) lo rafforzano e lo amplificano e una volta che il germe è inculcato questo trova facile terreno per autoalimentarsi. Profezia che si autoadempie.

Il 27 Aprile 2010 *S&P*⁴¹ declassa i titoli del debito pubblico greco a BB+, ossia a livello di “obbligazioni spazzatura”(junk bond) e il rischio contagio a livello europeo emerge evidente a tutti gli osservatori.

³⁶ Prima su tutte la Germania con la sua “fobia” dell'inflazione (e di un possibile inizio di manovre di *quantitative easing*) che si sarebbe potuta generare da un salvataggio della Grecia da parte della BCE.

³⁷ In tal senso si veda DI GASPARO G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, 2011, *La politica del carciofo*, pp.423-427.

³⁸ Nell'Aprile del 2010 il differenziale di rendimento tra i titoli del debito pubblico tedesco e quelli italiani si attestava allo 0,8%. Nell'estate del 2011 lo spread è impennato fino ad oscillare tra il 3 e il 4%.

³⁹ Le stesse agenzie che pochi giorni prima della dichiarazione di insolvenza di LB, classificavano i suoi titoli con la tripla A.

⁴⁰ In tal senso la Commissione UE nel 2011 ha formulato una proposta per la definizione di uno “standard europeo” per responsabilità civile delle agenzie di *rating*.

⁴¹ *Standard and Poor's*.

Nel mese di Maggio dello stesso anno l'Ecofin⁴² approva la costituzione dell'*European Financial Stability Facility* (EFSF) con il compito di emettere obbligazioni garantite dagli stati membri. I prestiti a favore degli stati in difficoltà devono essere negoziati con la “Troika” composta dalla Commissione UE, dalla BCE e dal FMI. Il fondo è partecipato, pro quota PIL, dagli stati della zona euro per un importo di 440 mld di euro. L'EFSF tuttavia era destinato ad essere sostituito dall'*European Stability Mechanism* (ESM), il cui trattato istitutivo è stato sottoscritto l'11 Luglio 2011.

1.4. La problematica dello spread.

Negli anni centrali della crisi lo *spread*, il differenziale di rendimento tra un'obbligazione e quello di un altro titolo preso a riferimento, è entrato fatalmente nel “gioco” perverso della speculazione alterando così le stime dei titoli oggetto di negoziazione e diventando il dato cui si guarda maggiormente per calcolare il livello di fiducia nei confronti di un determinato paese⁴³.

Nell'Eurozona, lo *spread*, più precisamente rappresenta il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali di un paese ed i loro omologhi tedeschi. Di conseguenza la Germania era preoccupata non solo di dover finanziare il *deficit* degli Stati prodighi⁴⁴, ma anche del fatto che un allentamento della pressione sullo *spread* le avrebbe fatto venir meno la possibilità di continuare a finanziarsi a “costo zero”⁴⁵.

⁴² Economic and Financial Affairs Council.

⁴³ Per una panoramica del diverso impiego del termine *spread* nelle cronache della crisi si veda, CEL-LINO, *Lo spread diventa sovrano anche in borsa*, in *Il Sole 24 Ore* del 2 Dicembre 2010; BUFACCHI, *Spread più larghi sui titoli di Stato*, in *Il Sole 24 Ore* del 9 Febbraio 2011; RIOLFI, *Le frasi che hanno fatto volare lo spread*, in *Il Sole 24 Ore* del 5 Agosto 2011; MASCIANDARO, *Perché lo spread conta (ma da solo non basta)*, in *Il Sole 24 Ore* del 4 Febbraio 2012; QUAGLIO, *Fisco e regole: va chiuso lo “spread” con l'UE*, in *Il Sole 24 Ore* del 9 Ottobre 2012.

⁴⁴ ZINGALES, *La scommessa di Draghi e il dovere dei governi*, in *Il Sole 24 Ore* del 9 Settembre 2012.

⁴⁵ CAPRIGLIONE F., *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, UTET, Torino, 2013.

Per questa ragione i veti imposti dalla Germania hanno fatto sì che la BCE, che già ha limiti nell'azione monetaria ben più ampi rispetto a quelli della FED, è stata costretta a muoversi tra obiettivi difficili.

I differenti livelli di *spread* sono così il frutto della situazione di scarsa coesione interna (finanziaria e politica) in cui versa l'Unione.

Per queste ragioni, le misure monetarie adottate negli ultimi anni, non hanno portato ad esiti definitivi ai fini di ricondurre lo *spread* ai livelli raggiunti nel primo decennio di vita dell'Unione Europea⁴⁶, pur tenendo in considerazione che in alcuni paesi (come l'Italia) sono stati realizzati interventi normativi volti ad apportare un effettivo miglioramento delle condizioni di bilancio⁴⁷.

Infatti, l'innalzamento dello *spread* dipende non solo dalla “forzata correlazione” tra i titoli di Stato tedeschi e i loro omologhi, ma anche da un fattore esogeno.

La domanda di titoli del debito pubblico espressi in euro (quindi di tutti gli Stati membri dell'Eurozona) dipende «*in prima battuta ed essenzialmente, dal tasso di cambio tra il dollaro e l'euro*»⁴⁸.

Per quanto concerne lo *spread*, sul fronte europeo si è avuta una svolta solo a partire dall'estate del 2012, dove con il governatore della BCE Mario Draghi sono stati introdotti nuovi interventi per far fronte alla situazione drammatica di alcuni paesi, interventi che però hanno trovato delle limitazioni nella loro applicazione sia per l'opposizione tedesca, sia negli stessi trattati istitutivi della BCE.

⁴⁶ DI CESARE-GRANDE-MANNA-TABOGA, *Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries*, cit., *passim* ove si ricollega il differenziale di tasso al rischio di degradazione dell'eurozona, ragion per cui i diversi casi lo *spread* si attesta su livelli superiori a quelli che potrebbero essere giustificati sulla base dei fondamentali fiscali e macroeconomici, *Bank of Italy occasional paper n.128*, 12 Settembre 2012.

⁴⁷ Si ricorda che nel nostro Paese, con legge costituzionale 20 Aprile 2012, n.1, è stato introdotto nella Costituzione il principio dell'equilibrio delle entrate e delle spese, denominato “pareggio di bilancio”, attraverso la modifica degli articoli 81, 97, 117 e 119 della Costituzione; provvedimento normativo destinato ad incidere sulla rendicontazione dell'intero aggregato delle pubbliche amministrazioni, compresi gli enti territoriali (regioni, province, comuni e città metropolitane).

⁴⁸ DI GASPARE G., *Anamorfosi dello spread*, Amministrazione in Cammino. Cit.

A tal proposito è necessario analizzare la BCE nel complesso dei suoi trattati fondamentali, nella sua strutturazione e negli obiettivi e competenze che le spettano.

CAPITOLO II

LA BANCA CENTRALE EUROPEA

SOMMARIO: 2.1. *La prevalenza di un modello tedesco.* – 2.2. *I trattati fondamentali della BCE: competenze ed obiettivi.* – 2.3. *Gli organi monetari della BCE.*

2.1 La prevalenza di un modello tedesco

Nel periodo postbellico si sono delineati due modelli di banca centrale, da un lato quello anglo-francese e dall'altro quello tedesco. I due modelli differiscono soprattutto per due aspetti: il primo riguarda gli obiettivi che la banca centrale deve perseguire, il secondo riguarda gli aspetti istituzionali del suo funzionamento.

Mentre nel modello tedesco, il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario e irrinunciabile (al quale tutti gli altri saranno subordinati), nel modello anglo-francese è solo uno degli obiettivi, quindi senza trattamento preferenziale, insieme alla stabilizzazione del ciclo economico e al mantenimento di un elevato livello occupazionale.

Prendendo in considerazione l'architettura istituzionale, il modello anglo-francese prevede la subordinazione politica della banca centrale, con le deci-

sioni di politica monetaria soggette all'approvazione dei governi, mentre il modello tedesco prevede esattamente l'opposto.

Principio cardine è l'indipendenza politica della banca centrale, in maniera tale che quest'ultima possa prendere decisioni relative ai tassi di interesse senza alcuna interferenza da parte delle autorità politiche⁴⁹.

Analizzando gli statuti della BCE nel prossimo paragrafo, risulta chiaro come i paesi europei, al tempo della stesura del Trattato di Maastricht⁵⁰, abbiano optato, nella negoziazione, per una prevalenza del modello tedesco. Risulta interessante analizzarne le ragioni.

Gli anni settanta hanno portato ad una vera e propria rivoluzione in ambito monetario e finanziario e le teorie keynesiane⁵¹ sono state “scalzate” dal monetarismo⁵². Secondo la visione monetarista, le autorità monetarie non possono sistematicamente diminuire il tasso di disoccupazione al di sotto del suo livello naturale e le banche centrali devono occuparsi unicamente di ciò che possono controllare, vale a dire il livello dei prezzi. *«La visione monetarista ha inoltre portato a una rinnovata concettualizzazione dei rapporti tra banca centrale e governo di uno Stato. Dato che le pressioni a favore delle politiche monetarie espansive, tese a stimolare l'economia, provengono solitamente da politici che perseguono vantaggi elettorali di breve periodo, si dovrebbe proteggere la banca centrale da tali interferenze politiche, rendendola un organismo indipendente»*⁵³.

⁴⁹ «Questo principio è custodito negli statuti della banca centrale e gelosamente difeso dai suoi responsabili.» PAUL DE GRAUWE, *Economia dell'unione monetaria*, Bologna, Il Mulino, 2013 cit., p.187.

⁵⁰ Il Trattato di Maastricht, o Trattato sull'Unione Europea, è un trattato che è stato firmato il 7 Febbraio 1992 a Maastricht, dai dodici paesi membri dell'allora Comunità Europea, oggi Unione Europea, che fissa le regole politiche e i parametri economici necessari per l'ingresso dei vari Stati aderenti nella suddetta Unione. È entrato in vigore il 1° novembre 1993.

⁵¹ «Durante gli anni cinquanta e sessanta, si assisté al trionfo del pensiero keynesiano. Si pensava che gli obiettivi di cui le autorità monetarie e fiscali dovessero farsi carico fossero l'elevata crescita economica e un basso livello di disoccupazione. Politiche monetarie e fiscali espansive erano viste quali strumenti necessari per conseguire tali obiettivi.» PAUL DE GRAUWE, *Economia dell'unione monetaria*, 2013, cit., p. 189.

⁵² La prima esposizione di tale pensiero è dovuta a Friedman [1967] nel suo celebre discorso inaugurale tenuto all'*American Economic Association*.

⁵³ PAUL DE GRAUWE, *Economia dell'unione monetaria*, 2013, cit., p.189.

Così il paradigma monetarista è divenuto, a partire dagli anni ottanta, quello prevalente tra i banchieri centrali (in particolar modo tra quelli europei) ritenendo l'indipendenza politica la condizione necessaria (ma non sufficiente) per conseguire la stabilità dei prezzi.

Per queste ragioni il modello della *Bundesbank*⁵⁴, il cui obiettivo principale è la stabilità dei prezzi e l'indipendenza politica lo strumento per conseguirlo, si è imposto nelle negoziazioni tra i banchieri centrali al momento della redazione del Rapporto Delors⁵⁵.

Tuttavia vi è un'ulteriore motivazione per la quale la *Bundesbank* è stata assunta a modello della nascente BCE. La Germania, nella marcia verso l'unione monetaria, ricopriva una posizione particolarmente strategica e l'ingresso nell'UEM avrebbe comportato, per le autorità tedesche, il rischio di dover farsi carico di un'inflazione maggiore di quella interna. Le autorità monetarie tedesche hanno così "imposto" che la stabilità dei prezzi e l'indipendenza politica avessero all'interno della BCE un peso ancora maggiore che nella *Bundesbank* stessa⁵⁶, ponendole come condizioni necessarie per l'ingresso tedesco nell'UEM.

Dall'esame degli articoli dello statuto della BCE si evince che le autorità monetarie tedesche sono riuscite a centrare questo obiettivo.

Infatti, il linguaggio impiegato dagli estensori degli statuti della BCE sui temi sopra citati è addirittura più severo e rigoroso di quello riscontrabile negli statuti della *Bundesbank*. La BCE è stata resa ancor più indipendente politicamente della banca centrale tedesca. Gli statuti di quest'ultima possono essere modificati dal parlamento tedesco a maggioranza semplice. Modificare lo sta-

⁵⁴ La *Deutsche Bundesbank* (traducibile con "Banca Federale Tedesca") è la Banca Centrale della Repubblica Federale Tedesca e, in quanto tale, è parte del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC). Grazie alla sua solidità e al suo prestigioso passato, la *Bundesbank* è il membro più influente del SEBC.

⁵⁵ Documento, così chiamato dall'allora Presidente della Commissione Jacques Delors, che rappresenta il vero punto di svolta nel processo di integrazione economica e monetaria in Europa.

⁵⁶ L'idea che l'indipendenza politica favorisca una minore inflazione è stata oggetto di numerose analisi empiriche. Studi di Bade e Parkin (1978), Demopoulos, Katsimbris e Miller (1987), Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991), Cukierman (1992), Alesina e Summers (1993), Eijffinger e Schaling (1995) mostrano che le banche centrali politicamente indipendenti tendono a generare meno inflazione di quelle banche che invece devono sottostare alle direttive del governo.

tuto della BCE, al contrario, è notevolmente più complicato, poiché può avvenire solamente mediante una revisione del Trattato di Maastricht, il che richiede l'unanimità tra tutti i paesi membri dell'Unione Europea, inclusi quelli non appartenenti all'unione monetaria.

2.2. I trattati fondamentali della BCE: competenze ed obiettivi.

L'unione economica e monetaria appare come una sorta di sistema speciale nell'ambito dell'Unione⁵⁷. Mentre in politica economica il ruolo più importante è attribuito al Consiglio e al Consiglio Europeo, in materia monetaria poteri pressoché esclusivi sono attribuiti alle autorità monetarie: il SEBC (Sistema europeo di banche centrali) e la BCE (Banca Centrale Europea).

Qualificate come istituzioni dall'art.13 TUE⁵⁸, le loro competenze e poteri sono disciplinati sia dal Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE)⁵⁹ che dallo Statuto, contenuto nel Protocollo n.4⁶⁰.

Essendo il SEBC un organo non autonomo, perchè composto dalla BCE e dalle banche centrali nazionali, è la BCE, fornita di personalità giuridica⁶¹, ad esercitare in concreto, con il suo apparato, le competenze in materia monetaria, ad iniziare dall'emissione e dal governo dell'euro⁶².

Gli obiettivi del SEBC sono specificati nell'art.2 del Protocollo n.4 il quale sottolinea che «*Conformemente agli articoli 127, paragrafo 1 e 282, paragrafo 2 (TFUE), l'obiettivo principale è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC, sostiene le politiche economiche generali dell'Unione [...]*». Sono attribuiti al SEBC an-

⁵⁷ UGO VILLANI, *Istituzioni di Diritto dell'Unione Europea*, Cacucci Editore, Bari, 2012, cit. p. 179.

⁵⁸ Trattato sull'Unione Europea, Maastricht, 1992.

⁵⁹ Art. 282, paragrafo 1, TFUE.

⁶⁰ Sullo Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea.

⁶¹ Art. 282, paragrafo 3, TFUE.

⁶² Ai sensi dell'art.128 TFUE: «1. *La Banca centrale europea ha il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote in euro all'interno dell'Unione. La Banca centrale europea e le banche centrali nazionali possono emettere banconote. Le banconote emesse dalla Banca centrale europea e dalle banche centrali nazionali costituiscono le uniche banconote aventi corso legale nell'Unione.*»

che i compiti fondamentali di: definire e attuare la politica monetaria dell'UE, detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri e svolgere le operazioni sui cambi⁶³.

Risulta fondamentale porre in evidenza, ai fini di questa trattazione, l'Art.21 del Protocollo n.4. Suddetto articolo, infatti, stabilisce che: «*Conformemente all'articolo 123 TFUE, è vietata la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia da parte della BCE o da parte delle banche centrali nazionali, a istituzioni, organi o organismi dell'Unione, amministrazioni statali [...] così come l'acquisto diretto presso gli Stati membri di titoli di debito da parte della BCE o delle banche centrali nazionali*». Proprio questo articolo sarà il punto fondamentale (che verrà trattato con maggiore efficacia nel Capitolo III) sul quale la Corte di Karlsruhe⁶⁴ ha rinviato la questione sugli OMT dinanzi alla Corte Europea di Giustizia di Strasburgo⁶⁵.

La BCE, come anticipato nel precedente paragrafo, si caratterizza per la sua posizione di forte indipendenza, sia dagli Stati membri che dalle istituzioni politiche europee. Questa scelta è il risultato del chiaro intento politico di salvaguardare la stabilità dei prezzi e, di conseguenza, di evitare spinte inflazionistiche. In questo modo le decisioni di politica monetaria sono sottratte ad ogni forma di condizionamento o di pressioni politiche provenienti da organi o istituzioni (europee e nazionali)⁶⁶. In tal senso, imperativo è l'art. 7 del Protocollo n.4: «*Conformemente all'art.130 TFUE, nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti dai trattati e dal presente statuto, né la BCE, né una banca centrale nazionale, né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni, dagli organi o dagli organismi dell'Unione, dai governi degli Stati*

⁶³ Art. 3, paragrafo 1, Protocollo n.4.

⁶⁴ Corte Costituzionale Tedesca.

⁶⁵ In tal senso, l' Art.35, paragrafo 1, Protocollo n.4: « *Gli atti o le omissioni della BCE sono soggetti ad esame o interpretazione da parte della Corte di Giustizia dell'Unione Europea nei casi ed alle condizioni stabiliti dai trattati. La BCE può avviare un'azione giudiziaria nei casi e nelle condizioni stabiliti dai trattati* ». Paragrafo 2 : « *Controversie tra, da un lato la BCE e, dall'altro, i suoi creditori, debitori o qualsiasi altra persona sono decise dai tribunali nazionali competenti, salvo nei casi in cui la giurisdizione sia attribuita alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea* ».

⁶⁶ UGO VILLANI, *Istituzioni di Diritto dell'Unione Europea*, 2012, p.180.

membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni, gli organi e gli organismi dell'Unione nonché i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della BCE o delle banche centrali nazionali nell'assolvimento dei loro compiti». La tipicità della posizione della BCE sembra indicare un certo grado di sfiducia verso i meccanismi politici ed è, dunque, orientata a sfuggire a questi ultimi. Si è privilegiata la neutralità tecnica dell'istituzione, così da consentirle di operare autonomamente le scelte di propria competenza⁶⁷. Tale indipendenza non implica, tuttavia, incomunicabilità tra le autorità monetarie europee e le istituzioni⁶⁸.

Particolarmente importante è anche il potere normativo della BCE, conferitogli dall'art.34 del Protocollo n.4, conformemente all'art.132 TFUE, la BCE può emanare regolamenti, decisioni, raccomandazioni e pareri per l'assolvimento dei compiti del SEBC. Essendo i regolamenti atti sostanzialmente normativi, ritorna ancora una volta il carattere indipendente della BCE, poiché questi sono adottati al di fuori di qualsiasi controllo o partecipazione di istituzioni politiche, mettendo in luce un profilo di quel *deficit* democratico che tuttora sussiste nell'ordinamento dell'Unione Europea.

La BCE svolge, inoltre, funzioni consultive, disciplinate dall'art.4 del Protocollo n.4, conformemente all'art.127, paragrafo 4 TFUE: *«La BCE viene consultata in merito a qualsiasi proposta di atto dell'Unione che rientra nelle sue competenze; dalle autorità nazionali, sui progetti di disposizioni legislative che rientrano nelle sue competenze, ma entro i limiti e alle condizioni stabiliti dal Consiglio».*

⁶⁷ F.CAPRIGLIONE, *Mercato Regole e Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, 2013, p.97.

⁶⁸ «Ai sensi dell'art. 284 TFUE, invero, il Presidente del Consiglio e un membro della Commissione possono partecipare, senza diritto di voto, alle riunioni del Consiglio direttivo della BCE, al quale il Presidente del Consiglio può anche sottoporre una mozione per l'approvazione. Il Presidente della BCE è invitato a partecipare alle riunioni del Consiglio su argomenti relativi agli obiettivi e ai compiti del SEBC. Infine il Presidente della BCE e gli altri membri del Comitato esecutivo, a richiesta del Parlamento o di propria iniziativa, possono essere ascoltati dalle commissioni competenti del Parlamento Europeo». UGO VILLANI, *Istituzioni di Diritto dell'Unione Europea*, 2012, cit., p. 181.

2.3. Gli organi monetari della BCE.

«La persistente rilevanza assunta dagli stati nazionali nell'UE ha reso necessario che nell'Eurozona si prevedessero istituzioni monetarie sufficientemente decentralizzate ma pur sempre in grado di condurre la politica monetaria in maniera unitaria. Il risultato è un'impalcatura istituzionale unica al mondo⁶⁹».

Le strutture di governo dell'Eurosistema istituite con il Trattato di Maastricht (oltre alla BCE e alle banche centrali nazionali dei paesi membri dell'UE) sono il Consiglio direttivo e il Comitato esecutivo.

Il Consiglio direttivo, ai sensi dell'art. 10 del Protocollo n.4, conformemente all'art. 283, paragrafo 1 TFUE, comprende i membri del comitato esecutivo della BCE e i governatori delle banche centrali nazionali degli Stati membri la cui moneta è l'euro. Il Comitato esecutivo è composto da un presidente, un vicepresidente e quattro altri membri nominati dal Consiglio europeo tra persone di riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario o bancario (art.11, Protocollo n.4).

Il Consiglio direttivo è l'organo decisionale più importante dell'Eurosistema. Secondo l'art. 12 del Protocollo n.4, il Consiglio direttivo formula la politica monetaria dell'Unione, prende le decisioni relative agli obiettivi monetari intermedi, ai tassi di interesse guida, all'offerta di riserve del SEBC e stabilisce i necessari indirizzi per la loro attuazione.

Al Comitato esecutivo, sempre secondo l'art.12, spetta l'attuazione della politica monetaria, secondo le decisioni e gli indirizzi stabiliti dal consiglio direttivo, impartendo le necessarie istruzioni alle banche centrali nazionali. Al comitato esecutivo, inoltre, possono essere delegati taluni poteri quando lo decide il consiglio direttivo. Il Comitato prepara, inoltre, le riunioni del Consiglio direttivo. Per questa ragione, il Comitato esecutivo gode di una posizione

⁶⁹ PAUL DE GRAUWE, *Economia dell'unione monetaria*, 2013, cit., p. 205.

strategica ed esercita un'influenza rilevante sul processo decisionale del consiglio.

Riguardo alle votazioni all'interno del Consiglio direttivo, queste non rispondono al principio della maggioranza qualificata, come avviene nel Consiglio europeo^{70 71}. Questo perché, in ottemperanza al Trattato di Maastricht, i membri del Consiglio direttivo devono operare unicamente nell'interesse dell'Eurozona nel suo complesso e non dei singoli paesi di appartenenza. Se fossero state previste votazioni a maggioranza qualificata, i membri del Consiglio direttivo si sarebbero potuti comportare alla stregua di rappresentanti nazionali.

Nel campo dell'unione economica e monetaria va menzionato anche il Comitato economico e finanziario, che svolge compiti consultivi e gli altri compiti indicati dall'art.134, par.2,TFUE e il Consiglio generale della BCE, istituito dal Protocollo sullo Statuto del SEBC e della BCE, come terzo organo decisionale della BCE.

L'intera struttura decisionale sopra descritta è detta “Eurosistema”. «*Tale struttura organizzativa combina l'unità decisionale e la decentralizzazione a livello di struttura e di attuazione delle decisioni*»⁷².

Questo decentramento di unità e soprattutto di controlli, con le banche centrali nazionali che hanno un ruolo rilevante nei processi decisionali (facendo parte del consiglio direttivo) ha fatto sì che spesso non si arrivasse a soluzioni e provvedimenti condivisi, specialmente riguardo la crisi, portando frequentemente a rinvii nell'entrata in vigore di questi.

A tal proposito nel prossimo capitolo saranno analizzati l'istituzione finanziaria dell'ESM (detto anche *Fondo Salva Stati*) e il programma OMT, una delle più recenti misure anticrisi annunciate dalla BCE, che hanno visto la loro entrata in vigore (ESM) e attivazione (OMT) ostacolata in particolar modo da un paese dell'Eurozona, la Germania.

⁷⁰ PAUL DE GRAUWE, *Economia dell'unione monetaria*, 2013, p.206.

⁷¹ A tal proposito Art. 10 del Protocollo n.4, Conformemente all'art. 283, paragrafo 1,TFUE.

⁷² PAUL DE GRAUWE, *Economia dell'unione monetaria*, 2013, cit., p. 207.

CAPITOLO III

LE MANOVRE ANTICRISI: ESM E OMT

SOMMARIO: 3.1. *Gli interventi antispread della BCE e l'ESM.* – 3.2 *OMT: Outright Monetary Transactions.* – 3.3. *La BCE ha superato il suo mandato? Il contenzioso dinanzi la Corte di Karlsruhe.*

3.1. *Gli interventi antispread della BCE e l'ESM.*

Nella seconda metà del 2011, con l'intensificarsi della crisi, per evitare forme di contagio ulteriore e una maggiore espansione degli squilibri interni all'eurozona, la BCE ha intensificato le sue manovre di intervento e ha attivato meccanismi specifici sui mercati finanziari.

«Vengono, quindi, in considerazione in primo luogo le operazioni del Security Market Programme con le quali si frappone un significativo ostacolo al divario tra i rendimenti dei titoli dei diversi Stati dell'UE, realizzando forme di temporanea stabilizzazione dei mercati e, dunque, evitando la possibilità di attacchi speculativi a danno di un determinato paese»⁷³.

Queste operazioni, sul piano strettamente giuridico, non vanno a violare in alcun modo la norma dell'Art. 123 TUE (divieto di prestiti agli Stati membri

⁷³ CAPRIGLIONE-SEMERARO, *Il Security Marker Programme e la crisi dei debiti sovrani. Evoluzione del ruolo della BCE*, cit., p. 259.

o acquisto di loro titoli sul mercato primario), in quanto sono realizzate sul mercato secondario e con controparti diverse dagli Stati emittenti.

Non risulta violato, inoltre, nemmeno l'Art. 125 TFUE (che nega l'assunzione di qualsiasi responsabilità, da parte dell'Unione, per quanto riguarda le passività contratte da Stati membri) in quanto le operazioni condotte nell'ambito del SMP, *«pur comportando per la BCE l'assunzione di una posizione creditoria verso gli Stati membri, non implicano il subentro nelle loro passività vietato dall'Art. 125^{74 75}»*.

Tuttavia tale meccanismo trova dei limiti significativi nel necessario contenimento degli interventi in parola entro ben delineati confini quantitativi e temporali, oltre che nel consenso dei paesi dell'UEM, in quanto l'azione deve essere condivisa da parte degli organi decisionali dell'Eurosistema⁷⁶.

Il programma SMP è stato attivato nel Maggio 2010 per Grecia, Irlanda e Portogallo ed è stato esteso, nell'Agosto 2011, a Spagna e Italia. Gli ultimi acquisti compiuti sotto l'ombrello del SMP risalgono al Settembre 2012: in totale sono stati impiegati 218 miliardi di euro, di cui 103 per l'acquisto di titoli di Stato italiani.

«L'impatto del programma sugli spread dei titoli di Stato è stato immediato e significativo: durante il primo giorno di operatività, lo spread tra i titoli di Stato greci e tedeschi calò di oltre 400 punti; all'atto della riattivazione nel 2011, gli spread spagnoli e italiani calarono di oltre 100 punti. Anche l'effetto di lungo periodo sui rendimenti è significativo ed è stimato in una diminuzione compresa tra 0,1 e 7 punti base per le obbligazioni a 10 anni per ogni 100 milioni di titoli acquistati. Secondo alcune analisi gli effetti del SMP potrebbero addirittura attestarsi intorno ai 200 punti base sui titoli italiani a 2

⁷⁴ CAPRIGLIONE F., *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, 2013, cit., p. 124.

⁷⁵ Perplessità in proposito sono state rappresentate da W. BUITER e E. RHABARI, *The future of euro area: fiscal union, break-up or blundering towards a you break your own it Europe*, in *Citygroup Global Markets Global Economics View*, 2011, 9 September.

⁷⁶ REICHLIN, *Il duello (e l'equivoco) tra la Cancelleria e Trichet*, *Corriere della Sera*, 20 Luglio 2011.

e 10 anni. Gli acquisti della BCE sembrano avere anche ridotto in misura significativa la volatilità delle obbligazioni governative⁷⁷».

Tra le “operazioni non convenzionali” della BCE, per contenere l'incremento degli *spread* ed impedire che questi arrivassero a livelli di intollerabilità con conseguenze catastrofiche a danno dei paesi in difficoltà, va menzionata la LTRO.

Sul finire del 2011 la BCE, oltre alla riduzione sino all'uno per cento del proprio tasso di interesse principale, ha dato il via ad una misura denominata *Longer-term refinancing operations* (LTRO), una erogazione di credito a basso costo e a lunga scadenza⁷⁸. Tale misura rappresenta una sostanziale reinterpretazione delle operazioni di mercato aperto, con l'obiettivo di fornire alle banche un più ampio limite temporale per la programmazione della loro liquidità⁷⁹. «Di fatto essa si è tradotta in uno straordinario “quantitative easing”, con l'emissione in due tornate di più di 1000 miliardi di euro di finanziamenti a basso costo a banche dell'eurozona, per tre anni e col beneficio di un'opzione di chiusura anticipata dell'operazione dopo un anno»⁸⁰.

In effetti, tramite le LTRO, le banche dell'eurozona hanno ottenuto circa 1000 miliardi di euro dalla BCE ad un tasso dell'1%: un quarto dei fondi è andato alle banche italiane. Le due aste a tre anni, risalenti al Dicembre 2011 e al Febbraio 2012, hanno immesso nel sistema una liquidità aggiuntiva pari a 523 miliardi.

Uno dei fini principali del programma era quello di risolvere l'*impasse* che si era venuta a creare nel mercato interbancario a causa della crisi di fiducia reciproca riguardo la solidità patrimoniale e di liquidità delle controparti.

⁷⁷ BARUCCI, CORSARO, MILANI, *Il punto sulle politiche monetarie non convenzionali*, FinRiskAlert, 24 Aprile 2014.

⁷⁸ A tal proposito ampiamente F. CAPRIGLIONE e G. SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'EU tra rischi e opportunità*, capitoli XI e XII.

⁷⁹ M. DRAGHI, *The euro, monetary policy and the design of a fiscal compact*, Ludwig Erhard Lecture, 15 December 2011. European Central Bank, Frankfurt am Main.

⁸⁰ CAPRIGLIONE F., *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, 2013, cit., p. 124.

«E' stato stimato che le iniezioni di liquidità delle LTRO abbiano diminuito in modo permanente i tassi di interesse sul mercato interbancario di circa 70-100 punti base. Non c'è invece evidenza riguardo ad un loro effetto significativo sui rendimenti delle obbligazioni governative⁸¹».

Le misure sopra descritte del SMP e LTRO insieme all'OMT (che sarà analizzata nel prossimo paragrafo) sono andate ad integrare il meccanismo previsto per la gestione della crisi ed espressamente programmato nella riforma della *governance* economica dell'UE: l' ESM.

L' *European Stability Mechanism* (detto anche fondo salva-stati) è andato a sostituire e potenziare i due meccanismi centralizzati di finanziamento a carattere temporaneo dell'*European Financial Stabilisation Mechanism* (EFSM) e del più cospicuo *European Financial Stability Facility* (EFSF)⁸².

I due fondi sopra citati hanno erogato prestiti *in primis* alla Grecia e *in secundis* a Irlanda (Novembre 2010) e Portogallo (Aprile 2011) reperendo le risorse sui mercati finanziari grazie alla garanzia degli altri paesi dell'eurozona.

L'ESM è un'istituzione finanziaria internazionale che si propone l'obiettivo di «*mobilizzare risorse...e fornire un sostegno alla stabilità,...a beneficio...* (degli Stati che ad esso hanno aderito) *che già si trovino o rischino di ritrovarsi in gravi problemi finanziari*»⁸³.

L'ESM (o con il suo acronimo italiano MES) è stato istituito dalle modifiche al Trattato di Lisbona (At.136) approvate il 23 Marzo 2011 dal Parlamento Europeo e ratificate dal Consiglio europeo a Bruxelles il 25 Marzo 2011⁸⁴. L'entrata in vigore del fondo, inizialmente prevista per la metà del 2013, a cause dell'aggravarsi della crisi dei debiti pubblici, fu anticipata su de-

⁸¹ BARUCCI, CORSARO, MILANI, *Il punto sulle politiche monetarie non convenzionali*, FinRiskAlert, 24 Aprile 2014.

⁸² Tale fondo fu istituito con Regolamento n.407/2010 del Consiglio dell'11 Maggio 2010 nel riferimento all'art.122,2 par. TFUE nel quale si prevede la possibilità di individuare «*le condizioni e la procedura per la concessione dell'assistenza finanziaria dell'Unione ad uno Stato membro che subisca o rischi di subire gravi perturbazioni economiche o finanziarie causate da circostanze eccezionali che sfuggono al suo controllo*». L'ESM avrebbe dovuto poi sostituire l'EFSM a partire dal Gennaio 2013, tale termine venne prima anticipato al Luglio 2012 e poi posticipato ad Ottobre 2012, compatibilmente con la ratifica da parte degli Stati membri che rappresentano il 90% del capitale.

⁸³ Art.1 e 3 del Trattato ESM.

⁸⁴ 494 voti favorevoli, 100 contrari, 9 astensioni.

cisione del Consiglio Europeo (9 Dicembre 2011) al Luglio 2012. Tuttavia, l'attuazione del fondo è stata temporaneamente sospesa in attesa della pronuncia da parte della Corte Costituzionale Tedesca sulla legittimità del fondo con l'ordinamento tedesco. La Corte di Karlsruhe ha sciolto il nodo giuridico il 12 Settembre 2012, pronunciandosi in favore della compatibilità del fondo all'ordinamento tedesco, seppur con alcune limitazioni⁸⁵.

La sua attivazione, avvenuta il giorno 8 Ottobre 2012, è stata salutata da Jean-Claude Juncker⁸⁶ come una «*Tappa storica nella costruzione dell'Unione monetaria*»⁸⁷.

L'organizzazione del MES è fondata su tre organi principali: il *Consiglio dei governatori*, con la facoltà di deliberare, è formato dai ministri finanziari dell'area euro; il *Consiglio di amministrazione*, con funzioni esecutive, è nominato dal Consiglio dei governatori; infine il *Direttore operativo*, con poteri di rappresentanza e gestione ordinaria. Partecipano al MES, in qualità di osservatori, anche il presidente della BCE e il commissario UE agli Affari economico-monetari.

Il MES dispone di uno *stock* di capitale autorizzato per un ammontare complessivo di 700 miliardi di euro, realizzato previo versamenti degli Stati membri (cui fanno carico le quote di contribuzione determinate in conformità al calcolo specificato in un apposito allegato allo statuto) (art.8).

Il fondo emette strumenti finanziari e titoli (con la garanzia dell'area euro, in proporzione alle quote di capitale nella BCE) e può acquistare titoli di stato dei paesi membri dell'eurozona sul mercato primario e secondario. Può, inoltre, concludere intese o accordi finanziari anche con istituzioni finanziarie

⁸⁵ *Fondo salva stati, sì della corte tedesca. «Ma ad alcune condizioni», Il Messaggero*, 12 Settembre 2012.

⁸⁶ Jean-Claude Juncker ha ricoperto la carica di Presidente dell'Eurogruppo dal'1 Gennaio 2005 al 30 Aprile 2012, data in cui ha rassegnato le dimissioni. Dal 28 Giugno 2014 ricopre la carica di Presidente della Commissione Europea.

⁸⁷ Si veda il testo di tale dichiarazione su www.freenewsonline.it.

e istituti privati. In caso di insolvenza di uno Stato finanziato dal MES, quest'ultimo avrà diritto a essere rimborsato prima dei creditori privati⁸⁸.

L'impiego dei fondi, tuttavia, è preordinato alla salvaguardia della stabilità dei singoli Stati membri in difficoltà. Per assicurare l'assistenza finanziaria necessaria a questi ultimi, il fondo eroga prestiti «*sulla base di condizioni rigorose*» che «*possono spaziare da un programma di correzioni macroeconomiche al rispetto costante di condizioni di ammissibilità predefinite*» (art.12, comma primo). Inoltre, possono essere attuati interventi sanzionatori per gli Stati che non dovessero rispettare le scadenze di restituzione, con i proventi destinati ad incrementare lo stesso MES⁸⁹.

È anche previsto che «*in caso di mancato pagamento, da parte di uno Stato membro dell'ESM, di una qualsiasi parte dell'importo da esso dovuto a titolo degli obblighi contratti in relazione a quote da versare[...]detto membro dell'ESM non potrà esercitare i proprio diritti di voto per l'intera durata di tale inadempienza*» (art.4, comma 8).

E' evidente come con l'ESM si sia voluto costruire un meccanismo caratterizzato da un particolare rigore, con una specifica attenzione sulla valutazione e la selezione dei beneficiari dell'assistenza finanziaria, sulle garanzie per un corretto funzionamento del fondo e per la formazione dei processi decisionali.

Per quanto concerne l'ultimo punto, l'Art.4 comma 2 dispone che le decisioni del Consiglio dei governatori e del Consiglio di amministrazione sono adottate di comune accordo, a maggioranza qualificata o a maggioranza semplice, conformemente alle disposizioni del trattato istitutivo di tale organismo⁹⁰. Per tutte le decisioni è necessaria «*la presenza di un quorum di due terzi dei membri aventi diritto di voto che rappresentino almeno i due terzi dei*

⁸⁸ Eurobond: le proposte sul tappeto, Lavoce.info.

⁸⁹ Euro, la minaccia degli speculatori, Il corriere della Sera, 11 Dicembre 2011.

⁹⁰ CAPRIGLIONE F., Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali, 2013, p.139.

diritti di voto». I diritti di voto di ogni Stato membro sono calcolati in proporzione al valore delle quote versate nel fondo.

Deliberata la concessione dell'aiuto finanziario, «il Consiglio dei governatori affida alla Commissione europea – di concerto con la BCE e, laddove possibile, insieme all'FMI – il compito di negoziare con il membro del MES interessato un protocollo d'intesa che precisi le condizioni contenute nel dispositivo di assistenza finanziaria» (Art.13).

Firmato il protocollo d'intesa, interviene il Consiglio di amministrazione che «approva l'accordo sul dispositivo di assistenza finanziaria che definisce gli aspetti finanziari del sostegno alla stabilità da fornire» (Art.13, comma 5), predisponendo «un idoneo sistema di avviso per garantire il tempestivo rimborso degli eventuali importi dovuti dal membro del MES» lasciando alla Commissione il «compito di monitorare il rispetto delle condizioni cui è subordinato il dispositivo di assistenza finanziaria» (Art.13, commi 6 e 7).

Nel concedere un sostegno alla stabilità, il MES, persegue inoltre la completa copertura dei costi operativi e di finanziamento e vi include un margine adeguato. Il tasso di interesse oltre alla copertura dei costi deve garantire un profitto al fondo dal ricevimento della richiesta (Art.9, comma 3).

*Tuttavia, sul finire dell'estate 2012, al termine di un periodo nel quale, a causa di un rinnovato senso di sfiducia dei mercati nella stabilità dell'euro, lo spread aveva avuto un'ennesima impennata, la BCE è intervenuta affiancando (e in alcuni casi sostituendo) ai meccanismi sopra citati (SMP, LTRO) una nuova tipologia di operazioni denominate *Outright Monetary Transactions* (OMT). Saranno analizzate nel prossimo paragrafo.*

3.2. OMT: *Outright Monetary Transactions*.

Durante la Global Investment Conference del 26 Luglio 2012 svoltasi a Londra, il Presidente della BCE Mario Draghi, affermò che: «Nell'ambito del suo mandato, la BCE è pronta a salvaguardare l'euro con ogni mezzo. E

credetemi, sarà sufficiente». Al noto “discorso di Londra” del numero uno dell'Eurotower ha fatto seguito l'entrata in scena delle Operazioni Monetarie Definitive, note con l'acronimo inglese OMT, annunciate dal Consiglio direttivo della BCE il 2 Agosto 2012 e successivamente illustrate nel dettaglio il 6 Settembre 2012.

Questa forma di intervento, come si può evincere dalle parole con le quali Mario Draghi l'ha presentata⁹¹, ha l'obiettivo della salvaguardia della politica monetaria della zona euro e di contrastare gli scenari “distruttivi” che avrebbe portato ad effetti negativi sulla stabilità dei prezzi nell'area euro.

«Ancora una volta il Presidente della BCE ha assunto nei confronti del Consiglio direttivo una posizione di fermezza e coerenza con le finalità proprie dell'istituto che si pone al centro dell'UEM e fonda il suo agire sull'irreversibilità dell'euro!»⁹².

Il piano “*antispread*” o “*salvaeuro*”, come viene chiamato dalla stampa l'OMT, consiste nell'acquisto illimitato, ovvero senza che la Banca Centrale Europea si ponga limiti quantitativi *ex ante*⁹³, di titoli di Stato a breve termine (con maturazione tra uno e tre anni). Le transazioni avvengono sul mercato secondario e la liquidità creata dal piano OMT viene completamente sterilizzata, in maniera tale da evitare che il piano diventi un modo per immettere liquidità nell'economia⁹⁴. La BCE rinuncia allo status di creditore privilegiato e si impegna inoltre a pubblicare mensilmente l'ammontare delle OMT effettuate, disaggregate per paese e il valore di mercato delle attività acquisite.

A partire dal Settembre 2012 l'OMT è andato a “sostituire” l'SMP, in quanto le finalità che quest'ultimo si prefiggeva sono state assolte dal primo.

⁹¹ «To address severe distortions in government bond markets which originate from, in particular, unfounded fears on the part of investors of the reversibility of the euro» Banca Centrale Europea, *Introductory statement to the press conference*, Frankfurt am Main, 6 September 2012.

⁹² CAPRIGLIONE F., *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, 2013, cit., p.126.

⁹³ In linea con la facoltà prevista dall'art.18 dello statuto di «operare sui mercati finanziari comprando e vendendo a titolo definitivo...prestando o ricevendo in prestito crediti e strumenti negoziabili, ... (nonché) ... effettuare operazioni di credito con istituzioni creditizie ed altri operatori di mercato, erogando i prestiti sulla base di adeguate garanzie».

⁹⁴ FEDERICA AGOSTINI, *OMT: cos'è e come funziona il piano anti spread. La BCE può salvare l'Euro?*, *Forexinfo.it*, 24 Ottobre 2012.

Tuttavia, vanno considerati anche i “costi” a carico di coloro che vogliono usufruire di tale operazione.

Infatti la BCE ha subordinato i suoi acquisti di titoli di Stato a specifiche condizioni (che devono essere sottoscritte dai paesi intenzionati a chiederne l'intervento), le quali sono «vincolanti anche per i governi futuri...nel quadro completo di un aggiustamento macroeconomico a pieno titolo...o in un programma preventivo (*Enhanced Conditions Credit Line*)⁹⁵».

Proprio queste condizioni richieste rappresentano il risvolto di maggior rilievo del piano OMT.

La BCE così svolge un ruolo di capofila non solo nel superamento della crisi, ma anche (e soprattutto) nell'impostare le “linee guida” per un'integrazione europea fondata su comportamenti improntati alla correttezza e al rigore.

«Si individua una realtà nella quale opportunamente la tecnica occupa gli spazi lasciati vuoti dalla politica, per certi versi sostituendosi a quest'ultima in un ruolo che diversamente risulterebbe silente⁹⁶».

E' difficile effettuare una valutazione puntuale della reale efficacia di tale operazione, anche se è sicuramente sorprendente la riduzione degli *spread* nelle settimane successive al 6 Settembre in «assenza di qualsiasi effettiva operazione⁹⁷».

Tuttavia l'operato di Mario Draghi (in particolare il programma OMT), è stato oggetto di forti critiche da parte del presidente della *Bundesbank* Jens Weidman e da parte della Corte Costituzionale Tedesca. “L'accusa” rivolta al Presidente della BCE è di aver agito oltre il suo mandato⁹⁸, che consiste esclu-

⁹⁵ GUNNELLA, *Crisi. OMT: il super bazooka anti-spread della BCE*, News, 18 Ottobre 2012.

⁹⁶ CAPRIGLIONE F., *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, 2013, cit., p.129.

⁹⁷ CAPRIGLIONE F., *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, 2013, p., 136.

⁹⁸ BCE, *Corte tedesca contro il piano Draghi: “Supera il suo mandato”*, *Il Fatto Quotidiano*, 7 Febbraio 2014.

sivamente nel vigilare sulla stabilità dei prezzi all'interno dell'UEM e nel “tenere a bada” l'inflazione⁹⁹.

Così la Corte di Karlsruhe è divenuta, con le sue sentenze riguardanti l'ESM prima e l'OMT poi, il crocevia fondamentale per l'approvazione di tali meccanismi e, di conseguenza, del salvataggio dell'Eurozona stesso.

3.3. La BCE ha superato il suo mandato? Il contenzioso dinanzi la Corte di Karlsruhe.

Martedì 12 e Giovedì 13 Giugno 2013, la Corte Costituzionale Tedesca ha tenuto una serie di udienze per decidere sulla legittimità delle politiche monetarie “non convenzionali” messe in atto dalla BCE.

Durante tali udienze sono stati sentiti, tra gli altri, il ministro delle Finanze tedesco Wolfgang Schäuble, il Presidente della Bundesbank¹⁰⁰ Jens Weidman e Jörg Asmussen, uno dei sei membri del comitato esecutivo della BCE (l'unico tedesco).

«La Corte, che ha sede a Karlsruhe, non ha formalmente alcun potere sulle decisioni della Banca Centrale Europea, ma può decidere sulla costituzionalità di alcune azioni intraprese dalla BCE e in particolare sul piano di acquisti di titoli di Stato annunciato da Mario Draghi tra Agosto e Settembre 2012¹⁰¹».

Tuttavia le udienze del 12 e 13 Giugno 2013 sono state fissate dopo gli sviluppi di un'altra causa legale riguardante la costituzionalità dell'*European Stability Mechanism* (ESM).

Infatti, dopo che la Corte Costituzionale Federale tedesca si era pronunciata favorevolmente (seppur con alcune limitazioni¹⁰²) il 12 Settembre 2012

⁹⁹ NICOLA SANTANGELO, *Debutta il programma OMT: Bce acquista obbligazioni dei Paesi in difficoltà*, *Lavoroimpresa.com*, 8 Settembre 2012.

¹⁰⁰ Acronimo per: Bundesbank.

¹⁰¹ *La BCE e la Corte costituzionale tedesca*, *Il Post*, 12 Giugno 2013, cit.

¹⁰² «(a) L'impegno finanziario della Germania derivante dal Trattato ESM non può eccedere il capitale sottoscritto, poco più di 190 miliardi di Euro, a meno che non vi sia un voto espresso del Parlamen-

riguardo l'ESM, circa trentacinquemila persone di varia provenienza ed estrazione politica avevano fatto ricorso alla Corte chiedendo che l'adesione tedesca all'ESM venisse bloccata¹⁰³.

Tra la miriade di ricorsi presentati nel Settembre 2012 dinanzi la Corte Costituzionale tedesca (dei quali una prima serie respinti) ne è stato presentato uno contro l'OMT.

Anche i magistrati tedeschi, con un comunicato, avevano affermato che “*ci sono gravi indizi*” che fanno pensare che il piano OMT «*violi il divieto di finanziamento diretto ai bilanci dei singoli Paesi*». Sempre attraverso un comunicato si era espressa anche la *Bundesbank* affermando che il programma “*deve essere considerato criticamente*”.

L'Art.123 TUE che regola l'attività dell'Eurotower (come visto nel precedente capitolo) sostiene infatti che l'istituto centrale non possa fornire direttamente finanziamenti agli Stati: secondo alcuni politici ed economisti tedeschi l'OMT violerebbe tale norma.

Da rilevare, inoltre, che la Germania è l'unico paese che prevede un voto del Parlamento per approvare ogni singolo piano di salvataggio europeo.

La Corte Costituzionale Tedesca ha “separato” le questioni (e quindi le sentenze) riguardanti l'ESM e l'OMT, anche se il ricorso contro il “bazooka” (come molti giornalisti hanno definito il piano OMT) era stato inserito tra i ricorsi nei confronti del piano ESM.

Martedì 18 Marzo 2014 la Corte di Karlsruhe, ribadendo la sentenza preliminare emessa nel Settembre 2012¹⁰⁴, ha confermato la legalità del fondo

to tedesco che sancisca il superamento di tale limite; (b) L'obbligo di riservatezza sui lavori dell'ESM non si applica nei confronti del Parlamento tedesco (Bundestag e Bundesrat), che dovrà sempre essere preventivamente informato.» GAMBARO E. e MAZZOCCHI F., *Alcune riflessioni sulla sentenza della Corte Costituzionale tedesca del 12 Settembre 2012*, Diritto24, 05 Ottobre 2012.

¹⁰³ «Tra i ricorrenti, che sostenevano che l'ESM limitasse il potere sovrano della Germania in particolare nell'uso dei fondi pubblici, c'era Peter Gauweiler, politico conservatore bavarese, il partito di sinistra Die Linke, alcuni accademici e il gruppo di opinione Mehr Demokratie, “più democrazia”», *La BCE e la Corte costituzionale tedesca*, Il Post, 12 Giugno 2013, cit.

¹⁰⁴ Il 12 Settembre 2012 la Corte Costituzionale Tedesca ha rigettato le istanze cautelari proposte al fine di inibire la ratifica da parte della Germania del Trattato che istituisce il Meccanismo di Stabilità Europeo e ha promulgato le rispettive leggi di approvazione. Il giorno successivo alla sentenza il Presidente della Repubblica Federale Tedesca Joachim Gauck ha sottoscritto il trattato. In data 27

salva-Stati ESM, rimuovendo così parte dell'incertezza degli ultimi anni sul futuro dell'eurozona e sui suoi meccanismi di salvataggio per affrontare la crisi.

«L'ESM ha affermato la Corte di Karlsruhe, non viola i diritti del Parlamento tedesco a decidere sulle questioni relative al bilancio della Germania, a patto che il Bundestag abbia la possibilità di esercitare, votando su ogni decisione, poteri di controllo sul fondo [...]»¹⁰⁵.

La sentenza ha scatenato le proteste dei ricorrenti e di alcuni euroscettici, tra i quali spicca l'economista Hans Werner Sinn, presidente dell'istituto IFO¹⁰⁶ di Monaco di Baviera.

Reazione completamente opposta quella di Wolfgang Schäuble, che aveva difeso l'ESM davanti alla Corte e che ha dichiarato la propria soddisfazione per la sentenza, interpretandola come una *«conferma della strada che abbiamo scelto per assicurare la stabilità della moneta»*. Della stessa opinione è il Direttore dell'ESM, Klaus Regling: *«La sentenza è buona per l'Europa e buona per la Germania»*.

Per quanto riguarda l'OMT, le cose sono andate diversamente.

La Corte di Karlsruhe, il 18 Marzo 2014 (giorno della sentenza sull'ESM), non ha menzionato il programma OMT, in quanto aveva già inviato il ricorso riguardante quest'ultimo alla Corte Europea di Giustizia di Strasburgo nel Febbraio precedente, con una serie di osservazioni pesantemente negative sulla legittimità del piano.

A tal proposito, la sentenza del 7 Febbraio 2014 della Corte Costituzionale Tedesca afferma che *«Il Senato ha separato le questioni che riguardano l'OMT del Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea del 6 Settembre*

Settembre 2012 la Germania ha depositato gli strumenti di ratifica del trattato presso il Segretario Generale del Consiglio. Ne consegue che il Trattato istitutivo dell'ESM è entrato in vigore in quanto ratificato dagli Stati membri rappresentanti più del 90% degli impegni di capitale.

¹⁰⁵ MERLI A., *ESM, si finale dei giudici tedeschi*, *Il Sole 24 Ore*, 19 Marzo 2014, cit.

¹⁰⁶ L'IFO, l'Istituto di informazione e ricerca (*Information und Forschung*) economica tedesco, con sede a Monaco è tra i più influenti *think tanks* («serbatoi di pensiero») europei. Fondato nel 1948, svolge attività di ricerca e analisi su questioni legate all'economia e alla politica economica in ambito nazionale ed europeo. Pubblica l'*IFO Business Climate Index*, l'indice che misura il grado di fiducia degli imprenditori tedeschi.

2012, ha messo in attesa questo procedimento e ha sottoposto diverse questioni alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea per una pronuncia pregiudiziale. Il tema delle questioni pregiudiziali sollevate è in particolare se l'OMT è compatibile con il diritto di primo livello dell'Unione Europea».

Secondo il punto di vista del Senato (che ha deciso con 6 voti a 2) ci sono ragioni importanti per assumere che il piano OMT superi il mandato di politica monetaria della BCE e che violi il divieto di finanziamento monetario del bilancio. Il Senato¹⁰⁷ è quindi incline a considerare l'OMT come un atto “*ultra vires*”¹⁰⁸ (viziato da eccesso di potere), tuttavia ritiene anche possibile che, se l'OMT fosse interpretato restrittivamente alla luce dei trattati, la sua conformità col diritto di primo livello EU potrebbe essere raggiunto.

Al riguardo sono chiare le considerazioni del Senato: «*Se si assume – cosa che sarà oggetto di interpretazione da parte della ECJ – che l'OMT vada qualificato come atto indipendente di politica economica, esso viola chiaramente l'Art.119 e l'Art.127 del TFUE*».

Inoltre aggiunge che: «*Se l'OMT violasse il divieto di finanziamento monetario del bilancio (Art.123 TFUE), anche questo dovrebbe essere considerato una trasgressione manifesta e strutturalmente significativa dei poteri. La violazione sarebbe manifesta perché il diritto primario prevede un esplicito divieto di finanziamento monetario del bilancio e, quindi, inequivocabilmente esclude tali poteri della Banca Centrale Europea*».

Il Senato ritiene anche che l'OMT «*mira ad un'elusione vietata dell'Art.123 del TFUE*» che, come ampiamente trattato nel precedente capitolo, vieta alla BCE l'acquisto di titoli di Stato direttamente alla emissione da parte degli Stati membri e, «*sembra evidente*» alla Corte, «*che tale divieto non può essere aggirato da misure funzionalmente equivalenti*».

¹⁰⁷ Il Secondo Senato della Corte Costituzionale Federale.

¹⁰⁸ «*L'esistenza di un atto ultra vires crea un obbligo delle autorità tedesche di astenersi dal dare esecuzione ad esso e un dovere di contestarlo. Tali doveri possono essere fatti valere davanti alla Corte Costituzionale, almeno nella misura in cui si riferiscono ad organi costituzionali*». CORTE COSTITUZIONALE FEDERALE TEDESCA, Comunicato stampa n.9/2014, “*In occasione del rinvio alla Corte di giustizia europea del giudizio sulla legittimità del programma OMT della BCE rispetto ai Trattati dell'Unione Europea*”, 7 Febbraio 2014.

Tuttavia la Corte di Karlsruhe lascia uno “spiraglio” all'OMT, nel caso in cui fosse interpretato o limitato in conformità col diritto primario e in modo tale da non minare la condizionalità dei programmi di assistenza EFSF/ESM e sia davvero solo di supporto rispetto alle politiche economiche dell'Unione.

Questo a condizione che «*i titoli di Stato degli Stati membri selezionati non siano acquistati fino a quantità illimitate*» e che si eviti, dove possibile, «*interferenze con la formazione del prezzo sul mercato*».

Se dovesse rispettare queste condizioni, il piano OMT più che un “bazooka” potrebbe rivelarsi un'arma spuntata.

Il contenzioso sulla legittimità dell'OMT è destinato a prolungarsi, in quanto i procedimenti della Corte Europea di Giustizia richiedono, in media, sedici mesi.

Pur ritenendo, in linea di principio, il piano OMT illegale, la Corte tedesca sembra disposta ad accettarlo qualora la Corte di Giustizia Europea di Strasburgo lo dichiarasse (come è molto probabile) legittimo.

«*Se quindi la Corte di Giustizia darà il via libera all'OMT, si può prevedere che anche la Corte tedesca si adeguerà. Le operazioni OMT sarebbero così salve e con esse la possibilità per la BCE di intervenire per stabilizzare gli spread sui titoli di Stato dei paesi oggetto di eventuali attacchi speculativi*¹⁰⁹».

A due anni di distanza dalla sua entrata in scena, il piano OMT, pur avendo avuto effetti benefici immediati sui mercati (con la sola dichiarazione di “nascita” nel Settembre 2012) e pur essendo stato oggetto di lungo contenzioso, non ha ancora all'attivo alcuna operazione.

¹⁰⁹ BAGLIONI A. e ESPOSITO M., *Sentenza di Karlsruhe: bicchiere mezzo pieno e mezzo vuoto*, *Lavoce.info*, 14 Febbraio 2014.

CONCLUSIONI

Il programma OMT della Banca Centrale Europea, pur avendo avuto un effetto immediatamente positivo sulla situazione economica della zona euro, si è rivelato controverso e così la Corte costituzionale tedesca di Karlsruhe ha rinviato la questione alla Corte di Giustizia Europea.

Tuttavia tale sentenza riflette un fraintendimento da parte della Corte tedesca su cosa sia una banca centrale e per questo la Corte di giustizia europea deve respingere le sue conclusioni.

L'argomento principale utilizzato dai giudici tedeschi (influenzati anche dal parere della Bundesbank) per respingere l'OMT riguarda il fatto che, nel momento in cui la BCE acquista titoli di Stato, mescola politiche monetarie e fiscali. La componente fiscale dell'OMT nasce dal fatto che i titoli di Stato acquistati dalla BCE possono perdere valore se i governi i cui titoli acquistati fanno default.

Se dovesse accadere una situazione simile, la BCE subirebbe una perdita e il suo capitale netto potrebbe essere spazzato via. La diretta conseguenza prevederebbe una ricapitalizzazione della BCE, con i governi membri “costretti” ad utilizzare il denaro dei contribuenti.

Per questa motivazione, tramite l'acquisto di titoli di Stato, la BCE metterebbe a rischio i contribuenti tedeschi (secondo la Corte di Karlsruhe) che si vedrebbero costretti a pagare tasse senza il dovuto processo democratico. In Germania, infatti, la decisione di imporre nuove tasse può essere presa solamente dal parlamento nazionale e non da un organo burocratico politicamente “irresponsabile” come la BCE.

Secondo i giudici tedeschi quindi si andrebbe a minare un principio molto importante, quello del “*no taxation without representation*”.

Tuttavia una tale argomentazione, come sostiene anche Paul de Grauwe (economista della London School of Economics), è errata.

Una prima cosa da sottolineare è che una banca centrale non può andare in default fintanto che ha il monopolio del potere di emettere moneta. Inoltre non ha bisogno di capitale (a differenza delle aziende private) in quanto può vivere perfettamente con capitale netto negativo. Finché la banca centrale mantiene la sua promessa di stabilità dei prezzi, qualsiasi attività di capitale netto, positivo o negativo, va bene.

Ci sono tuttavia dei rischi connessi direttamente con l'impiego del programma OMT.

Tali rischi riguarderebbero soprattutto una potenziale inflazione e il cosiddetto *moral hazard* (l'azzardo morale).

Ma questi rischi non hanno nulla a che fare con i contribuenti costretti a pagare una tassa senza voto democratico del parlamento nazionale.

Infatti, il rischio di inflazione deriva dal fatto che l'acquisto di un titolo di stato porta ad una creazione di base monetaria. Ciò che risulta importante sottolineare è però il fatto che l'OMT si attiverebbe in momenti di crisi finanziaria, quando gli agenti economici farebbero “a gara” per accaparrarsi la liquidità. Si può ben capire come una situazione di questo tipo non porterebbe certo ad un rischio di inflazione ma, al contrario, sarebbe molto più probabile una deflazione.

Il rischio di *moral hazard* è invece reale e nascerebbe perché l'OMT potrebbe dare ai governi incentivi a fare debiti e deficit più facilmente. Essendo espressamente previsto nel Patto di stabilità e crescita, è la Commissione Europea responsabile nel contenere il rischio di azzardo morale, avendo un mandato legale per poterlo fare.

Come afferma Paul de Grauwe: «Si può concludere che un importante argomento utilizzato dai giudici di Karlsruhe per dichiarare illegale l'OMT testimonia una spaventosa mancanza di comprensione delle basi del *central banking*. Il programma OMT non crea alcun rischio che i cittadini della zona euro debbano pagare imposte per le perdite della BCE. E' abbastanza terrificante che una sentenza così importante, che potrebbe minare la

necessaria responsabilità della BCE come prestatore di ultima istanza, sia basata sull'ignoranza. Si può solo sperare che la corte con sede in Lussemburgo non mostri lo stesso grado di ignoranza».

BIBLIOGRAFIA

MONOGRAFIE

- AKERLOF G.A, SHILLER R.J. *Spiriti animali*, Rizzoli, Bergamo, 2009, p.3;
- CAPRIGLIONE F. e SEMERARO G., *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'EU tra rischi e opportunità*, p.24;
- CAPRIGLIONE F., *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, UTET, Torino, 2013, pp.14-21-24-25-28-30-31;
- CAPRIGLIONE-SEMERARO, *Il Security Marker Programme e la crisi dei debiti sovrani. Evoluzione del ruolo della BCE*, p. 23;
- DE GRAUWE PAUL, *Economia dell'unione monetaria*, Bologna, Il Mulino, 2013, pp.17-22-23;
- DI GASPARRE G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Cedam, Padova, 2011, pp. 2-3-4-7-10-11-12;
- MORRIS C.R., *Crack*, Elliot, Roma, 2008, pp.2-4-6-10;
- PHILIPS K., *Soldi sporchi*, Garzanti, 2010, pp.5-7-8;
- POSNER R.A., *La crisi della democrazia capitalista*, Università Bocconi, Milano, 2010, pp.4-8;
- ROUBINI N., MIHM S., *La crisi non è finita*, Feltrinelli, Milano, 2010, pp.7-9-11;
- STIGLIZ J.E., *L'economia globale in caduta libera*, Einaudi, Torino, 2010, p.6;
- VILLANI UGO, *Istituzioni di Diritto dell'Unione Europea*, Cacucci Editore, Bari, 2012, p.19-20-21;

SITOGRAFIA E ARTICOLI

- AGOSTINI FEDERICA, *OMT: cos'è e come funziona il piano anti spread. La BCE può salvare l'Euro?*, *Forexinfo.it*, 24 Ottobre 2012, p.30;
- BAGLIONI A. e ESPOSITO M., *Sentenza di Karlsruhe: bicchiere mezzo pieno e mezzo vuoto*, *Lavoce.info*, 14 Febbraio 2014, p.36;
- BARUCCI, CORSARO, MILANI, *Il punto sulle politiche monetarie non convenzionali*, *FinRiskAlert*, 24 Aprile 2014, pp.24-26;
- BCE, *Corte tedesca contro il piano Draghi: "Supera il suo mandato"*, *Il Fatto Quotidiano*, 7 Febbraio 2014, p.31;
- BUFACCHI, *Spread più larghi sui titoli di Stato*, in *Il Sole 24 Ore* del 9 Febbraio 2011, p.14;
- BUITER W. e RHABARI E., *The future of euro area: fiscal union, break-up or blundering towards a you break your own it Europe*, in *Citygroup Global Markets Global Economics View*, 2011, 9 September, p.24;
- CELLINO, *Lo spread diventa sovrano anche in borsa*, in *Il Sole 24 Ore* del 2 Dicembre 2010, p.14;
- DELLA CANNEA, *L'Unione economica e monetaria venti anni dopo: crisi e opportunità*, in *Costituzionalismo.it*, Gennaio 2012, p.10;
- *Euro, la minaccia degli speculatori*, *Il corriere della Sera*, 11 Dicembre 2011, p.28;
- DI GASPARE G., *Anamorfosi dello spread*, *Amministrazione in Cammino*, p.14;
- *Fondo salva stati, sì della corte tedesca. «Ma ad alcune condizioni»*, *Il Messaggero*, 12 Settembre 2012, p.27;

- GAMBARO E. e MAZZOCCHI F., *Alcune riflessioni sulla sentenza della Corte Costituzionale tedesca del 12 Settembre 2012*, *Diritto24*, 05 Ottobre 2012, p.32;
- GUNNELLA, *Crisi. OMT: il super bazooka anti-spread della BCE*, *News*, 18 Ottobre 2012, p.31;
- *La BCE e la Corte costituzionale tedesca*, *Il Post*, 12 Giugno 2013, p.32;
- MASCIANDARO, *Perchè lo spread conta (ma da solo non basta)*, in *Il Sole 24 Ore* del 4 Febbraio 2012, p.14;
- MERLI A., *ESM, si finale dei giudici tedeschi*, *Il Sole 24 Ore*, 19 Marzo 2014, p.34;
- QUAGLIO, *Fisco e regole: va chiuso lo “spread” con l'UE*, in *Il Sole 24 Ore* del 9 Ottobre 2012, p.14;
- REICHLIN, *Il duello (e l'equivoco) tra la Cancelleria e Trichet*, *Corriere della Sera*, 20 Luglio 2011, p.24;
- RIOLFI, *Le frasi che hanno fatto volare lo spread*, in *Il Sole 24 Ore* del 5 Agosto 2011, p.14;
- SANTANGELO NICOLA, *Debutta il programma OMT: Bce acquista obbligazioni dei Paesi in difficoltà*, *Lavoroimpresa.com*, 8 Settembre 2012, p.31;
- ZINGALES, *La scommessa di Draghi e il dovere dei governi*, in *Il Sole 24 Ore* del 9 Settembre 2012, p.14;

DIRETTIVE, BOLLETTINI E COMUNICATI

- BANCA CENTRALE EUROPEA, *Introductory statement to the press conference*, Frankfurt am Main, 6 September 2012, p.30;
- BCE, *Bollettino*, Ottobre 2010, p. 12;

- CORTE COSTITUZIONALE FEDERALE TEDESCA, Comunicato stampa n.9/2014, *“In occasione del rinvio alla Corte di giustizia europea del giudizio sulla legittimità del programma OMT della BCE rispetto ai Trattati dell'Unione Europea”*, 7 Febbraio 2014, p.35;
- DI CESARE-GRANDE-MANNA-TABOGA, *Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries*, Bank of Italy occasional paper n.128, 12 Settembre 2012, p.15;
- Direttiva 89/646/CEE del 15.12.1989, p.9;
- DRAGHI M., *The euro, monetary policy and the design of a fiscal compact*, Ludwig Erhard Lecture, 15 December 2011, European Central Bank, Frankfurt am Main, p.24.