



DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

CATTEDRA DI SCIENZA DELLE FINANZE

**IL MECCANISMO EUROPEO DI
STABILITÀ (MES) :
IL CASO DELLA CRISI GRECA**

ANNO ACCADEMICO 2020/2021

RELATORE
Prof.ssa Chiara Oldani

CANDIDATO
Filippo Marini
Matricola 233121

INDICE

Introduzione	4
CAPITOLO 1: IL MES.....	6
1.1 Definizione e natura giuridica	6
1.2 Il Meccanismo Europeo di Stabilizzazione Finanziaria (MESF) e il Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (FESF).....	6
1.3 Governance.....	8
1.4 Condizioni di accesso al Fondo.....	9
1.5 Strumenti	10
1.6 Membri e capitale sottoscritto	11
1.7 Criticità del MES.....	12
1.8 <i>Social Bond Framework</i> : Il MES contro l'emergenza sanitaria del Coronavirus	13
1.9 Riforma del trattato istitutivo del MES	15
CAPITOLO 2: LA CRISI ELLENICA	20
2.1 Origini	20
2.2 Le politiche di adeguamento all'UEM	21
2.2.1 Effetti inattesi	22
2.3 L'effetto Olimpiadi.....	24
2.4 L'anno della crisi.....	25
2.4.1 La risposta dell'Europa	27
2.5 Il ruolo delle agenzie di rating.....	29
2.5.1 Il caso studio della Grecia	31
2.6 Gli effetti della crisi del 2008 e l'inizio della crisi del debito sovrano	32
2.7 Le principali criticità strutturali: il sistema pensionistico e l'evasione fiscale.....	34
2.8 La crisi greca dei dati	36
2.9 Il ruolo della corruzione e della crisi dei valori.....	37
2.9.1 Il futuro della Grecia: dentro o fuori dall'UEM?	39
CAPITOLO 3: L'ASSISTENZA FINANZIARIA ALLA GRECIA....	41
3.1 Primo programma (2010-2012).....	41
3.2 Istituzione del FESF e del MES	42
3.3 Il ruolo del FMI nei programmi greci	44
3.4 Obiettivi del MES greco.....	45
3.5 Strategie del Programma:	47
3.5.1 Minimizzare il contagio.....	47
3.5.2 Ridurre il deficit e il debito pubblico	49
3.5.3 Rafforzare le istituzioni e la loro indipendenza.....	49

3.5.4 Ripristinare la fiducia e la cultura dei pagamenti.....	50
3.6 Criticità del programma.....	52
3.7 Analisi dell'efficacia del programma MES.....	54
3.7.1 Risanamento delle finanze pubbliche.....	54
3.7.2 Riforme strutturali	56
3.7.3 Rafforzamento delle istituzioni	58
3.7.4 Settore bancario.....	59
3.8 Conseguenze inaspettate.....	61
Conclusione	63
Bibliografia	65

Introduzione

Dall'inizio della crisi del debito sovrano, i paesi europei hanno dovuto compiere passi drastici per consolidare le loro finanze e i loro deficit di bilancio. Nonostante la forte opposizione dell'opinione pubblica e gli effetti di breve periodo ampiamente dannosi, i paesi europei hanno intrapreso molte delle riforme e dei tagli alla spesa pubblica imposti/raccomandati a livello internazionale. La Grecia ha rappresentato un importante banco di prova in quanto beneficiaria di due prestiti di salvataggio, nonché di un processo di cancellazione del debito che coinvolgeva il settore privato. La situazione del bilancio del governo greco ha giocato un ruolo centrale nella crisi del debito dell'eurozona, facendo emergere la necessità di attuare forti misure di risanamento, con potenziali effetti negativi sull'economia. A causa delle deboli prospettive economiche della Grecia, i mercati finanziari hanno dubitato che il Paese potesse risolvere il proprio problema fiscale, portando gli investitori a richiedere enormi premi al rischio nel detenere il debito pubblico greco. Per questo motivo, nel maggio del 2010 la Grecia richiede un piano di salvataggio internazionale con la partecipazione dell'UE, BCE e FMI.

Il seguente elaborato si occuperà di chiarire in primo luogo in cosa consista il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES), fornendo una dettagliata descrizione del suo funzionamento e delle sue criticità. Le risposte politiche dell'UE consistevano in due tipi di misure: prestiti di salvataggio e politiche di austerità, ovvero misure macroeconomiche restrittive che comportano tagli alla spesa pubblica e aumenti delle tasse, nonché riforme strutturali volte a liberalizzare il mercato del lavoro e dei prodotti. I prestiti di salvataggio sono stati la prima linea di difesa dell'UE per evitare inadempienze da parte degli Stati membri sul loro debito sovrano. Molte delle riforme imposte come condizioni per il salvataggio erano attese da tempo e avrebbero potuto promuovere un'economia più aperta, trasparente, meritocratica e competitiva. Tuttavia, come vedremo in seguito, le scadenze allegate ai programmi proposti non erano realistiche. Risulta dunque importante comprendere le cause della crisi ellenica, che sono riconducibili a partire dagli anni Ottanta.

Il secondo capitolo ci permetterà di approfondire quest'ultime, fornendo una chiara panoramica delle principali criticità che affliggevano l'economia greca. A partire dall'adesione all'Unione Economica e Monetaria (UEM), la Grecia non è riuscita a beneficiare dei vantaggi relativi all'adozione della moneta unica (l'euro): la crescita economica si è basata su un calo di costi di finanziamento e su spese ed investimenti

improduttivi. L'avvento della crisi del 2008 non aveva fatto altro che esacerbare l'inevitabile rischio di default della Grecia, insieme ad un prospettiva populista di Grexit, che minava la salvaguardia del sistema finanziario europeo.

Infine, nel terzo capitolo, verrà analizzata l'effettiva efficacia dei programmi di assistenza finanziaria fornita alla Grecia, in particolare del MES. Quest'ultimo ha contribuito a limitare il rischio di contagio finanziario e ha permesso il mantenimento della fiducia nei confronti dell'euro sino a oggi, tuttavia non senza conseguenze sociali per la Grecia.

CAPITOLO 1: IL MES

1.1 Definizione e natura giuridica

Il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) è un'organizzazione internazionale istituita il 2 febbraio del 2012 sulla base di un trattato intergovernativo entrato in vigore l'8 ottobre 2012, a seguito della ratifica dei 17 Stati membri (oggi 19). Esso costituisce uno strumento finanziario permanente nato come fondo istituito dagli Stati membri dell'eurozona, con finalità assistenziale ai paesi partecipanti. L'istituzione di un meccanismo permanente di stabilità dell'area euro viene consentita da un'apposita modifica dell'articolo 136 del Trattato sul Funzionamento dell'UE (TFUE), che prevede l'aggiunta del seguente paragrafo:

«Gli Stati membri la cui moneta è l'euro possono istituire un meccanismo di stabilità da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme. La concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una rigorosa condizionalità».

Il vigente trattato, come stabilisce l'articolo 3, conferisce al MES il potere di raccogliere fondi al fine di mobilitare risorse finanziarie e fornire un sostegno, secondo rigorose condizioni, ai membri che si trovano o rischiano di trovarsi in gravi problemi finanziari. La finalità è salvaguardare la stabilità dell'area euro nel suo complesso e dei membri del MES stesso. L'assistenzialità è subordinata alle condizioni di necessità e di precauzionalità, ovvero all'ipotesi in cui la crisi strutturale in atto (o anche solo temuta concretamente) di uno Stato possa potenzialmente minare in maniera pregiudizievole la stabilità finanziaria dello Stato membro in questione o dell'Eurozona nel suo insieme. Il MES, dunque, si concretizza in una serie di azioni che vengono proporzionate alla tipologia di assistenza finanziaria richiesta, secondo il rispetto del principio della "rigorosa condizionalità".

1.2 Il Meccanismo Europeo di Stabilizzazione Finanziaria (MESF) e il Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (FESF)

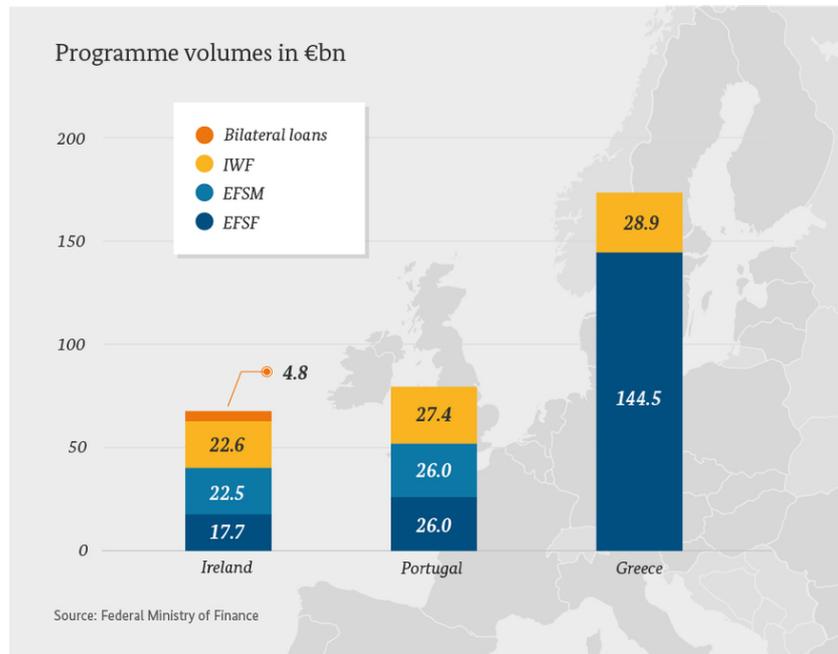
Il MES, dal momento in cui è entrato in vigore, ha in un primo momento affiancato e poi sostituito i due precedenti meccanismi di stabilizzazione finanziaria: il Meccanismo Europeo di Stabilizzazione Finanziaria (MESF) e il Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (FESF).

Il MESF¹, istituito nel 2010, è stato adottato a seguito della crisi finanziaria del 2008 per fornire assistenza ai paesi dell'EU in difficoltà, preservando la stabilità finanziaria della zona euro. L'assistenza veniva erogata sotto forma di prestito o linea di credito al paese richiedente. Il ruolo della commissione europea era quello di sottoscrizione di prestiti sui mercati di capitali o da istituzioni finanziarie, di concerto alla decisione adottata dal consiglio dell'UE a maggioranza qualificata. La Commissione aveva a disposizione 60 miliardi di euro sui mercati finanziari garantiti dal bilancio dell'UE. Il MESF è stato attivato dal 2011 al 2014 per Portogallo e Irlanda, che hanno usufruito complessivamente di circa 47 miliardi di euro.

Il FESF², similmente al MESF, venne istituito nello stesso anno come meccanismo di assistenza finanziaria agli Stati membri dell'UE. Esso, per mezzo di obbligazioni e di altri strumenti di debito sul mercato dei capitali, ha erogato circa 440 miliardi di euro di prestiti. Ad usufruirne furono Irlanda, Portogallo e la Grecia nel periodo dal 2011 al 2013. Dalla figura 1 è possibile osservare i fondi erogati per ciascun paese nell'arco dei tre anni.

FONDI EROGATI A IRLANDA, PORTOGALLO E GRECIA

Figura 1



Fonte: BMF (2019)

¹ Regolamento (UE) n. 407/2010 del Consiglio

² Regolamento (UE) n. 407/2010 del Consiglio

1.3 Governance

L'assetto organizzativo del MES è composto da un consiglio di governatori (art. 5 del Trattato Istitutivo del MES), un consiglio di amministrazione (art. 6) e un direttore generale (art. 7). L'organo al quale spettano le decisioni principali è il Consiglio dei Governatori (*Board of Governors*), composto dai Ministri responsabili delle finanze degli Stati membri della zona euro e presieduto dal presidente dell'eurogruppo Paschal Donohoe, che ha assunto l'incarico il 13 luglio 2020.

L'articolo 5 definisce la composizione dei membri del consiglio, le procedure di nomina degli stessi, e, in particolare il comma 6, le materie per le quali si richiedono decisioni di comune accordo. Nello specifico il consiglio delibera di comune accordo riguardo alla richiesta di capitale, modifica e valutazione di opportunità di crescita di capitale della BCE. Vengono inoltre decise le condizioni del protocollo d'intesa, di politica economica e la fissazione dei tassi d'interesse (di concerto con la BCE). Per quanto riguarda invece le decisioni adottate a maggioranza qualificata si fa riferimento al comma 7, il quale prevede delibere attinenti alla nomina del Direttore Generale e durata del mandato, l'approvazione del rendiconto annuale del MES e la redazione dello statuto del MES. Vengono inoltre trattate delibere riguardanti il regolamento interno del consiglio dei governatori, del consiglio di amministrazione e infine qualsiasi altra decisione necessaria non espressamente contemplata dal trattato.

Il Consiglio di Amministrazione (*Board of Directors*) è composto da 19 funzionari esperti nominati dai Governatori, scelti tra persone di elevata competenza in materia economica e finanziaria. Alle riunioni di tale organo possono partecipare la Commissione Europea e la BCE in qualità di osservatori. Il CDA ha il compito di assicurarsi che il MES sia gestito in conformità al trattato e allo statuto adottato dal Consiglio dei Governatori. Quest'ultimo stabilisce inoltre quali attività siano incompatibili con le funzioni di amministratore, lo statuto del MES e il regolamento interno del CDA.

Il consiglio di amministrazione, stando al comma 5 dell'Art.6 del Trattato Istitutivo del MES, adotta le proprie decisioni a maggioranza qualificata, salvo non sia diversamente disposto dal Trattato. In particolare, in caso di delega da parte del Consiglio dei Governatori riguardo materie ad esso competenti, si applicano le regole di voto dell'Art.5. Il vertice amministrativo dell'organismo, infine, è affidato a un Direttore Generale (Art. 7) che partecipa alle riunioni del consiglio dei governatori, presiede quelle del CDA, ed è il rappresentante legale del MES. Ricopre inoltre il ruolo di capo del personale,

gestendone gli affari correnti sotto la direzione del CDA. Il DG è nominato dal consiglio dei governatori ed è scelto fra i candidati aventi la nazionalità di uno Stato membro del MES, dotati di elevata competenza nel campo economico e finanziario, oltre che esperienza internazionale pertinente. Il mandato ha durata quinquennale ed è rinnovabile solo una volta, fermo restando l'ipotesi di decadenza dalle sue funzioni qualora lo decida il consiglio dei governatori.

1.4 Condizioni di accesso al Fondo

Secondo l'articolo 13 del Trattato Istitutivo del MES la procedura per la concessione del sostegno alla stabilità deve essere presentata da un membro del MES al presidente del consiglio dei governatori. Quest'ultimo una volta ricevuta la domanda, cooperando con la BCE, assegna alla Commissione europea il compito di effettuare le seguenti valutazioni:

1. Valutazione della possibilità che vi sia un rischio della stabilità finanziaria della zona euro, fatta eccezione nel caso in cui la BCE abbia già presentato un'analisi secondo l'articolo 18, paragrafo 2.
2. Valutazione della sostenibilità del debito pubblico dello Stato richiedente, se possibile da effettuarsi insieme al FMI.
3. Valutazione delle effettive risorse finanziarie necessarie o potenziali.

Il processo di approvazione della domanda presentata coinvolge lo Stato interessato e la commissione europea nella negoziazione di un protocollo di intesa che specifichi le condizioni contenute nel dispositivo di assistenza finanziaria.

Allo stesso tempo il direttore generale del MES prepara una proposta di accordo contenente un dispositivo di assistenza finanziaria con le relative modalità finanziarie, condizioni e la scelta degli strumenti che dovrà essere adottata dal consiglio dei governatori (art.13, comma 3).

In base al tipo strumento di assistenza finanziaria scelto, ogni Stato deve rispettare le condizioni imposte, che possono essere più o meno rigorose.

Tali condizioni possono riferirsi sia ad azioni che programmi da attuare volti al miglioramento del bilancio dello Stato. Nel caso in cui venga fissato un obiettivo quantitativo da rispettare, allo Stato viene lasciata la possibilità di definire gli strumenti necessari per il raggiungimento dello stesso. La Commissione europea, insieme alla BCE e al FMI, ha poi il compito di monitorare l'adempimento delle condizioni concordate.

1.5 Strumenti

Il MES, avendo come obiettivo la stabilizzazione finanziaria (art. 12 del Trattato Istitutivo del MES), interviene commisurando il tipo di strumento di sostegno alla situazione da fronteggiare. In particolare, può:

- Concedere l'assistenza finanziaria sotto forma di linea di credito condizionale precauzionale o soggetta a condizioni rafforzate, a patto che siano rispettate le condizioni precisate nel protocollo d'intesa firmato dal direttore generale. Nell'ipotesi in cui uno Stato abbia già ricevuto fondi, viene deciso dal consiglio di amministrazione se la linea di credito sia ancora adeguata o debba essere cambiata (art. 14).
- Concedere assistenza finanziaria sotto forma di prestito con l'obiettivo di ricapitalizzare le istituzioni finanziarie dello Stato stesso (art. 15, comma 1)
- Fornire assistenza finanziaria sotto forma di prestiti non connessi ad uno specifico obiettivo, ma ad un programma di aggiustamento macroeconomico contenuto del protocollo d'intesa (art. 16).
- Acquistare titoli di debito emessi sul mercato primario da un membro del MES, specificando le condizioni associate nel protocollo d'intesa (art.17).
- Acquistare titoli di debito attraverso operazioni sui mercati secondari conformemente all'articolo 12, paragrafo 1. Gli interventi sono effettuati sulla base di un'analisi condotta dalla BCE (art.18).

Il MES per finanziarsi può emettere titoli di debito o richiedere prestiti per ottenere capitale aggiuntivo. Vi sono tre tipologie di titoli sul mercato primario utilizzati dal MES (stando alla c.d. funding strategy³). Gli ESM-Bills, paragonabili ai “Buoni del Tesoro” emessi dallo Stato, sono titoli di debito a breve termine la cui scadenza non supera i 12 mesi. Gli ESM-Bonds sono invece obbligazioni a lunga durata con una scadenza massima di 45 anni. Infine, gli N-Bonds sono obbligazioni di diritto tedesco emesse in collocamenti privati, il cui obiettivo è la diversificazione e il miglioramento del portafoglio. L’emissione dei titoli del MES avviene mediante due metodi: aste e sindacati. Le aste prevedono il piazzamento di offerte sul rendimento o sul prezzo del Bond o del titolo che sta per essere messo. Per quanto riguarda i sindacati invece, l’intera emissione avviene mediante rivendita delle obbligazioni sul mercato. Il MES, insieme all’FESF, è l’unico organismo sovranazionale ad emettere i titoli secondo queste modalità.

1.6 Membri e capitale sottoscritto

Secondo l’articolo 2 del Trattato Istitutivo del MES l’adesione viene concessa a tutti gli Stati membri dell’UE, con previa approvazione da parte del consiglio dell’UE. Dalla sigla del trattato avvenuta nel 2012 ad oggi, i membri del MES sono diventati 19. Essi sono Austria, Belgio, Cipro, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Portogallo, Slovacchia, Slovenia, Spagna.

In riferimento all’art.8, lo stock totale di capitale sottoscritto è composto da 7.047.987 milioni di quote dal valore nominale di 100,000 euro per un ammontare totale pari a circa 705 miliardi. Di quest’ultimo ammontare occorre precisare che circa 81 miliardi di euro sono stati effettivamente versati; la restante capacità di prestito (circa 605 miliardi) è rimessa alla disponibilità di quote “richiamabili”, ossia quote autorizzate dallo Stato membro il cui versamento (che deve essere effettuato entro 7 giorni dalla richiesta presentata dal Direttore Generale), stando all’art. 9 del Trattato stesso, può essere richiesto qualora lo stock di capitale totale del MES risulti insufficiente ad onorare i rispettivi obblighi di pagamento.

Secondo l’articolo 8 le quote di capitale versate non sono gravate da pegni, oneri ed ipoteche e non sono trasferibili, fatta eccezione per trasferimenti specificati nell’articolo

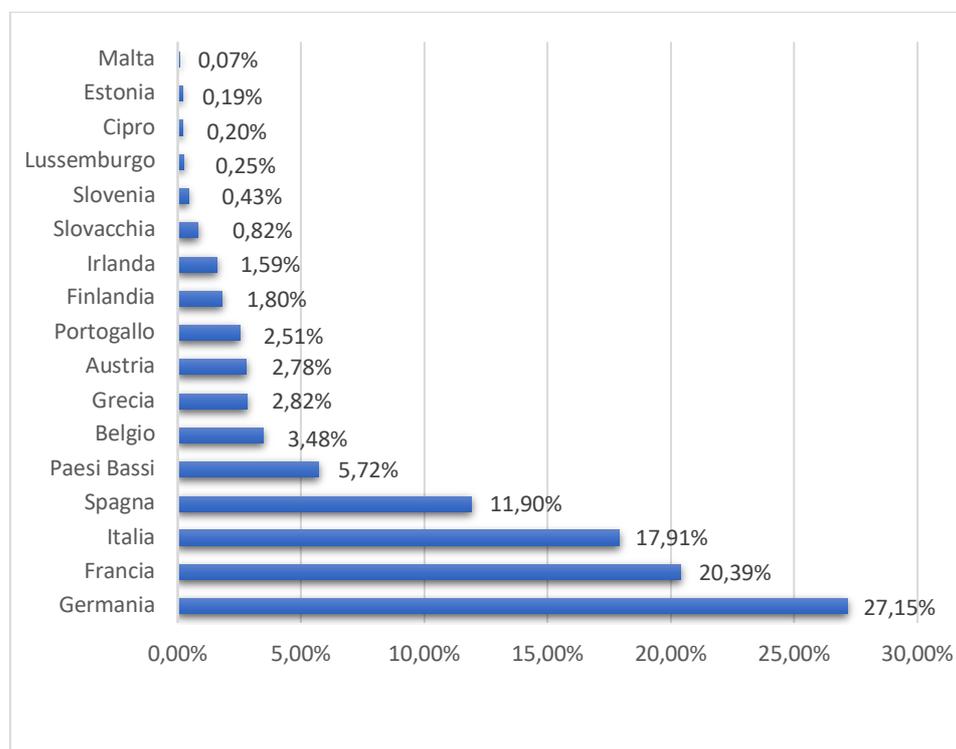
³ Accordo scritto che determina i requisiti finanziari di un’operazione. Esso garantisce efficienza di finanziamento e continuo accesso al mercato.

11. La responsabilità di ciascun membro è limitata alla quota di capitale sottoscritta al prezzo di emissione determinato.

Osservando il grafico 2 è possibile vedere come i tre paesi che hanno maggiormente contribuito al MES siano la Germania, con una sottoscrizione di circa 190 miliardi di euro (27,15%), la Francia con 142 miliardi di euro (20,39%) e infine l'Italia con 125 miliardi di euro (17,91%)⁴. Le modalità di calcolo della quota, stando all'art.11, sono composte per metà dal rapporto tra la popolazione dello Stato membro e quella complessiva dell'Eurozona, e per la restante metà dal rapporto tra il PIL dello Stato membro e quello complessivo degli altri Stati partecipanti al Fondo.

CONTRIBUTO DEI PAESI AL MES

Figura 2



Fonte: <https://www.esm.europa.eu/> (2020).

1.7 Criticità del MES

Le criticità risiedono soprattutto nelle condizioni alle quali gli Stati richiedenti devono sottostare in vista di un aiuto economico da parte del MES. La *ratio* di una rigida condizionalità risiede proprio nella natura del prestito, che, essendo uno strumento di

⁴ Dati aggiornati al 07/01/2021

finanziamento a tasso negativo (in caso di prestito breve a sette anni) e non un mero trasferimento di risorse a fondo perduto, al fine di garantire la restituzione del debito è prevista la predisposizione di un piano preventivo nazionale *ad hoc* regolato a livello europeo, che possa assicurare una futura solvibilità dello Stato stesso. La *troika*, ovvero l'insieme dei creditori ufficiali (Commissione Europea, BCE, FMI), ha il ruolo di scongiurare il rischio di insolvenza sovrana esigendo l'istituzione di politiche di austerità. La conseguenza intrinseca è che l'uso dei prestiti non allevierà il deficit fiscale nazionale, ma anzi, gli strumenti di finanziamento si andranno a sommare ai livelli di deficit e debito già esistenti dei paesi richiedenti.

Stando al trattato istitutivo tutt'ora in vigore, le condizioni imponibili per consentire l'accesso al Fondo sono negoziate tra lo Stato e la Commissione Europea attraverso un protocollo di intesa (*Memorandum of Understanding*). Si articolano intorno a tre macroaree di interesse, sulle quali è richiesto intervento immediato attraverso riforme specifiche mirate a mitigare l'effetto dei punti deboli dell'economia del paese richiedente. In particolare, essendo il MES un'istituzione intergovernativa privata e separata dall'Unione Europea, non è prevista la possibilità di un mero accantonamento contabile, ovvero il conferimento in proprietà o ipoteca di beni, strumenti con i quali gli Stati potrebbero in futuro reperire in tempi rapidi la quota di loro competenza ed alternativi al riassetto delle politiche strutturali dello Stato. Le riforme strutturali, seppur necessarie, si traducono non solo in una delega della politica economica del paese alle istituzioni europee e ad una conseguente limitazione della sovranità, ma soprattutto in un innegabile costo che dovrà essere sostenuto, del tutto o in parte, dai privati cittadini e dalle Pubbliche Amministrazioni. Nello specifico l'intervento di consolidamento fiscale prevede riduzioni della spesa pubblica attraverso licenziamenti di dipendenti pubblici, tagli alla sanità per ridurre i costi delle PA e migliorarne l'efficienza, aumento delle entrate attraverso privatizzazioni, e riforme fiscali e pensionistiche senza alcuna garanzia di ripresa futura.

1.8 *Social Bond Framework*: Il MES contro l'emergenza sanitaria del Coronavirus

L'emergenza sanitaria ha messo a dura prova l'economia mondiale, provocando gravi conseguenze socioeconomiche. Il 9 aprile 2020 i ministri delle finanze dell'euro-area concordano un piano economico per fronteggiare la crisi del Covid-19, chiamato

“*Pandemic Crisis Support*”. Quest’ultimo, secondo la disciplina del Trattato Istitutivo, permetterebbe l’apertura di una linea di credito seguendo l’iter per la richiesta della *Enhanced Conditions Credit Line* (ECCL), un programma di assistenza precauzionale per paesi con problemi di liquidità e spread. Sulla base delle direttive dell’Eurogruppo, la linea di credito concessa è pari al 2% del PIL dei paesi richiedenti, attraverso l’emissione dei c.d. *Social Bond*, utilizzando la fine del 2019 come punto di riferimento.

Attualmente esistono quattro tipi di *Social Bond*, che si suddividono in:

- *Social Bond* con utilizzo dei proventi di tipo standard (Standard Social Use of Proceed Bond): obbligazioni emesse direttamente dall’emittente.
- *Social Bond* sui ricavi (*Social Revenue Bond*): titoli di debito pro-soluto il cui utilizzo di proventi può essere correlato a progetti sociali.
- *Social Bond* su Progetto (*Social Project Bond*): obbligazioni emesse per uno o più progetti. L’investitore in questo caso ha un’esposizione diretta al rischio, pertanto ha la possibilità di rivalersi e fare ricorso all’emittente.
- *Social Bond* Cartolarizzati e Covered Bond (*Social Securitised and Covered Bond*): obbligazioni a garanzia di uno o più progetti sociali, che includono obbligazioni garantite, ABS⁵ e MBS⁶.

Il volume complessivo previsto è di circa 240 miliardi di euro, a cui ogni Stato potrà scegliere di attingere. Requisito fondamentale del prestito concesso è l’impiego dei fondi ricevuti per un finanziamento interno di costi diretti e indiretti di assistenza sanitaria, cura e prevenzione dovuti alla pandemia.

Secondo i principi dell’*International Capital Market Association* (ICMA), i *Social Bond* hanno l’obiettivo di promuovere e incentivare la trasparenza, la divulgazione e la trasmissione di informazioni. Essi, infatti, permettono la facilitazione alla tracciabilità di fondi utilizzati in progetti sociali o in questo caso per fronteggiare una crisi pandemica.

⁵ Asset Backed Securities. Strumenti finanziari, simili alle obbligazioni normali, emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione.

⁶ Mortgage-Backed Securities. Titoli garantiti da ipoteche su immobili.

I principi, aggiornati generalmente una volta l'anno, sono coordinati dal Comitato Esecutivo. Essi sono costituiti da quattro elementi fondamentali:

1. Il punto cardine di un *Social Bond* è costituito dall'utilizzo dei proventi derivanti dall'emissione obbligazionaria nell'ambito di "Progetti Sociali", ossia tutti quei progetti che dovrebbero portare evidenti benefici a livello sociale, oppure mitigando un problema percepito in generale. L'Emittente che utilizza i proventi è raccomandato a fornire un report dettagliato delle quote destinate agli specifici progetti. I fondi provenienti dai *Social Bond* sono destinati promuovere sanità, occupazione, sicurezza e il progresso tecnologico e di infrastrutture.
2. Gli emittenti sono esortati a comunicare con chiarezza agli investitori obiettivi sociali, il metodo con cui viene identificato un progetto come "Progetto Sociale" ed i requisiti di eleggibilità relativi a tali progetti. Gli emittenti sono inoltre raccomandati a fornire informazioni rilevanti pratiche di tipo sociale o certificazioni riguardanti la selezione del progetto.
3. I proventi netti derivanti dai *Social Bond* dovrebbero essere accreditati in un sistema che sia controllato dall'emittente con modalità appropriate e opportunamente documentato. Il bilancio dei ricavi netti deve essere aggiornato e modificato, in modo tale da informare gli *stakeholder* sul collocamento dei proventi netti non ancora destinati.
4. Gli emittenti, attraverso l'attività di *reporting*, sono tenuti ad elaborare ed aggiornare le informazioni riguardanti l'uso dei proventi. I *report* presentati devono contenere informazioni dettagliate riguardo progetti, somme e risultati attesi. Qualora vi siano accordi di riservatezza o di mercato i principi dei Social Bond raccomandano la diffusione generica di tali informazioni sulla base di risultati aggregati (ad esempio attraverso una percentuale).

1.9 Riforma del trattato istitutivo del MES

Nel 2017 viene proposta l'integrazione del MES nell'ordinamento istituzionale dalla Commissione europea, trasformandolo in un Fondo Monetario Europeo (FME).

La proposta, tuttavia, non essendo stata approvata, ha dato l'input ad un processo di revisione del Trattato istitutivo del MES, che prevede la stessa natura di organizzazione intergovernativa del meccanismo.

Il 13 giugno 2019 l'Eurogruppo raggiunge un accordo su una proposta di riforma riguardante più ambiti di intervento, in particolare sulla definizione di uno strumento europeo di bilancio volto al completamento dell'Unione Bancaria.

La riforma verte essenzialmente intorno alla semplificazione della procedura di attivazione di una linea di credito da parte di un paese richiedente. Essa prevede inoltre il sostegno del MES al Meccanismo di risoluzione unico, il cui scopo è garantire la salvaguardia finanziaria delle banche in dissesto. Vengono inoltre modificate alcune competenze riguardanti la sorveglianza per il garantire l'attuazione del Trattato, nonché l'introduzione di nuove clausole con approvazione a maggioranza unica.

Le principali riforme dunque sono:

1. Sostegno al Fondo di risoluzione unico

Con la modifica al Trattato istitutivo il MES fornirebbe un dispositivo di sostegno (backstop) al Fondo di risoluzione unico, finanziato dalle banche dei 19 Stati dell'Eurozona che ha l'obiettivo di risolvere le crisi bancarie. Nell'ipotesi in cui una o più banche abbiano un dissesto finanziario, il MES sarebbe garante del Fondo di risoluzione comune. Nello specifico si prevede la riformulazione dell'articolo 3 del Trattato Istitutivo del MES, apportando cambiamenti alla sezione "obiettivo".

Il Meccanismo dunque è mirato alla risoluzione di crisi finanziarie degli Stati membri, includendo inoltre quelle relative ad istituzioni bancarie e finanziarie, salvaguardando il mercato mobiliare. Entro il 2023 il Fondo di risoluzione unico dovrebbe raggiungere circa 60 miliardi di euro, in grado di coprire circa l'1% dei depositi dell'UE.

2. Procedura semplificata per la linea di credito condizionale precauzionale

In riferimento alla assistenza finanziaria precauzionale, volta all'apertura di linee di credito ai paesi richiedenti, la riforma prevede una procedura semplificata ai paesi che rispettano specifici requisiti.

Le due linee di credito precauzionali si distinguono in:

- Linea di Credito Condizionale Precauzionale (PCCL), limitata ai paesi che accettano determinate condizioni e che hanno una situazione finanziaria solida. Per i paesi ammissibili la condizionalità si tradurrebbe in una lettera di intenti con la quale essi si impegnano a continuare a soddisfare tali criteri. Viene quindi meno la necessità di sottoscrivere il Memorandum d'intesa, facilitando l'erogazione del prestito.

Alla commissione Europea è affidato il compito di valutare se il contenuto politico della lettera di intenti sia coerente con il diritto dell'UE.

Alcune delle condizioni necessarie per accedere alla linea di credito "a condizionalità semplificata" sono:

- Non essere soggetto alla procedura per disavanzi eccessivi;
 - Rispettare i parametri quantitativi di bilancio nei due anni precedenti alla richiesta di assistenza finanziaria: un disavanzo inferiore al 3% dei Pil; un rapporto debito/PIL inferiore al 60% e un saldo di bilancio strutturale pari o superiore al valore di riferimento minimo specifico per paese.
 - Non evidenziare gravi vulnerabilità del settore finanziario che mettono a rischio la stabilità finanziaria.
- La Linea di Credito Soggetta a Condizioni Rafforzate (ECCL) è aperta ai membri del MES che non sono ammissibili alla PCCL a causa della non conformità ai criteri, purché la loro situazione economica e finanziaria rimanga comunque forte e presenti un debito pubblico sostenibile.

La principale differenza che contraddistingue le due linee di credito risiede nella definizione delle condizioni del prestito richiesto.

Mentre la PCCL lascia allo Stato membro la definizione unilaterale degli interventi da realizzare per la risoluzione della crisi alla base della richiesta di supporto, la ECCL e gli altri strumenti di sostegno si basano sulla negoziazione della condizionalità (Memorandum of Understanding), da graduare in ragione dell'intensità dell'intervento.

3. Riforma delle competenze dei soggetti garanti dell'attuazione del trattato

Con la seguente riforma vengono ridefiniti i ruoli e le modalità di cooperazione dei principali enti dell'UE nell'ambito dell'assistenza finanziaria.

Essa prevede quindi il periodico scambio di informazioni tra MES e Commissione, nonché incontri per la definizione delle specifiche azioni ausiliarie da compiere. Nello specifico si definisce il ruolo del MES nella valutazione dei rischi a cui un paese richiedente va incontro, nella prospettiva del creditore. Qualora la collaborazione tra MES e Commissione non portasse a risultati di comune accordo, si precisa come spetti a quest'ultima la valutazione sulla sostenibilità del debito pubblico di un paese, mentre al MES la stima della capacità di rimborso del prestito.

Con la riforma l'articolo 15 e 17 rimangono pressoché invariati, se non per la specificazione che il MES non debba essere usato per il coordinamento di politiche economiche tra stati membri. Per quanto riguarda invece l'articolo 13 si osserva una modifica più rilevante, che prevede l'affiancamento del Direttore Generale alla Commissione e alla BCE nella valutazione della sostenibilità della domanda presentata da un paese. Al DG spetterebbe dunque la redazione di una proposta da sottoporre al Consiglio dei governatori, nonché il ruolo di sorveglianza (insieme alla Commissione e alla BCE) nell'osservanza del protocollo pattuito. Infine, il compito di definire le linee guida per la modalità di applicazione del Fondo unico di risoluzione spetta al Consiglio di Amministrazione.

4. Valutazione macroeconomica e finanziaria dei membri dell'UE

La riforma dell'articolo 3 conferisce al MES la possibilità di effettuare valutazioni macroeconomiche e finanziarie degli Stati membri, oltre alla facoltà di analizzare la sostenibilità del debito pubblico dei paesi a rischio.

Le valutazioni macroeconomiche, a differenza del passato, sono effettuate in maniera continua indipendentemente dalla richiesta di sostegno da parte di un paese, in modo tale da assicurare la tempestività dell'intervento qualora sia necessario.

5. Clausole d'Azione Collettiva (CAC)

A partire dal 2022 saranno introdotte delle apposite clausole denominate "Clausole d'Azione Collettiva" approvate a maggioranza unica, stando alla riforma dell'articolo 12 del Trattato. Tali clausole saranno introdotte per i titoli di Stato dei paesi membri dell'UE,

consentendo l'imposizione della ristrutturazione del debito da parte di creditori a maggioranza unica. Il fine ultimo dell'introduzione delle seguenti clausole è quello della semplificazione della procedura di ristrutturazione del debito di un paese.

CAPITOLO 2: LA CRISI ELLENICA

2.1 Origini

A partire dagli anni Ottanta gli squilibri economici e finanziari della Grecia si sono cominciati ad accumulare nel corso di diversi decenni, durante i quali la Grecia non ha chiesto aiuto alla Comunità Economica Europea (CEE), alla quale aveva aderito nel 1981. Lo stesso anno, in seguito alla vittoria elettorale di Yiorgos, viene presentato un programma economico volto a sostenere il reddito, stimolare la domanda, effettuare investimenti pubblici e lottare contro la disoccupazione. L'ingresso nella CEE sembrava aver portato un giovamento all'economia, in particolare aveva contribuito a definire la politica monetaria, volta al raggiungimento della stabilizzazione dei prezzi. Dal 1981 alla metà degli anni Novanta, l'economia greca ha tuttavia vissuto un prolungato periodo di produttività "fiacca" e una crescita lenta. Il PIL reale è aumentato di circa 0,7% l'anno, circa un terzo della crescita media registrata degli Stati membri dell'UE. La situazione appariva già chiara, tale per cui all'indomani delle elezioni, il presidente dell'Eurogruppo Jean-Claude Juncker aveva affermato: "Affrontare e risolvere i problemi strutturali dell'economia non è importante solo per la Grecia ma anche per la sicurezza di tutta l'area dell'euro". (Deliolanes, 2011)

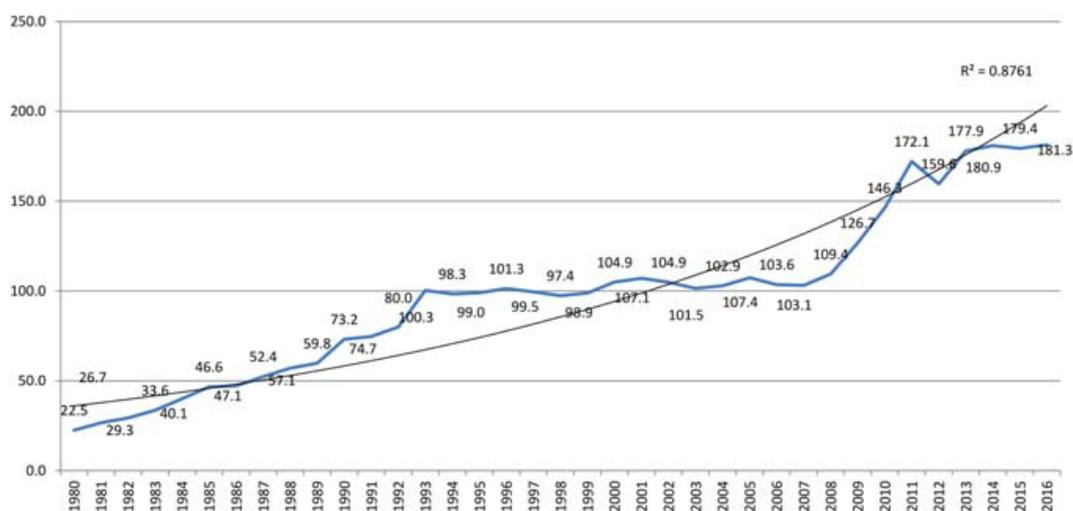
I crescenti squilibri interni e i successivi shock dei prezzi del petrolio portano la Grecia a chiedere ai partner dell'UE un programma di stabilizzazione di due anni nell'ottobre del 1985. Quest'ultimo aveva come obiettivo il ripristino della bilancia dei pagamenti del Paese e una riduzione del tasso di inflazione, attraverso un inasprimento delle politiche fiscali e monetarie. Nel 1993, nonostante una crescita del PIL di circa 5 punti percentuali, il debito pubblico aumenta fino al 100% del PIL, con un aumento del 70% rispetto al 1980, come è possibile osservare dalla figura 3.

L'andamento economico irregolare si è protratto fino all'inizio degli anni Novanta, nonostante il finanziamento da parte dell'UE volto a fornire capitale a tassi agevolati alle imprese greche. A causa della mancanza di investimenti esteri, le imprese greche hanno da sempre avuto difficoltà a reperire capitale, che non ha permesso il miglioramento della competitività nel mercato delle esportazioni. Alla fine degli anni Novanta, in seguito ad un altro cambio di governo, la Grecia annuncia un programma di aggiustamento a medio termine, basato su riforme strutturali che potessero portare al risanamento fiscale, mirando ad una riduzione dell'inflazione all'8% e del Deficit al 3% del PIL. Il fine ultimo

era quello di preparare l'eventuale partecipazione alla moneta unica, tuttavia circa un anno dopo l'approvazione il programma non ha più perseguito le finalità concordate.

DEBITO PUBBLICO DELLA GRECIA (in % DEL PIL)

Figura 3



Fonte: Federal Reserve Bank of St Louis, Economic Research Division, Greece

2.2 Le politiche di adeguamento all'UEM

Il 1° gennaio del 2001 la Grecia entra a far parte dell'Unione Economica e Monetaria (UEM), che prevedeva l'adozione dell'euro come moneta unica, in seguito ad un processo graduale di adeguamento per soddisfare i criteri di convergenza del Trattato di Maastricht. Le politiche economiche di adeguamento per l'adesione all'UEM sono iniziate solo dal 1997, in ritardo rispetto agli altri paesi dell'UE. Di conseguenza, oltre che ad un tempo limitato per migliorare la competitività, il Paese si è concentrato esclusivamente sul rispetto dei criteri di convergenza del Trattato, trascurando l'economia reale.

Il mix di politiche economiche adottate per l'adeguamento è risultato insufficiente e pieno di contraddizioni. Esse si concertavano sul rafforzamento della dracma, l'innalzamento dei tassi di interesse e l'aumento di tasse tralasciando importanti strumenti, come il contenimento della spesa pubblica ed una spesa efficiente nel settore pubblico. La contraddittorietà risiedeva nell'applicazione di una politica monetaria e dei cambi restrittiva, che erano contrastati da una politica fiscale espansiva. I risultati di un aumento dei tassi di interesse ebbero un impatto negativo sull'aggiustamento fiscale, mentre la

politica di apprezzamento reale della dracma e l'aumento delle tasse danneggiarono la capacità produttiva del Paese.

L'adeguamento della Grecia all'UEM, dunque, si era basata su una politica di adattamento limitata, che si concentrava su alcuni indicatori macroeconomici nominali e sull'uso di una contabilità "creativa", come si è scoperto in seguito. I livelli di debito pubblico erano eccessivi, la dracma era sopravvalutata e, di conseguenza, il Paese si trovava in una situazione di svantaggio competitivo permanente.

L'ingresso della Grecia nell'UEM era risultato inadeguato e pregiudicato da problemi di natura strutturale, caratterizzato inoltre da clientelismo e corruzione.

2.2.1 Effetti inattesi

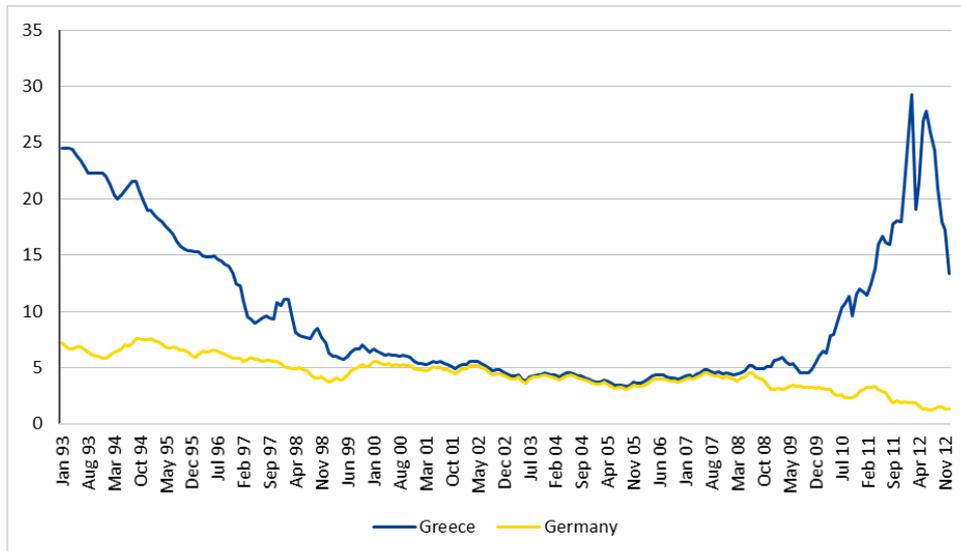
In Grecia, prima dell'ingresso nell'UEM, era maturata l'idea dei benefici legati all'adozione di una moneta unica. La riduzione dei costi di transazione e l'eliminazione dell'incertezza sul tasso di cambio avrebbero dovuto stimolare il commercio e la produzione. Il trasferimento della responsabilità della politica monetaria alle nuove istituzioni avrebbe liberato la politica monetaria greca da pressioni politiche interne, garantendo così la stabilità dei prezzi. Vi era inoltre l'aspettativa che la stabilità monetaria avrebbe aumentato la propensione all'investimento, con una conseguente riduzione dei tassi di interesse nominali e reali. Grazie all'adozione di una valuta internazionale, si prevedeva che la liquidità dell'economia greca sarebbe stata garantita in larga misura. Inoltre, il Paese avrebbe potuto procedere alle riforme necessarie per dotare l'economia greca di istituzioni e strutture moderne. Nonostante la frequente enfasi dei benefici che la Grecia avrebbe tratto, analisi realistiche videro la partecipazione del Paese all'euro come una sfida importante che comportava rischi significativi. In particolare, erano state sollevate preoccupazioni sulla situazione economica greca prima dell'ingresso nel UEM e sulla capacità di soddisfare i requisiti del nuovo ambiente competitivo. Il Paese non sarebbe più stato in grado di utilizzare aggiustamenti monetari o di cambio per rimediare a svantaggi competitivi o sviluppi economici negativi a livello nazionale. A causa della ridotta mobilità di alcuni fattori di produzione, ma anche a causa delle restrizioni della politica fiscale, i redditi futuri e le politiche strutturali avrebbero dovuto sopportare il peso dell'aggiustamento effettivo di un'eventuale crisi. (OECD, 2017)

Nonostante gli effetti inaspettati, la Grecia ha beneficiato dei vantaggi offerti dall'unione monetaria, come l'eliminazione dei rischi e delle incertezze di cambio, nonché l'eliminazione dei costi di conversione valutaria nel commercio con altri paesi della eurozona. L'adozione della moneta unica ha portato ad un netto miglioramento del commercio estero, favorendo lo sviluppo delle importazioni e portando dunque un miglioramento alla bilancia commerciale. La liberalizzazione del capitale e l'adozione di una moneta stabile hanno infine consentito, almeno fino al 2007, un flusso di capitali libero e una massiccia riduzione dei tassi di interesse dei titoli di stato greci, con una convergenza prossima a quelli della Germania (vedi figura 4).

Ciò era dovuto ad un'importante fiducia dei mercati nei confronti della Grecia, nello specifico all'adozione della moneta unica che ne avrebbe garantito la stabilità. In particolare, nonostante il Trattato prevedesse una clausola di non salvataggio, i mercati avevano maturato l'idea che se un paese avesse riscontrato problemi finanziari, gli altri membri lo avrebbero assistito.

RENDIMENTO DEI TITOLI DI STATO: GRECIA E GERMANIA (IN %)

Figura 4



Fonte: FMI

L'inflazione, che in Grecia è stata costantemente di circa il 50% superiore alla media della zona euro, ha causato un aumento cumulativo dei prezzi del 32,8% nel periodo 1999-2007. Ciò ha inoltre causato un apprezzamento effettivo relativamente ampio di circa il 15% dell'euro rispetto agli altri partner europei. In questo modo la Grecia ha migliorato

la sua stabilità monetaria rispetto a quella che aveva in precedenza, tuttavia non rispetto ad altri paesi dell'UEM, avendo effetti negativi sulla competitività dei prezzi. Il FMI stima che la perdita di competitività dell'economia greca negli ultimi 10 anni sia stata del 25%. Inoltre, i prezzi all'ingrosso delle merci greche scambiate a livello internazionale si erano uniformati a quelli degli altri paesi europei, aumentando così i livelli di prezzo del Paese.

Per quanto concerne la disciplina fiscale, i tentativi del Paese sono stati un fallimento. Per tutto il periodo successivo all'adesione all'UEM i disavanzi di bilancio della Grecia sono stati costantemente al di sopra della soglia ammissibile del 3% del PIL, generando un debito pubblico in costante aumento.

La Grecia, in seguito all'ingresso dell'UEM, ha avuto una crescita del PIL annuo elevata rispetto alla media europea, sebbene il Paese non sia stato in grado di effettuare gli aggiustamenti necessari, in particolare utilizzando i seguenti fattori per stimolare la crescita:

- La maggiore liquidità e la facilitazione di indebitamento grazie all'UEM.
- L'utilizzo di elevati deficit fiscali per stimolare il consumo privato.
- L'aumento della produttività in alcuni settori dell'economia greca.
- La liberalizzazione di alcuni mercati (ad esempio telecomunicazioni e servizi finanziari).
- L'accesso ai mercati dei paesi balcanici per le esportazioni e gli investimenti.

2.3 L'effetto Olimpiadi

Nel 2004 la Grecia ospitò le Olimpiadi, sperando potessero avere un impatto decisivo sull'economia, fornendo l'opportunità di accelerare il completamento di importanti infrastrutture nei trasporti e nelle telecomunicazioni. Durante quegli anni a capo del governo vi era il premier Simiuiuktis, che aveva portato una crescita sostenuta del PIL durante tutti gli anni Novanta, anche grazie ai fondi comunitari, che nel decennio in questione hanno contribuito in media al 4%. Tuttavia, nonostante il PIL fosse in crescita, anche il debito pubblico continuava a crescere insieme all'evasione fiscale. È indicativo il fatto che di fronte alla crescita del PIL le entrate fiscali siano rimaste praticamente stabili, mentre il governo aveva fatto due condoni. Il primo passo compiuto dalla Grecia per la preparazione alle Olimpiadi fu quello di cercare di affidare l'appalto ad un

“garante” dei vari interessi coinvolti. Tuttavia, dato il forte ritardo, la Grecia optò per privatizzare il comitato organizzatore “Atene2004”, collocando come capo l'imprenditore Angelopoulou. Il costo complessivo delle Olimpiadi fu di circa 13,6 miliardi di euro, una cifra di tre volte superiore rispetto alle previsioni di spesa che si aggiravano intorno a 4,6 miliardi di euro. Tra spese più importanti vi fu quella per l'acquisto di un sistema informatico innovativo, chiamato “C4I”, costato circa 355 milioni di euro e mai utilizzato. Nonostante tutto, nel giugno del 2004 la società di valutazione Price Waterhouse Coopers stabilì come l'effetto olimpiadi abbia contribuito alla crescita di circa 1% del PIL, pari a 1,7 miliardi di euro l'anno. La preparazione alle olimpiadi aveva contribuito a rilanciare con successo l'economia greca, nonché a diminuire del 1,9% il tasso di disoccupazione, generando benefici che superavano i costi di preparazione. Tuttavia, gli effetti economici a lungo termine sono stati piuttosto lievi, in particolare hanno contribuito al mercato del lavoro generando un aumento dei salari reali.

2.4 L'anno della crisi

Nell'aprile del 2009, anno di elezioni, il governo di destra sembrava aver gestito i calcoli del deficit erroneamente, dichiarando un deficit pari allo 0,8% del PIL. Poco dopo, nella bozza della legge finanziaria, si aggirava intorno al 1,8% e infine, nel mese di settembre, era cresciuto fino al 6%. La situazione appariva piuttosto chiara all'Europa, tanto che il ministro dell'economia olandese Wouter Bos, alla luce del rapporto di Eurostat, aveva dichiarato “La Grecia non è sotto accusa perché non ha potuto domare il suo deficit. È accusata soprattutto perché ha sistematicamente mentito e ingannato la Commissione Europea e gli altri paesi membri”. (Deliolanes, 2011)

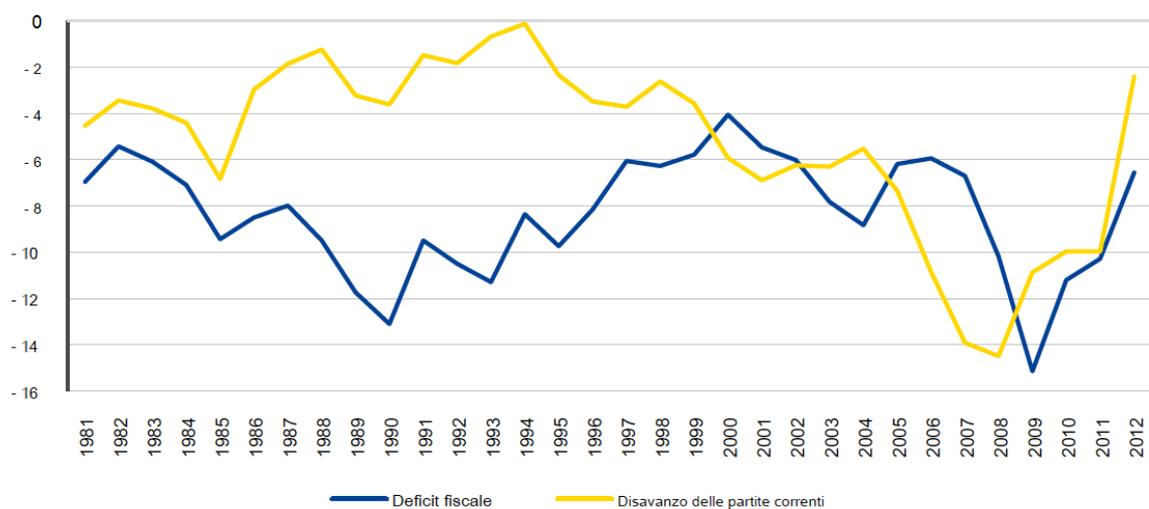
Secondo i calcoli del ministro delle finanze Papakonstantinou, alla fine del 2009 il deficit avrebbe raggiunto il 12,7% del PIL, con una previsione del 13,7% per marzo del 2010. Alla luce delle proiezioni economiche, il Ministro fu costretto a constatare l'enorme esposizione debitoria della Grecia nei confronti delle banche internazionali. Secondo un'indagine effettuata da sei esperti nominati dal ministro greco, il debito pubblico era stato nascosto principalmente attraverso i c.d. *swap* concordati con la Goldman Sachs all'epoca dell'adesione della Grecia all'euro. Il meccanismo adattato fu quello di un *off market swap*, attraverso il quale il debito in moneta straniera fu convertito in obbligazioni in moneta nazionale usando un tasso di cambio fittizio. Un'altra parte di debito pubblico

che non risultava dalle statistiche ufficiali era costituito da debiti verso i fornitori di beni e servizi, in particolare nei confronti di società farmaceutiche. Ciò è sfociato in un accumulo di debiti protratto per anni fino ad arrivare, alla fine del 2009, a circa 26,2 miliardi di euro (10,9% del PIL), contro la direttiva europea che obbliga uno Stato a saldare i fornitori entro 60 giorni. L'improvviso raddoppio del deficit, data l'incertezza dell'attendibilità dei dati frontali, ha dato la possibilità ai partner e alle istituzioni dell'UE di esprimere apertamente il loro disaccordo per le politiche economiche che i vari governi greci avevano adottato dall'entrata in vigore dell'euro. La combinazione dell'ampio disavanzo di bilancio ed un crescente disavanzo delle partite correnti, ben presto portano il FMI a stimare la sopravvalutazione del tasso di cambio e un deterioramento della bilancia dei pagamenti (vedi grafico 5).

La considerevole esposizione e vulnerabilità dell'economia greca, in particolare lo squilibrio di deficit fiscale e disavanzo delle partite correnti, sembravano essere coerenti con la teoria economica definita *sudden stop*, che vede l'interruzione improvvisa dei flussi di capitali nel caso in cui vi sia una crisi finanziaria, riducendo drasticamente la propensione al rischio degli investitori. L'assenza di una banca centrale che fornisca supporto come prestatore di ultima istanza ha infine amplificato le ricadute dell'arresto improvviso del flusso dei capitali. (Baldwin e Giavazzi, 2015)

DOPPIO DEFICIT IN GRECIA (in %)

Figura 5



Fonte: FMI

2.4.1 La risposta dell'Europa

La partecipazione del ministro delle finanze Papakonstantinou alle riunioni di Ecofin⁷ aveva da subito creato un clima ostile a Bruxelles, tanto che lo stesso Junker alla luce della crisi affrontò il ministro duramente sostenendo il proprio disappunto riguardo le politiche economiche adottate. Il commissario europeo Joaquin Almunia, a sua volta, si espresse a metà novembre 2009 sui conti pubblici della Grecia sostenendo come la Grecia non avesse adottato alcuna misura correttiva e stesse sprofondando nei debiti. Il clima di incertezza in Europa non era certo dovuto solo alle false dichiarazioni della Grecia, ma colpiva UE nel suo complesso, facendo emergere gravi carenze istituzionali. Alla fine del 2009 il ministro greco, accusato di non essersi reso conto immediatamente della gravità della situazione, affermò che il Paese fosse sull'orlo del fallimento. Nonostante ciò, il nuovo capo di governo Papoulias volle rispettare alcune delle promesse elettorali aumentando di un miliardo di euro la spesa per l'istruzione e di un altro miliardo le spese assistenziali per le categorie più deboli. Venne inoltre programmata una diminuzione della percentuale di IVA sul petrolio destinato ai riscaldamenti e venne erogato un contributo statale di 50 euro alle pensioni minime. (Commissione europea, 2011)

Alla luce delle manovre effettuate, la legge di bilancio presentata nel 2010 non piacque né all'UE né ai mercati. La stessa Banca di Grecia sottolineò la necessità di procedere a dei drastici tagli della spesa pubblica, affermando come la burocrazia greca fosse la più cara d'Europa. L'Europa sottolineava in particolare la pericolosità del debito pubblico greco, il quale senza i provvedimenti presi avrebbe raggiunto il 125% del PIL nel 2010, diventando in proporzione il più alto d'Europa.

La divulgazione dei dati riguardanti il debito pubblico ha da subito provocato un aumento dei rendimenti obbligazionari, a causa del declassamento del debito greco dalle agenzie di rating.

Nello specifico, il debito del Paese era stato declassato a A- (Standard & Poors) e a BBB+ (Fitch). Una conseguenza immediata fu l'improvviso aumento dello *spread*: il 21 dicembre 2009 la differenza di rendimento dei bond decennali greci rispetto a quelli tedeschi era arrivata a 282 unità base (vedi figura 4).

Allo stesso tempo, sotto la pressione dell'Europa e dei mercati internazionali, la legge di bilancio del 2010 era stata rinviata all'ultimo momento e approvata *in extremis* l'ultimo giorno in Parlamento. Ad essa erano state aggiunte delle priorità che prevedevano:

⁷ Consiglio di Economia e Finanza

- 1) Tagli alla spesa pubblica più severi di quelli inizialmente previsti, che prevedevano la decurtazione agli impiegati pubblici di circa il 3% dello stipendio netto.
- 2) Accelerare i tempi per una riforma del sistema fiscale, che prevedesse un “attestazione” oggettiva del reddito, come nel caso di seconde case e auto di lusso. Erano inoltre previsti degli inasprimenti dell’imposta sugli immobili.
- 3) Accelerare una serie di riforme per snellire la burocrazia greca, in particolare il settore pubblico.

A metà gennaio del 2010 il governo presentò inoltre un piano di stabilità e di sviluppo per il periodo 2010-2012, al fine di affrontare le tre questioni cruciali dell’economia greca: la flessione della produzione, il disordine dei conti pubblici e la scarsa produttività. Il piano presentato permise una crescita del PIL nominale nel 2011 del 1,5% e del 3,5% di quello reale, oltre che una diminuzione del deficit che passò dal 8,7% nel 2010 al 5,6% nel 2011. Per raggiungere gli obiettivi del piano, il governo socialista dovette rinunciare alla maggior parte delle promesse elettorali, effettuando numerosi tagli al settore pubblico. Il 16 febbraio 2010, in seguito alla riunione dell’Ecofin, il primo ministro Papandreou annunciò nuove misure imposte dall’UE:

- La riforma pensionistica, che prevedeva l’aumento dei limiti di età a 65 anni per gli uomini e 60 per le donne, incrementando il periodo contributivo a 40 anni per tutti coloro che sono entrati nel mercato del lavoro dopo il 1993.
- Congelamento e taglio del 10% di stipendi pubblici e pensioni, nonché il taglio della quattordicesima mensilità.
- Raddoppio di IVA su liquori, tabacchi e carburanti.

L’annuncio del nuovo piano di austerità, il terzo in pochi mesi, fu pronunciato dallo stesso Papandreou il 2 marzo in un drammatico discorso in parlamento: “[...] La minaccia che dobbiamo affrontare ora non è la depressione ma qualcosa di molto peggio:

l'impossibilità di accedere a nuovi prestiti. Oggi la sorveglianza su di noi da parte dell'UE e anche la volontà dei mercati internazionali e dei nostri creditori hanno posto limiti alla nostra sovranità, alla nostra autonomia. Proprio questo è il nostro obiettivo: recuperare la forza per determinare da soli il nostro destino. E questo esige decisioni drastiche oggi, non domani [...]". (Deliolanes, 2011)

2.5 Il ruolo delle agenzie di rating

In seguito alla crisi finanziaria, le Agenzie di Rating (RA) sono state oggetto di maggior controllo, essendo stata compresa l'importanza di quest'ultime nel sistema finanziario. Il loro fallimento nel riconoscere le minacce al sistema finanziario prima della crisi, insieme al loro costante declassamento del debito sovrano europeo, hanno suscitato numerose critiche, soprattutto da parte di politici ed economisti europei.

Attraverso la documentazione fornita dall'agenzia di rating Moody's, nonché da Standard and Poor's e Fitch, è possibile analizzare il ruolo chiave di quest'ultime nella crisi finanziaria del 2008. I loro rating vennero considerati da molti irresponsabili, nonché tra le principali cause della crisi finanziaria della Grecia e, in misura minore, di problemi finanziari di Irlanda, Portogallo e Spagna. Secondo il parere di molti esperti, il declassamento del debito pubblico greco ha ingiustificatamente fatto emergere problemi esistenti del Paese, aumentando i tassi di mercato e minando le operazioni di salvataggio del FMI e dell'UE. Una commissione d'inchiesta del Congresso degli Stati Uniti ha sottolineato come le RA e le banche di investimento abbiano svolto un ruolo cruciale dell'innescare la crisi finanziaria globale. O. Rehn, commissario UE responsabile per gli affari economici e monetari, nel marzo del 2011 ha chiesto una riforma del settore del rating e C. Juncker, capo dell'eurogruppo, ha espresso il proprio stupore nell'osservare il declassamento del debito pubblico della Grecia e della Spagna effettuato nello stesso momento. Anche R. Bruders, leader del partito tedesco FDP, ha sostenuto come le RA svolgano un lavoro delicato che possa potenzialmente mandare un intero paese sul baratro. L'immagine pubblica dubbia della RA potrebbe avere diverse radici:

da un lato appare piuttosto facile biasimare il portatore di cattive notizie, tuttavia le stesse RA hanno contribuito a maturare un'immagine negativa minacciando di declassare un paese. La sfiducia generale nelle aziende agenzie di rating deriva principalmente dal flop

dei rating dei c.d. Collateralized Debt Obligation⁸ (CDO), causa principale della crisi del 2008, e dai conflitti di interesse. Quest'ultimi derivano dal rating di titoli per il quale l'emittente deve pagare un'agenzia di rating per farli valutare.

Tuttavia è importante sottolineare come, secondo l'economista Reinhart, sia difficile prevedere una crisi finanziaria, non solo dalle RA; anche i differenziali dei tassi di interesse internazionali e le previsioni valutarie non hanno prodotto buoni risultati nel prevedere tali crisi. L'economista Goldstein si è soffermato nell'esaminare i collegamenti tra crisi valutarie e bancarie e le variazioni dei rating di credito sovrano da parte di Institutional Investor e Moody's: nessuna della due agenzie di rating è stata di grado di prevedere crisi bancarie, tuttavia i rating sovrani di Moody's hanno almeno avuto un lieve potere predittivo per le crisi valutarie.

Al fine di comprendere della valutazioni fornite dalle agenzie di rating, si riporta in seguito la scala di valutazione delle agenzie di rating, con il relativo equivalente numerico (vedi figura 6).

⁸ Obbligazione che ha come garanzia un debito.

VALUTAZIONI DELLE AGENZIE DI RATING

Figura 6

Moody's	Valutazione		Numerico	Valutazione
	S&P	Fitch	equivalente	
Aaa	AAA	AAA	20	massima qualità, rischio minimo
Aa1	AA +	AA +	19	alta qualità, credito molto basso
Aa2	aa	aa	18	
Aa3	AA-	AA-	17	
A1	A +	A +	16	grado medio-alto, rischio di credito basso
A2	UN	UN	15	
A3	UN-	UN-	14	
Baa1	BBB +	BBB +	13	rischio di credito moderato
Baa2	BBB	BBB	12	
Baa3	BBB-	BBB-	11	
Ba1	BB +	BB +	10	qualità del credito discutibile
Ba2	BB	BB	9	
Ba3	BB-	BB-	8	
B1	B +	B +	7	alto rischio di credito, generalmente scarsa qualità del credito
B2	B	B	6	
B3	B-	B-	5	
Caa1	CCC +	CCC	4	rischio di credito molto elevato, qualità del credito estremamente scarsa
Caa2	CCC	CCC	3	
Caa3	CCC-	CCC	2	
Circa	CC	CCC	1	altamente speculativo, valore di recupero potenziale basso
D	D		0	

Fonte: Intereconomics

2.5.1 Il caso studio della Grecia

In seguito all'aggiornamento dei *rating* effettuato da Mood's e Fitch nell'ottobre del 2002 e di Standard&Poors nel giugno del 2003, le tre grandi RA si sono conformate ad attribuire una valutazione di 16 alla Grecia fino alla fine del 2004. Il rating di Moody's è rimasto a 16 fino a settembre del 2009, giustificandolo nei suoi report annuali con l'appartenenza della Grecia all'eurozona e una crescita sostenuta del PIL, senza tuttavia escludere la crescita vertiginosa del debito pubblico e dalle necessità di perseguire riforme strutturali. Il 17 dicembre del 2008, alla luce dei disordini politici e delle rivolte popolari, Moody's aveva dichiarato come il punteggio del rating A1 (16) fosse relativamente basso e consono alla situazione che la Grecia stava affrontando. Nel febbraio del 2009 S&P fu

la prima a declassare la Grecia a 14, dichiarando come l'incapacità di costruire un consenso sociale e politico necessario per le riforme abbia causato una sfiducia dei mercati. Nell'aprile del 2010, nonostante l'annuncio di un pacchetto di sostegno dell'UE e del FMI, il mercato ha reagito negativamente: Fitch ha declassato la Grecia a 11, a causa dell'intensificarsi delle sfide fiscali, delle prospettive di crescita economica sempre più sfavorevoli e dell'aumento dei tassi di interesse. Dal 2011 è iniziata una spirale negativa di rating che ha portato Moody's e le altre agenzie di rating a giugno dello stesso anno a valutarla 4, sostenendo come ci fosse stato un aumento del rischio che il Paese non era in grado di fronteggiare senza un'eventuale ristrutturazione del debito. (Sinn, 2015)

In conclusione, sulla base delle analisi dei rating delle RA, è difficile attribuire l'intera responsabilità alle RA, che fino all'autunno del 2009 erano state piuttosto benevole nella valutazione, favorita dall'appartenenza all'eurozona e alla crescita del PIL. Il primo ciclo di declassamento del debito sovrano nel 2009 (a 13-15) è stato giustificato da problemi strutturali di lunga data e dalla sfiducia del pacchetto di assistenza finanziaria da parte dell'UE. Il secondo ciclo di declassamento piuttosto tardivo nella primavera del 2010 (a 10-11) è stato causato dal calo delle entrate, dalla crescente incapacità della Grecia di ridurre il debito ad un livello sostenibile, dalla revisione delle false statistiche governative e infine dall'incertezza dell'efficacia e delle condizioni del sostegno finanziario imminente. Il terzo ma più aggressivo ciclo, nella primavera del 2011, ha visto la riduzione del rating fino a 4 (definito spazzatura). Il repentino passaggio da una reazione giudicata da molti economisti insufficiente ad una reazione eccessiva, che minacciava il declassamento fino a C (0) della Grecia, è stata causata da tradizionali errori di previsione: pro-ciclicità, sottostima dei cambiamenti e incapacità di fronteggiare e valutare shock economici. La percezione del sostegno tardivo da parte dell'UE ha infine svolto un ruolo importante nel declassamento del Paese, causando una reazione negativa del mercato ed al conseguente aumento dello spread.

2.6 Gli effetti della crisi del 2008 e l'inizio della crisi del debito sovrano

Durante i suoi dieci anni di permanenza nell'area dell'euro la Grecia ha avuto squilibri macroeconomici significativi. In particolare il Paese, come molti altri della zona euro, ha avuto una forte crescita della domanda interna, prezzi relativamente più alti, un'erosione della competitività dei prezzi e infine un deficit delle partite correnti.

La crisi finanziaria globale non ha lasciato la Grecia inalterata, anche se gli effetti iniziali sul Paese sono stati relativamente lievi. Gli effetti sull'economia reale, ad eccezione del turismo e dell'import/export, sono stati relativamente di lieve entità, dato il basso grado di apertura dell'economia greca. Ragion per cui, nel 2008, l'anno della crisi finanziaria globale, il PIL del Paese è cresciuto del 1,3%, mentre nella recessione del 2009 è sceso del 2,3%, uno dei cali più bassi dell'eurozona.

Nonostante la crisi finanziaria non sia stata la causa principale del debito greco, tuttavia ha contribuito ad accelerarla inesorabilmente. Successivamente, una serie di eventi negativi come le dichiarazioni pubbliche sulla situazione economica del Paese e i ripetuti declassamenti del merito creditizio del Paese delle agenzie di rating hanno portato ad un aumento dei tassi che hanno complicato notevolmente il finanziamento del settore pubblico greco.

La crisi finanziaria globale non solo provocò una recessione su scala mondiale, ma anche la crisi del debito sovrano che minacciò di destabilizzare il continente europeo. Fino al 2007, tutti i paesi dell'Eurozona avevano sperimentato una convergenza dei propri tassi di interesse verso livelli molto bassi; ma con l'avvio della crisi finanziaria alcuni di questi paesi furono colpiti duramente dalla contrazione dell'attività economica che aveva ridotto le entrate fiscali degli Stati, mentre i salvataggi pubblici di diverse istituzioni finanziarie in via di fallimento avevano richiesto lo stanziamento di fondi aggiuntivi da parte del governo.

L'incremento dei deficit di bilancio maturò la preoccupazione che i paesi con più debiti dell'Eurozona non sarebbero riusciti a rimborsare il proprio debito pubblico.

Il risultato fu quello di un aumento incontrollato dei tassi di interesse che rischiò di innescare una spirale negativa incontrollabile.

La Grecia fu la prima tessera del domino a cadere in Europa. L'indebolimento economico, che aveva causato un minor gettito fiscale, e l'aumento della domanda di spesa pubblica portarono il governo greco a stimare, nel 2012, un deficit di bilancio per l'anno in corso pari al 40% del PIL e un rapporto debito-PIL pari al 160%. (Kotios, 2011)

Nonostante gli aiuti ricevuti da altri paesi europei e con la liquidità concessa dalla BCE, la Grecia fu costretta ad operare una riduzione contabile di più della metà del valore del debito detenuto dagli investitori privati e il Paese dovette affrontare un'ondata massiccia di disordini e scioperi che portarono il primo ministro a rassegnare le dimissioni.

La crisi del debito sovrano si propagò fino a arrivare in Irlanda, Spagna, Italia e Portogallo, che furono i paesi maggiormente colpiti. Anche i governi di questi paesi, come

accadde in Grecia, furono costretti ad operare provvedimenti di austerità per sostenere le loro finanze pubbliche, mentre i tassi di interesse crebbero a dismisura.

Gli interventi effettuati dall'UE durante la crisi furono molteplici: tramite il FESF nel 2010 l'Europa aiutò i paesi membri fornendo prestiti, ricapitalizzando banche e comprando titoli di debito sovrano.

Le forti pressioni sui titoli bancari e il crescente stress sul mercato interbancario hanno indotto la BCE ad operare una serie di misure volte al sostenere la liquidità degli intermediari e ad evitare turbolenze dei mercati che compromettessero il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Nel 2014, nonostante la diminuzione dei tassi di interesse grazie alle manovre della BCE, diversi paesi furono colpiti da gravi recessioni, accompagnate da elevati tassi di disoccupazione. Gli effetti della crisi del debito sovrano furono così forti da suscitare dubbi sulla sopravvivenza stesso dell'euro.

2.7 Le principali criticità strutturali: il sistema pensionistico e l'evasione fiscale.

Tra le principali cause dell'elevata spesa pubblica emerge l'elevata spesa per la sicurezza sociale, in particolare le pensioni. I principali problemi che affliggono il sistema previdenziale greco hanno origine nell'evasione contributiva, il lavoro sommerso, la disoccupazione, il numero elevato di pensionati e, soprattutto, l'alto tasso di sostituzione, ovvero la percentuale di salario che viene percepita dopo il pensionamento, che ha contraddistinto la Grecia al primo posto tra gli Stati membri dell'UE nel 2009.

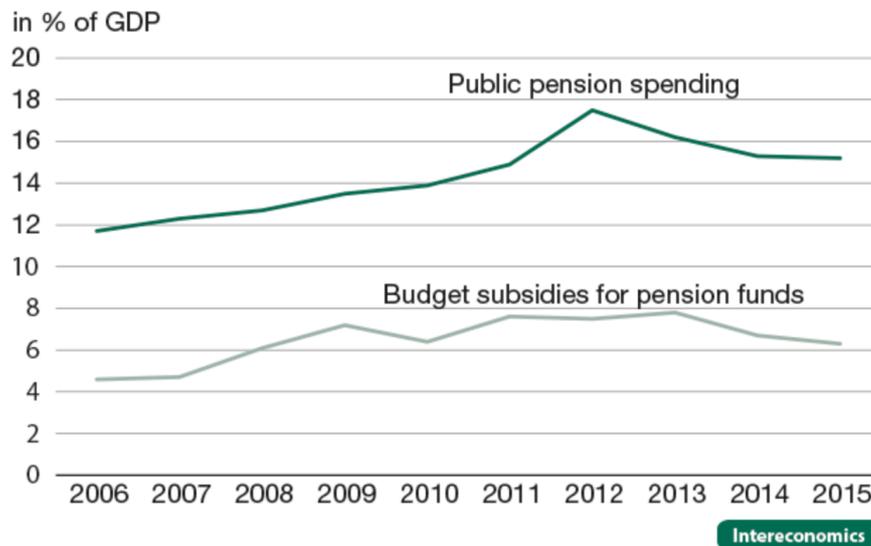
Come conseguenza diretta, i fondi pensione della Grecia hanno registrato una situazione di deficit che hanno portato ad un aumento significativo della spesa pubblica totale per le pensioni. (vedi figura 7)

Tuttavia, il principale problema ad affliggere l'economia greca è il finanziamento dei deficit dei fondi pensione attraverso sussidi statali: nel 2000 i sussidi erogati erano circa 4,8 miliardi di euro (3,3% del PIL), mentre nel 2009 erano arrivati a 17 miliardi di euro (7,2% del PIL), diventando una causa permanente dei deficit di bilancio e dell'accumulo del debito pubblico. (Commissione europea, 2011)

Nel periodo 2000-2009 i fondi pensione sono stati sovvenzionati con 98 miliardi di euro dal bilancio del governo, importo che rappresenta il 61% dell'aumento della spesa pubblica nello stesso periodo, trasformando la questione pensionistica in una delle cause principali della crisi del 2009.

SPESA PUBBLICA PENSIONISTICA E SUSSIDI PER I FONDI PENSIONE (IN % DEL PIL)

Figura 7



Fonte: Intereconomics

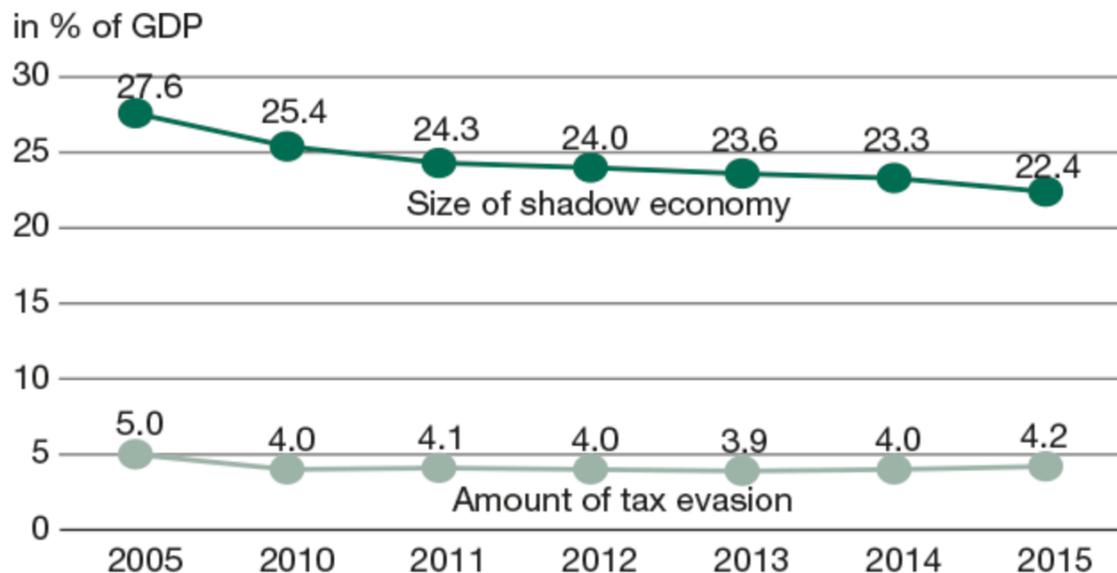
Nel 2014, in seguito al successivo avviamento dei programmi di aggiustamento, la Grecia ha mostrato un importante sforzo volto alla riduzione della spesa pensionistica totale (che era arrivata al 15,3% del PIL greco), tra le più alte dei paesi OCSE che registravano una media del 7,9%. L'elevata spesa pubblica per le pensioni non solo ha costituito un onere al bilancio del governo greco, ma ha avuto importanti effetti sulla crescita del Paese, dirottando la maggior parte delle risorse a favore dei consumi a discapito di investimenti per la crescita economica. Una conseguenza diretta è stata l'aumento dei contributi previdenziali e delle tasse, riducendo così i redditi dei lavoratori e dunque la loro propensione al consumo e i loro risparmi.

La seconda importante causa del sovra indebitamento del governo greco è legata all'economia sommersa e all'evasione fiscale. La repressione dell'evasione fiscale è stata l'obiettivo di ogni governo greco e punto chiave delle politiche di aggiustamento, poiché oltre a causare gravi perdite per le entrate del governo porta a condizioni di disparità economica, in quanto gli evasori fiscali godono di un vantaggio competitivo che gli permette l'applicazione di prezzi ribassati dei loro beni e servizi.

Secondo alcuni studi, si stima che l'evasione fiscale ammonti al 9% del PIL, e che porti ad una perdita annuale di entrate statali di 16 miliardi di euro, che sarebbero sufficienti a coprire il costo del personale del settore pubblico greco (15 miliardi di euro).

ECONOMIA SOMMERSA ED EVASIONE FISCALE IN GRECIA (IN % DEL PIL)

Figura 8



Fonte: Intereconomics

2.8 La crisi greca dei dati

Nel 2009 la divulgazione di dati economici erranei ha contribuito ad innescare la crisi economica della Grecia. I rapporti presentati dal 2005 al 2009 mostravano una grave sottostima del debito pubblico e del deficit fiscale, che alla luce di un'attenta revisione nel novembre del 2010, avevano evidenziato un aumento del deficit del 3,7% e del debito pubblico del 26% rispetto a quanto dichiarato.

La revisione dei dati presentati ha sollevato numerosi interrogativi sull'affidabilità delle statistiche greche sulle finanze pubbliche. Durante il consiglio di Ecofin del 21 ottobre 2004 viene preso atto della nota informativa della Commissione che prevedeva un'analisi dettagliata dei dati presentati.

La relazione evidenziava gravi ingerenze politiche, che ponevano le statistiche fiscali a pressioni politiche a discapito di valutazioni economiche oggettive. Essa inoltre descriveva una governance inadeguata, scarsa cooperazione, responsabilità personali e istituzionali diffuse e mancanza di istruzioni e documentazioni scritte. Alla luce della nuova documentazione, il FMI ha intimato la Grecia ad un'azione correttiva per prevenire ulteriori dichiarazioni errate, includendo l'approvazione di una legge che garantisse l'indipendenza dell'ufficio statistico.

Figura 9

REVISIONE DEI DATI RELATIVI A DEFICIT E DEBITO PUBBLICO

	2000	2001	2002	2003
Deficit dichiarato	-2%	-1,4%	-1,4%	-1,7%
Deficit effettivo	-4,1%	-3,7%	-3,7%	-4,6%
Debito pubblico dichiarato	106,1%	106,6%	104,6%	102,6%
Debito pubblico effettivo	114%	114,7%	112,5%	109,9%

Fonte: Eurostat

2.9 Il ruolo della corruzione e della crisi dei valori

L'avvento della crisi ha riflesso molti anni di spesa inefficiente, cattiva amministrazione, distorsioni strutturali radicate e una corruzione diffusa. Quest'ultime, nonostante i dati auspicassero un cambio di rotta, sono state le cause profonde della crisi mai sufficientemente affrontate. L'insufficienza istituzionale e il cinismo politico si sono per anni verificate, causando una riduzione della fiducia tra lo Stato e i suoi cittadini e portando a gravi conseguenze in termini di costi sociali.

In base ad un sondaggio sulla corruzione europea denominato "Eurobarometer", nel 2012 vennero interpellati i cittadini greci sul grado di corruzione del Paese: il 98% sostenne come la corruzione fosse un problema radicato nelle istituzioni da anni. A detta di molti la corruzione si era intensificata al punto da diventare parte naturale della cultura aziendale, tanto da far emergere come circa il 90% dei greci reputassero inadeguate le pene per corruzione.

L'Indice di Percezione della Corruzione (CPI) del Transparency International, organizzazione internazionale non governativa, ha classificato la Grecia tra paesi più corrotti dell'UE, insieme alla Bulgaria e Romania. Da un'analisi approfondita, è possibile osservare come la Grecia, in seguito alla crisi, abbia visto l'incremento vertiginoso del proprio tasso di corruzione a partire dal 2009 (vedi figura 10).

Dal rapporto del Transparency International del 2012 emergeva come la corruzione fosse la fonte di numerosi malfunzionamenti in Grecia, in particolare nel settore pubblico. Esso mostrava come gran parte della popolazione del Paese accettasse pratiche generali di corruzione, come fornire del denaro per ottenere la patente di guida, per saldare debiti fiscali, per ottenere permessi di costruzione e per evitare multe per infrazioni stradali.

Dallo studio emergeva inoltre un importante coinvolgimento tra i magnati dei media e le banche statali, che fornivano prestiti agevolati in cambio di interviste lusinghiere.

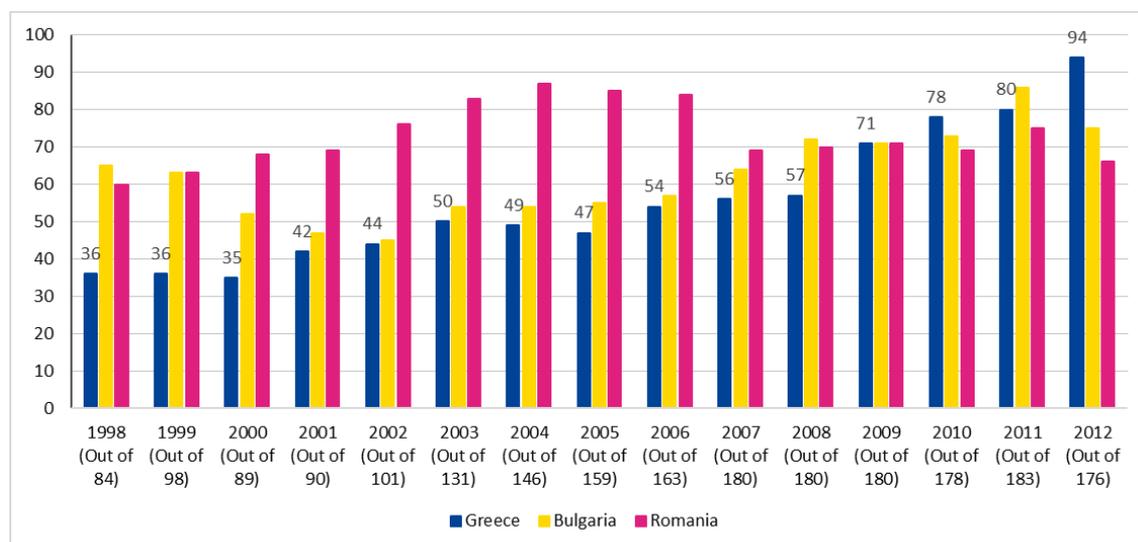
In base ad un rapporto di Reporter senza frontiere, organizzazione che promuove e difende la libertà di informazione, nei primi anni di crisi la Grecia aveva visto il deterioramento del settore dei media, facendola crollare di oltre 50 posizioni nell'indice della libertà di stampa nel mondo. Nel 2014 l'indice aveva collocato la Grecia al 99esimo posto, evidenziando come i media non avessero svolto un lavoro adeguato nel comunicare al pubblico la gravità degli squilibri macroeconomici e finanziari.

Il settore pubblico greco, secondo il premio Nobel per l'economia Edmund Phelps, era pieno di clientelismi. L'Economista osservò inoltre come il sistema pensionistico greco fosse al collasso, fornendo pensioni al di sopra della propria capacità economica, che mediamente erano il doppio delle pensioni in Spagna.

Un altro importante studio effettuato dalla Brookings Institution nel 2010 evidenzia i modi in cui la corruzione influisce sull'economia. In particolare nel caso della Grecia aveva identificato degli schemi creativi di elusione fiscale, burocrazie lente e investimenti pubblici poco produttivi. Venivano inoltre identificati una spesa salariale eccessivamente alta e un'economia sommersa stimata al 27% del PIL dal 1999 al 2010. (Schneider e Buehn, 2012)

INDICE DI PERCEZIONE DELLA CORRUZIONE (%)

Figura 10



Fonte: Transparency International

2.9.1 Il futuro della Grecia: dentro o fuori dall'UEM?

Dall'inizio della crisi greca sono sorti numerosi interrogativi sul futuro del Paese, facendo emergere partiti politici a favore dell'uscita della Grecia dall'UEM. In alcuni paesi dell'eurozona, a causa della disastrosa situazione greca, alcuni responsabili politici hanno chiesto l'espulsione della Grecia dall'UEM, mentre molti altri hanno sostenuto che i costi economici e politici di un'eventuale uscita supererebbero i benefici. Il ministro delle finanze tedesco, W. Schauble, ha affermato che un ritiro dall'UEM danneggerebbe non solo la Grecia ma anche la Germania. Altri, contrariamente, hanno sostenuto come l'uscita della Grecia aiuterebbe a stabilizzare l'UEM, contenere la crisi e punire i paesi che non hanno rispettato le regole del Trattato. In molti di questi casi, le opinioni di alcuni paesi sono risultate fuorvianti o addirittura il prodotto di un semplice sciovinismo economico. L'UEM e l'intera UE si basano su norme e procedure legali, difatti non esiste alcuna disposizione nel Trattato che consenta l'espulsione di un paese dall'UEM, sebbene ogni paese abbia il diritto di tornare alla propria valuta nazionale se lo desidera.

Le opzioni messe a disposizione della Grecia negli anni hanno fatto sì che rimanesse all'interno dell'UEM con il sostegno finanziario a lungo termine dei suoi partner e del FMI. Il ritiro volontario dall'UEM risulterebbe come una soluzione rischiosa: ritornando

alla sua vecchia moneta nazionale (dracma), la Grecia riacquisterebbe lo strumento di politica monetaria e la possibilità di emettere moneta in tempi di crisi.

Inoltre, in un regime libero e flottante, la nuova dracma subirebbe una significativa svalutazione, contribuendo ad aumentare le esportazioni di beni e servizi dando la possibilità alla Grecia di perseguire una politica monetaria espansiva. Tuttavia, le svalutazioni non hanno sempre effetti positivi sulle esportazioni, sia a causa della bassa elasticità della domanda di esportazione, sia a causa dell'aumento dei costi, dovuti a prezzi più elevati delle materie prime importate e dei prodotti intermedi. L'adeguamento dei salari all'inflazione è un altro fattore importante che dovrebbe essere preso in considerazione. D'altra parte, il debito estero del Paese (pubblico e privato), prodotto principalmente in euro, aumenterebbe in modo significativo se convertito in dracme.

Infine, considerando la variabile inflazionistica, il Paese sarebbe molto probabile che entrasse in un circolo vizioso di svalutazione e inflazione, che potrebbe degenerare in una devastante iperinflazione.

In conclusione, l'uscita della Grecia dall'UEM destabilizzerebbe l'area dell'euro e creerebbe un precedente indesiderabile con conseguenze imprevedibili per il futuro dell'euro. È dunque nell'interesse sia della Grecia che del resto dei paesi dell'UEM trovare soluzioni praticabili all'interno della zona euro.

CAPITOLO 3: L'ASSISTENZA FINANZIARIA ALLA GRECIA

3.1 Primo programma (2010-2012)

Nel maggio del 2010 gli Stati membri dell'eurozona e il FMI concordano un pacchetto di aiuti per la Grecia di circa 110 miliardi di euro. Organizzato attraverso prestiti bilaterali, il pacchetto è stato chiamato Greek Loan Facility (GLF), il cui scopo era quello di ripristinare la fiducia del mercato stabilizzando il rapporto debito pubblico / PIL e raggiungere un equilibrio entro il 2014. Gli obiettivi concordati sarebbero stati raggiunti attraverso una manovra di aggiustamento fiscale, miglioramenti della competitività e un aumento della fiducia attraverso riforme istituzionali. Tuttavia, i risultati ottenuti appaiono piuttosto contrastanti; i successi che ne sono derivati sono stati evitare un default disordinato, mantenere la Grecia nell'eurozona e raggiungere un forte consolidamento fiscale. Quel che però non è riuscito a migliorare è stata la produzione del Paese, che ha continuato a diminuire drasticamente, poiché le riforme strutturali non potevano sostenere una riduzione della domanda interna così come un adeguamento fiscale. Nell'estate del 2011 era chiaro come la Grecia non potesse accedere ai mercati come sperato: la liquidità del sistema bancario greco si era deteriorata e il rapporto debito pubblico / PIL era aumentato. (FMI, 2015b and Rehn, 2019)

A destare maggiore preoccupazione all'Europa era l'esposizione delle attività greche detenute perlopiù da banche francesi e tedesche, che erano in possesso di importanti quote nel 2011. Era inoltre allarmante l'iniziale impreparazione dell'UE di fronteggiare una situazione di crisi, in quanto non aveva alcun meccanismo per fornire assistenza finanziaria ai paesi dell'eurozona. Il primo programma è stato fornito congiuntamente alla Grecia dagli Stati membri e dal FMI: il 25 marzo 2010 i capi di Stato e di governo hanno dato il via ad un'operazione congiunta che dato origine alla c.d. Troika, volta a progettare, negoziare e monitorare un programma di assistenza finanziaria. L'aspettativa prevedeva che ogni istituzione coinvolta potesse utilizzare le proprie competenze e risorse al fine di raggiungere un accordo, ma la scarsa esperienza della commissione europea di progettare e attuare programmi di assistenza finanziaria aveva fatto ricadere gran parte della responsabilità sul FMI, il quale aveva già maturato esperienza nel settore finanziario. Anche la BCE fu coinvolta per fornire supporto e competenza nelle aree rilevanti per la politica monetaria e la stabilità finanziaria dell'eurozona.

3.2 Istituzione del FESF e del MES

Parallelamente al primo programma di assistenza finanziaria alla Grecia, la Commissione europea e gli Stati membri hanno lavorato a diverse iniziative volte al rafforzamento del meccanismo di coordinamento delle politiche economiche e all'istituzione di un *firewall* contro l'instabilità finanziaria. A metà del 2010 i membri dell'UEM istituiscono il FESF come meccanismo temporaneo di risoluzione delle crisi, a cui alla fine del 2012 subentra il MES come fondo permanente di salvataggio dell'eurozona. All'inizio del 2011 il FESF finanzia per la prima volta l'Irlanda e, successivamente, estende la propria assistenza al Portogallo. La creazione di nuovi meccanismi economici con finalità assistenziale nacque da debolezze strutturali dell'economia greca che erano state sottostimate all'inizio del primo programma; a febbraio e marzo del 2012 vengono quindi concordati ulteriori finanziamenti e programmi quadriennali del FMI e triennali del FESF.

Il FESF ha fornito la maggior parte del finanziamento del programma, attraverso l'erogazione di 141,9 miliardi di euro con l'aiuto del FMI. Le banche e gli altri investitori hanno contribuito svalutando il valore delle proprie partecipazioni di debito attraverso il c.d. Private Sector Involment (PSI). Quest'ultimo venne supportato dal FESF attraverso il finanziamento alla ricapitalizzazione delle banche greche che avevano subito ingenti perdite a causa delle loro obbligazioni e dalla prolungata recessione.

In seguito all'erogazione dei fondi del FESF, che non era riuscito a calmare i mercati, gli Stati membri dell'eurozona concludono un accordo al fine di istituire nel 2012 il MES come meccanismo permanente di risoluzione delle crisi con capacità di prestito combinata al FESF. A causa della prolungata recessione economica, la Grecia nella seconda metà del 2012 chiede ulteriori aiuti all'UE, che prontamente riduce i tassi di interesse dei prestiti, prolunga le scadenze e differisce i pagamenti degli interessi. Il FESF ha inoltre finanziato un'operazione di riacquisto del debito al fine di migliorare la posizione del debito greco, dopo che la BCE aveva annunciato il suo impegno a fare tutto il necessario per eliminare le crescenti tensioni di mercato.

L'economia greca aveva iniziato a mostrare dei timidi segni di ripresa economica, anche se le riforme strutturali procedevano lentamente e la loro attuazione diventava sempre più difficile. Alla fine del 2014 il programma del FESF era andato fuori strada: la difficoltà applicativa delle riforme e la forte recessione dal 2009 aveva fatto perdere alla Grecia un quarto della produzione.

Figura 11

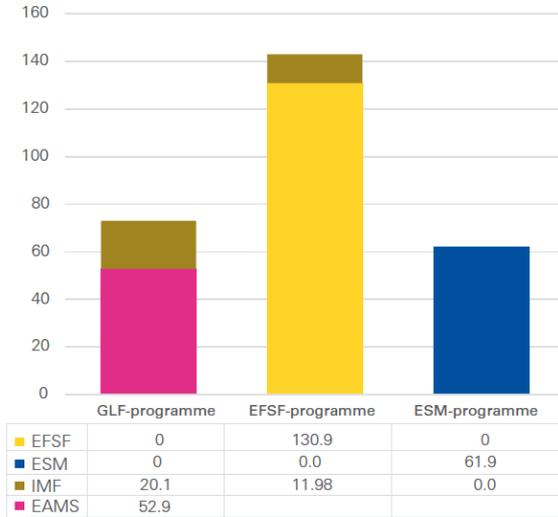
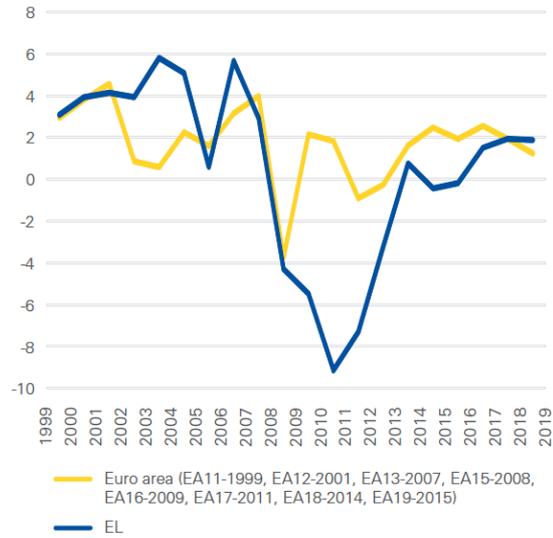


Figura 12



Notes: IMF amounts are approximate totals of special drawing rights (SDR) in euro terms. EAMS: euro area member states' bilateral loans to Greece. Sources: ESM, European Commission, IMF

Source: Eurostat

Come evidenziato da numerosi rapporti di valutazione, incluso il primo effettuato dal MES (ESM, 2017), il copioso numero di riforme richieste ad un paese che aveva difficoltà amministrative e un aggiustamento fiscale anticipato tramite tagli alla spesa pubblica, avevano ulteriormente prolungato la recessione. Era diventato ormai evidente come le proiezioni formulate dai programmi del GLF e del FESF non si sarebbero mai realizzate, dato che il rapporto debito pubblico / PIL continuava a crescere. Le principali criticità evidenziate erano una sottostima dei moltiplicatori fiscali, la difficile attuazione delle riforme a causa della debole capacità amministrativa e infine gli alti tassi di interesse in Grecia.

Durante l'estate del 2015, una serie drammatica di eventi ha visto la Grecia ricadere in arretrati di pagamento con il FMI ed essere sull'orlo di un'uscita dall'Europa (Dendrinou e Varvitsioti, 2019). Il 30 giugno 2015, dopo mesi di valutazione delle possibili alternative, le autorità greche richiedono un ennesimo programma di assistenza finanziaria affermando che il nuovo prestito sarebbe servito a pagare esclusivamente gli interessi maturati dagli obblighi di debito esterno e interno. Inizialmente i prestiti del GLF e dell'FESF avevano costi elevati, ma durante diverse occasioni i partner europei avevano modificato i termini del prestito. I margini dei prestiti vennero ridotti, il pagamento degli

interessi differito e le scadenze furono estese ben oltre quelle di altri finanziamenti disponibili.

3.3 Il ruolo del FMI nei programmi greci

Le istituzioni europee avevano bisogno dell'aiuto del FMI per aumentare la credibilità, tuttavia le difficoltà nell'assicurare la partecipazione del FMI al programma del MES sono nate dalla divergenza dei contesti operativi e dai presupposti economici e politici. Il FMI ha dimostrato una sostanziale flessibilità durante tutto il suo coinvolgimento nei programmi GLS e FESF ed ha tratto importanti lezioni, raggiungendo un *modus operandi* più efficace con le unioni monetarie e gli accordi finanziari.

Tuttavia il FMI segue le proprie regole e politiche, mentre le risposte alla crisi delle istituzioni europee dovevano rispettare le regole dell'UE. Ciò ha portato a lunghi negoziati sul programma e a ripetute battute d'arresto, in particolare ha reso il più difficoltoso il coinvolgimento del FMI. Da giugno a luglio 2015 la Grecia è diventata il primo paese ad avere debiti arretrati con il FMI, dopo aver accumulato 1,6 miliardi di Diritti Speciali di Prelievo (DSP) in mancati pagamenti (FMI, 2105).

Nell'agosto del 2015 il FMI non ha aderito al finanziamento del programma del MES a causa delle preoccupazioni sulla sostenibilità del debito pubblico greco, tuttavia ha accolto favorevolmente il memorandum di intesa tra la Grecia e i suoi partner europei come importante passo avanti. Nonostante ciò, il FMI considerava il debito greco come insostenibile e incapace di essere risanato senza un ulteriore alleggerimento del debito, reputando insufficienti gli impegni politici dell'Eurogruppo. Nel maggio del 2016, il FMI accetta che la riduzione del debito non potesse essere effettuata immediatamente, ma che dipendesse dal fatto che la Grecia rispettasse gli obiettivi del programma concordato. La partecipazione del FMI al programma del MES era dunque condizionata all'ulteriore verifica delle azioni precedenti e alle misure necessarie sul debito per fornire un alleggerimento necessario entro la fine del programma. In particolare, il FMI richiedeva misure e dati più accurati, nello specifico riguardanti la tassazione del reddito e le pensioni al fine di garantire che l'alleggerimento del debito avesse efficacia.

3.4 Obiettivi del MES greco

Inizialmente gli obiettivi strategici generali erano due: in primo luogo preservare la stabilità finanziaria dell'eurozona; in secondo luogo ripristinare la stabilità finanziaria in Grecia, cercando di proteggere il sistema bancario europeo. Durante il programma del MES è emerso un altro obiettivo strategico per la Grecia: la necessità di perseguire una crescita economica sostenibile e giustizia sociale. I documenti del programma hanno presentato gli obiettivi strategici con le strategie di programma, osservabili dalla figura 13.

Il modus operandi dell'intervento prevedeva il risanamento economico cercando di porre rimedio agli squilibri economici del Paese, evitando che la crisi economica contagiassero gli altri paesi dell'eurozona. Gli obiettivi del programma a breve termine del GLF miravano a ripristinare la fiducia dei mercati e a mantenere la stabilità finanziaria, contenendo la spesa pubblica attraverso il consolidamento fiscale e risparmi nel settore pubblico. Questi ultimi includevano politiche economiche che assicurassero una durabilità dell'aggiustamento fiscale, come ad esempio la riforma del sistema pensionistico e il rafforzamento del quadro fiscale.

OBIETTIVI STRATEGICI

Figura 13

Strategic objective	Programme strategy	Measure
<ul style="list-style-type: none"> • Restore euro area financial stability • Restore financial stability in Greece • Achieve sustainable inclusive growth 	<ul style="list-style-type: none"> • Minimise contagion • Prioritise deficit and debt reduction (restore debt sustainability) • Improve productivity, competitiveness and long-term growth • Strengthen institutions and their independence • Restore confidence and payment culture • Establish ample cash buffers as a primary exit route 	<ul style="list-style-type: none"> • Spending cuts, increased revenue, privatisation, broader tax base • Bank consolidation, deleveraging • Labour market reform • Product market reform • Public administration reform, addressing misreporting, increased ownership, recapitalised banking sector, banking governance reform • Tax morale, arrears clearance, depositor confidence, debtor moral hazard/strategic defaulting • Short- and medium-term debt measures

Gli obiettivi a medio termine aspiravano a migliorare la competitività del mercato greco attraverso un programma di riforme strutturali, mentre l'obiettivo generale era quello di ripristinare in modo duraturo la credibilità della Grecia agli occhi degli investitori privati, migliorando la comunicazione dei dati e l'attuazione delle politiche, ritenute fondamentali per il successo del programma poiché la Grecia aveva bisogno di raccogliere 60 miliardi di euro sui mercati finanziari nel 2014.

Gli obiettivi principali della strategia del programma FESF sono rimasti essenzialmente gli stessi, ma il programma di riforme strutturali a favore della crescita ha gradualmente guadagnato importanza nell'attuazione generale del programma. La ristrutturazione del debito e un maggiore finanziamento invece dovevano sostenere un aggiustamento fiscale più lento e una privatizzazione più graduale. Gli obiettivi di bilancio per il 2012 e gli anni successivi sono stati rivisti al fine di contrastare gli sviluppi macroeconomici sfavorevoli, garantendo allo stesso tempo sufficienti progressi verso l'obiettivo di un rapporto debito/PIL del 120% entro il 2020.

I principali intenti del programma del MES dunque erano: ripristinare la sostenibilità fiscale, salvaguardare la stabilità finanziaria, rafforzare la competitività e la crescita e la modernizzazione dello Stato e della pubblica amministrazione. Gli obiettivi strategici scelti risultavano in linea con i dati del FESF/MES e appropriati ad affrontare le esigenze elleniche. Nello specifico la Grecia soffriva di un'elevata vulnerabilità del settore finanziario che rischiava di contagiare l'eurozona, come è possibile osservare la figura 14.

Il programma del MES ha fatto il possibile per raggiungere una crescita sostenibile della Grecia. I propositi concordati dal programma sono stati gradualmente modificati a causa dell'iniziale declino della produzione del Paese e dei costi sociali elevati attraverso una revisione del programma GLF. Quest'ultimo includeva anche un reddito minimo garantito per proteggere le categorie più fragili, un obiettivo conseguito anche dal programma del MES che aveva portato a progressi significativi.

L'approccio di valutazione sulla sostenibilità del debito è passato da un concetto di "stock" ad uno di "flusso". Questo passaggio ha rappresentato un importante cambiamento rispetto al programma GLF, nel quale le istituzioni si concentravano principalmente sullo stock del debito e utilizzavano la misura del debito rispetto al PIL per valutare un paese.

EVOLUZIONE DELLA VULNERABILITÀ SOVRANA

Figura 14

	09Q4	10Q4	11Q4	12Q4	13Q4	14Q4	15Q4	16Q4	17Q4	18Q3	19Q3
Overall vulnerability score	1.7	1.6	1.5	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1
1 Government borrowing needs, conditionality, and debt structure	2.3	2.0	2.0	2.0	1.7	1.8	2.0	1.9	2.3	2.0	2.0
2 Economic strength	1.4	1.4	1.4	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1	1.9
3 Fiscal position	1.1	1.1	1.1	1.6	1.6	2.1	1.8	2.4	2.7	2.6	2.8
4 Financial sector and other contingent liabilities	1.3	1.3	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5	1.7	1.8	1.8
5 Institutional parameters	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.5
6 Private leverage, credit and real estate	2.5	2.3	2.3	1.8	2.1	1.6	2.1	2.1	2.1	2.1	2.5
Score	1.0 to 2.0	2.0 to 2.5	2.5 to 3.0	3.0 to 4.0							
Vulnerability	High	Elevated	Moderate	Low							

Note: We visualise Q3 for 2018 and 2019 as the timings show programme exit and the end of the evaluation period.
Source: ESM

Durante l'attuazione del programma del MES gli intenti si sono inoltre concentrati sull'adeguatezza del c.d. Gross Financial Needs (GFN), definito come la somma dei deficit di bilancio e dei fondi necessari per rinnovare il debito che matura nel corso dell'anno. Esso permetteva un'analisi più accurata e aggiornata, il cui aumento significava una maggior difficoltà per un paese di colmare il gap tra il GFN e le fonti di finanziamento disponibili.

3.5 Strategie del Programma:

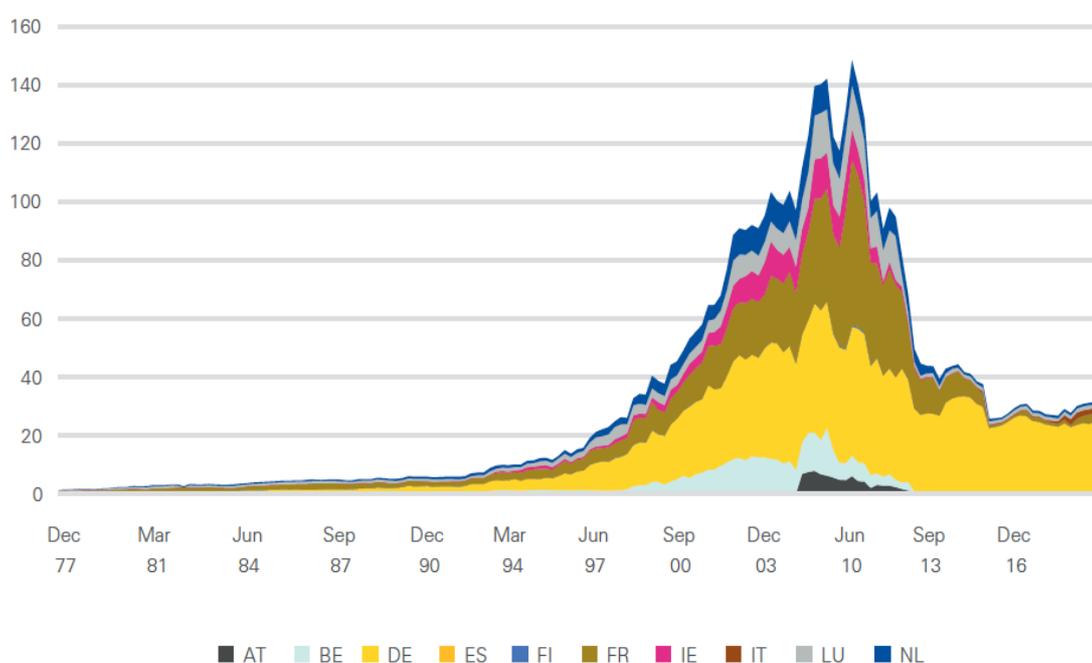
3.5.1 Minimizzare il contagio

L'impatto di una qualsiasi ricaduta negativa della Grecia su altri paesi dell'eurozona sarebbe stato ancora più sostanziale senza l'assistenza finanziaria fornita. Le ricadute finanziarie avvengono principalmente attraverso cambiamenti del mercato dei capitali e delle banche; nel 2010 l'alta probabilità di una crisi del mercato creditizio ha inibito l'efficiente funzionamento dei mercati dei titoli sovrani (Calice, 2012), contribuendo a creare difficoltà di finanziamento per diversi Stati dell'eurozona. Il grafico 2 riassume come le ricadute negative del mercato obbligazionario si siano diffuse dalla Grecia ad altri paesi dell'UE in varie fasi della crisi. Il deterioramento del mercato obbligazionario

ha di conseguenza inibito la capacità del sistema finanziario di svolgere un ruolo di sostegno alla crescita dell'economia dell'area dell'euro, in particolare in Grecia. La detenzione di attività greche nei bilanci bancari di altri paesi europei ha rappresentato un altro canale di contagio. Data esposizione delle banche dell'area dell'euro alla Grecia alla fine del 2009 (vedi figura 15), l'impatto della crisi del debito sovrano in Grecia avrebbe diffuso instabilità finanziaria in tutta l'eurozona, con le banche tedesche e francesi particolarmente esposte al rischio. Pertanto, al fine di preservare la stabilità finanziaria di tutta UEM, erano necessarie misure volte all'attenuazione delle ripercussioni sul mercato. Il consolidamento delle banche greche ha aiutato a limitare la probabilità di contagio e ha permesso una liquidazione controllata delle istituzioni non vitali. Le banche che operavano modelli di business non sostenibili, secondo la Banca di Grecia, vennero inserite in un nuovo quadro di risoluzione bancaria, mentre le banche ricapitalizzate sono state obbligate a ridurre le operazioni internazionali nell'ambito dei piani di ristrutturazione del debito, al fine di ridurre il rischio di contagio.

ESPOSIZIONE DELLE BANCHE EUROPEE NEI CONFRONTI DELLA GRECIA

Figura 15



Source: Bank for International Settlements

3.5.2 Ridurre il deficit e il debito pubblico

Tutti i programmi hanno dato la priorità alla riduzione del deficit e del debito pubblico per ripristinare la stabilità finanziaria e la credibilità della Grecia. La politica fiscale dei tre programmi di aggiustamento economico mirava alla riduzione degli squilibri fiscali e alla stabilizzazione dell'elevato debito pubblico. L'obiettivo del programma a breve termine, a partire dal GLF, era il consolidamento fiscale: basandosi su misure in grado di generare risparmi nella spesa del settore pubblico, il fine era migliorare la capacità di riscossione delle entrate statali. Gli aggiustamenti pianificati si basavano principalmente su tagli alla spesa pubblica equivalenti a circa il 7% del PIL nel periodo del programma. L'obiettivo primario comprendeva misure di natura strutturale, che includevano la riforma del sistema pensionistico e del sistema fiscale.

Il programma del FESF si è di nuovo concentrato sulle riforme fiscali, soprattutto per quanto riguarda le spese. La documentazione del programma del FESF riconosceva che i progressi sui conti pubblici e sui conti con l'estero erano stati insufficienti, con un gap fiscale cumulativo di circa il 5,5% identificato per il 2013 e il 2014. Nell'ambito del programma del MES il percorso di aggiustamento fiscale concordato mirava a raggiungere un avanzo primario del -0,25% nel 2015, 0,5% nel 2016 e 1,75% nel 2017 e così via. Per raggiungere gli obiettivi concordati è stata necessaria la combinazione di riforme fiscali ad un ambizioso programma per combattere l'evasione fiscale, garantendo al contempo una protezione delle classi sociali più deboli. (Commissione europea, 2015)

3.5.3 Rafforzare le istituzioni e la loro indipendenza

Come è possibile osservare dalla figura 4, l'economia greca ha dovuto far fronte ad istituzioni particolarmente deboli e vulnerabili. Dalla documentazione raccolta del programma GLF appariva chiaro come fosse necessaria una riforma della pubblica amministrazione, dato che quest'ultima era responsabile di numerose inefficienze dell'economia greca. L'attenzione si focalizzava perlopiù su riforme amministrative che permettessero risparmio di bilancio piuttosto che una fornitura più efficiente di beni e servizi pubblici. Il programma del FESF mirava al rafforzamento delle istituzioni e della loro indipendenza, in particolare poneva l'amministrazione delle entrate come priorità assoluta. Anche il programma del MES ha messo in primo piano la riforma dell'amministrazione delle entrate statali, insieme alle riforme della giustizia. Quest'ultimo aveva sottolineato l'importanza del rafforzamento della governance del

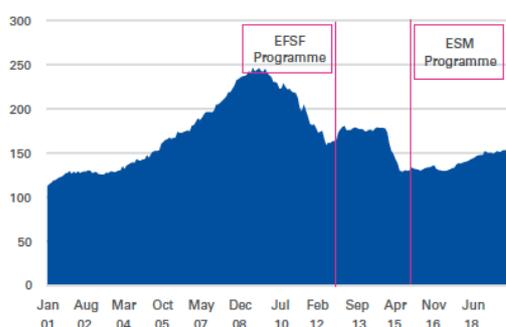
Hellenic Financial Stability Fund (HFSF), al fine di contrastare qualsiasi tipo di interferenza politica nella sua gestione o attività. L'istituzione del HFSF, avvenuta nel luglio del 2010, aveva come intento la stabilità del sistema bancario greco nell'interesse pubblico. Quest'ultimo fornisce supporto di capitale alle banche in conformità alle regole dell'UE riguardo gli aiuti di stato. Esso ha inoltre il ruolo di monitorare e valutare l'operato delle banche riguardo i piani di ristrutturazione, garantendo l'autonomia commerciale delle stesse. Il HFSF, in quanto azionista, esercita i propri diritti di partecipazione e di voto inclusa la disposizione, in tutto o in parte, di qualsiasi capitale o altri strumenti finanziari emessi dalle banche in cui ha partecipazioni. Esso fornisce inoltre prestiti al Fondo di assicurazione dei depositi a scopi risolutivi e facilita la gestione dei prestiti in sofferenza.

3.5.4 Ripristinare la fiducia e la cultura dei pagamenti

Le istituzioni greche hanno più volte riconosciuto come le performance economiche potessero essere migliorate con un'agenda politica che si concentrasse sull'amministrazione fiscale, sulla gestione delle politiche pubbliche e sulle performance del settore bancario. Nel 2012 il sostegno alla liquidità di emergenza della Banca della Grecia è stato cruciale al fine di preservare la fiducia e la stabilità finanziaria. Nella primavera e nell'autunno del 2011 l'escalation dell'incertezza politica ha innescato un rapido ritiro dei depositi, che a marzo del 2012 risultavano ridotti del 30% rispetto al picco di giugno del 2009. Il sistema bancario aveva bisogno di assistenza di liquidità di emergenza per colmare il deficit di finanziamento, ripristinare la fiducia e preservare la stabilità finanziaria. La ricapitalizzazione delle banche con importanza sistemica era necessaria al fine di garantire le funzioni vitali degli intermediari finanziari. L'impatto combinato del PSI e delle previsioni di perdite sui crediti avevano identificato un fabbisogno di capitale nel settore finanziario di circa 40 miliardi di euro. Un'iniezione di liquidità con fondi pubblici era dunque inevitabile nel 2012, al fine di garantire che le banche rimanessero conformi ai requisiti normativi di capitale per evitare il danneggiamento della stabilità finanziaria.

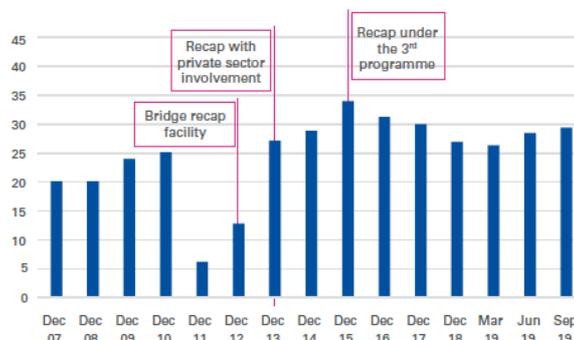
DEPOSITI NEL SISTEMA FINANZIARIO GRECO CAPITALE TOTALE DELLE BANCHE SISTEMICHE

Figura 16



Source: Bank of Greece

Figura 17

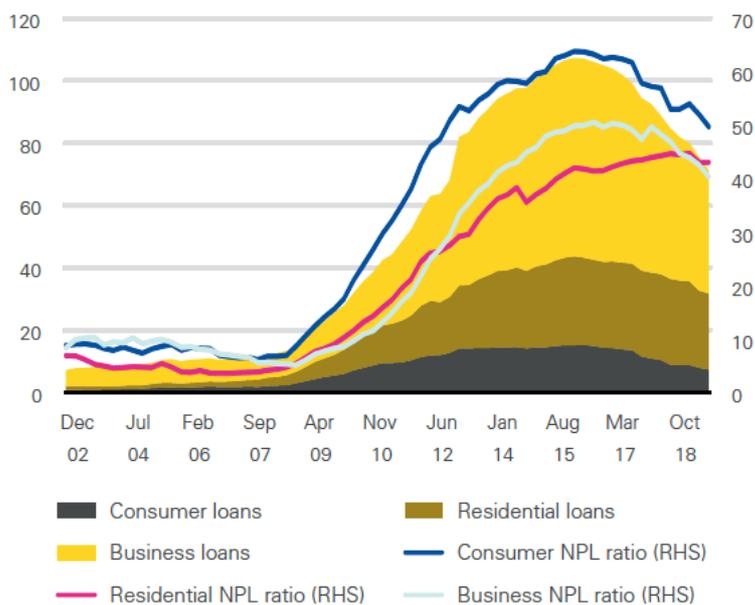


Sources: SNL financial database, FitchConnect, ESM calculations

L'incertezza politica all'inizio del 2015 aveva richiesto ulteriori ricapitalizzazioni e sostegni alla liquidità del Paese. Il dubbio riguardo una potenziale Grexit si era manifestato in seguito alle elezioni parlamentari del 2015 con la vittoria della coalizione della sinistra radicale (Syriza). I depositi bancari si erano ridotti quasi del 20% nel gennaio del 2015 prima che il nuovo governo concordasse un programma di aggiustamento economico con le istituzioni europee nel luglio dello stesso anno. Sempre nel 2015 i c.d. Non Performing Loans (NPL) avevano raggiunto un picco, richiedendo un'azione politica più ampia. L'espansione delle attività inesigibili nei bilanci bancari aveva sottolineato un deterioramento della cultura dei pagamenti e delle debolezze del quadro giuridico, che vedeva le banche incapaci di affrontare efficacemente la situazione. Al termine del programma del FESF era evidente come le banche non potessero identificare soluzioni di ristrutturazione sostenibili per i mutuatari in difficoltà, mentre i NPL continuavano a crescere. Gli impedimenti del sistema legale al corretto adempimento delle obbligazioni hanno fatto crescere vertiginosamente il numero di imprese inadempienti: nel 2015 l'economista Asimakopoulos ha identificato in Grecia un'impresa su sei come inadempiente "strategico". Un approccio più completo per risolvere il problema dei NPL era vitale al fine di preservare la stabilità finanziaria e ripristinare la capacità delle banche a sostenere una crescita economica.

NON-PERFORMING LOANS IN GRECIA

Figura 18



Source: Bank of Greece

Il programma del MES per il settore finanziario era dunque strutturato sulla base di quattro pilastri:

- Stabilizzare le condizioni di liquidità e di pagamento e incrementare il capitale;
- Affrontare il problema dei NPL;
- Migliorare la governance delle banche e dell'HFSF;
- Promuovere la cultura dei pagamenti;

Il programma del FESF era incentrato sulla ricapitalizzazione delle banche, nonché sulla razionalizzazione della struttura di governance del HFSF, tuttavia il programma del MES ha posto maggiore enfasi sulla risoluzione dei NPL e sul miglioramento della cultura dei pagamenti.

3.6 Criticità del programma

Sin dal primo momento il MES mancava di un quadro predefinito che definisse degli obiettivi strategici per una ripresa economica della Grecia. Numerose valutazioni dell'ufficio indipendente del FMI descrivono un elevato ottimismo nella progettazione dei programmi di aggiustamento economico, valutazioni che potevano essere evitate

apprendendo i risultati ottenuti dal primo programma GLF. Dalla relazione del FMI era stato segnalato “un ottimismo sulla crescita, soprattutto una riluttanza nel modificare i piani economici concordati, che come cause hanno un comprensibile desiderio del FMI di presentare uno scenario di ripresa ottimistico”. Nel 2014 la Commissione presieduta da Junker aveva preparato una valutazione che descriveva l’impatto sociale del programma MES per la Grecia, che tuttavia era risultata troppo superficiale per comprendere le ripercussioni sulla società greca. Cruciale invece è stata l’assistenza tecnica della Banca Mondiale nella progettazione e nell’attuazione delle misure di protezione sociale stabilite dal programma. Già durante il programma del FESF era maturata la consapevolezza dell’utilità e della competenza della Banca Mondiale nel coprire alcune lacune emerse nell’attuazione di alcune riforme.

La situazione di crisi, i molteplici sforzi di riforma, e la limitata capacità amministrativa delle autorità greche hanno comportato ritardi nei dati e un alto grado di incertezza degli stessi. Nel luglio del 2015 venne concordato il nuovo programma; tuttavia, essendo il programma del FESF scaduto, non ci fu il tempo necessario per negoziare nuove misure. Alcune misure come i licenziamenti nel settore pubblico, concordati dal FMI al fine di modernizzare il settore pubblico e ridurre il clientelismo, furono abbandonate al fine di intraprendere riforme della pubblica amministrazione e del sistema giudiziario. L’introduzione di un reddito minimo garantito, che era stato un punto fermo dalla prima revisione del 2010, era divenuto un punto cruciale del programma. Le misure sociali adottate dal governo sono state in grado di contrastare l’impatto negativo degli aggiustamenti economici, mentre la ripresa della crescita economica ha contribuito ad alleviare la povertà e l’ineguaglianza. Tuttavia i vincoli di bilancio hanno limitato la flessibilità complessiva, maturando la sensazione che ci fosse poco spazio per allentare gli obiettivi fiscali date le preoccupazioni sulla sostenibilità del debito pubblico. Un mix di politiche economiche imperfette ha enfatizzato quindi un doloroso aggiustamento fiscale, che poteva essere effettuato più gradualmente generando un minor impatto sociale e politico.

Le istituzioni europee non hanno sviluppato una sufficiente comprensione delle circostanze economiche e politiche greche: la strategia di svalutazione interna non è riuscita a cogliere appieno l’impatto sulla domanda interna, dato che la produzione coinvolgeva piccole aziende che avevano difficoltà a passare a mercati di esportazione nonostante alcuni progressi. Un programma triennale era risultato troppo breve per affrontare le vulnerabilità di lunga data della Grecia; col senno di poi era impossibile

risolvere tutte le sfide che il Paese doveva affrontare in soli tre anni. Alcuni esperti della commissione segnalavano questa criticità, ma all'inizio un programma più lungo non fu ritenuto politicamente fattibile, data la necessità di allinearsi alle direttive del FMI.

3.7 Analisi dell'efficacia del programma MES

3.7.1 Risanamento delle finanze pubbliche

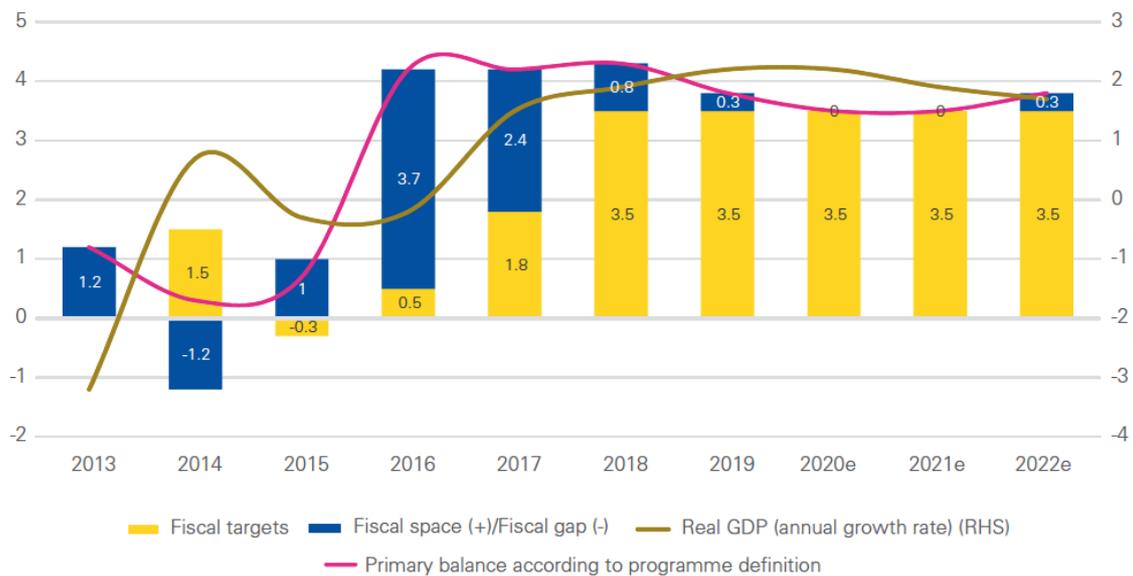
Durante il programma FESF il saldo primario è sceso dal 10% del PIL nel 2009 al 3,6% del PIL nel 2012. In seguito ad un deterioramento dello stesso nel 2015, il programma del MES ha proseguito il proprio lavoro di aggiustamento fiscale portando a netti miglioramenti nel 2019. I programmi greci hanno tuttavia richiesto grandi correzioni fiscali che non permettevano di evitare gravi ripercussioni sulla crescita economica. Per questo motivo la Grecia ha subito una recessione economica più elevata di quanto era stato inizialmente previsto, con un crollo delle entrate e pressioni sulla spesa pubblica che hanno richiesto ulteriori misure per raggiungere gli obiettivi fiscali concordati. Come nei programmi precedenti, il MES ha dato la priorità all'obiettivo della sostenibilità fiscale, incorporando alcuni elementi di crescita nel mix di politica fiscale; l'eccessiva riduzione del bilancio degli investimenti pubblici ha però impedito l'effettiva crescita.

Il raggiungimento di questi obiettivi fiscali nell'ambito dei programmi FESF/MES, insieme alle riserve di liquidità concesse, hanno rafforzato la credibilità della Grecia. L'aggiustamento fiscale e la credibilità nel raggiungimento di questi obiettivi hanno posto le basi per un miglior rating del debito sovrano greco, che si stava avvicinando al c.d. *investment grade* (BBB-) alla fine del 2020, anche se ancora inferiore agli altri paesi che hanno partecipato al programma. La Grecia ha inoltre beneficiato di tassi di interesse agevolati che hanno permesso una diminuzione graduale del debito pubblico.

Il rendimento dei titoli di stato greci a 10 anni ha rispecchiato questo miglioramento, tranne per il periodo di incertezza politica del 2015. Alla fine del periodo di valutazione il rendimento dei titoli si avvicinava a quello dell'Irlanda, della Spagna e del Portogallo, insieme ad un miglioramento dell'indice di vulnerabilità sovrana del MES che indicava un progresso della posizione fiscale della Grecia.

EVOLUZIONE DELLA BILANCIA FISCALE GRECA

Figura 19

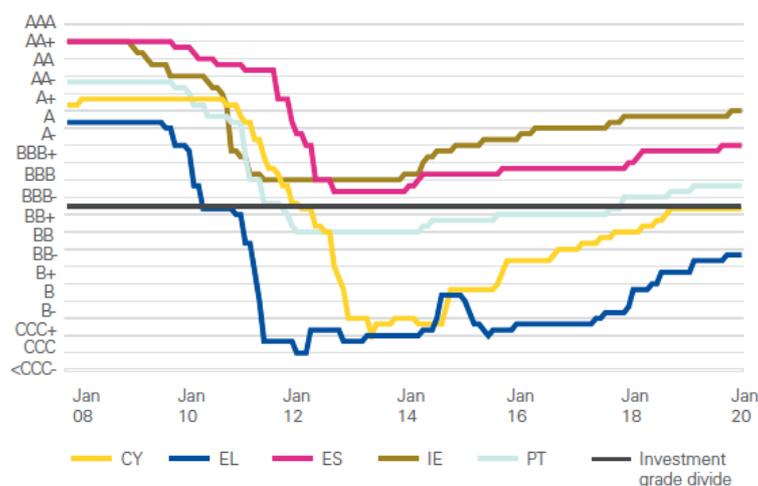


Fonte: Commissione Europea

In termini di consolidamento fiscale, il mix tra entrate e spese è rimasto sostanzialmente equilibrato durante il programma del MES. Il mix di politiche si è basato quasi equamente sul lato delle entrate e delle spese per la maggior parte del programma, avvicinando la Grecia alle medie europee. Le entrate totali sono aumentate di circa 1,4 punti percentuali dal 2014 al 2018, al di sopra della media dell'eurozona. Le imposte, compresa l'IVA sulla produzione e sulle importazioni, hanno contribuito principalmente a quest'aumento. Contemporaneamente la spesa è scesa al 47% del PIL nel 2018 da un massimo del 50% nel 2014, grazie ai tagli che si sono concentrati sulla spesa sociale, sugli investimenti pubblici e sui salari pubblici. La compressione della spesa in investimenti pubblici ha tuttavia influito sulla crescita a breve e lungo termine. Inizialmente erano stati pianificati importanti investimenti pubblici, compresi numerosi progetti di investimento, che poi nella pratica non hanno raggiunto gli obiettivi prefissati. Questo sottoutilizzo ha contribuito al raggiungimento degli obiettivi di bilancio, anche se tuttavia ha rallentato lo stimolo di crescita del Paese.

RATING MEDIO DEI PAESI ADERENTI AL PROGRAMMA

Figura 20



Sources: ESM, Moody's, Fitch, S&P, Bloomberg

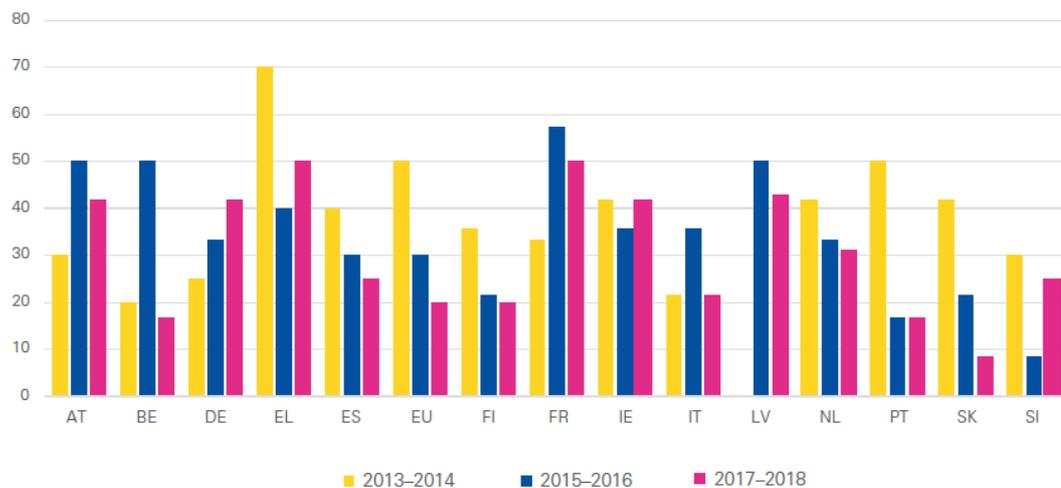
3.7.2 Riforme strutturali

La crisi economica ha agito da “catalizzatore” per le riforme strutturali in molti paesi come la Grecia. Rispetto al periodo pre-crisi, la risposta alle raccomandazioni dell’OCSE è in media aumentata negli anni, migliorando la produttività del lavoro e l’utilizzo della produzione. Le riforme strutturali hanno attraversato alti e bassi dall’inizio della crisi: i maggiori sforzi di riforma si concentrano nel 2013 e nel 2014, con un temporaneo rallentamento dal 2015 al 2016.

Durante l’attuazione del programma la priorità è stata data alle riforme riguardanti il mercato del lavoro, date le difficoltà nella liberalizzazione di altri settori. I ritardi nell’attuazione delle riforme del mercato dei prodotti, nell’ambito del GLF e del programma FESF, hanno innescato una revisione del programma del MES: l’attenzione si è concentrata sull’adozione delle raccomandazioni dell’OCSE denominate “Going for Growth”, compreso un minor onere amministrativo per sostenere gli investimenti delle imprese. Per quanto concerne la competitività del Paese, la Grecia ha migliorato la propria posizione nella classifica di competitività del World Economic Forum del 2019, salendo dalla posizione 91 alla 59.

GRADO DI RISPOSTA ALLE RIFORME IN GRECIA

Figura 21



Note: The reform responsiveness indicator is based on a scoring system in which each priority set in the previous edition of Going for Growth takes a value of 100 if "significant" action is taken the following year, and zero if not. The indicator is therefore the ratio of the total number of years in which some action is taken to address the policy priority to the total number of years since the policy priority has been identified.
Source: OECD

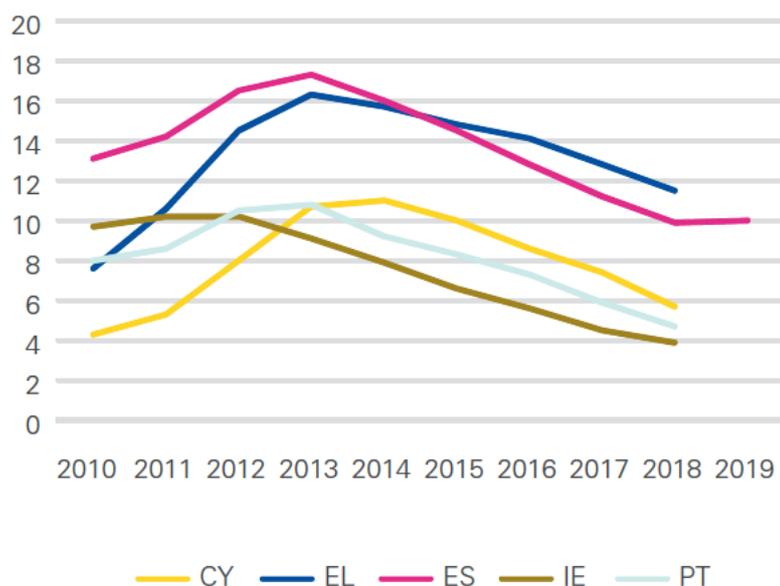
Nonostante ciò viene comunque considerata un debole performer rispetto all'eurozona, avendo perso circa 18 posizioni nel mercato dei prodotti e quattro posizioni nelle riforme del mercato del lavoro. Le riforme strutturali nell'ambito del programma del MES sono state valutate come parzialmente efficaci, data la graduale natura dei miglioramenti raggiunti. Il programma del FESF ha visto alcuni importanti miglioramenti nel differenziale di inflazione rispetto all'eurozona, insieme ad un miglioramento del mercato del lavoro grazie anche ad una riduzione della rigidità della legislazione a tutela dell'occupazione. Una persistente promozione delle riforme del mercato del lavoro a costo di altre riforme (come la limitata capacità amministrativa) hanno ridotto l'impatto complessivo delle riforme durante il programma. Oltre alla scarsa evidenza di miglioramenti nelle operazioni di mercato dei prodotti, i principali fattori che hanno frenato l'efficacia complessiva delle riforme strutturali sono stati la limitata capacità amministrativa e la competitività ostacolata dall'alta pressione fiscale. Per quanto concerne i progressi delle riforme del mercato del lavoro, nonostante i miglioramenti fatti, la Grecia soffre del più alto tasso di disoccupazione dell'eurozona.

Dati i risultati ottenuti, le riforme del mercato del lavoro sono state efficaci nel ridurre la disoccupazione e sostenere la competitività del Paese dal 2010. Tuttavia la Grecia ha

bisogno di ulteriori riforme del mercato del lavoro volte a migliorare la flessibilità dei salari e una riduzione del cuneo fiscale del lavoro.

TASSO DI DISOCCUPAZIONE

Figura 22



Fonte: Eurostat

3.7.3 Rafforzamento delle istituzioni

I programmi FESF e MES hanno identificato il rafforzamento delle istituzioni come strategia chiave al fine di raggiungere una stabilità finanziaria. Istituzioni indipendenti, trasparenti e ben funzionanti favoriscono la crescita economica producendo e fornendo in modo efficiente beni e servizi pubblici. Per quanto concerne il quadro giuridico e il sistema giudiziario, i programmi hanno lavorato per accelerare le sentenze e l'effettiva risoluzione dei casi. Le autorità greche hanno assunto più giudici e, sotto il programma del FESF, hanno sviluppato un codice di procedure civili al fine di semplificare i processi giudiziari. I dati suggeriscono però che i programmi MES/ FESF non sono stati efficaci nel migliorare l'efficienza giudiziaria. Le procedure greche sono ancora tra le più lunghe e meno efficienti d'Europa, nonostante la riduzione del tempo medio necessario per ottenere una sentenza. Per quanto riguarda l'amministrazione pubblica, i programmi sin da subito hanno affrontato le inefficienze e la mancanza di indipendenza delle stesse; le amministrazioni pubbliche sembravano soffrire di pressioni politiche, inefficienze che

portavano ad un'offerta subottimale di beni e servizi pubblici che risultavano costosi, di bassa qualità e talvolta limitati. Il programma del MES ha perseguito il fine di creare un'autorità indipendente per le entrate pubbliche già iniziato dal FESF, migliorando la qualità della pubblica amministrazione. Il ridimensionamento del settore pubblico ha portato il settore pubblico greco ad avvicinarsi alla media europea in termini di efficienza, senza ridurre l'apprezzamento espresso dai cittadini dei servizi pubblici di base nella sanità, nell'istruzione e nel governo nazionale (OCSE, 2013). Stime recenti (2019) mostrano però che la fiducia e la soddisfazione dei cittadini siano ancora sotto la media europea in ambito di assistenza sanitaria.

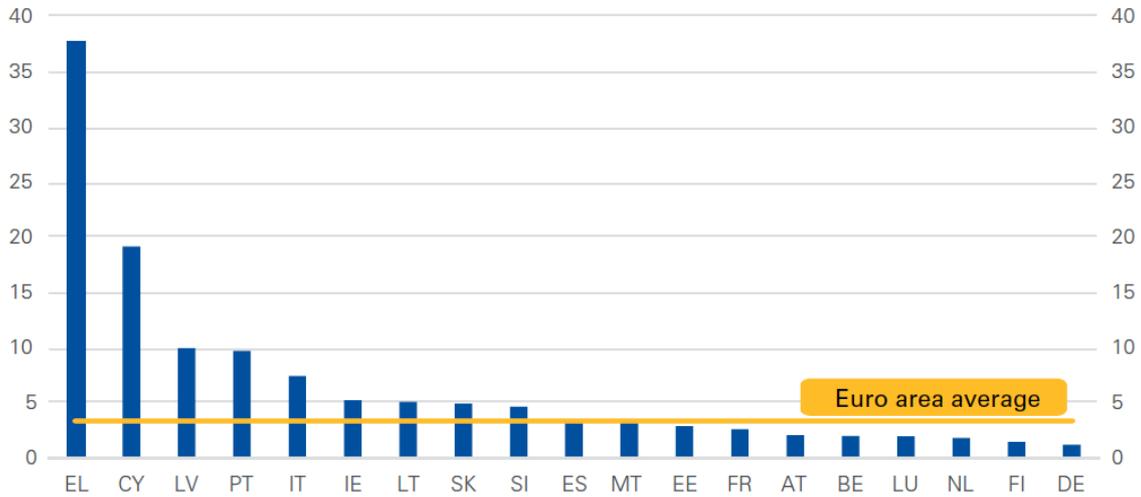
3.7.4 Settore bancario

Il sostegno al settore bancario ha evitato un crollo sistemico. Date le sfide macroeconomiche, il sostegno alla liquidità e le ricapitalizzazioni delle banche durante i programmi del FESF e del MES si sono rivelati cruciali al fine di stabilizzare il sistema bancario greco e ripristinare la stabilità finanziaria dell'eurozona. Nonostante ciò, il settore bancario è rimasto tra i più deboli d'Europa. In seguito al rimborso completo del Emergency Liquidity Assistance (ELA), la posizione di alcune banche greche è rimasta molto debole (Moody's, 2019). La distribuzione complessiva delle attività liquide in tutto il sistema bancario è disomogenea, indicando una disfunzione del prestito interbancario. Il consolidamento del settore bancario ha ridotto il rischio di contagio necessario a stabilizzare il sistema finanziario insieme agli sforzi per ridurre i NPL che sono stati parzialmente efficaci durante il periodo dei programmi di assistenza finanziaria. Secondo Kaskarelis e Siklos (2019), una gestione efficace dei NPL richiede un approccio che combini misure di vigilanza, legislative e specifiche per le banche. La documentazione del programma del MES mostra che la Grecia ha introdotto misure legislative al fine di migliorare la risoluzione dei NPL, tra cui lo snellimento del quadro di insolvenza e pignoramento.

Le riforme adottate non hanno aumentato l'efficacia delle procedure di prestito, in quanto le procedure di insolvenza richiedono troppo tempo rispetto alla media europea. Questo sistema di esecuzione inefficiente incoraggia l'azzardo morale e inevitabilmente i c.d. inadempimenti strategici in modo significativo. L'attuale procedura di pignoramento non agisce ancora come minaccia credibile a spingere i mutuatari in sofferenza a soluzioni cooperative con i creditori.

INDICE DEI NPL DELL'EUROZONA

Figura 23

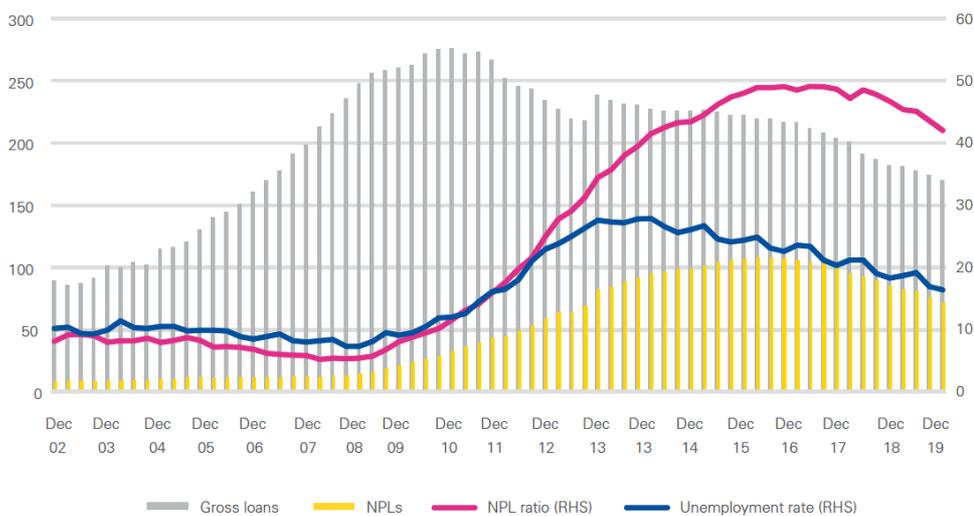


Source: ECB

La Banca Mondiale ha identificato la Grecia all'interno della lista dei paesi con il più alto indice di NPL e il quadro giuridico meno efficiente. In seguito alla recessione economica del 2011, la disoccupazione ha colpito la maggior parte della popolazione che è entrata in sofferenza di debito. L'incompleto sistema di protezione sociale della Grecia, che normalmente serve a compensare le perdite di reddito, è stato sostituito da una legislazione (legge Katseli) volta allungare il processo di esecuzione collaterale, che ha portato ad un rapido aumento dei NPL.

NPL E TASSO DI DISOCCUPAZIONE

Figura 24



Sources: Bank of Greece, Eurostat

Le misure del programma si sono concentrate su soluzioni mirate a ciascuna banca piuttosto che su un quadro sistemico di risoluzione dei NPL. L'Unione bancaria ha contribuito ad accelerare la risoluzione dei NPL e migliorare le strutture di governance delle banche greche. Il Meccanismo di risoluzione unico ha permesso di garantire una supervisione indipendente del sistema bancario della zona euro, stabilendo le aspettative di vigilanza per le strategie di risanamento delle banche. Esse includono l'obbligo per le banche con elevati NPL di presentare un piano di riduzione. Le autorità di vigilanza possono mettere in discussione la credibilità dei piani presenti, con la possibilità di far scattare ulteriori misure di vigilanza nell'ambito del processo di revisione e valutazione prudenziale. L'SSM ha in seguito constatato il miglioramento delle banche greche, tuttavia ha sottolineato l'importanza di migliorare i quadri di governance.

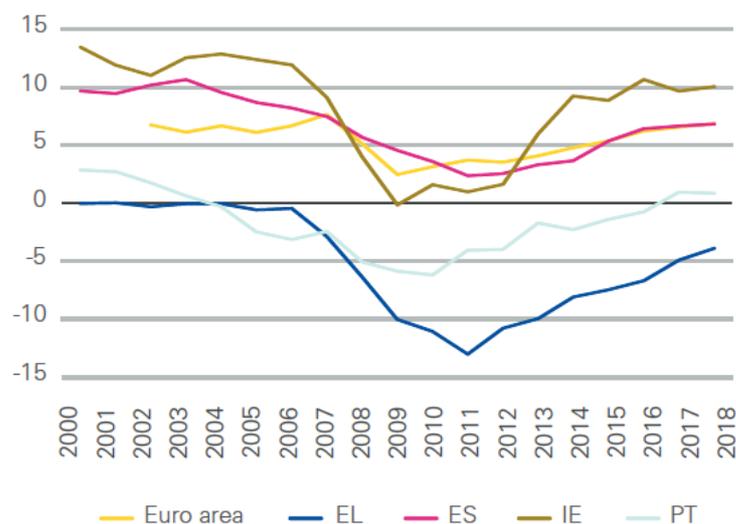
3.8 Conseguenze inaspettate

I programmi MES/FESF hanno causato delle conseguenze inaspettate durante la loro attuazione. Il consolidamento fiscale anticipato ha portato alla caduta della domanda, contribuendo ad un calo della produzione vicino al 27%. Una conseguenza diretta è stata l'aumento della disoccupazione durante il primo programma, che ha incondizionatamente ampliato l'economia sommersa, portando una contrazione della base imponibile e una riduzione dei contributi sociali. Per compensare, i programmi hanno coperto il divario aumentando la pressione fiscale e riducendo la spesa pubblica al di sotto di alcune soglie critiche. Il reddito delle famiglie è sceso di quasi il 40%, riducendo di conseguenza il risparmio (vedi figura 25). Inoltre il ritardo della riforma giudiziaria ha probabilmente compromesso la capacità dell'economia di avere una crescita guidata dagli investimenti contratti dalla debole protezione degli investitori, che ha prodotto un ambiente di credito bancario di prestiti a breve termine ad alti tassi di interesse. Queste debolezze hanno favorito lo sviluppo di un ambiente noto come *insider-outsider*: le grandi imprese già operanti prosperano evitando i costi del sistema legale, mentre le nuove imprese affrontano spese insormontabili che bloccano l'espansione. In questo contesto, gli investitori stranieri hanno avuto difficoltà ad entrare nel mercato e l'economia è rimasta intrappolata dalla bassa produttività e dalla lenta riallocazione delle risorse verso settori ad alto potenziale. Durante lo svolgimento dei programmi, le banche greche hanno dovuto ricorrere più volte alla liquidità di emergenza, una fonte di finanziamento costosa rispetto all'attività normale. Come conseguenza diretta, anche le imprese sane hanno dovuto

chiedere prestiti a tassi elevati, dovendo rinunciare ad alcuni piani di investimento per migliorare la competitività del Paese.

TASSO DI RISPARMIO

Figura 25



Sources: OECD, Eurostat

I consistenti tagli alla spesa pubblica e la contrazione economica durante i programmi hanno avuto un effetto negativo sulla povertà, oltre ad un impatto notevole dato dall'aumento della disoccupazione. Ciò ha inevitabilmente scatenato una resistenza sociale nei confronti delle riforme proposte; a detta di molti intervistati si concentravano sulla riduzione dei dipendenti pubblici, intensificando l'incertezza senza stabilire chiari benefici economici per la società. La fuga di cervelli ha inoltre rappresentato un'altra conseguenza indesiderata scaturita dall'aumento impellente della disoccupazione. La Federazione Ellenica delle Imprese stima che, nel periodo tra il 2008 al 2017, la fuga dei talenti sia stata pari a circa 470 000 persone, con il 51,5% tra i 25 e i 44 anni. Questo grande deflusso di manodopera ha prevalentemente riguardato i più istruiti e ha contribuito a dimezzare la forza lavoro di circa il 10%. Lo stesso rapporto aveva stimato come circa 4 miliardi di euro fossero stati spesi per contribuire all'educazione dei giovani in fuga, con il 36% delle imprese greche che segnalavano difficoltà ad assumere personale qualificato.

Conclusione

L'analisi effettuata si è posta l'obiettivo di approfondire e comprendere in che modo il MES abbia contribuito a limitare la prolungata recessione in Grecia. Non c'è dubbio che la politica di austerità fiscale e riduzione del reddito, insieme all'incertezza politica e ai ritardi nelle privatizzazioni, siano state le principali cause della recessione. Le politiche di aggiustamento adottate si sono concentrate principalmente sul consolidamento fiscale e sulla svalutazione interna e, a lungo termine, su una serie di riforme istituzionali e organizzative dello Stato e dell'economia. Sin dall'inizio, il mix di politiche economiche implementato attraverso i memorandum si è concentrato sul trattamento dei sintomi della crisi invece di affrontare efficacemente le cause profonde. La composizione del PIL greco è stato, per molti decenni, principalmente basata sui consumi interni, trascurando gli investimenti, dovuti principalmente all'introversione del sistema di produzione e alla bassa percentuale di esportazioni. Inoltre, una serie di difetti nell'organizzazione e nel funzionamento del sistema politico ed economico, come clientelismo, corruzione ed eccessiva regolamentazione sono stati principali ostacoli agli investimenti, all'imprenditorialità e alla competitività del Paese.

I programmi del FESF e del MES hanno riconosciuto la necessità di modernizzare la pubblica amministrazione e i sistemi giudiziari, sostenendo la formazione di autorità indipendenti, tuttavia i progressi sono stati solo parziali. Il programma del MES si è concentrato su una serie ristretta di obiettivi volti a migliorare efficienza, indipendenza e trasparenza delle amministrazioni nazionali interessate, come l'amministrazione fiscale e HFSF. Come nei programmi precedenti, l'intervento del MES ha avuto conseguenze indesiderate e dannose, tra cui un forte calo degli investimenti privati, a causa della scarsità di credito, un aumento della disoccupazione e una fuga di cervelli.

Nonostante alcuni miglioramenti marginali, la maggior parte di queste debolezze strutturali e sistemiche, che hanno costituito le cause più profonde della crisi, sono ancora presenti, impedendo al Paese di uscire dalla recessione e di entrare in una nuova era di istituzioni moderne con un'economia competitiva. Pertanto, le politiche di aggiustamento della Grecia non aiuteranno il Paese a intraprendere un percorso di crescita sostenibile a meno che non si risolvano le debolezze croniche dell'economia e della pubblica amministrazione greca. L'attuazione di politiche di aggiustamento macroeconomico non è sufficiente a risolvere definitivamente la profonda recessione economica greca. Il Paese ha bisogno di una forte politica strutturale che lo aiuti ad acquisire un nuovo modello di

produzione orientato alle esportazioni, innovazione e solidità imprenditoriale, nonché un solido sistema economico interno che garantisca un'efficienza del mercato finanziario.

Bibliografia

- A. Kotios (2002), *Greece in the Euro area - From nominal to real convergence*, Scientific Yearbook of the Department of Planning and Regional Development, University of Thessaly, pp. 341-365.
- Andersen, B. (2020): The crisis in Greece – missteps and miscalculations. ESM Discussion Paper Series, Programme evaluation II special, June 2020.
- Balwin R. and Giavazzi F. (2015), *The Eurozone Crisis A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions*, London, Centre for Economic Policy Research.
- C. Floros and I. Chatziantoiou (2017), *The Greek debt crisis*, UK, Palgrave Macmillan.
- C. Reinhart (2002), *Default, currency crises, and sovereign credit ratings*, World Bank Economic Review, Vol.16.
- Camera dei deputati (2018), Trattato ESM.
- Cheng, G. (2020): The 2012 Private Sector Involvement (PSI) in Greece. ESM Discussion Paper Series, Programme evaluation II special, June 2020.
- Cristina Dias (2020), note tematiche sull'Unione Europea. (<https://www.europarl.europa.eu/factsheets>)
- Dendrinou, V. and Varvitsioti, E. (2019): The Last Bluff: how Greece came face-to-face with financial catastrophe and the secret plan for its euro exit, Metamorfossi Attikis, Greece, 2019.
- Dimitri Deliolanes (2011), *Come la Grecia*, Roma, Fandango Libri s.r.l.
- ECA (2017): The Commission Intervention in Greece. Special Report No 17/2017, European Court of Auditors.
- European Commission (2010), *The economic adjustment programme for Greece*, European Economy, Occasional Papers, Vol. 61.
- European Commission (2010a): The [first] Economic Adjustment Programme for Greece, Occasional Papers 61, May 2010.
- European Stability Mechanism (2019A), “*ESM Annual Report 2019*”, November, Luxembourg.
- European Stability Mechanism (2019B), “*ESM Bonds*”; “*N-Bonds*”; “*Transactions*”, December, Luxembourg.

- European Stability Mechanism (2019C), “*Safeguarding the Euro in Times of Crisis*”, December, Luxembourg.
- European Stability Mechanism (2020), “*The Crisis in Greece : Missteps and Miscalculations*”, April, Luxembourg.
- European Stability Mechanism (2020A), “*Lessons from Financial Assistance to Greece*”, June, Luxembourg.
- European Stability Mechanism (2020B), “*Social Bond Framework*”, July, Luxembourg.
- Federal Ministry of Finance (2019), “*Programme Volumes in Bn*”, February, Germany.
- Gazzetta Ufficiale n.175 (2012), Supplemento Ordinario n. 160, Luglio.
- <https://eur-lex.europa.eu/> (gazzetta ufficiale UE).
- IMF (2010): Greece: Staff Report on Request for Stand-By Arrangement, IMF country report 10/110, May 2010.
- IMF (2015): Greece: Preliminary Draft Debt Sustainability Analysis (DSA), IMF Country Report No. 15/165, 26 June 2015.
- International Capital Market Association (2020), “*Social Bond Principles*”, July.
- Irwin, N. (2015): How Germany Prevailed in the Greek Bailout, New York Times, 29 July 2015.
- Katsimi, M., and Zoega, G. (2015): The Greek and Icelandic IMF programmes compared, November 2015.
- Losi Mattia (2019), “MES, cos’è e come funziona il Fondo Salva Stati”, *Sole 24 ore*, Agosto.
- M. Goldstein et al.: Assessing financial vulnerability: An early warning system for emerging markets, Institute for International Economics, Washington DC 2000.
- M.G. Arghyrou (2007), *The consequences from the accession of Greece to the EMU: Initial assessments*, KEPE, Athens.
- M.G. Arghyrou and J.D. Tsoukalas (2010), *The Greek debt crisis: Likely causes, mechanics and outcomes*, Cardiff Business School Working Papers Series, No. E2010/3, EEAG, op. cit.
- Mishkin F. e Eakins S. (2019), *Istituzioni e mercati finanziari*, 9 edizione, Pearson.

- Moody's Rating Action (2019): Rating Action: Moody's takes positive rating actions on Greek banks, 5 March 2019
- N. Christodoulakis (2009), *Ten years of EMU: Convergence, divergence and new policy priorities*, LSE, The Hellenic Observatory, GreeSE Paper No. 22.
- P. De Grauwe (2001), *The Economics of Monetary Integration*, 4th ed. Oxford .
- P. De Grauwe (2009), *The Euro at ten: achievements and challenges*, in: *Empirica*, Vol. 36,pp. 5-20.
- Phelps and Edmund S. (2015), *The Foundations of Greece's Failed Economy*, Project Syndicate, September4.
- Schneider F. and A. Buehn (2012), *Shadow Economies in Highly Developed OECD Countries: What Are the Driving Forces?*, IZA DP No. 6891.
- Senato della Repubblica (2019), Dossier servizio studi del Senato n.187.
- Unione Europea (2012), Trattato intergovernativo "European Stability Mechanism" (ESM):
https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/20150203_-_esm_treaty_-_it.pdf
- Visco Ignazio (2019), "Audizione sul funzionamento del Meccanismo Europeo di stabilità e sulle sue prospettive di riforma", Banca d'Italia.

Ringraziamenti

Ai miei genitori, in primis, devo i miei ringraziamenti per avermi insegnato a pensare e avermi reso la persona che sono oggi. Alle stesse persone che mi hanno educato a seguire la ragione e allo stesso tempo ad ignorarla, quando la ragione non basta più.

A Margherita, sorella ineguagliabile, a cui dovrei troppi grazie e che rappresenta un punto fermo nella mia vita.

A Gloria, persona speciale a cui devo tanto e che ha rappresentato una bussola durante i miei tre anni. Alla stessa persona che mi ha sempre incoraggiato a seguire i miei sogni senza mai dubitare di me stesso vorrei dire grazie per esserci e essermi stata sempre accanto.

A mio fratello Pietro, per i consigli che mi ha riservato che mi hanno aiutato a intraprendere delle scelte importanti.

A mia nonna Vera, che ha sempre creduto in me sin dal primo giorno, dandomi tutto l'affetto e l'amore del mondo.

A chi ha reso speciale questo viaggio, come gli amici di una vita, e a chi ha semplicemente incrociato la mia strada, che mi ha permesso di cambiare la prospettiva delle cose mettendo in discussione i miei punti fermi. Grazie a tutti per esserci ed esserci stati.