

Sommario

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO PRIMO	6
La crisi economico finanziaria in Europa	6
1.1. La crisi economico finanziaria in Europa: la genesi, i Paesi maggiormente coinvolti, la crisi Greca	6
1.2. La ricerca di stabilità finanziaria in area Euro: i provvedimenti intrapresi dall'autorità politiche, economiche e monetarie	20
1.3. La scelta dell'allentamento monetario.....	27
CAPITOLO SECONDO	32
Gli effetti delle misure anticrisi: il ruolo della politica monetaria	32
2.1. Il ruolo della moneta e l'efficacia delle diverse strategie di politica monetaria	32
2.2. Le diverse strategie adottate dalla Banche centrali per arginare e superare la crisi economica: confronto tra Banca Centrale Europea e Federal Reserve	35
2.3. Gli effetti delle politiche monetarie intraprese dalla Banca Centrale Europea: il rischio inflazione zero	42
CAPITOLO TERZO	46
Il controllo dell'inflazione in area Euro	46
3.1. La centralità dell'inflazione nell'area Euro	46

3.2. Il pericolo della deflazione: la scarsa governabilità del reddito nominale e dell'inflazione da parte della Bce	48
3.3. Scenari futuri	50
CONCLUSIONI	60
Bibliografia	

INTRODUZIONE

Il presente lavoro ha voluto analizzare l'efficacia delle politiche monetarie messe in atto sia dalla Bce che dalla Federal Reserve durante il decennio di crisi che ha caratterizzato le due maggiori economie occidentali. Crisi non ancora superata ne negli Stati Uniti, dove però i risultati positivi non si sono fatti attendere, che nell'area Euro. Quest'ultima presenta delle differenze sostanziali in termini di crescita ed andamento economico dei Paesi che la compongono. L'obiettivo della trattazione è stato quello di verificare attraverso dei riscontri empirici la diversa efficacia delle strategie di politica monetaria cercando di evidenziarne i limiti prendendo come riferimento i risultati prodotti e le scelte dei decisori. Il primo capitolo ha pertanto cercato di dare delle definizioni, delineando dei concetti chiave per inquadrare le tematiche oggetto dell'analisi, soffermandosi sulle diverse strategie di politica economica attuabili. Il secondo capitolo ha invece cercato di dare una panoramica tra le diverse misure intraprese da BCE e Fed, in una ottica che possiamo definire comparata al fine di far intuire come a volte non sia pacifico, ad esempio, sostenere che una determinata strategia come per esempio quella basata sull'inflation targeting sia migliore di altre. Il terzo capitolo è infatti orientato, nella sua parte finale ad evidenziare come proprio analizzando le teorie sulla domanda di moneta e le metodologie empiriche per la misurazione di essa si è visto come esse siano le determinanti di due differenti modi di conduzione della politica monetaria. In particolare il regime di monetary targeting, che si basa su una regola fissa sull'offerta esogena di moneta, trova le sue fondamenta nelle teorie sulla domanda di moneta friedmaniane, nelle quali la funzione di domanda di moneta è stabile

in quanto blandamente elastica rispetto al tasso di interesse. In questo regime, il mercato della moneta è importante perché tramite esso si garantisce la stabilità dei prezzi. Le stime empiriche sulla domanda di moneta sono essenziali per la determinazione del tasso di crescita ideale della moneta nominale, non solo all'inizio dell'operato della Banca Centrale, ma anche successivamente per coglierne le variazioni. Si è visto, inoltre, come questa metodologia se da un lato rende più controllabile l'operato dell'autorità monetaria, dall'altro presenta lo svantaggio di un'eccessiva rigidità che non permette manovre in risposta agli shock senza incidere sulla credibilità della stessa Banca Centrale. L'inflation targeting, basandosi sull'assunzione neo-keynesiana di instabilità della domanda di moneta, trova ragionevole manovrare il tasso di interesse allo scopo di mantenere il target inflattivo prescelto, rendendo endogena l'offerta di moneta con lo scopo di garantire l'equilibrio sul mercato monetario. La domanda di moneta, pur svolgendo un ruolo realmente attivo, è la componente di un mercato che converge automaticamente all'equilibrio. In questa ottica è risultato naturale, da parte degli studiosi di inflation targeting, escludere il mercato monetario nella modellizzazione di questo tipo di regime. Le stime empiriche sulla domanda di moneta sono invece essenziali per cercare di prevedere, con un buon grado di approssimazione, gli andamenti degli stock monetari e quindi dell'inflazione futura nell'ottica di condurre una politica monetaria forward-looking. A proposito dell'inflation targeting, è emerso che esso risulta più efficace per rispondere agli shock nell'ottica del perseguimento dell'obiettivo finale ma risulta fallace per quel che concerne la credibilità, specie se il banchiere centrale opera in un contesto di instabilità e volatilità dei mercati

finanziari. Si è visto come tali caratteristiche potrebbero inficiare i tentativi della Banca Centrale di realizzare l'inflazione obiettivo a causa della creazione di aspettative che si discostano significativamente dal target.

CAPITOLO PRIMO

La crisi economico finanziaria in Europa

1.1. La crisi economico finanziaria in Europa: la genesi, i Paesi maggiormente coinvolti, la crisi Greca

La crisi internazionale che ha investito l'intera economia mondiale a partire dal 2007, destabilizzando gli equilibri finanziari e reali, era stata preceduta da una situazione economica caratterizzata da buone performance di tutti gli apparati dell'economia. Dopo il rallentamento congiunturale subito nel corso del 2001, gli anni successivi registrarono elevati tassi di crescita dell'economia, elemento essenziale per lo sviluppo dell'ingegneria finanziaria¹. Con la sostenuta espansione dei mercati finanziari provocò l'inevitabile spinta inflazionistica nel mercato dei beni e servizi, spingendo i consumi verso una crescita sostenuta e generando, di conseguenza la contrazione dei risparmi e l'indebitamento delle famiglie. Nello specifico, la congiuntura economica di inizio millennio si è manifestata con mercati azionari e obbligazionari caratterizzati da bassa volatilità e, conseguentemente, basso rischio; tale fattore ha contribuito considerevolmente alla crescita della domanda di prodotti finanziari, ovviamente accompagnata da una offerta adeguata. Gli intermediari finanziari, infatti, immisero nel mercato un ampio ventaglio di opportunità di investimento molto remunerative, con la conseguente crescita dell'incertezza mitigata solo dalla possibilità di cedere rapidamente gli asset

¹ CARSTENSEN, K. , Stock Market Downswing and the Stability of European Monetary Union Money Demand. *Journal of Business and Economic Statistics* , 24 (4), 2006, p. 395-405

nei mercati di riferimento². Si assiste, così, all'espansione del mercato finanziario, con attività centrate sul modello "originate-to-distribuite" (OTD), come i prestiti per il mercato immobiliare, consentendo l'ampliamento delle potenzialità di finanziamento per l'economia nel suo complesso e un più elevato turnover degli attivi bancari. L'esuberanza finanziaria della prima metà del decennio precedente si concretizza, quindi, in portafogli finanziari ad elevato rendimento e elevato rischio, ma contraddistinti da attività prive degli standard necessari alla salvaguardia dei mercati finanziari. Nell'estate del 2007, però, il meccanismo si inceppa e dà inizio alla crisi dei mercati che successivamente si allargherà dagli Stati Uniti all'Europa, generando contraccolpi su ogni aspetto della vita economica dei paesi sviluppati. La prima fase della crisi finanziaria si manifesta nel mercato dei mutui subprime statunitensi, prestiti ipotecari molto diffusi negli USA e caratterizzati da un elevato stress finanziario. Negli anni precedenti il 2007 i prezzi delle abitazioni erano cresciuti senza sosta, soprattutto nel mercato statunitense; tale crescita si arresta bruscamente nel 2007, costringendo le autorità monetarie ad alzare i tassi d'interesse ufficiali, facendo rallentare l'economia nelle trimestrali di quell'anno³. I prestiti subprime erano stati concessi a soggetti privi dei requisiti minimi per la concessione del credito e per questo caratterizzati da elevato rischio di insolvenza. Le banche, con un atteggiamento molto spregiudicato, avevano inserito i subprime in pacchetti molto complessi da valutare, senza fornire agli acquirenti le esaustive

² TAYLOR S. F., „Financial Crisis in the European Union: The Cases of Greece and Ireland“, Virginia Polytechnic Institute and State University, 2011, p. 214.

³ CARSTENSEN, K. , Stock Market Downswing and the Stability of European Monetary Union Money Demand. Journal of Business and Economic Statistics , 24, 2006, p. 395-405

informazioni sul genere di prodotto che stavano acquistando⁴. Tale atteggiamento provocò l'aumento inatteso del tasso d'insolvenza dei crediti statunitensi che si ripercosse interamente sui prodotti strutturati, generando l'impennata dei premi per il rischio. Quello che in origine era stato considerato come una piccola falla aperta nella solida economia statunitense, iniziava a trasformarsi in un problema che avrebbe investito tutto il mondo. Infatti, le perdite derivanti dalla crisi dei subprime misero a nudo la vulnerabilità diffusa del settore, identificate, ad esempio, dal diffuso ricorso alle strategie di leva finanziaria e ai finanziamenti fuori bilancio; in questo modo, attività che erano state concepite e vendute con la caratteristica di essere poco rischiose, si trasformarono in attività ad alto rischio finanziate su base rotativa con fondi a breve termine.

La conseguenza più immediata risiedeva nel prosciugamento della liquidità dei derivati subprime, che contagiò l'intero sistema finanziario statunitense e con esso i mercati europei. La crisi di liquidità che investì il mondo bancario coinvolse direttamente tutti gli operatori del settore facendo aumentare l'incertezza sull'entità e sulla distribuzione delle diffuse perdite. Le banche ordinarie cominciarono a domandare liquidità a scopo precauzionale al fine di fare fronte alle suddette perdite. Inoltre, nel sistema interbancario si assisteva alla riluttanza delle banche a scambiarsi prodotti (non solo quelli legati ai subprime) con il conseguente aumento dei differenziali tra i tassi praticati sui fondi garantiti e quelli non garantiti⁵.

⁴ PETRAKIS P., "Greek Economy and the Crisis: Challenges and Responses", Springer, London, 2012, p. 149

⁵ Nella prima fase della turbolenza, un momento particolarmente critico viene raggiunto alla metà di marzo 2008, con la crisi della banca d'affari Bear Stearns: nel primo trimestre del

L'intervento pubblico degli USA scongiurò il fallimento delle banche sopra citate, ma rese chiaro il serio indebolimento del sistema bancario. I mercati erano gravati dal forte accumulo di esposizioni creditorie, mentre le banche faticavano a reintegrare la loro dotazione patrimoniale. L'elevata volatilità rispecchiava l'incertezza degli investitori per le prospettive economiche e le connesse ripercussioni sul valore delle attività. I differenziali sui CDS si collocavano ben al disopra dei livelli storici e i corsi azionari erano notevolmente inferiori ai massimi dell'ottobre 2007. Allo stesso tempo i rendimenti obbligazionari e i tassi ufficiali nelle principali economie continuavano a riflettere la loro diversa posizione ciclica, nonché l'aspettativa che le ricadute economiche della crisi avrebbero interessato soprattutto gli Stati Uniti. Questa convinzione era inizialmente suffragata dalla robusta crescita interna di molti paesi emergenti nella prima metà del 2008.

Il 15 settembre 2008 si apre la seconda fase della crisi con Lehman Brothers Holding Inc. che richiede l'ammissione alla procedura fallimentare ai sensi del Chapter 11. L'inaspettato fallimento della Lehman Brothers, grande istituto bancario che fino a quel momento godeva di alti e ampiamente

2008 i premi sui credit default swap (CDS) delle principali banche internazionali aumentano sensibilmente. Per la scadenza a cinque anni la media dei CDS delle banche statunitensi, pari a meno di 200 punti base all'inizio del 2008, cresce su valori prossimi ai 300 punti base a metà marzo 2008; per le banche europee passa da circa 60 punti base a 170 punti base a metà marzo (Mieli, 2009). Il 16 marzo 2008 JP Morgan Chase acquista la banca Bear Stearns con una operazione che vedeva il patrocinio del governo statunitense, con il Presidente Barak Obama eletto da pochi mesi impegnato in prima persona. Il 13 luglio 2008 le autorità statunitensi annunciano piani di sostegno ad altri due istituti bancari specializzati nel credito immobiliare (Fannie Mae Freddie Mac), le quali dopo pochi giorni vengono messe in amministrazione controllata.

riconosciuti standard di rating, generò fortissime e incontrollabili tensioni nei mercati finanziari, facendo perdere la fiducia che gli investitori avevano nei confronti dell'intero comparto; le grandi banche non riuscivano più a fronteggiare il clima creatosi e il ricorso a capitali privati si rese ancora più difficoltoso.

Le prime conseguenze si riversarono sui CDS, i quali aumentarono raggiungendo i massimi storici nel corso di pochi giorni; le quotazioni azionarie di tutte le banche mondiali crollarono di circa il 50%, mentre il differenziale tra l'Euribor e l'Overnight Interest Swap aumentava significativamente raggiungendo la quota record di 200 punti. Nella situazione drammatica che si era venuta a creare, le autorità di politica economica cercarono di reagire tramite interventi coordinati a livello internazionale⁶; gli Stati Uniti ricapitalizzarono le passività delle banche coinvolte nella crisi tramite iniezioni di liquidità con linee di credito per swap per oltre 160 miliardi di dollari, con l'obiettivo di dare stabilità ai mercati finanziari che non riuscivano a rastrellare denaro dal risparmio privato; gli effetti positivi non tardarono ad arrivare soprattutto sugli Overnight, i quali nell'ultima trimestrale del 2008 recuperarono quasi 3 punti percentuali. Contemporaneamente, anche l'Europa prese alcune contromisure per quella crisi che pochi mesi prima sembrava essere molto lontana, ma che invece stava arrivando sui mercati finanziari europei; il 18 settembre 2008 le autorità monetarie britanniche vietarono la vendita allo scoperto di azioni finanziarie.

⁶ LOSSARI M. „Dall'euro alla grande crisi, in Carlomagno Euro Ultima Chiamata“, Francesco Brioschi Editore, Milano, 2012, p. 368

Il fallimento di Lehman Brothers ha rappresentato negli anni della crisi un vero e proprio punto critico sia dal punto di vista finanziario, sia da quello psicologico; nonostante gli interventi atti a tamponare e stabilizzare la perdita di liquidità delle banche attuati dal 2007 fino ai giorni nostri, si è generato un clima di sfiducia collettiva congiuntamente al crescere dei timori per una imminente recessione economica che avrebbe investito tutte le economie. Nei fatti, Lehman Brothers risultava essere piuttosto esposta non solo sul mercato dei CDS . Le autorità furono costrette ad interventi immediati per proteggere gli operatori sul mercato dei CDS dal fallimento della banca. In primo luogo, domenica 14 settembre 2008, alla vigilia della richiesta di ammissione alla procedura concorsuale fu organizzata una seduta di contrattazione speciale a Wall Street, con l'obiettivo di aiutare i principali dealer in CDS a compensare le posizioni in cui Lehman Brothers fungeva da controparte e a ribilanciare i propri conti tramite la sostituzione di tali posizioni. Il 16 settembre AIG, grande compagnia assicurativa con posizioni nozionali in CDS stimate a oltre \$440 miliardi, ottenne sostegno finanziario dal governo degli Stati Uniti⁷. Il piano di sostegno, che sarebbe stato ripetutamente ristrutturato e ampliato nei mesi successivi, evitò il fallimento disordinato della società, facendo in modo che i rischi connessi con i CDS non ricadessero patrimonio della clientela in un contesto già fragile⁸.

⁷ LOSSARI M. „Dall'euro alla grande crisi, in Carlomagno Euro Ultima Chiamata“, Francesco Brioschi Editore, Milano, 2012, p. 368

⁸ Le paure degli investitori erano suffragate dai fatti: crescevano le insolvenze, diminuivano i fatturati e gli utili, le commesse per il 2009 erano in netto calo. L'attenzione del mondo economico si stava spostando dalle banche a tutti i settori dell'economia, in quanto le linee

L'autunno del 2008 fu caratterizzato da una serie di interventi da parte delle autorità statunitensi mirati alla sostenibilità della liquidità delle banche. Il 19 settembre il Tesoro statunitense annunciò una serie di provvedimenti per garantire i fondi monetari di breve durata; contemporaneamente la SEC (Securities and Exchange Commission) impose il divieto di vendita allo scoperto di azioni finanziarie .

L'attuazione del piano di rifinanziamento delle banche promosso dal governo americano (TARP) prevedeva la nazionalizzazione di alcuni istituti privati; ma anche alcuni governi europei dovettero agire con nazionalizzazioni e rifinanziamenti . Il progetto ideato da Obama, tuttavia, venne bocciato in prima istanza dal Congresso, per poi essere approvato il 3 ottobre 2008 dopo lunghe e combattute sedute nella Camera dei Rappresentanti degli Stati Uniti⁹.

Ma l'autunno del 2008 fu un mese molto caldo anche dal punto di vista delle politiche monetarie intraprese da molte Autorità mondiali. Molte Banche Centrali, infatti, annunciarono sostegni alla liquidità delle banche ordinarie tramite l'emissione moneta e la contemporanea riduzione dei tassi d'interesse ufficiali .

Ma anche gli interventi di politica fiscale attuate da tutte le autorità competenti furono molteplici, ma inefficaci sia nel sostegno alla crescita che nel ripristino della fiducia degli investitori nei mercati finanziari e dei consumatori nei mercati reali. Lo spettro della recessione ipotizzato da molti

di credito per le imprese iniziavano a risentire dei problemi di finanziamento e di solvibilità delle banche.

⁹ LOSSARI M. „Dall'euro alla grande crisi, in Carlomagno Euro Ultima Chiamata“, Francesco Brioschi Editore, Milano, 2012, p. 368

analisti nel 2008 prese forma nel 2009 con la totalità degli indici azionari in costante perdita e il PIL di tutte le economie coinvolte tendente ai minimi storici . A differenza dell'economia reale, il sistema bancario italiano ha risentito poco della crisi internazionale rispetto ad altre economie mondiali ad esso paragonabili. Secondo il Fondo Monetario Internazionale (FMI), le banche italiane si sono salvate grazie ad un rapporto molto stretto che intercorre tra banca e cliente; inoltre, la capillare distribuzione degli sportelli sul territorio a favorito la raccolta della liquidità privata necessaria alle banche per conseguire la stabilità finanziaria. "Il sistema bancario italiano, pur risentendo delle turbolenze provenienti dai mercati e dai sistemi bancari esteri, ha finora resistito meglio di altri all'impatto della crisi, grazie a un modello di intermediazione orientato prevalentemente verso gli impieghi e la raccolta al dettaglio, all'indebitamento piuttosto contenuto del settore privato dell'economia, a norme severe, a un'azione di vigilanza attenta"¹⁰ .

Tuttavia, le condizioni di incertezza sui mercati e il deterioramento del quadro macroeconomico sono perdurate nel tempo esponendo le banche italiane al rischio di un peggioramento dei risultati economici e del grado di patrimonializzazione. Le misure introdotte in Italia per salvaguardare le banche e i rispettivi correntisti, hanno agevolato la provvista bancaria e assicurato adeguati livelli di capitalizzazione degli intermediari, attenuando gli effetti negativi dell'attuale situazione congiunturale sulla crescita dei finanziamenti all'economia. A gennaio 2016 la crisi del debito greco entrerà ufficialmente nel suo ottavo anno di vita. I primi passi ufficiali delle autorità

¹⁰ LOSSARI M. „Dal'euro alla grande crisi, in Carlomagno Euro Ultima Chiamata“, Francesco Brioschi Editore, Milano, 2012, p. 368

competenti e coinvolte risalgono al gennaio 2010, quando il Governo greco ufficializza l'inaffidabilità dei suoi metodi di contabilizzazione del deficit, vista l'emersione di un buco di bilancio superiore al 15% del PIL, tale da portare il rapporto deficit/PIL dal 113% al 130%. Tale ammanco si tramutò inevitabilmente in un clima di sfiducia degli investitori nei confronti della Grecia, ma anche di molte aree dell'Eurozona¹¹. Nel febbraio dello stesso anno, la Troika (termine con cui si sintetizza nel gergo comune l'insieme delle autorità composte dal Fondo Monetario Internazionale, l'Unione Europea e la Banca Centrale Europea) concordava con il Governo greco una doppia strategia di intervento. Da un lato, l'aiuto alla Grecia da parte della stessa Troika attraverso prestiti periodici finalizzati al pagamento degli interessi e tali da consentire il regolare roll-over del debito; dall'altro, interventi di politica fiscale restrittiva volti al riequilibrio delle finanze pubbliche, da attuare attraverso aumenti massicci di tasse e drastici tagli alla spesa pubblica, come ad esempio tagli di stipendi, riduzione del pubblico impiego, tagli alle pensioni ed aumento dell'età pensionabile. La finalità degli interventi era chiaramente quella di stabilizzare e ridurre il debito del Paese, ma anche di restituire fiducia ai mercati finanziari dove il clima tendeva sempre più verso l'insolvibilità della Grecia rispetto ai propri impegni. Era del tutto evidente che la crisi greca rischiava di contagiare anche altri stati dell'Eurozona, soprattutto quelli più fragili in termini di debito pubblico, come Italia, Portogallo, Spagna e Irlanda. In generale si può affermare come negli ultimi venti anni l'Europa è stata caratterizzata da un

¹¹ NELSEN R. M., BELKIN P., MIX D. E. „Greece“s Debt Crisis: Overview, Policy responses, and Implications“, CRS – Report for Congress, 2011.

processo di integrazione economica e finanziaria, nell'ottica di una possibile convergenza all'interno dell'Unione Monetaria, nell'impostazione di politiche monetarie ed economiche in generale. Tuttavia, in vari campi continuano a sussistere notevoli differenze tra i paesi europei: nell'efficienza del settore bancario, nella composizione dei portafogli finanziari delle famiglie, nelle forme di finanziamento delle imprese, nella stessa struttura produttiva dei paesi, nei sistemi legali, nella burocrazia e, come conseguenza, nella reazione di prezzi e output agli shock di politica monetaria. Nella sostanza quanto è avvenuto e sta avvenendo in Europa può essere sintetizzato nel modo seguente: l'introduzione dell'euro, praticamente annullando il rischio Paese, ha abbassato drasticamente i tassi di interesse nei Paesi deboli, che inizialmente hanno profittato pienamente della credibilità che i Paesi forti estendevano all'intera zona euro. Invece di utilizzare questa opportunità per aumentare la propria competitività attraverso investimenti produttivi e riforme strutturali, le politiche adottate hanno favorito un boom dei consumi senza investimenti (Portogallo, Grecia), bolle speculative nel settore immobiliare e un elevato indebitamento delle famiglie (Spagna), nonché la continuazione dell'inazione e la perpetuazione per diversi anni di uno status quo insostenibile (Italia)¹². Inoltre, i Paesi deboli hanno fatto ben poco per migliorare la situazione delle finanze pubbliche. Anche escludendo il caso della Grecia (in cui le autorità hanno chiaramente mentito sui livelli di deficit e di debito), il Portogallo e l'Italia, pur rispettando formalmente i criteri di Maastricht, avrebbero dovuto intervenire in maniera più decisiva

¹² STOCK, J e WATSON, M.. Introduzione all'econometria. Milano: Pearson, 2009, p. 147 e ss.

per portare il bilancio in pareggio o in surplus nella parte alta del ciclo (l'Italia, in particolare, avrebbe dovuto fare di più data l'entità del suo debito); mentre la Spagna avrebbe dovuto rendersi conto che, a causa della propria dipendenza dal settore delle costruzioni (e le relative ramificazioni sul settore bancario), un piccolo surplus di bilancio non era sufficiente a creare quell'ammontare di risorse necessario per fronteggiare lo scoppio della bolla speculativa e i suoi spillover. Dal canto loro, i Paesi forti hanno utilizzato i dieci anni dell'Unione economica e monetaria per rafforzare la loro competitività attraverso importanti riforme strutturali (per esempio la riforma del mercato del lavoro in Germania) e moderazione salariale. Inoltre, dal lato fiscale, pur avendo una storia meno virtuosa da raccontare (la Germania, con la Francia, sfiorò per diversi anni di seguito il tetto del 3% di deficit, bloccando tuttavia le sanzioni che la Commissione voleva imporre), i Paesi forti sottolineano come in anni recenti, riconoscendo gli errori del passato, essi siano stati all'avanguardia nel consolidamento fiscale, in alcuni casi introducendo nella loro Costituzione regole che impongono un bilancio strutturale in pareggio. L'evoluzione divergente di Paesi deboli e Paesi forti nella zona euro ha creato linee di frattura destabilizzanti, che sono emerse a causa della crisi finanziaria internazionale, ma che presto o tardi avrebbero comunque finito per manifestarsi¹³. La debolezza della governance della zona euro, in particolare per quel che riguarda l'applicazione delle regole stabilite (nonché delle sanzioni), ha fatto sì che de facto non esistessero meccanismi di aggiustamento a livello europeo: la crisi dunque era, presto o tardi, inevitabile. È dunque chiaro, nella lettura che ne danno i Paesi forti, chi sia il

¹³ PITTALUGA, G. Economia monetaria. Milano: Hoepli, 2007, p. 36 e ss.

responsabile della crisi e su chi debba cadere il peso maggiore dell'aggiustamento. Di conseguenza, anche se gli spread attuali dei titoli di Stato dei Paesi deboli sono forse un po' eccessivi, nel complesso riflettono abbastanza correttamente i rischi che gli investitori devono affrontare quando intervengono in certi contesti. Spetta anzitutto a questi Paesi, allora, agire per ristabilire la fiducia degli investitori. Certo, l'euro e l'Unione economica e monetaria hanno portato notevoli vantaggi anche ai Paesi forti e i costi di un suo scioglimento sarebbero pesanti per tutti. Questi ultimi sono quindi pronti a mostrare la loro solidarietà ai Paesi deboli e a contribuire finanziariamente alla stabilizzazione della zona euro, ma solo alle condizioni seguenti: 1) l'aggiustamento deve essere principalmente attuato dai Paesi deboli, poiché la responsabilità della crisi è principalmente (esclusivamente) loro; 2) per evitare il rischio di moral hazard (vale a dire che i Paesi deboli approfittino dell'aiuto dei Paesi forti per ritardare l'aggiustamento necessario e indebolire le difficili riforme strutturali necessarie per ridare competitività alle loro economie), l'aiuto finanziario dei Paesi forti deve basarsi sulla formula «The right amount, just in time». Non c'è dubbio che alcune delle critiche dei Paesi forti verso i Paesi deboli colgono nel segno. Come spiegare al contribuente tedesco che deve intervenire in favore della Grecia o dell'Italia per risanarne la posizione fiscale quando i livelli di evasione fiscale sono estremamente elevati e lo Stato produce servizi costosi e inefficienti? Inoltre, i Paesi mediterranei in generale, e l'Italia in particolare, non si sono certo distinti per il loro zelo nel campo delle riforme strutturali e non hanno reagito anche quando, anno dopo anno, gli indicatori di competitività

continuavano a deteriorarsi¹⁴. Dal lato fiscale poi, i progressi, quando c'erano, erano limitati (dopo un decennio nell'euro, il rapporto debito/Pil italiano era ancora superiore al 100%). Tuttavia, se le critiche agli errori di politica economica dei Paesi deboli sono pertinenti in sé, ciò non significa necessariamente che questi errori sono alla radice della crisi del debito sovrano. In tutta l'analisi presentata più sopra, si sarà certamente notato la quasi assenza della dimensione finanziaria. Tuttavia essa gioca un ruolo capitale nella crisi del debito sovrano. È infatti il circolo vizioso instauratosi tra debito sovrano, fragilità del sistema bancario e bassa crescita che genera gli effetti sistemici sulla zona euro che stiamo sperimentando. Per cui, se nell'analisi dei Paesi forti aggiungiamo alcune variabili che sono state più o meno volontariamente omesse (per esempio il ruolo delle banche nel canalizzare i risparmi dei Paesi in surplus verso i Paesi in deficit della zona euro), le colpe della crisi vengono ripartite più equamente. Dunque, le cause della crisi sono più complesse di quelle contenute nell'analisi dei Paesi forti. Questo ha conseguenze di peso sulle politiche messe in atto per affrontare la crisi. Per esempio, la politica del «The right amount, just in time», rifiutandosi di prendere nel dovuto conto le preoccupazioni dei mercati finanziari a causa della fissazione sul moral hazard, si è rapidamente trasformata in una catastrofica politica del «Too little, too late»: troppo poco, troppo tardi. Rifiutando di fornire la quantità di risorse finanziarie necessarie per assicurare e stabilizzare i mercati, adottando un'ottica puramente nazionale sui problemi del settore bancario, opponendosi fino a quando non

¹⁴ CHOUKAIRY W., IBENRISSOUL N., "The quantitative easing strategy of the central bank facing the crisis: case of the ECB and the FED", *International Journal of Innovation and Applied Studies*, Vol. 2 N. 3, 2013

era troppo tardi a utilizzare l'effetto di leva per l'Efsf, i Paesi forti della zona euro hanno reso il costo della stabilizzazione finanziaria molto più elevato di quello che si sarebbe pagato se all'inizio si fossero mobilitate le risorse che alla fine (quando il contagio si era allargato all'Italia e alla Spagna) sono state messe sul tavolo per evitare il collasso della zona euro.

1.2. La ricerca di stabilità finanziaria in area Euro: i provvedimenti intrapresi dall'autorità politiche, economiche e monetarie

L'esistenza di un'area euro ha imposto una politica monetaria comune all'interno dell'Unione Europea. L'obiettivo primario del Sistema Europeo di Banche Centrali è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo di stabilità dei prezzi, esso deve supportare la politica economica della Comunità. Si nota come, pur essendo la stabilità dei prezzi l'obiettivo primario, essa dovrebbe essere accompagnata dal sostegno a politiche economiche più generali, miranti a dare stabilità all'output e quindi all'occupazione nell'ottica che un'economia stabile presenta tassi di crescita più elevati rispetto a quelli di un'economia instabile. Per raggiungere la stabilità dei prezzi, il primo strumento che ha a disposizione la BCE è il tasso di interesse che andrà ad esplicare i suoi effetti sulla crescita e sui prezzi. I tassi di interesse non vengono variati in maniera meccanica secondo una rigida funzione di reazione ma quel che conta è il raggiungimento dell'obiettivo finale inflattivo. "Il livello del tasso di interesse a breve termine può essere fissato in modo da garantire che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo. Così facendo, la Banca Centrale si confronta continuamente con un alto livello di incertezza sia per quanto riguarda la natura degli shock economici che colpiscono l'economia sia per quanto riguarda l'esistenza e la forza delle relazioni che legano le variabili macroeconomiche. È chiaro che vi è la consapevolezza da parte della BCE che le sole manovre sul tasso di interesse non sono sufficienti a garantire il raggiungimento dell'obiettivo finale in quanto i mercati si presentano imperfetti. Tale consapevolezza, che è proprio quella che sta alla base della

giustificazione teorico-empirica di Söderström, trova il suo sbocco naturale nella considerazione del mercato della moneta all'interno della politica monetaria. Precisamente, la BCE dichiara di mettere in atto una politica monetaria che sia forward-looking e pre-emptive (che sia condotta cioè, allo scopo di manovrare oggi gli strumenti per mantenere la stabilità futura dei prezzi e che riesca ad ancorare le aspettative di inflazione) che si basa su due elementi fondamentali: la definizione e l'annuncio di una strategia quantitativa per il mantenimento della stabilità dei prezzi e l'approccio basato sui due pilastri¹⁵.

La trasmissione della politica monetaria in area euro si materializza, poi, attraverso diversi modi che influenzano direttamente i prezzi dei beni e dei servizi. L'insieme dei modi di trasmissione della politica monetaria prende il nome di "Meccanismo di trasmissione monetaria" vale a dire la combinazione di diversi canali che consentono di influenzare in modo diretto l'economia reale .

Il meccanismo di trasmissione si articola in due distinte fasi: nella prima, le variazioni del tasso di interesse di riferimento o della base monetaria determinano variazioni nelle condizioni del mercato finanziario, riflettendosi sui tassi di interesse di mercato, sui prezzi delle attività finanziarie, sul tasso di cambio e sulle condizioni generali di liquidità e di credito dell'economia; nella seconda, le variazioni delle condizioni del mercato finanziario

¹⁵ DAI, M.. On the Role of Money Growth Targeting under Inflation Targeting regime. mpra.repec.org, 2009

determinano variazioni della spesa nominale per beni e servizi da parte delle famiglie e delle imprese.

Occorre, quindi, valutare se gli effetti di variazioni della politica monetaria sui prezzi e sul prodotto siano omogenei nell'area dell'euro e nel tempo. Asimmetrie tra paesi e regioni possono sorgere per una serie di ragioni e assumere molte forme. In primo luogo, differenti posizioni cicliche possono dare origine a effetti diversi. In secondo luogo, differenze nella natura del prodotto e nelle tecniche di produzione possono generare impatti difforni della politica monetaria tra settori. In terzo luogo, vari fattori potrebbero generare differenze tra paesi quali il quadro di riferimento normativo ed istituzionale, la scomposizione settoriale del prodotto e così via. Una comprensione dei fattori che determinano asimmetrie nella trasmissione della politica monetaria risulta importante in quanto può semplificare la valutazione complessiva del processo di trasmissione¹⁶, la selezione di migliori indicatori e, soprattutto, l'identificazione di aree in cui potrebbero essere necessarie riforme strutturali dei mercati dei beni, del lavoro e finanziari. Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria agisce sempre in stretta correlazione con i mutamenti che avvengono all'interno delle dinamiche istituzionali¹⁷.

Alle dinamiche istituzionali sono direttamente collegate anche altre forze come ad esempio il cambiamento tecnologico e le variazioni demografiche

¹⁶ ARCELLI, M., *L'Economia Monetaria e la Politica Monetaria dell'Unione Europea*. Padova: Cedam, 2002, p. 58 e ss.

¹⁷ CARSTENSEN, K. , *Stock Market Downswing and the Stability of European Monetary Union Money Demand*. *Journal of Business and Economic Statistics* , 24 (4), 2006, p. 395-405.

che hanno effetto sia nel breve che nel lungo periodo all'interno dell'economia. Esistono numerose ragioni per le quali le variazioni della politica monetaria possono influenzare i diversi settori dell'economia. Un posto decisamente importante è occupato dalla domanda relativa ai rispettivi prodotti che è direttamente legata al tasso di interesse.

Importantissime sono poi le variazioni dei tassi di interesse che hanno una influenza diretta sui tassi di cambio. Per ultima occorre sottolineare che la stessa politica monetaria è in grado di influenzare il finanziamento delle imprese attraverso il suo effetto sul valore delle garanzie inoltre la disponibilità delle garanzie stesse è in certa misura specifica per settore¹⁸.

Mi preme sottolineare che una realtà nuova e in continua evoluzione come quella dell'euro è afflitta da un notevole livello di incertezza e che quindi solo col tempo ci si potrà rendere conto di quali sono le effettive reazioni dell'economia nell'area euro alle sollecitazioni di politica monetaria¹⁹. Risulta inoltre chiara la tendenza della BCE al raggiungimento del target inflattivo incentrato nel medio periodo, questo perché una politica monetaria incentrata sul breve periodo punterebbe a creare le sorprese inflazionistiche teorizzate da Barro-Gordon in modo da mantenere il prodotto sopra il livello naturale o la disoccupazione al di sotto di quello naturale. Manovre di tale genere, come vedremo nella terza parte del presente lavoro, applicate per molti periodi di tempo non farebbero altro che provocare un più alto livello

¹⁸

¹⁹ DAI, M. D. e SIDIROPOULOS, M., Money Growth Rule and Macro-Financial Stability Under Inflation Targeting Regime. BETA - Document de Travail n° 05, 2009, p. 258 e ss.

d'inflazione a causa dell'incorporazione di esse nelle aspettative degli agenti. Oltre a ciò, manovre di questo tipo porterebbero ad una perdita di credibilità della BCE il cui obiettivo di stabilità dei prezzi rimarrebbe un mero annuncio vanificato da comportamenti volti a stimolare la crescita attraverso un aumento dell'inflazione. Con riferimento alle misure anticrisi introdotte dal 2007 ad oggi si può dire che la Banca Centrale Europea dopo un periodo di sostanziale distacco da parte dello stato nel mercato Nazionale, e dunque in pratica di autoregolamentazione, si ricorre in ultima sintesi al ritorno statale in ambito economico come disciplinatore di ultima istanza prima del barato globale. Le misure della Banca Centrale Europea, come detto, dopo un periodo di sostanziale distacco si sono materializzate nell'adozione delle cosiddette politiche non convenzionali e quindi anche nel quantitative easing che analizzeremo nel corso del paragrafo successivo. L'attuale framework di politica monetaria adottato dalla BCE sembra assegnare alla moneta caratteristiche tipiche degli schemi di pure inflation targeting, nei quali l'offerta di moneta è endogena, viene cioè emessa in risposta alle variazioni della domanda di essa²⁰. A differenza di quanto avviene nello schema di strategia monetaria della FED, che non assegna un ruolo specifico agli aggregati monetari se non quello di indicatore al pari di altri indicatori economici, tramite monitoraggi degli aggregati M1 ed M2, la BCE assegna alla moneta il ruolo di particolare indicatore monitorando regolarmente gli andamenti dell'aggregato M3²¹. È proprio la scelta dell'aggregato ampio che induce la BCE ad usare la moneta come variabile

²⁰ ECB. The Monetary Policy of the ECB 2011. www.ecb.int

²¹ ECB. La Strategia di Politica Monetaria della BCE. Comunicato Stampa 8 Maggio 2003.

essenziale per prevedere l'andamento dell'inflazione futura. L'aggregato ampio neutralizza gli spostamenti di partite monetarie all'interno delle attività che lo compongono producendo relazioni di medio-lungo periodo più stabili e prevedibile tra crescita della moneta e prezzi. Tale caratteristica risulta necessaria per l'uso degli aggregati monetari come guida della politica monetaria²².

Attualmente l'obiettivo delle politiche non convenzionali è quello di garantire il buon funzionamento del meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari che provengono dalla Bce. Queste politiche sfruttano o il signalling channel oppure usufruiscono del portfolio balance channel. I primi consistono in tutte le comunicazioni attraverso le quali la Banca Centrale Europea fa intendere al pubblico la sua politica ed il suo orientamento al fine di essere più trasparente, di accrescere la sua accountability e di indirizzare le aspettative degli agenti economici nella giusta direzione. Facendo ciò, la BCE mette in campo la propria credibilità, sfruttando nel miglior modo possibile l'effetto annuncio. Il secondo tipo di misure si basano sulla sostituibilità imperfetta di attività e passività dello stato patrimoniale del settore privato. Questo risultato viene ottenuto a seguito di variazioni del passivo della Banca Centrale Europea indirizzate a facilitare l'accesso alla liquidità per il settore del credito, intervenendo a sostegno dei mercati finanziari in situazioni di difficoltà. La via di uscita nell'attuale periodo è stata bloccata dalla crisi del debito sovrano. In questo contesto si inquadrano

²² DAI, M., On the Role of Money Growth Targeting under Inflation Targeting regime. mpra.repec.org , 2009, p. 258 e ss.

gli interventi non convenzionali della BCE appartenenti al portfolio-balance channel, atti a rivalutare gli attivi²³: indirettamente, mediante il prestito garantito di liquidità al settore bancario (si pensi alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine); e direttamente, tramite l'acquisto di titoli con il fine di incrementare il loro valore²⁴. Come affermano Cour-Thimann e Winkler, la prima tipologia non sottopone la BCE a nessun rischio, lasciando la scelta di quali assets acquistare al mercato. Tuttavia, la seconda è più adeguata se si vuole effettuare un intervento mirato verso particolari titoli in difficoltà (come quelli pubblici). Razionamento del credito da parte delle banche private che non hanno trasmesso fondi al mondo dell'economia e soprattutto debiti pubblici nell'Eurozona insostenibili hanno vanificato i primi provvedimenti della Bce che ha quindi dovuto seguire l'esempio della Fed e quindi ricorrere all'immissione di liquidità attraverso il quantitative easing. In effetti le misure alle quali stiamo facendo riferimento hanno provocato una caduta dei loro prezzi e, quindi, un'impennata dei rendimenti. Tali rendimenti troppo elevati sono stati trasmessi sul mercato primario, creando paure ancora maggiori sull'insostenibilità del debito pubblico. do riferimento altro non hanno fatto che razzare il mercato secondario dei titoli di Stato²⁵.

²³ SÖDERSTRÖM, U., Targeting Inflation with a Role for Money. *Economica*, New Series , 72 (288), 2005, p. 577-596

²⁴ ECB. Andamenti Economici e Monetari. Bollettino Mensile BCE Novembre 2011, p. 9- 64.

²⁵ STOCK, J e WATSON, M. . Introduzione all'econometria. Milano: Pearson, 2009, p. 147 e ss.

1.3. La scelta dell'allentamento monetario

La politica monetaria è da intendersi come il complesso di azioni volte a regolare i tassi di interesse e del quantitativo di moneta per conseguire obiettivi economici ben definiti. La politica monetaria non era una prerogativa delle banche centrali. Negli statuti meno recenti di quest'ultime non si trovava, infatti, nessun accenno ad una potenziale funzione all'interno della gestione della politica monetaria. Erano compiti, al contrario, tipici delle banche l'emissione delle banconote, le operazioni all'interno dei mercati finanziari. Nel momento in cui la moneta venne ad essere pensata come autonoma rispetto le riserve auree è emersa la centralità della funzione della banca centrale anche in ambito politico monetario. Del resto le passività della banca stessa servono ad influenzare l'andamento economico. Da qui la dicitura di politica monetaria proprio perchè può influire sugli equilibri di politica economica. I bilanci della banca centrale, delle banche commerciali e delle famiglie sono i responsabili dell'andamento generale della politica monetaria. Se la banca espande il proprio bilancio con maggiori finanziamenti alle banche commerciali queste offriranno maggiori crediti alla propria clientela con l'effetto di far aumentare i depositi detenute tra quest'ultimo²⁶.

Proprio l'aumento di liquidità spinge le famiglie a consumare di più e le imprese ad aumentare gli investimenti mentre la svalutazione dei tassi di cambio rendendo le merci nazionali molto competitive a livello internazionale. Con l'unificazione monetaria si è stabilito di attribuire tutte

²⁶ PITTALUGA, G., Economia monetaria. Milano, Hoepli, 125 e ss.

le decisioni relative alla politica monetaria alla Banca Centrale Europea, realizzando il passaggio alla sovranazionalità della politica monetaria. Nell'Atto Unico del 1986 "veniva sancita la liberalizzazione degli scambi che rendeva l'Europa un unico mercato nel quale merci, servizi e capitali circolano liberalmente, si era già condizionata la libertà dei paesi di gestire la politica monetaria"²⁷. Quanto appena accennato dimostra come proprio la politica monetaria è in grado di condizionare l'andamento economico generale e soprattutto avere delle ripercussioni importanti su inflazione e disoccupazione. Occorre infatti sottolineare come sia importantissimo indirizzare la politica monetaria verso il raggiungimento di determinati obiettivi e nello stesso tempo si fissino dei target da raggiungere attraverso la predisposizione di adeguate politiche monetarie. Nella moderna macroeconomia l'equilibrio macroeconomico dipende direttamente dalle aspettative degli agenti riguardo la condotta futura della politica monetaria. Letteralmente la traduzione di quantitative easing coincide con "quantitativo facilitato". Da un punto di vista strettamente bancario, o meglio, di politica monetaria, come detto, il termine contrassegna una serie di operazioni messe in atto dalle Banche Centrali, compresa la Bce, per immettere nel sistema economico delle quantità più o meno consistenti di moneta. Sia nel caso della crisi americana che nella crisi europea l'immissione nel sistema di moneta è stato visto come un possibile rimedio per poter scongiurare l'innescarsi di dinamiche recessive e deflattive, molto pericolose e rischiose per il livello di disoccupazione²⁸. Occorre comunque sottolineare che l'immissione di moneta

²⁷ MUSSO D., Banca Centrale Europea funzioni e caratteristiche, rinvenibile su. (http://www.edurete.org/pd/sele_art.asp?ida=1956), p. 47 e ss.

²⁸ HANDA, J., Monetary Economics. New York: Routledge, 2005, p. 147 e ss.

all'interno dei rispettivi sistemi economici passa irrimediabilmente per le banche private che hanno comprato e finanziato in grande quantità operazioni (buone e meno buone) allo scopo di guadagnare, ma poi è arrivata improvvisa la crisi, loro non hanno fatto in tempo a liberarsene o rientrare nel credito, e sono rimaste con quell'indigesto peso sullo stomaco, che in termini finanziari si misura con il parametro della capitalizzazione, ovvero la capacità del capitale proprio della banca di assorbire le eventuali perdite derivanti dai crediti insoluti o insolventi, oggi meglio misurato con lo "Stress Test". Per citare alcuni esempi occorre dire che il quantitative easing della Federal Reserve nel 2008 ha stanziato, battezzandolo Troubled Asset Relief Program disponendo cospicui aiuti finanziari. Rispetto l'utilizzo del quantitative easing la letteratura economica non risulta essere concorde sia in Europa che oltreoceano. Certo è che tale operazione e questa tecnica è stata considerata una via di uscita nel corso delle grandi crisi che hanno caratterizzato il mondo economico. Durante il 1932 il quantitative easing utilizzato per limitare gli effetti della crisi del 1929 è stato considerato inefficace se non controproducente perché ha impedito che il mercato facesse giustizia degli inetti. Le cause del fallimento sono le crescenti aspettative di una svalutazione del dollaro e di deflussi d'oro, il panico generalizzato nei mercati, il crollo della fiducia nella capacità della Fed di mantenere il Gold Standard e nella capacità del governo di gestire il panico. Il quantitative easing ha reso i bond più "attraenti": gli acquisti di asset effettuati dalla banca centrale hanno alzato la domanda di tali asset e così i relativi prezzi, ridotto i rendimenti (tassi di interesse), e attratto gli investitori all'acquisto (questo anche dovuto alla relativa sicurezza dei bond durante una

recessione). L'effetto di tale misura è l'assuefazione dei mercati azionari che impazziscono dopo l'annuncio e il conseguente avvio dei programmi di acquisto²⁹. Questo avveniva negli Stati Uniti d'America circa un secolo addietro. Attualmente l'utilizzo del medesimo strumento nei primi decenni del nuovo millennio e quindi negli istanti immediatamente successivi alla crisi economica ha sicuramente generato una riduzione degli acquisti di asset, l'aumento dei tassi di interesse e la restrizione di liquidità in quanto il mercato risulta essere quasi dipendente dalle immissioni di liquidità stessa e quindi questa si riduce progressivamente all'immissione di nuova moneta. In Europa già dall'ottobre 2008 la Bce ha deciso di aprire le valvole della liquidità. Il rifinanziamento europeo è avvenuto con tassi di interesse fisso. Le banche hanno operato nel corso di queste operazioni con un atteggiamento di dipendenza completo. La crisi ha portato nei fatti a non concedersi, per gli istituti bancari, dei prestiti a vicenda a causa di una scarsità oggettiva di fondi. La stessa Bce ha dovuto intervenire proprio per stimolare l'operatività bancaria in quanto il meccanismo di distribuzione della liquidità attraverso il mercato monetario è stato pesantemente danneggiato ed effettivamente colpito dalla crisi. Così facendo l'Eurosistema ha cercato di sradicare l'incertezza nella quantità di liquidità assegnata a ciascuna banca. Le stesse banche erano, ormai dieci anni orsono, di prevedere il livello del tasso marginale, cosa che nei fatti non è potuta più avvenire nel corso degli ultimi anni. Tuttavia, a partire dalla metà del settembre 2008, il tasso marginale ha superato i 40 punti base e il tasso medio delle operazioni principali di rifinanziamento si è situato a 70 punti base al di

²⁹ HANNA, J., *Monetary Economics*. New York: Routledge, 2005, p. 147 e ss.

sopra del tasso minimo di offerta. Questo contesto ha portato il Consiglio Direttivo della BCE ad adottare, l'8 ottobre del 2008, un'offerta a tasso fisso per le principali procedure di rifinanziamento. Tutte le offerte sono state concesse al tasso applicabile a tali operazioni. E' chiaro che le operazioni di rifinanziamento non sono mai state limitate al mercato interbancario ma soprattutto a segmenti rilevanti del mercato dei titoli ritenuti importanti nel finanziamento delle banche nell'area euro. Le operazioni in esame, pur presentando delle problematiche che evidenzieremo nell'ultima parte del presente lavoro rispetto al tasso di inflazione nell'Unione Europea, hanno avuto il merito di ridurre il divario nel tasso interbancario che è tornato a livelli mai visti prima del 2007. Occorre comunque sottolineare che nonostante i tassi di interesse nell'area euro si siano deteriorati le banche commerciali hanno fatto ricorso nella maggior parte di casi alla Bce anche attraverso ulteriori operazioni di rifinanziamento a lungo termine. Come vedremo nel secondo capitolo anche l'utilizzo di strumenti di deposito ha confermato che la Bce continua a sostituirsi al mercato interbancario.

CAPITOLO SECONDO

Gli effetti delle misure anticrisi: il ruolo della politica monetaria

2.1. Il ruolo della moneta e l'efficacia delle diverse strategie di politica monetaria

Circa sei anni orsono sulla scia del crollo del colosso Lehman Brothers e nel bel mezzo di una grave recessione che vedeva l'economia statunitense pericolosamente in fase recessiva la Federal Reserve inaugurava l'utilizzo di quel quantitative easing che, come visto nel corso del paragrafo precedente, è l'unica azione alla quale anche in area Euro racchiude tutte quante le speranze di inversione dell'attuale trend economico finanziario. Trend, diciamo, negativo negli ultimi anni soprattutto per le economie dei Paesi Mediterranei in quanto il centro Europa, Germania in testa, hanno vissuto momenti di crescita e sviluppo molto superiori alle attese e sicuramente migliori rispetto alle negative performance di Paesi quali la Spagna, l'Italia e la stessa Grecia ormai "commissariata" praticamente dalla ricetta elaborata dall'Unione Europea e dal Fondo Monetario Internazionale. Negli ultimi anni, dal momento in cui la FED ha iniziato a intraprendere manovre più restrittive, molti investitori si sono chiesti quando i tassi di interesse sarebbero aumentati e che cosa sarebbe accaduto al valore dei loro portfoli. Gli esperti pensano che queste domande siano chiaramente giustificate alla luce del decadimento della Rally Rate (cioè dell'innalzamento dei prezzi di stock e bonds) e delle osservazioni formulate in conferenza stampa dal presidente della FED, Janet Yellen. Attualmente l'economia statunitense continua sul sentiero della crescita e dell'espansione seppur moderata con la

disoccupazione ormai al 6 per cento con lo stop, forse ancora provvisorio, dei grandi acquisti di asset da parte della FED dovrebbe compensare le preoccupazioni geopolitiche e il conseguente salto di qualità. Analizzando la politica monetaria adottata dalla Federal Reserve negli ultimi dieci anni si può individuare benissimo la strategia perseguita, orientata a far innalzare il tasso di interesse cercando quindi di massimizzare la capacità attrattiva del dollaro. Tale approccio è quindi tipico di una strategia inflation targeting che sembra, almeno negli Stati Uniti d'America, dare i suoi frutti. Diversamente da quanto esposto la strategia del monetary targeting si basa sull'annuncio da parte della Banca Centrale di un tasso di crescita per l'aggregato monetario considerato rilevante³⁰. L'azione della Banca Centrale si concentra sul conseguimento di quel tasso di crescita; non appena la quantità di moneta si discosta dal sentiero di crescita previsto, la Banca Centrale interviene adottando le correzioni adeguate. Studi teorici evidenziano che l'approccio del monetary targeting funziona bene soltanto in presenza di una notevole stabilità della funzione di domanda di moneta. Tale strategia è stata adottata con significativi risultati dalla Bundesbank durante il Sistema monetario europeo. La strategia dell'inflation targeting si basa sull'annuncio da parte della Banca Centrale di un profilo desiderato per l'inflazione futura e decide gli interventi correttivi ogni qualvolta l'inflazione effettiva si discosta da quella programmata. Il vantaggio di tale approccio è quello di rendere chiaro e visibile l'orientamento della BCE; infatti, essa è tenuta a illustrare al pubblico le ragioni dell'eventuale mancato

³⁰ AMIGHINI O., BLANCHARD A., GIAVAZZI F., *Macroeconomia. Una prospettiva europea*, Il Mulino 2011, p. 78 e ss.

conseguimento dell'obiettivo d'inflazione, rendendo più credibile l'impegno di perseguire la stabilità dei prezzi. Il principale inconveniente dell'inflation targeting è che il tasso d'inflazione non è controllabile direttamente dalla Banca Centrale, pertanto, le misure correttive dirette a ricondurre l'inflazione sul sentiero desiderato possono influenzare i prezzi con tempi lunghi e variabili .

2.2. Le diverse strategie adottate dalle Banche centrali per arginare e superare la crisi economica: confronto tra Banca Centrale Europea e Federal Reserve

Abbiamo visto nel corso del paragrafo precedente come la Federal Reserve abbia imboccato in modo diretto la strada dell'inflation targeting e, tale strategia con le dovute eccezioni, ha dato i suoi frutti anche perché attivata in modo tempestivo subito dopo il verificarsi degli eventi nefasti che portarono allo scoppio di una crisi finanziaria che sommata alla spirale recessiva ha finito per condizionare l'andamento economico globale per quasi un decennio. Il vantaggio dell'inflation targeting consiste nel fatto che l'orientamento della Banca Centrale è delineato in modo chiaro e visibile, esso si consolida direttamente all'obiettivo di stabilità dei prezzi, di contro, lo svantaggio più evidente è rappresentato dal fatto che, il tasso di inflazione non è direttamente influenzabile dalla stessa. La chiarezza degli orientamenti in termini di politica monetaria è stato uno dei fattori che ha generato il successo, almeno attuale, delle strategie adottate. Strategie molto meno efficaci se confrontate con quanto avvenuto nell'area Euro.

Ed in effetti, la letteratura sull'inflation targeting si basa sull'assunzione forte che la Banca Centrale possa fissare il tasso di interesse che influenzi le decisioni di investimento e consumo e che l'offerta di moneta non giochi alcun ruolo nella strategia di politica monetaria. Ciò equivale ad ipotizzare la perfetta credibilità del target inflattivo annunciato dal banchiere centrale nonché il perfetto funzionamento del mercato finanziario e monetario, nel

quale l'autorità monetaria immette tanta liquidità quanta ne viene domandata dagli agenti in base ad una relazione di domanda di moneta aggregata. Pur non negando la correlazione di lungo periodo tra crescita degli aggregati monetari e inflazione, in tali teorie vi è la negazione del rapporto di causalità tra aggregati monetari e inflazione e quindi viene messo in discussione il ruolo della moneta come strumento efficace di controllo sull'inflazione. In regimi di inflation targeting, tale relazione di causalità è invertita dato che l'offerta di moneta è endogenamente e automaticamente determinata in base alla forma della domanda di moneta, in corrispondenza di quel tasso di interesse fissato in base a tutta una serie di informazioni quali-quantitative tra cui il sentiero di evoluzione dell'inflazione e l'output gap. Sono quindi i valori dell'inflazione corrente assieme con i valori di inflazione attesa a determinare l'offerta di moneta dato che la Banca Centrale fissa il tasso di interesse. Questa inversione di causalità non può essere effettuata se non sotto alcune forti assunzioni, esplicite ed implicite, quali la trasparenza e l'indipendenza della Banca Centrale, il perfetto funzionamento dei mercati finanziari e l'assenza di persistent shock. Se una Banca Centrale è perfettamente indipendente, può persuadere il pubblico e ancorare le aspettative d'inflazione al target prefissato costruendosi credibilità e attenendosi all'obiettivo promesso per periodi di tempo successivi. Nonostante ciò, data l'esistenza di incertezza e imperfezioni sui mercati finanziari, nonché la possibilità che si verifichino shock di vario tipo, anche le Banche Centrali indipendenti potrebbero non riuscire ad attenersi all'obiettivo prefissato. In contesti del genere, vi è la consapevolezza, da parte degli operatori, che l'inflazione non è una variabile

completamente endogena data l'esistenza di fattori casuali ed incontrollabili. In tali contesti, quindi, diviene più difficoltoso fissare il tasso di interesse corrispondente al livello di inflazione obiettivo e le aspettative diventano più volatili a causa dell'incertezza che la Banca Centrale non riesce completamente a controllare. Le imperfezioni dei mercati finanziari mettono in evidenza che una sola regola sul tasso di inflazione potrebbe essere insufficiente e che, in un contesto simile, la Banca Centrale non può e non dovrebbe rischiare di perdere la sua capacità di controllare l'inflazione usando un solo strumento. In particolare, è verosimile pensare che il mercato del credito e della moneta riescano a veicolare le aspettative di inflazione che possono ben ancorarsi ad uno ben specificato obiettivo di crescita monetaria. Una regola sugli aggregati monetari può essere in grado di stabilizzare le aspettative aumentando la stabilità dell'economia. In questo senso, è possibile pensare che l'adozione di un target monetario, come complemento ad un sistema di inflation targeting, si possa tradurre in tutta una serie di vantaggi, oltre che di credibilità della Banca Centrale, soprattutto in termini di stabilità del sistema economico-finanziario e di miglioramento del benessere sociale, rendendo meno volatili le aspettative e meno frequenti e ampie le variazioni del tasso di interesse. Le istituzioni dell'Unione hanno risposto alla crisi con interventi di carattere eccezionale sia sul sistema bancario sia sui debiti degli Stati. Quanto al primo, la Commissione è intervenuta sul piano regolatorio, esprimendo in numerose comunicazioni (quattro, inizialmente) orientamenti specifici per il sostegno agli istituti finanziari, in parziale e temporanea deroga alla disciplina generale sugli aiuti di Stato. In particolare la Commissione ha indicato le condizioni cui devono

sottostare le garanzie sulle passività, le ricapitalizzazioni e le misure di sostegno a fronte di attività deteriorate e ha pubblicato linee-guida sulle condizioni per la ristrutturazione delle banche.

Anche la BCE è intervenuta sul sistema bancario e ha garantito liquidità agli istituti finanziari mediante due aste a lungo termine a interessi particolarmente bassi. Più recente e non ancora completata è invece l'evoluzione verso una c.d. «Unione bancaria». Le misure per coordinare in modo stabile e duraturo gli interventi di vigilanza e assistenza agli istituti bancari dell'area euro sono principalmente tre: la creazione di un Meccanismo unico di vigilanza e di un Meccanismo unico di risoluzione, cui è condizionato il terzo strumento, il coordinamento per la garanzia sui depositi. La realizzazione per il momento solo parziale di questi obiettivi e il livello di compromesso che si è reso necessario per raggiungerli sono attualmente oggetto di numerose analisi, più o meno costruttive. Quanto invece al debito degli Stati, il deterioramento delle condizioni di accesso al credito per alcuni Stati membri è all'origine delle misure adottate prima per irrigidire i vincoli di finanza pubblica e garantire comportamenti virtuosi degli Stati (in questo senso vanno interpretati il Six Pack³¹, il Patto Europlus³²

³¹ Il Six Pack è un «pacchetto» di 6 provvedimenti, 5 regolamenti e una direttiva, diretto a modificare e integrare l'originario Patto di stabilità e crescita (PSC), costituito dai regolamenti 1466 e 1467 del 1997. Due regolamenti del Six Pack (1173/2011 e 1174/2011) si fondano sull'art. 136 TFUE, una norma applicabile solo all'Eurogruppo; i loro effetti si producono quindi solo per gli Stati euro. Gli altri tre regolamenti e la direttiva valgono per tutti gli Stati membri: i regolamenti 1175/2011 e 1176/2011 si basano sull'art. 121, par. 6, TFUE, il regolamento 1177/2011 e la direttiva 85/2011 sull'art. 126, par. 14, TFUE (rispettivamente, 2° comma e 3° comma).

³² Il Patto Europlus è l'Accordo concluso tra 23 Stati (i 17 della zona euro e altri 6) a margine del Consiglio europeo del 24-25 marzo 2011 e diretto a rafforzare il coordinamento delle politiche economiche degli Stati e la loro convergenza.

e il Fiscal Compact³³) e poi per fornire la necessaria assistenza finanziaria agli Stati membri in difficoltà che ne facciano richiesta, con strumenti prima temporanei (EFSM e EFSF) poi definitivi (ESM), il primo (EFSM) nel perimetro dei Trattati esistenti, gli altri (EFSF e ESM) costituiti con accordi internazionali tra alcuni Stati membri³⁴.

Gli strumenti utilizzati per implementare la politica monetaria hanno subito una fase di evoluzione particolarmente accentuata in tutti i principali paesi industrializzati negli ultimi due decenni. Con la nascita della BCE l'intera organizzazione e struttura degli strumenti è stata riformulata finalizzandola al controllo dei tassi d'interesse attraverso il mercato della base monetaria. Gli strumenti di controllo della base monetaria vengono classificati in due tipologie alternative costituite dai cosiddetti strumenti "tradizionali" di rifinanziamento e dalle operazioni di mercato aperto.

- Rifinanziamento tradizionale. Consiste in una forma di finanziamento attuata ad un tasso ufficiale prestabilito dalla banca centrale.
 - Operazione di mercato aperto. Si tratta di operazioni di acquisto/vendita di titoli che intercorrono fra la banca centrale e le banche.
- Un'operazione di acquisto implica una creazione di base monetaria poiché la

³³ Il Fiscal Compact (Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria) è l'accordo sottoscritto il 2 marzo 2012 da 25 Stati membri dell'Unione Europea (tutti tranne il Regno Unito e la Repubblica ceca) ed è entrato in vigore il 1° gennaio 2013, secondo condizioni dettate dal BVerfG (ordinanza del 12 settembre 2012).

³⁴ L'EFSM è stato costituito con regolamento 9606/10 del 10 maggio 2010. L'EFSF è una società di diritto lussemburghese costituita dagli Stati sulla base di un accordo tra 27 Stati membri del 9 maggio 2010. Il Trattato che istituisce il Meccanismo europeo di stabilità (ESM) è stato firmato a Bruxelles il 2 febbraio 2012.

BC paga i titoli attraverso un accredito sui conti che le banche detengono presso la banca centrale. Al contrario un'operazione di vendita distrugge base monetaria. Molto spesso queste operazioni assumono la forma di pronti contro termine. Ossia si associa ad un'operazione di acquisto (vendita) oggi un'operazione di segno contrario di vendita (acquisto) di pari ammontare a una determinata data futura. In questo modo l'effetto di creazione/distruzione di base monetaria risulta temporaneo pari alla durata dell'operazione, permettendo una maggiore flessibilità. La differenza tra il prezzo di acquisto e quello di riacquisto in un'operazione pronti contro termine corrisponde all'interesse dovuto alla scadenza dell'operazione sull'importo preso o dato in prestito³⁵.

Del resto proprio gli scenari economici attuali hanno dimostrato come cruciali siano state le misure intraprese dalla Federal Reserve per poter risollevarle le sorti dell'economia statunitense, ancora in difficoltà ma che a differenza dello scenario europeo si è innescata una spirale di crescita che potrebbe condurre nel medio periodo ad buoni risultati. Le modalità di intervento della Federal Reserve, coincidono praticamente con una sorta di immissione consistente di liquidità. In gergo tecnico queste manovre vengono denominate di quantitative easing. Attualmente, per essere precisi, si parla di quantitative easing 3 ovvero la terza manovra destinata a rendere esecutiva la creazione di moneta da parte della Banca Centrale con conseguente immissione della stessa all'interno del sistema finanziario ed economico. Tale tipologia di manovra ha lo scopo preciso di ampliare la massa monetaria

³⁵ NELLI FEROCI, La riforma dell'assetto di governance economica dell'Unione Europea, lectio magistrali tenuta al Collegio europeo di Parma il 21 maggio 2012, disponibile nel sito <http://www.italiaeu.it>

presente per cercare di favorire prestiti e liquidità necessarie per incrementare la velocità stessa di circolazione della moneta e quindi favorire la ripresa dei consumi e quindi la crescita economica. Conseguentemente la stessa Federal Reserve ha cercato di mantenere invariati i tassi di interesse al fine di garantire gli effetti benefici del quantitative easing³⁶.

³⁶ NELLI FEROCI, La riforma dell'assetto di governance economica dell'Unione Europea, lectio magistralistenuta al Collegio europeo di Parma il 21 maggio 2012, disponibile nel sito <http://www.italiaeu.it>

2.3. Gli effetti delle politiche monetarie intraprese dalla Banca Centrale Europea: il rischio inflazione zero

Nell'ultimo ventennio, l'inflation targeting è diventato molto popolare come regime di conduzione della politica monetaria a partire dalla sua prima adozione in Nuova Zelanda ed in Canada rispettivamente nel 1990 e nel 1991, seguita qualche anno dopo da Regno Unito, Svezia e Finlandia. Questo nuovo framework di politica monetaria, spesso presentato come successore più efficiente del monetary targeting, ha goduto di popolarità tra banchieri centrali e accademici dovuta soprattutto al contesto di liberalizzazione e di innovazione finanziaria che non faceva altro che rendere instabili le relazioni di breve periodo tra aggregati monetari e inflazione, vanificando le manovre tipiche del monetary targeting. Il monetary targeting, e quindi la regola di un tasso di crescita della moneta costante, è stato progressivamente abbandonato in favore del binomio inflation targeting – regola di Taylor. Quando vi è una regola sul tasso di interesse, l'offerta di moneta è automaticamente determinata dalla domanda. In altre parole, il mercato della moneta è essenziale per il solo fatto di determinare l'offerta di moneta come risposta endogena alla domanda di moneta. Tale meccanismo ritenuto automatico è stato largamente ignorato dalla maggior parte della letteratura del periodo che è stata profondamente d'accordo sul fatto che non v'è ragione di assegnare un ruolo importante agli aggregati monetari se non quello, tra l'altro blando, di indicatore assieme a tutti i tipi di informazioni utili al banchiere centrale per determinare il giusto tasso di interesse coerente con il futuro trend atteso dell'economia. Se dopo gli anni '90 l'inflation targeting ha riscosso molto successo, esso ha mostrato le sue debolezze

durante la recente crisi economico-finanziaria, dando prova del fatto che una regola sul tasso di interesse può perdere la sua efficacia come stabilizzatore dell'economia in condizioni di crisi e instabilità. La politica del tasso quasi nullo, accoppiata con una politica quantitativa espansiva mirante ad immettere liquidità nel sistema (messa in pratica da Giappone, BCE e FED), ha messo in luce il fatto che gli aggregati monetari giocano un ruolo importante. È risultato in pratica che le Banche Centrali danno molta attenzione agli aggregati monetari durante i periodi di crisi, ma li ignorano durante le fasi di espansione. Questo perché, in crisi, il controllo del tasso di interesse richiederebbe numerosi monitoraggi e variazioni che spiazzerebbero e renderebbero instabile il contesto economico nonché tutto il sistema delle aspettative. In questo senso, ai fini di aumentare la stabilità nonché la credibilità del banchiere centrale, è plausibile pensare che si rendano necessari schemi di politica monetaria che contemporaneamente assegnino un ruolo fondamentale sia al tasso di interesse che alla crescita della moneta come strumenti per mantenere l'inflazione al suo livello obiettivo. L'aumento del tasso di interesse di un'area, relativamente ad altre, provoca un apprezzamento della moneta nazionale rispetto alle monete estere. L'apprezzamento dell'euro favorirà le importazioni, ma sfavorirà le esportazioni. Il minor costo dei beni importati provocherà la diminuzione dei prezzi per i beni finali, ma sfavorirà anche la competitività dell'area all'estero³⁷. Questo provocherà una diminuzione della domanda complessiva di beni interni che, secondo la Bce, concorrerà a ribassare i prezzi. Le

³⁷ ANGELICI P. "Effetti di liquidità e di annuncio nell'area dell'euro", Tema di discussione n. 451, Bdi, ottobre 2002, p.45 e ss.

dinamiche della domanda e dell'offerta di beni si modificheranno di conseguenza e il risultato si ripercuoterà anche sul mercato del lavoro. Il decremento dei prezzi concorrerà ad una certa stabilità nel livello dei salari, poiché il salario reale sarà tale da mantenere il potere d'acquisto dei lavoratori. Come si può notare tra gli ultimi collegamenti di causa-effetto, la Bce suppone che una diminuzione della domanda abbia l'effetto di abbassare i prezzi. In realtà, se si può essere d'accordo con il fatto che la diminuzione dei prezzi dei beni importati può aiutare a ribassare i prezzi dei beni per il consumo finale, riguardo al collegamento tra la domanda e i prezzi vi sono teorie al riguardo che riescono a confutare quanto detto sopra. Nella teoria classica delle forme di mercato si ipotizza che un incremento della domanda determini un aumento nel livello della produzione. Dato che l'impresa deve far fronte a dei costi fissi (fissi per qualunque livello di produzione) e dei costi variabili (generalmente costanti fino al livello di piena utilizzazione della capacità produttiva), l'incremento del livello di produzione ridurrà il prezzo medio per unità di prodotto poiché i costi fissi saranno "ammortizzati" dal numero maggiore di unità prodotte. Ragionando in senso inverso, si potrebbe dunque affermare che una diminuzione della domanda complessiva di beni concorrerebbe non ad un decremento, ma ad un incremento dei prezzi³⁸. Politiche monetarie basate sull'inflation targeting sono state adottate negli ultimi anni con risultati soddisfacenti dal Canada, dalla Nuova Zelanda, dal Regno Unito e dalla Svezia. I risultati positivi realizzati da questi paesi non sono sufficienti per stabilire la superiorità

³⁸ MESSORI M. , *The financial crisis: Understanding it to overcome it*, Milano, Assogestioni (www.assogestioni.it), 2009, p. 37 e ss

dell'approccio dell'inflation targeting rispetto a quello del monetary targeting, poiché il periodo preso in esame è troppo breve e fa riferimento a un contesto caratterizzato da tensioni inflazionistiche moderate, dove è più semplice raggiungere l'obiettivo di stabilità dei prezzi. In tale scenario, la Banca Centrale Europea ha deciso di perseguire un approccio denominato "strategia di politica monetaria orientata alla stabilità" dove si alternano elementi delle due diverse strategie summenzionate. La BCE ha elaborato una strategia informativa per quanto concerne le scelte di politica monetaria. In primo luogo la strategia definisce gli obiettivi finali (inflazione e output) e quelli intermedi³⁹. Un punto sul quale la BCE si esprime con grande chiarezza è che nessuno di questi indicatori viene assunto come decisivo per un intervento immediato e automatico. Le grandezze assunte come indicatori vengono invece considerate nel loro insieme e le misure da adottare vengono decise soltanto dopo una valutazione ponderata della situazione nel suo complesso. Questo atteggiamento appare come pienamente giustificato e ragionevole. Se, ad esempio, la quantità di moneta venisse assunta dalla BCE come indicatore automatico di pericolo, tutte le volte in cui gli osservatori vedono crescere la liquidità in misura superiore al 4,5% annuo, essi potrebbero contare sul fatto che la BCE considera la stabilità monetaria in pericolo, e la speculazione si scatenerrebbe contro l'euro. L'adozione di questo insieme di indicatori è stato denominato da alcuni un sistema di monetary targeting illuminato

³⁹ DRAGHI M, Global Investment Conference, Londra, 26 luglio 2012, p. 258 e ss.

CAPITOLO TERZO

Il controllo dell'inflazione in area Euro

3.1. La centralità dell'inflazione nell'area Euro

Le Banche Centrali e gli economisti, pur concordando sul fatto che nel lungo periodo l'inflazione è strettamente connessa alla moneta, sono in disaccordo sul ruolo che deve assegnarsi agli aggregati monetari. Stando alla schematica separazione *inflation targeting* – *monetary targeting*, il banchiere centrale dovrebbe agire seguendo una di queste due metodologie in base alle sue convinzioni circa la validità di una teoria o in base alla condivisione di alcuni risultati empirici. La realtà, però, ha più volte messo in evidenza che, accanto a Banche Centrali che applicano rigorosamente questi regimi, vi sono altrettante Banche Centrali che ne applicano versioni differenti, scegliendo o schemi di politica monetaria con alcune varianti ai modelli classici oppure schemi che comprendono elementi sia di uno che dell'altro regime.

In area euro, secondo quanto emerso dalle ultime riunioni della Bce, esiste un pericolo importante rappresentato sicuramente dalla permanenza per lungo tempo sotto zero del tasso di inflazione. Sulla scia di quanto fatto dalla Federal Reserve la scommessa è quella di giungere a dei tassi via via crescenti per stimolare la crescita. Preoccupazioni importanti si hanno per la possibilità di effetti secondari derivanti da un'inflazione che è ormai troppo bassa da troppo tempo: "il forte calo dei prezzi del greggio e dei futures del petrolio - si legge nel resoconto - ha fortemente ridotto le prospettive di

inflazione per quest'anno, aumentando il rischio di effetti secondari", assieme a pressioni inflative sottostanti sempre molto modeste⁴⁰.

Una possibile soluzione potrebbe essere rappresentata o da un approccio basato su differenti politiche salariali - come vedremo nel corso dei paragrafi successivi - oppure su una sorta di via di mezzo che può essere presa in considerazione mantenendo un approccio inflation targeting. Tale forma consiste nell'assegnazione, ad una Banca Centrale che opera discrezionalmente in un regime di inflation targeting, di un obiettivo di crescita monetaria. L'appellativo "ibrido" sta quindi ad evidenziare una sorta di commistione tra i regimi di inflation e monetary targeting (anche se come si vedrà in seguito, l'obiettivo sulla crescita della moneta poco ha a che vedere con la percentuale di crescita costante friedmaniana). La stessa Bce ha sempre adottato degli schemi di politica monetaria che assegnano un ruolo particolare agli aggregati monetari. Infatti, successivamente verrà discusso il framework di politica monetaria adottato dalla BCE e le modifiche che questo ha subito negli anni. C'è da precisare che le Banche Centrali, specialmente quella europea, si sono mostrate da un certo punto di vista lungimiranti, almeno per quel che concerne gli intenti, proponendo schemi di politica monetaria misti le cui caratteristiche risultano scelte più in base all'esperienza proprie e di altri Paesi industrializzati, che rispetto ad assunzioni teoriche di base. Tali modalità, che hanno spesso ricevuto le critiche dei sostenitori dell'inflation targeting puro, hanno stimolato tutta una serie di ricerche miranti a dare sostegno teorico ai

⁴⁰ Bloomberg, "Deutsche Bank No. 1 in Europe as Leverage Hits Valuation", 27 marzo 2012

3.2. Il pericolo della deflazione: la scarsa governabilità del reddito nominale e dell'inflazione da parte della Bce

Il tasso di inflazione è uno dei principali elementi che le Banche centrali devono tenere in considerazione nello stabilire i tassi ufficiali. La Bce, ad esempio, ha il compito di tenere l'inflazione intorno al 2%: se è elevata cercherà di frenarla alzando i tassi (purché questo non comprometta la crescita economica). I tassi di mercato, a loro volta, si muovono sulla base dei dati sull'inflazione anticipando l'evoluzione dei tassi ufficiali. Oltre all'andamento dei tassi, il dato sull'inflazione può avere altri effetti, ad esempio sulla dinamica salariale nelle fasi di rinnovo contrattuale: questo a sua volta ha effetti sugli utili societari e di conseguenza sulla valutazione di Borsa delle società⁴¹.

Attualmente l'incubo delle autorità di politica monetaria a livello comunitario è sicuramente quello della deflazione. Le politiche espansive in ambito monetario, seppur tardive, come abbiamo appena accennato non hanno dato in nessun modo i risultati attesi. L'inflazione deve ritornare a crescere per evitare il protrarsi di una spirale depressiva che rischia di mandare al collasso le economie più deboli dell'area Euro e quindi i Paesi del bacino del mediterraneo. L'obiettivo del due per cento sebbene da considerare assolutamente modesto resta il target principale delle attuali politiche monetarie decisamente orientate, come lungamente spiegato nel corso di questa analisi all'inflation targeting. Tale tipologia di comportamento è contemplato negli statuti di varie banche centrali ed è alla

⁴¹ VISCO I, *Lectio magistralis*, <<Ruolo, responsabilità, azioni della Banca Centrale nella "lunga" crisi>>, Firenze, 18 gennaio 2013

base della cosiddetta “regola di Taylor”, una delle più comuni interpretazioni del funzionamento della politica monetaria. Tale linea di condotta, tuttavia, è oggi fortemente criticata da vari studiosi. Cristina Romer, sul New York Times, ha sostenuto che in fasi storiche come l’attuale, caratterizzate da grave instabilità macroeconomica, le autorità monetarie non dovrebbero fissarsi sul solo andamento dell’inflazione ma dovrebbero guardare anche all’andamento della produzione, dell’occupazione e del reddito.

Occorre comunque sottolineare come durante il periodo estivo, nonostante il tasso di inflazioni si collochi sotto lo zero, sia aumentato al -0.1% dal -0.2%. Su base mensile il dato fa segnare +0,4%, battendo così le attese che erano per un -0,3%. Il tasso annuale negativo si è avuto a Cipro (-1,9%), mentre la crescita più alta dei prezzi si è avuta in Belgio (+1,6%) e a Malta (+1%). Attualmente quindi il programma europeo di immissione di liquidità non produce gli effetti sperati. Questa situazione ha richiamato l’attenzione, per analogia, sull’esperienza giapponese degli ultimi venti anni. La persistente deflazione di quell’area, che solo ultimamente e con fatica sembra in fase di superamento, è un percorso che potrebbe coinvolgere anche l’euro zona. Occorre anche dire che precedentemente alla crisi i valori erano estremamente modesti mentre l’indice è esploso alla fine del 2009 coinvolgendo tutte le economie euro. Successivamente all’introduzione delle politiche di risanamento la vulnerabilità alla deflazione si è differenziata, restando elevata per i paesi soggetti a piani di ristrutturazione o salvataggio, a fronte di un deciso rientro per i paesi principali (Italia, Francia, Germania). Dalla fine del 2012 il fenomeno si è ripresentato, restando elevato per Grecia,

Portogallo, Spagna, Cipro e Slovenia, in forte crescita per Italia e Francia e ancora modesto per la Germania

3.3. Scenari futuri

La crisi economica del 1929 è stato l'evento che per la prima volta ha messo in discussione la validità del sistema capitalistico come organizzazione economica e sociale per la creazione e la distribuzione della ricchezza. Un anno dopo, nel 1930, John Maynard Keynes presenta un saggio che all'epoca è percepito come provocatorio e, sotto certi aspetti, addirittura rivoluzionario. Si tratta dell'opera forse più nota dell'economista, la *General Theory*⁴². E' proprio in coincidenza della crisi del '29 che prendono avvio numerose critiche che portano a un ripensamento delle teorie economiche più diffuse fino a quel momento. Allora predominavano i principi della teoria classica, basata sulla fiducia nel mercato e sulla preferenza per il non intervento dello Stato nell'economia. Essa era imperniata su alcuni punti fondamentali:

- il mercato lasciato a se stesso raggiunge da solo l'equilibrio, grazie all'operare delle forze economiche della domanda e offerta, e quest'equilibrio è sempre di pieno impiego (si parlava addirittura, come diceva Adam Smith, di una "mano invisibile" che indirizza il mercato verso la piena occupazione),
- le forze di mercato, libere di agire senza ostacoli, realizzano sempre l'efficiente allocazione delle risorse;
- lo Stato non deve mai intervenire nel mercato con manovre di politica economica, perché queste costituiscono un ostacolo alla libertà d'azione delle

⁴² KEYNES J.M., *The General Theory of Employment Interest and Money*, Cambridge, University Press, 1936. Trad. it. *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta e altri scritti* (a cura di A. Campolongo), Torino, 1978.

forze di mercato e, quindi, non permettono il raggiungimento della piena occupazione e dell'efficienza produttiva.

Tra le nuove teorie macroeconomiche che si affacciano sulla scena proponendo possibili analisi e possibili soluzioni alla crisi che si stava vivendo, quella di Keynes indubbiamente ha il sopravvento. La rivoluzionaria teoria keynesiana dell'investimento e delle aspettative si fonda sulla critica dei fondamenti della teoria classica, consentendo di coordinare molte linee di pensiero rimaste fino a quel momento tra loro separate. La teoria keynesiana apre così la via dell'approfondimento dello studio dei cicli economici, delle grandezze macroeconomiche e la loro applicabilità ai moderni problemi economici. Keynes nella sua opera critica radicalmente la validità della legge degli sbocchi, anche nota come legge di Say, secondo la quale ogni offerta creerebbe sempre la propria domanda; secondo gli economisti classici, infatti, tutto ciò che viene prodotto trova sbocco sul mercato, quindi l'equilibrio di mercato risulta inevitabile. Keynes arriva invece a mettere in discussione la pretesa tendenza naturale del sistema di mercato alla piena occupazione dei fattori produttivi raggiunta attraverso la perfetta flessibilità dei salari e dei prezzi. Con riferimento al mercato dei beni, scrive Keynes nella Teoria generale che il modello "classico" è dominato dalla legge di Say, vale a dire dall'ipotesi che l'offerta sia sempre in grado di creare una domanda sufficiente ad assorbire i nuovi beni prodotti⁴³. L'accettazione di questa "legge" comporta che l'astensione dal consumo nel presente sia equivalente alla decisione di effettuare un investimento dello stesso ammontare. Si esclude quindi che possano

⁴³ ROLL E, Storia del pensiero economico, Roma, 1982, p. 236.

verificarsi situazioni nelle quali la domanda aggregata (definita da Keynes "domanda effettiva") sia insufficiente: la curva di domanda aggregata coincide con quella dell'offerta aggregata. La "legge" individuata come bersaglio polemico da Keynes è quindi la legge di Say, che rappresenta la versione più rigida, ma anche più facilmente attaccabile, di tale teoria. Contrariamente ai "classici", Keynes ritiene che la domanda aggregata possa non essere sufficiente a garantire il pieno impiego dei fattori produttivi. Secondo l'economista di Cambridge, anzi, nelle economie avanzate la relazione causale che lega offerta e domanda aggregata deve in un certo senso essere invertita: è la produzione che si adegua alla nuova domanda e non viceversa. Ne deriva che per individuare le cause che determinano il livello di occupazione occorre studiare in primo luogo i fattori dai quali dipendono le decisioni di spesa. Da un punto di vista monetario la critica mossa da Keynes alla teoria ortodossa della domanda di moneta verte essenzialmente sulla considerazione che la teoria quantitativa, sia nella versione semplice senza un mercato secondario dei titoli, sia nella versione più elaborata, non tiene conto del fatto che la moneta entra tra le attività che gli operatori detengono come investimento: cioè del fatto che la moneta ha anche una funzione di riserva di valore, oltre che di intermediario degli scambi e mezzo di pagamento. Quindi per Keynes non è necessariamente vero che la moneta "brucia" nelle mani degli operatori, ma anzi, la possibilità di tenere moneta in alternativa ai titoli nel portafoglio dell'individuo fa sì che la domanda di moneta derivi anche da motivi diversi da quelli meramente transattivi: quello precauzionale e quello speculativo⁴⁴.

⁴⁴ GOODHART, C. , Whatever Became of the Monetary Aggregates? National Institute

L'impostazione alla quale abbiamo fatto riferimento nel corso del presente lavoro, in tale prospettiva, non è sicuramente l'unica strada percorribile dalle autorità monetarie dell'Unione Europea. Con questo si vuole affermare che non sempre inseguire l'innalzamento dell'inflazione, come del resto è dimostrato dall'attuale andamento economico finanziario di alcuni Paesi europei, è la strategia corretta. Autorevoli studi⁴⁵ dimostrano come il cambiamento dall'obiettivo inflazionistico all'innalzamento del reddito nominale potrebbe risultare una carta vincente. Tale tipologia di obiettivo, tipico dell'impostazione keynesiana, si basa sulla presa d'atto che il modo in cui le espansioni monetarie della banca centrale possono influire sulla spesa aggregata e quindi sull'andamento conseguente della produzione, dell'inflazione e del reddito nominale, è molto incerto. L'impostazione alla quale stiamo facendo riferimento sottolinea come non risulti del tutto inutile sulle politiche espansive in quanto queste non matematicamente risolvono le sorti dell'economia. Lo spettro della trappola della liquidità è in effetti ancora oggi dietro l'angolo. Intorno a questa problematica Keynes sviluppò la teoria della preferenza per la liquidità, e sullo stesso filone di ricerca si sono poi mossi i contributi che hanno enfatizzato il carattere incerto e asimmetrico della politica monetaria: che chiudendo i rubinetti della liquidità magari la banca centrale può provocare una recessione, mentre aprendoli non è detto che sia in grado di rilanciare l'economia. Gli esponenti delle

Economic Review 200, 2007 p. 56-61.

⁴⁵ BLANCHARD, O Macroeconomia. Bologna: il Mulino, 2009, p. 36 e ss.

scuole di pensiero economico keynesiane ritengono che tali problemi siano inaggirabili: la politica monetaria, da sola, non può governare né l'inflazione né il reddito nominale, per cui è inutile e persino fuorviante dibattere sulla scelta tra l'una o l'altra variabile come obiettivi delle banche centrali. L'andamento della produzione, del reddito e dei prezzi dipendono da un insieme ben più complesso di fattori, tra i quali un ruolo rilevante spetta alle politiche fiscali del governo e alle politiche salariali. In effetti proprio Keynes all'interno della Teoria Generale introduce il mercato del lavoro per determinare il livello dei prezzi in funzione del livello di occupazione. Questo perché ogni aumento del livello dei prezzi passa, secondo Keynes, da tale mercato. I prezzi infatti sono determinati dai salari nominali e dalla produttività del lavoro, oltre che dal margine di profitto (in regime di oligopolio). Dunque ciò che conta non è il processo d'aggiustamento del mercato del lavoro, come nell'analisi classica, bensì la relazione secondo cui, dato il livello di salari monetari, il livello dei prezzi aumenta all'aumentare dell'occupazione, facendo calare i salari reali⁴⁶.

Il ruolo del tasso d'interesse è quello di adeguare lo stock desiderato di ricchezza in forma monetaria con lo stock corrente di moneta. Ogni qualvolta il tasso d'interesse deviasse dal suo valore di equilibrio, si indurrebbero variazioni nello stock desiderato di moneta, dato lo stock corrente. In particolare, se il tasso di interesse fosse minore del suo valore di equilibrio, vi sarebbe eccesso di domanda di moneta; discorso analogo vale, mutatis

⁴⁶ ARDENI P. - BOITANI A. - DELLI GATTI D. e GALLEGATI M., La nuova economia keynesiana: risultati e problemi aperti, in M. Messori (a cura di), La Nuova Economia Keynesiana, Bologna, Il Mulino, 1996, p. 71 e ss

Mutandis, in caso di un valore corrente del tasso d'interesse maggiore di quello di equilibrio.

La sintesi neoclassica non fa che aggiungere il mercato del lavoro così come era concepito dai classici allo schema IS-LM. Secondo l'analisi keynesiana tradizionale, una volta determinato il reddito col modello IS-LM, attraverso la funzione di produzione (che rappresenta la produttività marginale del lavoro, e quindi la tecnologia esistente) si determina il livello di occupazione. Immettendo questo nel modello domanda-offerta di lavoro, si hanno diverse possibilità. Minsky, per evidenziare la logica keynesiana, considera due casi particolari, uno che si può configurare come una situazione di recessione, ed un secondo (forse un po' troppo teorico) di forte espansione.

· recessione (a): l'occupazione risulta inferiore al livello di equilibrio 'classico'. Data la domanda attesa e la produttività dei lavoratori, le imprese assumeranno il numero di lavoratori necessario a produrre quanto soddisfa tale domanda. Se al livello di salario vigente il numero di lavoratori disposti a lavorare è sufficiente a realizzare tale livello di produzione, la domanda di lavoro sarà uguale all'offerta di lavoro. Le imprese non avranno nessun interesse ad assumere di più (anche se nella curva di domanda di lavoro, a quel livello di salario corrisponde una domanda maggiore) perchè, così facendo, produrrebbero più di quanto domandato. Inoltre, dal momento che gli imprenditori si basano esclusivamente sul livello di domanda atteso, è evidente come anche una diminuzione dei salari monetari non porti ad un aumento di occupazione, ma a un semplice impoverimento dei lavoratori già

occupati. Sul mercato del lavoro non ci sarà allora nessuna spinta riequilibratrice. Questo significa che se la domanda aggregata non è sufficiente a sostenere un'occupazione maggiore, ci sarà disoccupazione. Se la domanda non cresce, non c'è modo di indurre le imprese a produrre di più e quindi ad assumere di più. L'unica soluzione alla disoccupazione consiste perciò nel far crescere la domanda aggregata attraverso politiche fiscali e monetarie espansive (che 'spostano in avanti' l'equilibrio IS-LM).

· espansione (b): una domanda aggregata alta induce i produttori ad aumentare i salari al fine di incrementare l'occupazione e quindi la produzione fino ad eguagliare tale domanda. La "realtà fattuale" indica che questo si verifica anche se si dovesse superare il pieno impiego. Anche in questo caso il mercato del lavoro non tende per sua natura al livello di equilibrio⁴⁷. E' infatti difficile pensare che le imprese, una volta superata la piena occupazione, riducano la produzione (cioè perdano clienti volontariamente) per raggiungere il livello di produzione ottimale. La sintesi neoclassica arriva a considerare il mercato del lavoro in modo del tutto indipendente. La visione keynesiana risulta essere solo un 'caso particolare' del comportamento del sistema, in cui la rigidità dei salari impedisce l'equilibrio sul mercato del lavoro. Modigliani, in un articolo del 1944, elabora il cosiddetto modello 'classico generalizzato', in cui allo schema IS-LM è affiancato un mercato del lavoro con salari monetari flessibili. All'equilibrio IS-LM segue, grazie alla flessibilità dei salari monetari, l'equilibrio sul mercato del lavoro. All'interno di questo schema generale

⁴⁷ DAI, M. D. e SIDIROPOULOS, M. , Money Growth Rule and Macro-Financial Stability Under Inflation Targeting Regime. BETA - Document de Travail n° 05, 2009, p. 147 e ss.

esistono poi due casi particolari: quello keynesiano, in cui i salari monetari sono rigidi (ed è solo grazie a questa ipotesi che la domanda effettiva insufficiente causa disoccupazione), e quello 'classico', in cui al posto della funzione di preferenza per la liquidità c'è l'equazione quantitativa della moneta⁴⁸.

Infatti, nel modello, partendo da una situazione di disoccupazione keynesiana, una diminuzione dei salari induce una riduzione dei prezzi. Tale riduzione comporta un aumento del valore della moneta in termini reali (M/p). L'aumento della moneta determina una caduta del tasso d'interesse e quindi un aumento degli investimenti i quali, aumentando la domanda effettiva, aumentano l'occupazione.

Poiché la riduzione dei salari proseguirà fino al raggiungimento dell'equilibrio di pieno impiego, anche il conseguente aumento dell'occupazione proseguirà fino al raggiungimento del pieno impiego. Esistono però due situazioni tipicamente keynesiane in cui, anche in questo schema, il sistema non tenderebbe a riequilibrarsi neanche con i salari flessibili: la trappola della liquidità e il caso di IS verticale.

La situazione di trappola della liquidità (descritta da Keynes nella Teoria Generale) è quella in cui il tasso di interesse è arrivato ad un livello tale che gli aumenti della quantità di moneta non si traducono più in riduzioni del

⁴⁸ La conclusione che si trae da questo schema è che se alla visione keynesiana si aggiungesse la flessibilità dei salari monetari, il sistema tenderebbe sempre all'equilibrio, esattamente come vuole la logica neoclassica. Cfr. ARDENI P. - BOITANI A. - DELLI GATTI D. e GALLEGATI M., La nuova economia keynesiana: risultati e problemi aperti, in M. Messori (a cura di), La Nuova Economia Keynesiana, Bologna, Il Mulino, 1996, p. 71 e ss

tasso d'interesse. Se il tasso non si riduce, gli investimenti (e quindi la domanda effettiva) non aumentano. In questo caso dunque, anche una forte deflazione, innescata dalla riduzione dei salari, non induce alcun aumento dell'occupazione. In una situazione di trappola della liquidità quindi, i salari flessibili non riequilibrano il sistema.

La seconda situazione 'anomala' si ha quando la IS è verticale, cioè quando gli investimenti non sono più sensibili al tasso d'interesse. Anche in questo caso la deflazione non riuscirà ad aumentare la domanda effettiva, e quindi la flessibilità salariale non indurrà aumenti di occupazione. Le successive evoluzioni della sintesi neoclassica hanno però eliminato anche questi problemi, rendendo questo modello di equilibrio macroeconomico valido anche nei due casi particolari sopraesposti. Questo ulteriore passo viene realizzato grazie soprattutto ad un particolare 'meccanismo' introdotto nel modello e chiamato real balance effect (o effetto Pigou). Esso si basa sull'introduzione della moneta reale (M/p) nella funzione di consumo dei soggetti. Se i consumatori hanno più moneta tenderanno a consumare di più, questo provocherà un aumento della domanda effettiva, e quindi dell'occupazione, anche se i tassi d'interesse non si muovono (trappola della liquidità) o se gli investimenti non sono sensibili ai tassi d'interesse⁴⁹.

Grazie all'introduzione del 'real balance effect', la sintesi neoclassica arriva a dimostrare che un sistema con salari flessibili è sempre in grado di raggiungere l'equilibrio.

⁴⁹ PITTALUGA, G. Economia monetaria. Milano: Hoepli, 2007, p. 25 e ss.

L'occupazione di equilibrio determina il reddito d'equilibrio. Questo, se inserito nel modello IS-LM in cui il livello dei prezzi (che determina l'offerta reale di moneta) è l'incognita, determina una variazione di quest'ultimo fino al punto in cui l'intero sistema non risulta in equilibrio Interpretando in questo senso il modello e considerando stabile (come fa Friedman) la funzione di preferenza per la liquidità, si perviene alle conclusioni monetariste (cioè identiche a quelle dei prekeynesiani): una politica monetaria espansiva (aumento dell'offerta nominale di moneta) determina solo un proporzionale aumento dei prezzi.

Questa non è altro che la teoria quantitativa della moneta dove la velocità di circolazione della moneta è determinata dal tasso d'interesse. La sintesi neoclassica ha quindi 'spianato la strada' al monetarismo. "Prima che si arrivasse alla soluzione Patinkin erano largamente accettate le seguenti asserzioni, che venivano attribuite a Keynes: (1) il mercato dei prodotti è la determinante più prossima della domanda di lavoro, (2) a un dato saggio di salario monetario la domanda di lavoro può risultare inferiore all'offerta e (3) un calo dei salari monetari dovuto ad un eccesso di offerta di lavoro potrebbe non essere efficiente nell'eliminare la disoccupazione". Gli schemi di trasmissione discussi fino ad ora rappresentano i canali tradizionali del meccanismo di trasmissione della politica monetaria che possono essere compresi sotto quell'approccio, definito in letteratura come "money view", che identifica gli effetti delle variazioni della quantità di moneta sulle decisioni di spesa nel caso di perfetta sostituibilità tra titoli di debito e prestiti bancari, nel capitolo successivo esploreremo i canali di trasmissione che operano accanto, e non in alternativa, al canale monetario.

CONCLUSIONI

L'analisi appena condotta ha dimostrato come se la banca centrale gode di una forte base di credibilità e reputazione riesce ad ancorare le aspettative all'obiettivo prefissato e riesce a neutralizzare in parte le problematiche che l'instabilità dei mercati finanziari portano ad una Banca Centrale che opera in inflation targeting. La politica di pre-commitment, ottimale dal punto di vista sociale, non è sempre però applicabile. In questi contesti si è visto come le politiche di pure discretion e di optimized discretion, che lasciano la Banca Centrale libera di agire e di sorprendere gli agenti con una più elevata inflazione accompagnata da un output che supera il suo livello naturale, non solo causano più alti livelli di perdita sociale dovuti all'eccessiva volatilità dell'inflazione, ma se reiterati nel tempo, potrebbero perfino perdere i benefici dovuti all'aumento dell'output a causa dell'apprendimento da parte degli agenti dell'incentivo a deviare dalle promesse che ha la Banca Centrale. In questa ottica, è stato analizzato il framework operativo della BCE. Si è visto come all'inizio del suo operato la Banca Centrale Europea abbia impostato il suo modo di conduzione della politica monetaria verso un regime di inflation targeting ma con un ruolo essenziale per gli aggregati monetari. Si è interpretato tale schema come la naturale scelta di una Banca Centrale nascente che necessitava di crearsi una solida base di credibilità. Certo è che nel caso della Banca Centrale i rischi devono essere valutati per l'area nel suo complesso considerando che, nell'ambito di un'unione monetaria, l'inflazione negativa nei singoli paesi potrebbe riflettere variazioni dei prezzi relativi per recuperare competitività. Nel confronto con episodi storici di vera deflazione nelle economie avanzate, il rischio di

deflazione nell'area euro sembra remoto allo stato attuale. Non vi sono evidenze di un calo dei prezzi marcato e generalizzato, e le aspettative sul medio-lungo termine rimangono ben ancorate. Inoltre, la ripresa economica prosegue, contribuendo a un graduale assorbimento del sottoutilizzo della capacità produttiva.

Bibliografia

AMIGHINI O., BLANCHARD A., GIAVAZZI F., Macroeconomia. Una prospettiva europea, Il Mulino 2011, p. 78 e ss.

ARDENI P. - BOITANI A. - DELLI GATTI D. e GALLEGATI M., La nuova economia keynesiana: risultati e problemi aperti, in M. Messori (a cura di), La Nuova Economia Keynesiana, Bologna, Il Mulino, 1996, p. 71 e ss

BLANCHARD, O Macroeconomia. Bologna: il Mulino, 2009, p. 36 e ss.

Bloomberg, "Deutsche Bank No. 1 in Europe as Leverage Hits Valuation", 27 marzo 2012

CARSTENSEN, K. , Stock Market Downswing and the Stability of European Monetary Union Money Demand. Journal of Business and Economic Statistics , 24 (4), 2006, p. 395-405

DAI, M. D. e SIDIROPOULOS, M. , Money Growth Rule and Macro-Financial Stability Under Inflation Targeting Regime. BETA - Document de Travail n° 05, 2009, p. 147 e ss.

DAI, M., On the Role of Money Growth Targeting under Inflation Targeting regime. mpra.repec.org ., 2009, p. 258 e ss.

DRAGHI M, Global Investment Conference, Londra, 26 luglio 2012, p. 258 e ss.

ECB. Andamenti Economici e Monetari. Bollettino Mensile BCE Novembre 2011, p. 9- 64.

GALLEGATI M., La nuova economia keynesiana: risultati e problemi aperti, in M. Messori (a cura di), La Nuova Economia Keynesiana, Bologna, Il Mulino, 1996, p. 71 e ss

GOODHART, C. , Whatever Became of the Monetary Aggregates? National Institute Economic Review 200, 2007 p. 56-61.

HANDA, J. , Monetary Economics. New York: Routledge, 2005, p. 147 e ss.

KEYNES J.M., The General Theory of Employment Interest and Money, Cambridge, University Press, 1936. Trad. it. Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta e altri scritti (a cura di A. Campolongo), Torino, 1978.

LOSSARI M. „Dall'euro alla grande crisi, in Carlomagno Euro Ultima Chiamata", Francesco Brioschi Editore, Milano, 2012, p. 368

MESSORI M. , The financial crisis: Understanding it to overcome it, Milano, Assogestioni (www.assogestioni.it), 2009, p. 37 e ss

MUSSO D., Banca Centrale Europea funzioni e caratteristiche, rinvenibile su. (http://www.edurete.org/pd/sele_art.asp?ida=1956), p. 47 e ss.

NELLI FEROCI, La riforma dell'assetto di governance economica dell'Unione Europea, lectio magistrali tenuta al Collegio europeo di Parma il 21 maggio 2012, disponibile nel sito <http://www.italiaeu.it>

NELSEN R. M., BELKIN P., MIX D. E. „Greece“s Debt Crisis: Overview, Policy esponses, and Implications“, CRS – Report for Conccress,2011.

PETRAKIS P.,„Greek Economy and the Crisis: Challenges and Responses“, Springer, London, 2012, p. 149

PITTALUGA, G. Economia monetaria. Milano: Hoepli, 2007, p. 25 e ss.

ROLL E, Storia del pensiero economico, Roma, 1982, p. 236.

SÖDERSTRÖM, U., Targeting Inflation with a Role for Money. *Economica*, New Series , 72 (288), 2005, p. 577-596

STOCK, J e WATSON, M. . Introduzione all'econometria. Milano: Pearson, 2009, p. 147 e ss.

TAYLOR S. F., „Financial Crisis in the European Union: The Cases of Greece and Ireland“, Virginia Polytechnic Institute and State University, 2011, p. 214.

VISCO I, Lectio magistralis, <<Ruolo, responsabilità, azioni della Banca Centrale nella “lunga” crisi>>, Firenze, 18 gennaio 2013