

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>3</b>
<b>CAPITOLO PRIMO</b> .....	<b>6</b>
<i>La trasmissione della politica monetaria in area Euro il ruolo della Banca     Centrale Europea</i> .....	<b>6</b>
1.1. La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro: la politica monetaria della Banca Centrale Europea .....	6
1.2. I provvedimenti assunti in ambito monetario dallo scoppio della crisi economica ai più recenti interventi.....	12
1.3. Il Quantitative Easing.....	18
1.4. La ricerca di stabilità finanziaria .....	22
<b>CAPITOLO SECONDO</b> .....	<b>29</b>
<i>I modelli di inflation targeting e il ruolo della moneta: un confronto tra il     contesto europeo, statunitense e asiatico</i> .....	<b>29</b>
2.1. Monetary vs inflationary targeting .....	29
2.2. La politica monetaria della Bce e delle Fed a confronto nell'attuale scenario di crisi .....	36
2.3. Confronto e reazioni delle banche centrali orientali agli shock di politica monetaria .....	48
<b>CAPITOLO TERZO</b> .....	<b>51</b>
<i>I risultati della politica monetaria della Bce: gli effetti degli strumenti prescelti</i> .....	<b>51</b>
3.1. L'inflazione come fenomeno monetario: la relazione di lungo periodo tra moneta e prezzi .....	51
3.2. Il rischio inflazione zero nell'area Euro: l'effetto del quantitative easing sul Pil nominale e sul tasso di inflazione .....	61
3.3. Prospettive future e rischio deflazione .....	70
<b>CONCLUSIONI</b> .....	<b>76</b>
<b><i>Bibliografia</i></b>	



## INTRODUZIONE

L'introduzione della moneta unica ha avuto sostanzialmente due conseguenze: la prima, ben chiara fin dall'inizio, è stata la perdita di autonomia monetaria; i singoli Paesi non potevano più regolare l'emissione di moneta sulle esigenze (di inflazione e di crescita) domestiche, ma dovevano sottostare ad un tasso «medio» (che, di fatto, visto il peso della sua economia, coincideva con il tasso adatto alla Germania). La seconda conseguenza, meno prevedibile, è stata la generale (ed erronea) percezione da parte di mercati e policy makers che la fine del rischio di cambio comportasse l'annullamento di ogni rischio-Paese. Attualmente proprio il *quantitative easing* era l'unica opzione rimasta alla Bce per cercare di stimolare una crescita che in alcuni Paesi dell'Unione Europea, quelli dell'area mediterranea, non riesce in nessun modo a ripartire. L'alternativa, già percorsa in passato e molto simile nei suoi effetti al *quantitative easing* consiste nella riproposizione di operazioni "repo" a lungo termine. Il QE, "alleggerimento quantitativo", è una manovra che mira all'acquisto da parte della Bce di obbligazioni (titoli di Stato ma non solo) di vario tipo dalle banche, che in cambio avrebbero denaro fresco. Una manovra mirata a immettere nuovo denaro nell'economia europea, incentivare i prestiti bancari verso le imprese e far crescere l'inflazione – oggi pericolosamente bassa. Le conseguenze di tale tipologia di operazione sarebbero sicuramente concentrate nell'apprezzamento del tasso di inflazione che dovrebbe far ripartire il mondo della produzione e dell'occupazione. Attualmente tale fenomeno tarda a manifestarsi evocando al contrario scenari deflattivi. In effetti basta che questo avvenga all'interno di uno stato dell'Euro zona per

poter giungere direttamente a coinvolgere gli altri Stati. L'obiettivo della trattazione è stato, quindi, 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. In una parola si potrebbe affermare che l'approccio seguito dall'Unione Europea è basato sull'inflation targeting che basandosi a sua volta 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. In sintesi, l'analisi ha fatto emergere che il banchiere 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. Il primo capitolo del presente lavoro ha analizzato i meccanismi di trasmissione della politica monetaria, dapprima in termini generali e poi nello specifico nell'area Euro. Si è visto proprio nella fine del primo capitolo

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 livello 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 deviar dalla promesse che ha la Banca Centrale. Il secondo capitolo del lavoro ha poi preso come riferimento le misure anticrisi adottate dalla Banca Centrale Europea in confronto anche con quanto avvenuto negli Stati Uniti d'America e nei paesi asiatici. La terza parte ha analizzato il famoso e sempre attuale quantitative easing europeo non ancora totalmente efficace e tutt'ora attanagliato dalla possibilità di generare al contrario una spirale deflattiva molto pericolosa.

## CAPITOLO PRIMO

### *La trasmissione della politica monetaria in area Euro il ruolo della Banca Centrale Europea*

#### **1.1. La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro: la politica monetaria della Banca Centrale Europea**

La base giuridica della politica monetaria unica è definita dal Trattato che istituisce la Comunità Europea (Roma 25\03\1957) e dallo Statuto del Sistema Europeo di banche centrali e della Banca Centrale Europea (Lo Statuto ha definito e dato vita alla BCE e al Sistema Europeo di banche centrali (SEBC) il 1° giugno 1998 dove la Banca Centrale Europea rappresenta il fulcro del Sistema e, insieme alle Banche Centrali nazionali, collabora allo svolgimento dei compiti ad esse conferiti<sup>1</sup>. Il mantenimento della stabilità monetaria è l'obiettivo principale della politica monetaria europea. Nel Protocollo sullo Statuto del SEBC (Sistema europeo delle Banche centrali) e della BCE allegato al Trattato istitutivo della Comunità europea si legge infatti: l'obiettivo principale del Sistema europeo delle Banche centrali (SEBC) è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Inoltre, l'obiettivo della stabilità monetaria è stato addirittura incluso nel già citato Progetto di Costituzione europea. Nella Parte II del Progetto, all'art. 29, e nella Parte III, agli artt. 74 e 75, è detto in modo esplicito che alla Banca Centrale Europea è assegnato il compito preminente di garantire la stabilità dei prezzi<sup>2</sup>. L'area Euro rappresenta la seconda maggiore economia mondiale dopo gli Stati Uniti d'America. Il 1° gennaio 1999 la Banca Centrale Europea (BCE) ha

---

<sup>1</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK, 'Asset price bubbles and monetary policy revisited', Monthly Bulletin, November, pp.71-83, 2010

<sup>2</sup> GRAZIANI A., La politica monetaria della banca centrale europea, Riv. It. ECONOMISTI / a. IX, Supplemento al n. 1/2004, P. 47 e ss.

assunto la direzione della politica monetaria per l'area Euro, cioè nel momento in cui le Banche Centrali Nazionali (BCN) degli allora 11 Stati membri dell'Unione Europea (UE) hanno trasferito alla BCE le proprie incombenze in materia di politica monetaria. L'insieme di questi eventi ha segnato un punto di svolta nel complesso processo storico dell'integrazione Europea. Uno dei principali criteri da soddisfare per poter far parte dell'Area Euro era l'adeguarsi ai criteri di convergenza che definiscono, sul piano economico e giuridico, i presupposti per partecipare con successo all'Unione economica e monetaria. Ed il rispetto di tale condizione sarà richiesto anche agli altri Paesi facenti già parte della Comunità degli Stati membri che vorranno adottare la divisa unica. (Gazzetta ufficiale C 191 del 29.7.1992). Il fatto di avere collocato in posizione assolutamente prioritaria l'obiettivo della stabilità monetaria, unito al fatto, che commenterò più ampiamente in seguito, di essere definita come istituzione del tutto indipendente dai Governi dei paesi partecipanti, ha indotto numerosi osservatori a esprimere l'opinione che la Banca Centrale europea sia stata modellata a somiglianza della tedesca Bundesbank. Il Trattato dell'Unione europea non dà una definizione precisa di cosa si intenda per stabilità monetaria. Nell'ottobre del 1998, il Consiglio Direttivo della BCE ha integrato questa lacuna con una definizione quantitativa precisa: «Per stabilità dei prezzi si intende un aumento annuale dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo per l'area dell'euro inferiore al 2%»<sup>3</sup>.

Giudicare la formulazione di questo obiettivo è di per sé cosa non facile. Per un verso, la fissazione di un tetto massimo tollerato del 2% all'anno per l'aumento dei prezzi al consumo può sembrare provvedimento di estremo

---

<sup>3</sup> Rapporto Annuale della BCE 1998 consultabile sul sito internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

rigore. Dall'altro però, il rigore di questo obiettivo viene attenuato, e in misura forse anche eccessiva, dalla precisazione che l'obiettivo "non va realizzato anno per anno, bensì *nel medio termine*; e il concetto stesso di medio termine è ovviamente alquanto vago e discutibile. Un altro elemento che presta il fianco a dubbi è il fatto che l'obiettivo dell'inflazione massima del 2% annuo non viene imposto per ciascuno dei singoli paesi partecipanti all'Unione monetaria, ma soltanto per la così detta «area dell'euro» in generale"<sup>4</sup>. Questa impostazione corrisponde alla visione generale della politica europea, incline ad attenuare, nei limiti del possibile, i confini nazionali per considerare nel suo insieme l'intera area europea. Si tratta di un'impostazione avente in sé carattere politico; che possiede d'altro canto anche un fondamento di carattere più strettamente economico. Infatti, nella misura in cui i paesi europei formano un autentico mercato unificato, non soltanto in virtù della valuta comune ma anche per l'abbattimento delle barriere doganali e la progressiva riduzione dei costi di trasporto, il livello e l'andamento dei prezzi dovrebbero davvero tendere ad unificarsi<sup>5</sup>.

Accanto all'obiettivo principe della stabilità monetaria, la BCE persegue altri obiettivi di natura reale: sviluppo, occupazione, protezione sociale, tutela dell'ambiente. Questi obiettivi, come abbiamo ricordato, vengono considerati come secondari, e la BCE li può perseguire soltanto subordinatamente al raggiungimento dell'obiettivo principale della stabilità monetaria. Non mancano peraltro osservatori che ritengono che la BCE debba anzitutto tentare una riconciliazione fra obiettivi monetari e reali; cosa questa non facile da realizzare dal momento che i due obiettivi della stabilizzazione dei

---

<sup>4</sup> Ibidem, p. 47 e ss.

<sup>5</sup> GRAZIANI A., La politica monetaria della banca centrale europea, Riv. It. ECONOMISTI / a. IX, Supplemento al n. 1/2004, P. 47 e ss.

prezzi e della stabilizzazione del livello di attività non possono essere raggiunti disponendo di uno strumento solo<sup>6</sup>. L'Istituto Monetario Europeo (IME), in un documento del gennaio 1997 intitolato "The single monetary policy in stage three: specification of the operational framework", auspicava che determinati principi influenzassero le scelte della Banca Centrale nella definizione della propria strategia di politica monetaria.

Alla BCE sono assegnate funzioni di grande rilevanza, ma non tali da esaurire il governo della politica monetaria. Compito primario della BCE è quello di fissare il così detto *tasso di riferimento*, che forma la base per l'intera struttura dei tassi di sconto dell'area dell'euro. Compito altrettanto rilevante della BCE è quello di fissare il *volume complessivo di liquidità* da assegnare ai singoli richiedenti. L'una e l'altra di queste responsabilità spettano non già al Comitato esecutivo bensì al Consiglio Direttivo, nel quale, come si è detto, la maggioranza schiacciante dei membri è costituita dai Governatori delle Banche centrali nazionali e non dai consiglieri indipendenti della BCE. La BCE effettua diversi tipi di operazioni. Vengono in primo luogo le così dette *operazioni di rifinanziamento principali*, deliberate con ritmo settimanale e aventi la durata di due settimane. Poiché attualmente l'assegnazione avviene mediante un meccanismo di aste, la BCE si limita a fissare il tasso minimo di offerta che è pari al tasso di riferimento. Il meccanismo delle aste fa sì che il tasso effettivo sia sempre superiore al tasso di riferimento e che esso rifletta una sorta di prezzo di domanda formulato dalle singole aziende di credito. Il risultato di ogni asta consente di calcolare un tasso medio, che può essere interpretato come tasso corrente del mercato monetario.

---

<sup>6</sup> GRAZIANI A., La politica monetaria della banca centrale europea, Riv. It. ECONOMISTI / a. IX, Supplemento al n. 1/2004, P. 47 e ss

In secondo luogo, la BCE concede, una volta al mese, *finanziamenti a più lungo termine*, aventi la durata di tre mesi. Sono previsti infine finanziamenti che potremmo dire di pronto soccorso, denominati *finanziamenti marginali* a brevissimo termine (overnight). Tali finanziamenti vengono concessi a tassi più elevati. Parallelamente, la BCE accetta depositi *overnight*, remunerati con tassi più bassi, a favore di banche aventi un eccesso transitorio di liquidità. Si deve presumere che le banche aventi carenze o eccessi momentanei di liquidità facciano ricorso anzitutto al mercato interbancario e tentino di soddisfare le proprie esigenze in quel mercato, ricorrendo alla BCE soltanto quando il mercato interbancario non è in grado di rispondere alle loro richieste. Si può quindi ritenere che i tassi che la BCE applica rispettivamente ai finanziamenti e ai depositi marginali rappresentino i livelli minimo e massimo entro i quali i tassi di mercato possono oscillare. Con la pratica dei finanziamenti e depositi marginali, la BCE effettua quindi un'opera di stabilizzazione dei tassi di mercato<sup>7</sup>. Infine la BCE fissa l'ammontare delle riserve obbligatorie delle aziende di credito, riserve attualmente stabilite nella misura del 2% dei depositi raccolti. L'obbligo di riserva viene applicato alla media delle riserve mensili (dal 24 di ogni mese al 23 del mese successivo). Le riserve sono remunerate secondo il tasso medio delle operazioni principali, tasso che come si è detto, rappresenta il tasso medio del mercato monetario. L'ammontare modico di questa cifra deve essere valutato nel quadro generale della normativa, che attualmente esige per ogni

---

<sup>7</sup> GRAZIANI A., La politica monetaria della banca centrale europea, Riv. It. ECONOMISTI / a. IX, Supplemento al n. 1/2004, P. 47 e ss.

azienda di credito precisi requisiti patrimoniali (il patrimonio della banca deve coprire l'8% dei finanziamenti concessi)<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Ibidem, p. 47 e ss.

## **1.2. I provvedimenti assunti in ambito monetario dallo scoppio della crisi economica ai più recenti interventi**

Esistono due approcci per la determinazione dell'importanza dei differenti canali di trasmissione della politica monetaria. Da un lato si possono utilizzare modelli econometrici strutturali al fine di identificare alcuni dei canali e la loro importanza relativa in termini quantitativi a livello macroeconomico. Un aspetto "negativo di questa soluzione consiste nel fatto che l'analisi è dipendente dal modello e che il risultato può essere parzialmente indotto dalle scelte relative al modello. Dall'altro lato, si possono impiegare dati disaggregati derivanti da bilanci di imprese non finanziarie e istituti di credito per analizzare alcuni nessi fondamentali del meccanismo di trasmissione, come il ruolo dei fattori finanziari e dell'offerta di credito bancario"<sup>9</sup>. Questo approccio è particolarmente promettente data l'importanza dei prestiti bancari tra le fonti di finanziamento nell'area dell'euro. Con questo tipo di ricerca, tuttavia, non "è sempre facile dedurre l'importanza macroeconomica dell'evidenza a supporto della rilevanza dei fattori finanziari nel meccanismo. Pertanto, le evidenze empiriche ottenute tramite i due approcci sono complementari ed è preferibile considerarle congiuntamente"<sup>10</sup>.

L'obiettivo principale della politica monetaria dell'Eurosistema è il mantenimento della stabilità dei prezzi. La trasmissione della politica monetaria in area euro si materializza attraverso diversi modi che

---

<sup>9</sup> BOLLETTINO MENSILE DELLA BCE, Ottobre 2002, Recenti risultati sulla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, p. 46

<sup>10</sup> BOLLETTINO MENSILE DELLA BCE, Ottobre 2002, Recenti risultati sulla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, p. 46

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 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 delle 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"<sup>11</sup>. Una comprensione dei fattori che determinano asimmetrie nella trasmissione della politica monetaria risulta importante in quanto può semplificare la valutazione complessiva del processo di trasmissione, la selezione di migliori

---

<sup>11</sup> BOLLETTINO MENSILE DELLA BCE, Ottobre 2002, Recenti risultati sulla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, p. 47

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 istituzionali<sup>12</sup>.

Alle dinamiche istituzionali sono direttamente collegate anche altre forze come ad esempio il cambiamento tecnologico e le variazioni demografiche 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<sup>13</sup>.

Importantissime sono poi le variazioni dei tassi di interesse che hanno una influenza diretta sui tassi di cambio<sup>14</sup>. Per ultima occorre sottolineare che la stessa politica monetaria è in grado di influenzare il finanziamento delle

---

<sup>12</sup> GREEN J.R., *Microeconomic Theory*, Oxford University Press, New York e Oxford, 1995, p. 146 e ss.

<sup>13</sup> Per esempio i beni durevoli come quelli di investimento, le costruzioni e i beni di consumo durevoli dovrebbero reagire in maniera più accentuata alla politica monetaria in quanto il loro acquisto può essere più facilmente posticipato. Cfr. BOLLETTINO MENSILE DELLA BCE, Ottobre 2002, Recenti risultati sulla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, p. 52

<sup>14</sup> I comparti che producono beni oggetto di scambio internazionale saranno influenzati maggiormente rispetto a quelli che producono servizi. In terzo luogo, i settori produttivi ad alta intensità di capitale potrebbero manifestare una più accentuata sensibilità ai tassi di interesse perché le variazioni del costo del capitale tendono ad avere un maggiore impatto su di loro. Cfr. BOLLETTINO MENSILE DELLA BCE, Ottobre 2002, Recenti risultati sulla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, p. 52

imprese attraverso il suo effetto sul valore delle garanzie inoltre la disponibilità delle garanzie stesse è in certa misura specifica per settore<sup>15</sup>.

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 monetaria<sup>16</sup>.

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.

L'intervento statale all'inizio della crisi era un intervento ad persona; mi spiego meglio. Si valutava caso per caso, e si risolvevano i problemi con le forze interne al bilancio Nazionale. Andando avanti nei mesi, e dunque assistendo al dilagarsi dello sfacelo economico, le Banche centrali e i Governi intervengono con provvedimenti di più lunga durata o sistemici.

Inizìò tutto con la crisi dei mutui erogati da parte delle finanziarie, ma soprattutto dalle banche, a soggetti con non adeguate garanzie alle spalle. I finanziamenti erano legati al settore immobiliare, il quale, dopo anni di

---

<sup>15</sup> Infine, le variazioni dei tassi di interesse potrebbero influenzare i settori in tempi differenti a seconda della loro posizione nel processo produttivo: i produttori di beni finali probabilmente saranno influenzati prima di quelli di beni intermedi o primari. Cfr. BOLLETTINO MENSILE DELLA BCE, Ottobre 2002, Recenti risultati sulla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, p. 50 e ss.

<sup>16</sup> MANKIW, N. G., Macroeconomia, Zanichelli Editore, 2004, p. 79 e ss.

costante crescita, esplose come un tipico effetto bolla. Di lì a poco si ebbe un “effetto domino” in tutti gli altri settori.

I prodromi della crisi dunque non vanno ricercati nella crisi dei mutui, ma da un lento e costante accumulo di disfunzioni, squilibri, sottovalutazione dei rischi in tutti i campi della finanza. 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'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 gli interventi non convenzionali della BCE appartenenti al portfolio-balance channel, atti a rivalutare gli attivi: • 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 valore. 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 Stato.

### 1.3. Il Quantitative Easing

Parlando di Quantitative Easing ci si riferisce, in genere, ad un'operazione che rientra nel complesso delle politiche monetarie adottate da una banca centrale, in questo caso la Banca Centrale Europea. Il quantitative easing, la cui traduzione letterale è "alleggerimento quantitativo", viene chiamato in italiano anche "allentamento monetario" o QE (acronimo di Quantitative Easing). Attuando un piano di allentamento monetario, le banche centrali si pongono quali acquirenti di beni (generalmete si tratta di azioni o titoli di stato) con denaro creato "ex-novo" e al fine di incentivare la crescita economica (per questo il QE viene anche chiamato "stimolo").

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 disoccupazione. Occorre comunque sottolineare che l'immissione di moneta 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<sup>17</sup>. 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)<sup>18</sup>. L'effetto di tale misura è l'assuefazione dei mercati azionari che impazziscono dopo l'annuncio e il conseguente avvio dei programmi di acquisto. 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

---

<sup>17</sup> 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

<sup>18</sup> TRIULZI, U., "Le politiche economiche dell'Unione Europea", Mondadori, Milano, 2010, p. 85 e ss.

crisi economica ha sicuramente generato una riduzione degli acquisiti 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<sup>19</sup>. 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 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 qe non sono mai state limitate al mercato interbancario ma soprattutto a

---

<sup>19</sup> 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

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 il 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.

#### **1.4. La ricerca di stabilità finanziaria**

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'ultimo.

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 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"<sup>20</sup>. 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. Se la politica monetaria agisce con una serie di obiettivi e delle regole sistematiche l'equilibrio economico si basa direttamente sulle aspettative e su come l'autorità monetaria reagisce in futuro se si verificheranno determinate circostanze. Di particolare rilevanza furono gli studi di Phillips in tale ambito che cercarono di dimostrare la relazione empirica tra la variazione dei salari e la disoccupazione. Collocando il saggio di disoccupazione sulle ascisse e il saggio di variazione dei salari monetari sulle ordinate è possibile notare che il salario rimane stabile in corrispondenza di un saggio di disoccupazione non nullo. La teoria del mark up sancisce che situazioni di

---

<sup>20</sup> MUSSO D., Banca Centrale Europea funzioni e caratteristiche, rinvenibile su. ([http://www.edurete.org/pd/sele\\_art.asp?ida=1956](http://www.edurete.org/pd/sele_art.asp?ida=1956)), p. 47 e ss.

crescita dei salari compatibili con l'inflazione nulla possono esistere se la crescita dei salari è compensata da una uguale crescita della produttività<sup>21</sup>.

Negli ultimi venti anni l'Europa è stata caratterizzata da un 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<sup>22</sup>. 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<sup>23</sup>.

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),

---

<sup>21</sup> BLANCHARD O., AMIGHINI A., GIAVAZZI F., *Macroeconomia*, Il mulino, Bologna, 2011, p. 126 e ss.

<sup>22</sup> 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

<sup>23</sup> BLANCHARD O., AMIGHINI A., GIAVAZZI F., *Macroeconomia*, Il mulino, Bologna, 2011, p. 126 e ss.

nonché la continuazione dell'inazione e la perpetuazione per diversi anni di uno status quo insostenibile (Italia). 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 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 imporle), 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 manifestarsi. 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 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 deteriorarsi<sup>24</sup>. 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

---

<sup>24</sup> 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

catastrofica politica del «*Too little, too late*»: troppo poco, troppo tardi. Rifiutando di fornire la quantità di risorse finanziarie necessarie per rassicurare e stabilizzare i mercati, adottando un'ottica puramente nazionale sui problemi del settore bancario, opponendosi fino a quando non 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.

## CAPITOLO SECONDO

*I modelli di inflation targeting e il ruolo della moneta: un confronto tra il contesto europeo, statunitense e asiatico*

### **2.1. Monetary vs inflationary targeting**

Le strategie di politica monetaria perseguite dalle autorità competenti si basano su due approcci: monetary targeting e inflation targeting. La Banca Centrale Europea (BCE) mette insieme elementi di entrambi gli approcci senza, però, identificarsi completamente con nessuno dei due. Nel perseguimento degli obiettivi ad essa assegnati, la BCE si avvale di un insieme di indicatori che segnalano l'esigenza di intervenire per allargare o per restringere il volume della liquidità. È noto che, in merito al controllo della stabilità monetaria, la dottrina si divide fra due scuole principali, di cui l'una raccomanda il così detto *monetary targeting*, l'altra il così detto *inflation targeting*. La prima scuola si ricollega idealmente alla tradizionale teoria quantitativa della moneta, che considera l'aumento della quantità di moneta in circolazione come causa prima dell'inflazione<sup>25</sup>. In questa prospettiva, il primo elemento da tenere d'occhio è l'andamento della liquidità del sistema economico, in quanto ogni aumento della liquidità potrebbe essere (anche se non deve necessariamente essere) il preludio di un movimento dei prezzi al rialzo. La seconda scuola muove da una impostazione teorica più larga e

---

<sup>25</sup> GRAZIANI A., La politica monetaria della banca centrale europea, Riv. It. ECONOMISTI / a. IX, Supplemento al n. 1/2004, P. 47 e ss.

riconosce che l'aumento dei prezzi (anche se accompagnato necessariamente da un aumento della quantità di moneta, o della velocità di circolazione, o di ambedue) può trarre la sua origine da fattori diversi, quali un aumento autonomo di un elemento della domanda globale (investimenti, spesa pubblica, esportazioni), un aumento dei salari, un aumento dei prezzi internazionali. È dunque necessario tenere d'occhio direttamente l'andamento dei prezzi, che fungono al tempo stesso da obiettivo e da segnale di intervento. La BCE si avvale di un controllo misto, che viene basato, come essa stessa dichiara, su due pilastri. Il primo è il pilastro monetario, costituito essenzialmente dalla quantità di moneta. La BCE assume come definizione della quantità di moneta un aggregato monetario molto ampio, equivalente a quello che viene denominato M3 (contante, depositi a vista, depositi a scadenza fissa non superiore ai due anni, depositi riscuotibili con preavviso non superiore a tre mesi, cambiali, e altri titoli ancora)<sup>26</sup>.

La strategia del monetary targeting si basa sull'annuncio da parte della Banca Centrale di un tasso di crescita per l'aggregato monetario considerato rilevante<sup>27</sup>. L'azione della Banca Centrale si concentra sul conseguimento di quel tasso di crescita; non appena la quantità di moneta si discosta dal

---

<sup>26</sup> La BCE considera segnale di pericolo per la stabilità monetaria il fatto che l'aggregato M3 cresca ad un tasso superiore ad un accrescimento di riferimento che attualmente è del 4,5%. Cfr. GRAZIANI A., La politica monetaria della banca centrale europea, Riv. It. ECONOMISTI / a. IX, Supplemento al n. 1/2004, P. 47 e ss.

<sup>27</sup> AMIGHINI O., BLANCHARD A., GIAVAZZI F., Macroeconomia. Una prospettiva europea, Il Mulino 2011, p. 78 e ss.

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 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 .

Al fine di conseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi la BCE ha adottato una strategia che si basa su due pilastri. Il primo concerne quello monetario, vale a dire individuare la quantità di moneta da introdurre nel sistema per sostenere una crescita non inflazionistica del reddito. Pertanto dato che l'inflazione è un fenomeno monetario (Friedman) la moneta deve avere un

ruolo centrale<sup>28</sup>. Vediamo, adesso, come si giunge a individuare la percentuale di crescita della moneta; partendo dalla equazione quantitativa della moneta nella forma log-lineare abbiamo:

$$m + v = p + y$$

dove  $m$  è lo stock di moneta,  $v$  è la velocità di circolazione,  $p$  il livello dei prezzi e  $y$  il PIL reale (tutte le variabili sono in forma logaritmica). Possiamo anche scrivere una relazione alle differenze (prime). Dopo alcuni passaggi si ottiene:

$$A_m = A_p + A_y - A_v$$

dove  $A$  indica la variazione annuale. Poiché stiamo considerando variazioni in forma logaritmica l'equazione va interpretata, approssimativamente, in termini di tassi di crescita. Il tasso di crescita dello stock di moneta deve essere uguale al tasso di inflazione obiettivo più il tasso di crescita dell'economia meno il tasso di crescita della velocità di circolazione

Facendo riferimento allo schema della Bce è semplice dimostrare la tesi da essa sostenuta, cioè la relazione inversa tra tassi di interesse e livello dei prezzi. Soffermiamoci sul caso di un aumento, essendo tra l'altro questa la tendenza degli ultimi mesi nell'Euroarea. Un rialzo dei tassi di policy determina un rialzo dei tassi di interesse bancari e di mercato. Inoltre, molto

---

<sup>28</sup> ANGELICI P. "Effetti di liquidità e di annuncio nell'area dell'euro", Tema di discussione n. 451, Bdi, ottobre 2002, p.45 e ss.

probabilmente, gli operatori avranno aspettative di ulteriori incrementi. L'aumento dei costi di finanziamento determinerà una riduzione degli investimenti che, come vedremo, si ripercuoterà anche sulla produttività dell'area. I prezzi delle attività si muovono nel verso opposto ai tassi, perciò decrescono. La domanda di moneta diminuirà.

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'estero<sup>29</sup>. Questo provocherà una diminuzione della domanda complessiva di beni interni che, secondo la Bce, concorrerà a ribassare i prezzi. Le 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

---

<sup>29</sup> ANGELICI P. "Effetti di liquidità e di annuncio nell'area dell'euro", Tema di discussione n. 451, Bdi, ottobre 2002, p.45 e ss.

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 prezzi<sup>30</sup>. 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 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

---

<sup>30</sup> MESSORI M. , The financial crisis: Understanding it to overcome it, Milano, Assogestioni (www.assogestioni.it), 2009, p. 37 e ss

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 intermedi.

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*<sup>31</sup>.

---

<sup>31</sup> GRAZIANI A., La politica monetaria della banca centrale europea, Riv. It. ECONOMISTI / a. IX, Supplemento al n. 1/2004, P. 47 e ss.

## **2.2. La politica monetaria della Bce e delle Fed a confronto nell'attuale scenario di crisi**

La crisi economica ha avuto origine negli Stati Uniti nel 2008 come crisi del sistema bancario e si è trasmessa a un'Europa debole anche sotto il profilo istituzionale, ha coinvolto alcuni debiti sovrani. All'urgenza della crisi gli Stati membri hanno risposto sostenendo in vari modi i sistemi bancari nazionali: entrando nel capitale delle banche, sottoscrivendo titoli finanziari speciali o acquisendo direttamente i titoli più rischiosi (c.d. tossici, o illiquidi)<sup>32</sup>.

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.

---

<sup>32</sup> Comunicazioni: sul settore bancario (2008/C 270/2 del 13 ottobre 2008); sulla ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie nel contesto della crisi (2009/C 10/35 del 5 dicembre 2008); sugli assetti deteriorati (2009/C 72/01 del 25 febbraio 2009); sulla ristrutturazione (2009/C 195/04 del 23 luglio 2009). Per una prima analisi di questi interventi si vedano: BESTAGNO, Gli aiuti di Stato in tempo di crisi: il sostegno all'economia reale tra misure nazionali e piano europeo di ripresa, in *Problemi e tendenze del diritto internazionale dell'economia* (a cura di Ligustro e Sacerdoti), Napoli, 2011, pp. 691-709

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 Pack*<sup>33</sup>, il *Patto Europlus*<sup>34</sup> e il *Fiscal Compact*<sup>35</sup>) e poi per fornire la necessaria assistenza finanziaria agli

---

<sup>33</sup> 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).

<sup>34</sup> 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.

<sup>35</sup> 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).

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 membri<sup>36</sup>.

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 BC paga i titoli attraverso un accredito sui conti che le banche detengono presso la banca centrale. Al contrario un'operazione di vendita distrugge

---

<sup>36</sup> 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.

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 prestito <sup>37</sup>.

La principale differenza tra operazioni di mercato aperto e le operazioni di rifinanziamento tradizionali consiste nell'approccio di mercato sottostante alle prime. Nelle operazioni di mercato aperto la banca centrale imposta le proprie operazioni nei confronti di tutto il mercato. Le controparti che hanno i requisiti necessari e intendono partecipare all'operazione manifestano la loro adesione. Tipicamente l'operazione si svolge attraverso un meccanismo d'asta che permette un'allocazione delle risorse coerente con i principi del libero mercato. Al contrario le operazioni di rifinanziamento tradizionali si svolgono attraverso rapporti bilaterali tra la banca centrale e le singole banche. Non si assiste ad un'offerta complessiva da parte della banca

---

<sup>37</sup> 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>

centrale a tutto il sistema bancario ma a una pluralità di offerte destinate ai singoli istituti di credito<sup>38</sup>.

L'allocazione delle risorse non avviene attraverso scelte di mercato ma attraverso scelte amministrative effettuate in seno alla banca centrale. Inoltre nelle operazioni di mercato aperto i tassi applicati possono essere determinati da un meccanismo d'asta, ossia possono variare a seconda delle condizioni del mercato. Al contrario le operazioni di rifinanziamento tradizionali prevedono tassi fissati in maniera amministrativa dalla banca centrale (tassi ufficiali).

Nell'ultimo decennio si è assistito al progressivo passaggio da una situazione caratterizzata da forte rilevanza della componente di rifinanziamento a una basata maggiormente sulle operazioni di mercato aperto. Questo cambiamento è dovuto alla volontà di utilizzare forme di finanziamento che interferissero in misura minima con i meccanismi di mercato. La scelta di basare la struttura portante della politica monetaria su operazioni di mercato aperto deve essere quindi inquadrata nell'ottica del principio generale di rispetto della libera concorrenza. Dal punto di vista operativo le operazioni pronto contro termine vengono normalmente condotte attraverso un meccanismo d'asta in maniera decentralizzata dalle singole BCN sotto la direzione della BCE. L'asta è unica per tutto l'Eurosistema. Le condizioni

---

<sup>38</sup> BOERI, A No-Further-Bailouts Principle, Vox, 20 luglio 2012, disponibile nel sito <http://www.voxeu.org>, p. 93 e ss.

d'asta, volume, durata e eventualmente tasso, sono stabilite esclusivamente dalla BCE. Le BCN svolgono puramente la funzione di intermediari: provvedono alla diffusione delle notizie riguardanti le operazioni e alla raccolta delle offerte da parte delle controparti. In questo modo viene sfruttata la struttura operativa e i collegamenti già esistenti tra le singole BCN e i rispettivi mercati bancari. Una volta raccolte le offerte l'operazione viene regolata in modo accentrato e unitario dalla BCE; la decentralizzazione riguarda dunque esclusivamente l'aspetto organizzativo dell'operazione ma non quello sostanziale.

In linea generale il finanziamento della BCE si attua prevalentemente attraverso operazioni di mercato aperto. Esse vengono utilizzate per controllare i tassi di interesse, determinare le condizioni di liquidità sul mercato e segnalare l'orientamento della politica monetaria. Tutto ciò in linea teorica. Da un punto di vista che possiamo definire empirico uno dei primi aspetti per i quali la Bce viene insistentemente criticata e messa in discussione è quella dell'assoluta indipendenza dell'istituzione dall'Eurosistema. La Bce nasce come una banca centrale che è pensata per poter operare in maniera indipendente dalla politica. Nonostante i suoi poteri derivino da decisioni politiche riconducibili alle scelte dei Paesi Membri, le strategie riguardanti il rispetto di come questi poteri possono essere utilizzati e su come raggiungere gli obiettivi prefissati sono state

delegate alla Banca Centrale Europea stessa<sup>39</sup>. L'indipendenza decisionale della Bce è stata criticata da tanti perché molto spesso si è verificato che il comportamento della Bce si discosti dalle esigenze reali dei cittadini e dei Paesi che non possono direttamente influenzare la politica operativa della Banca Centrale. Di fatto la BCE è totalmente indipendente nell'esercizio delle sue funzioni e non può, al pari delle banche centrali nazionali del SEBC e dei membri dei rispettivi organi decisionali, sollecitare o accettare istruzioni da organismi esterni. Le istituzioni dell'UE e i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio evitando di influenzare la BCE o le banche centrali nazionali. Di contro è pur vero che la BCE rimane responsabile delle proprie decisioni sia nei confronti del Parlamento europeo che del Consiglio dei ministri: come già indicato le nomine del presidente, del vicepresidente e degli altri membri del Comitato esecutivo della BCE devono infatti essere approvate da consiglio e parlamento prima di diventare effettive e, inoltre, la BCE deve presentare una relazione annuale del proprio operato di fronte al parlamento riunito in seduta plenaria mentre, sia il proprio presidente sia i membri del Comitato esecutivo, partecipano alle riunioni (che sono almeno quattro all'anno) del "Comitato parlamentare per gli affari monetari"<sup>40</sup>.

---

<sup>39</sup> MESSORI M. , *The financial crisis: Understanding it to overcome it*, Milano, Assogestioni ([www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it)), 2009, p. 37 e ss

<sup>40</sup> 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>

In realtà la tematica dell'indipendenza della Banca Centrale non è necessaria ed è anche solo teoricamente possibile. Le critiche riguardo l'indipendenza della Bce dimostrano come sia, al contrario, molto importante che la Banca Centrale sia legata alle esigenze della politica economica in quanto, soprattutto in condizioni di crisi economica, tale tipologia di fenomeno conduce a migliori risultati in termini economici. Durante la crisi, paesi con banche centrali meno indipendenti, come Cina, India e Brasile, hanno avuto performance molto, ma molto migliori di paesi con banche centrali più indipendenti, come l'Europa e gli Stati Uniti. Questa la riflessione portata avanti direttamente da Stiglitz in un recente intervento tenuto in occasione del Deshmukh Memorial Lecture.

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 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 easing*<sup>41</sup>. La crisi del debito sovrano che ha recentemente colpito l'eurozona "è stata favorita dalla debolezza strutturale del modello di UEM adottato con il Trattato di Maastrich"<sup>42</sup>. Tale modello, come si è visto, "si basa sull'attribuzione alla BCE del governo della moneta, e sul decentramento a livello nazionale del governo dell'economia, salvo (deboli) strumenti di coordinamento preventivo e poteri di intervento *ex post* in caso il deficit eccessivo. Questo modello non ha evitato che in alcuni Stati membri si creassero situazioni di disavanzo eccessivo, tali da mettere a rischio la tenuta del sistema nel suo complesso"<sup>43</sup>. L'intervento in esame ha superato l'esame di diverse corti costituzionali e ha contribuito a scongiurare il fallimento di alcuni Stati vittime della speculazione finanziaria.

---

<sup>41</sup> 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>

<sup>42</sup> DONATI F., Crisi dell'euro, governance economica e democrazia nell'Unione Europea, Associazione Italiana dei Costituzionalisti, 2/ 2013, p. 13 e ss.

<sup>43</sup> Ibidem, p. 13 e ss.

La gestione degli interventi di salvataggio, infatti, “non prevede un sufficiente coinvolgimento del Parlamento europeo o dei Parlamenti nazionali”<sup>44</sup>.

L’assistenza finanziaria non è stato l’unico provvedimento adottato in sede comunitaria. Sono state previste delle misure volte a rafforzare anche “la governance economica europea attraverso il riconoscimento di poteri più forti per il controllo, il coordinamento preventivo e la correzione delle politiche economiche e di bilancio degli Stati dell'eurozona. In questo modo, tuttavia, queste politiche, che nel modello di Maastricht trovano la propria fonte di legittimazione nelle scelte degli organi rappresentativi nazionali, vengono ora assoggettate a forti vincoli da parte di istituzioni che agiscono senza una adeguata base di legittimazione democratica”<sup>45</sup>. Secondo le recenti analisi portate avanti dalla Banca Centrale Europea<sup>46</sup> ha stabilito che l’insieme dei rischi, positivi e negativi, sulle prospettive di crescita continua essere orientato al ribasso. Su tale tipologia di rischi si innestano anche gli avvenimenti geopolitici che hanno pregiudicato in modo decisivo le prospettive di crescita. Debito pubblico e privato molto alto impongono alla BCE l’impostazione di politiche monetarie in grado di coadiuvare la crescita senza la quale le economie dei Paesi Membri non si collocheranno al di fuori della spirale recessiva. Il rafforzamento dell’Euro sono anche un rischio sulla

---

<sup>44</sup> Ibidem, p. 13 e ss.

<sup>45</sup> DONATI F., Crisi dell’euro, governance economica e democrazia nell’Unione Europea, Associazione Italiana dei Costituzionalisti, 2/ 2013, p. 13 e ss.

<sup>46</sup> BOERI, A No-Further-Bailouts Principle, Vox, 20 luglio 2012, disponibile nel sito <http://www.voxeu.org>, p. 93 e ss.

sostenibilità della ripresa dell'Unione valutaria. I livelli del cambio non sono, infatti, un obiettivo della politica monetaria della Bce, ma rappresentano un driver per l'inflazione futura. Le prospettive future per 2015/2016 indicano una risalita graduale dell'inflazione che è ancorata attualmente al livello dello 0.5 % annuo. Secondo l'istituzione monetaria i rischi sulle prospettive di inflazione risultano «bilanciati»<sup>47</sup>. Draghi ha citato rischi di natura geopolitica e derivanti dall'andamento dei cambi valutari che verranno «attentamente monitorati». Peraltro ha rilevato che i rafforzamenti dell'euro dalla metà del 2012 rappresentano «un rischio sulla sostenibilità della ripresa»<sup>48</sup>. Il presidente della Bce ha ribadito l'orientamento del Consiglio direttivo a mantenere i tassi di interesse dell'area euro bassi «per un esteso periodo di tempo». Inoltre, durante una audizione al Parlamento europeo, Mario Draghi ha anche ripetuto che se si renderà necessario per evitare che la fase di bassa inflazione duri troppo a lungo, la Bce è anche pronta a considerare altri strumenti di intervento non convenzionali previsti dal suo mandato<sup>49</sup>. In estrema sintesi si può affermare come la Banca Centrale Europea possa fornire solamente un aiuto limitato ai Paesi colpiti dalla crisi del debito sovrano poiché *a)* la monetizzazione del debito è esclusa dai trattati europei; *b)* i rischi di inflazione legati a un'eccessiva espansione della *balance sheet* della Bce sono troppo alti. Politiche di *quantitative easing* che

---

<sup>47</sup> ZIMMER E BLASCHCZOK, The Role of Competition in European State Aid Control During the Financial Markets Crisis, *European Competition Law Review*, 2011, pp. 9-17

<sup>48</sup> ROMANO B., Draghi: Il Patto non va annacquato. Servono più riforme che flessibilità, *Il sole 24 ore*, [www.isole24ore.it](http://www.isole24ore.it)

<sup>49</sup> *Ibidem*

stanno nella zona grigia di quello che la Bce può o non può fare sono dunque da escludersi; c) questa esclusione è rafforzata dal fatto che bisogna evitare il rischio di *moral hazard* dal lato monetario; d) la Bce deve attenersi al suo mandato di stabilità dei prezzi. Da queste condizioni derivano le riforme che si stanno approntando per la zona euro e che saranno discusse nella parte finale di questo articolo. Tuttavia, prima di procedere oltre, bisogna chiedersi se questa analisi è corretta e quali sono state le conseguenze delle politiche che sono state applicate nella zona euro seguendo la logica inerente a questa analisi.

### **2.3. Confronto e reazioni delle banche centrali orientali agli shock di politica monetaria**

La risposta giapponese alla crisi economica attuale è stata molto simile a quella che Stati Uniti, ed in questi giorni Unione Europea hanno intrapreso. In effetti, divergenze si hanno da un punto di vista quantitativo. Gli analisti, nella primavera del 2013, definirono la scelta Giapponese di immissione di liquidità all'interno del sistema monetario come una delle più grosse operazioni di creazione di liquidità del dopoguerra anche superiore, a livello di quantità di moneta introdotto all'interno del sistema, a quello americano negli istanti immediatamente successivi il tracollo di Lehman Brothers. Quello giapponese è stato un tentativo disperato e per questo motivo di grande entità. Alla crisi che attanaglia il Giappone così come gli Stati Uniti d'America o l'Unione Europea il Giappone sommovava circa dieci anni di recessione economica o meglio di deflazione con i prezzi dei beni in caduta vorticoso eccezione fatta per quelli alimentari. La strategia scelta dal Giappone per rimediare alla stagnazione economica è stata quella di immettere una grande quantità di moneta all'interno del sistema economico. Tali manovre, alla stregua di quanto è avvenuto negli Stati Membri dell'Europa unita, non è privo di conseguenze nell'immediato. In effetti, la liquidità all'interno del sistema economico costa indebitamento e quindi incremento del rapporto debito/Pil. Alla fine del 2016 la base monetaria del Giappone raggiungerà i 270 miliardi di yen che saranno impiegati per ricomprare dalle banche le obbligazioni del tesoro giapponesi. Non solo

chiaramente i titoli a breve termina ma anche quelli a lungo termine per cercare di ridurre tutti quanti i tassi di interesse. Lo stesso debito pubblico andrà ad essere spostato dalle banche private a quella centrale al ritmo di circa un punto percentuale di Pil per anno. Il Giappone insomma viaggia a una velocità doppia di quella statunitense con l'obiettivo di travasare in tre anni un volume di debiti simile a quello trasferito dagli americani in cinque anni. Del resto il rischio inflattivo non è da prendere in considerazione per il Giappone o meglio non è sicuramente assimilabile alla situazione Europea<sup>50</sup>.

Sarebbe comunque da ricordare come la deflazione stia danneggiando l'economia in tre modi. In primo luogo, una deflazione persistente ha creato una "psicologia deflazionistica" nei consumatori, negli uomini d'affari e negli investitori. Più a lungo persisterà, più forti e radicate diverranno le aspettative deflazionistiche degli agenti economici. I consumi privati restano deboli, e sono sintomo di consumatori sfiduciati, che cercano nel risparmio la soluzione per le incertezze del futuro. In secondo luogo la deflazione sta riducendo il valore in yen dei flussi di cassa delle aziende rispetto al valore nominale (invariato) dei debiti delle aziende. Ciò provoca un processo inflazionistico del valore reale dei debiti e delle obbligazioni, riducendo i profitti. Infine ha portato alla creazione di nuovi "mutui in sofferenza" (non-

---

<sup>50</sup> FAGGIONATO G., Giappone e Italia: in crisi per le stesse ragioni. Salari bassi. Consumi al palo. Mancate riforme. Tokyo torna in recessione per mali simili ai nostri. Perché non basta avere una banca che stampa moneta, lettera 43, 2015, febbraio, 2015

performing loans) da parte delle banche spingendo le aziende indebitate verso ulteriori difficoltà finanziarie<sup>51</sup>.

Il Giappone è, come ricordato, in una spirale deflattiva da ormai circa quindici anni. Negli Stati Uniti questa strategia ha funzionato perché il ciclo economico mondiale dal 2008 è entrato in una fase deflazionista, e dato che la ripresa economica mondiale è ancora lontana, questo stesso ciclo dovrebbe aiutare il Giappone a contenere le spinte inflazioniste almeno fino al 2015. Allo stimolo monetario si è sommato anche lo stimolo fiscale all'industria. Le esportazioni tornano a crescere anche grazie una ripresa legata direttamente al deprezzamento dello yen iniziato già cinque anni orsono. Le entrate fiscali aumentano e con queste si conta di ripagare il debito nelle mani della banca centrale.

---

<sup>51</sup> FAGGIONATO G., Giappone e Italia: in crisi per le stesse ragioni. Salari bassi. Consumi al palo. Mancate riforme. Tokyo torna in recessione per mali simili ai nostri. Perché non basta avere una banca che stampa moneta, lettera 43, 2015, febbraio, 2015

## CAPITOLO TERZO

*I risultati della politica monetaria della Bce: gli effetti degli strumenti prescelti*

### **3.1. L'inflazione come fenomeno monetario: la relazione di lungo periodo tra moneta e prezzi**

I sostenitori della dottrina classica e monetarista si concentrano sulla prevalenza dell'azione di controllo delle autorità centrali monetarie nel potere di emissione di base monetaria. Data l'esogeneità di  $M$  e l'invalidità di  $V$  e  $T$  nel breve periodo il livello dei prezzi è l'unico fattore su cui si scaricano le variazioni della quantità di moneta. In tale prospettiva nel lungo periodo la politica monetaria non è in grado di determinare un effetto importante sulla crescita ma influenza direttamente il livello dei prezzi. Esiste, infatti, una relazione di lungo periodo tra moneta e prezzi così come esplicitato attraverso l'equazione appena analizzata. Quest'ultima considerazione ci conduce inevitabilmente all'importante conclusione del modello quantitativo, e cioè che il tasso d'inflazione sarà generato esclusivamente dall'andamento del saggio d'espansione monetaria.

Affermava Fischer: "la teoria quantitativa è corretta nel senso che il livello dei prezzi varia direttamente con la quantità di moneta in circolazione, a condizione che la sua velocità di circolazione e il volume di commercio che

essa è obbligata ad effettuare non siano mutati”<sup>52</sup>. Sempre Fischer nel suo celebre saggio *The purchasing power of money* che in base all’equazione quantitativa della moneta i prezzi variano direttamente con la quantità di moneta, cioè, per dimostrare la teoria quantitativa. Rifiutare sdegnosamente l’equazione dello scambio perché così evidentemente vera, significa trascurare l’occasione di formulare alcune delle leggi più importanti ed esatte che la scienza economica sia in grado di definire. Equazione quantitativa che Fischer stesso perfeziona ponendo accanto alla moneta legale anche l’ammontare dei depositi bancari, data la loro importanza strategica nelle pratiche d’affari utilizzabili mediante assegni. L’equazione degli scambi, nella sua forma più completa, diventa perciò:  $mv + m^1v^1 = pt$ . M rappresenta la moneta legale, il simbolo  $m^1$ , invece, i depositi bancari in conto corrente. Le  $v$  rappresentano invece le velocità di circolazione. Date le ipotesi convenzionali del modello, tuttavia, i depositi (essendo un “multiplo” di M) sono determinati da un rapporto costante della moneta legale. Il loro ruolo, nello schema, è semplicemente quello di amplificare l’effetto di una variazione della quantità di moneta, senza turbare, quindi, come ammette candidamente l’autore, la relazione quantitativa tra moneta e prezzi<sup>53</sup>. Con riferimento all’offerta di moneta questa è considerata una variabile esogena ed indipendente dal resto del sistema, perché è definita dalle decisioni

---

<sup>52</sup> FISCHER I., *The purchasing power of the money, its Determination and Relation to Credit Interest and Crises*, Cosimo Classics, 2007, p. 228 e ss.

<sup>53</sup> GARBERO, P. E MAGGIORA, F., *Inflazione-Teorie e politiche economiche alternative*, Loescher Editore, Torino, 1980, p. 147 e ss.

autonome delle autorità creditizie e dalle fortune dei ricercatori di metalli preziosi. L'accentuazione dell'importanza del carattere esogeno della funzione di offerta di moneta rappresenta il tratto distintivo e controverso dell'approccio tradizionale poi ripreso dal pensiero moderno monetarista, rispetto alla contrapposta interpretazione keynesiana.

Una crescita monetaria eccessiva e persistente tende ad essere associata ad una inflazione persistente. Soprattutto nel breve-medio termine l'utilità della moneta come indicatore delle pressioni inflazionistiche dipende dalla prevedibilità della velocità di circolazione della moneta o, in altre parole, della stabilità delle funzioni di domanda di moneta stimate.

Soffermandosi, del resto, sull'equazione fisheriana, affrontando situazioni d'equilibrio in cui prevalgono legami di tipo meccanico tra moneta e prezzi, si rende necessaria una eventuale analisi approfondita anche della dicotomia fra settore reale e monetario dell'economia, in cui il valore d'equilibrio delle variabili reali è indipendente dall'offerta e dalla domanda di moneta<sup>54</sup>.

Del resto per l'importanza degli effetti che le oscillazioni dei prezzi delle attività reali producono su tutto il sistema economico, si è sviluppato negli anni un acceso dibattito sull'opportunità che le autorità intervengano per cercare di ridurre le variazioni dei prezzi, soprattutto di azioni e abitazioni. Tenendo chiaro che l'obiettivo principale delle autorità di politica economica

---

<sup>54</sup> DELL'ARINGA, C, Caratteri strutturali dell'inflazione italiana, il Mulino, Bologna, 1994, p. 145 e ss.

è mantenere la stabilità dei prezzi attraverso il controllo dell'indice dei prezzi al consumo, le posizioni differiscono poiché alcuni affiancherebbero a questo, quando i valori si discostano troppo dai fondamentali, un intervento sul prezzo delle azioni, che permetterebbe di agire più tempestivamente sulle oscillazioni future del tasso di inflazione; altri invece ritengono che attenendosi all'obiettivo principale si ottiene anche la stabilizzazione dei mercati finanziari. Del resto il sistema capitalistico è caratterizzato da andamenti altalenanti. Dopo gli anni Ottanta il Giappone è sprofondato in una pesante crisi economica. La maggior parte delle imprese giapponesi "sono poi riuscite a cancellare i debiti contratti con le banche e a cominciare ad accumulare riserve interne di capitale monetario, lasciato inattivo perché non esistevano progetti di investimento"<sup>55</sup>.

Occorre poi dire che gli anni Novanta sono da considerare il decennio perduto dell'economia giapponese in quanto gli squilibri macroeconomici si sono aggravati in modo drammatico e con essi anche il rischio di una stagnazione poi mutata in una spirale recessiva. La liberalizzazione finanziaria ha prodotto le difficoltà più notevoli. I problemi più drammatici si trovano nel settore finanziario: le banche e le numerose compagnie finanziarie sono sommerse da un enorme ammontare di prestiti non recuperabili. La stabilità delle banche è a rischio. La cattiva allocazione del risparmio comincia ad aggravarsi: da un lato le banche continuano a concedere

---

<sup>55</sup> TAKEO H., K KASHYAP A., Japan's Financial Crisis and Economic Stagnation, *Journal of Economic Perspectives*—Volume 18, Number 1—Winter 2004—Pages 3–26

crediti ad imprese già indebitate sperando che queste riescano a risollevarsi in futuro; dall'altro, in presenza del deterioramento dei bilanci esse diventano più caute nella concessione di nuovi prestiti, il che penalizza l'entrata nel mercato e lo sviluppo di nuove imprese <sup>56</sup>. Durante gli anni Cinquanta e Sessanta i mercati finanziari giapponesi erano severamente regolamentati e isolati dai mercati esteri. La politica monetaria attuata dalla Banca del Giappone in quel periodo, ritenuta alla base della crescita economica trainata dagli investimenti e dalle esportazioni, era caratterizzata dalla regolamentazione dei tassi di interesse, che permetteva il controllo della base monetaria. In particolare, il sistema finanziario giapponese è stato caratterizzato, nei tre decenni dopo la seconda guerra mondiale, da alcune caratteristiche peculiari le necessità finanziarie delle imprese erano coperte da crediti bancari e rara era l'emissione di titoli. La ragione principale di questa situazione è da ricercarsi nel sottosviluppo dei mercati di capitale e nelle crisi finanziarie degli anni Venti e Trenta che avevano eliminato le istituzioni bancarie più deboli. Le banche, insieme agli uffici postali, erano i maggiori depositi dei risparmi individuali. Le banche e le società di intermediazione mobiliare erano separate. Nonostante questa suddivisione (senza contare anche la presenza delle società di assicurazione, suddivise in Giappone tra ramo danni e ramo vita, e di altre istituzioni finanziarie private, orientate al finanziamento di imprese medie e piccole), le loro operazioni di

---

<sup>56</sup> WONG J., The adaptive Development State in East Asia, *Journal of East Asian Studies*, 2004, p. 354

prestito sono diventati sempre più simili. Per promuovere le esportazioni e gli investimenti, vennero preferiti tassi di interesse bassi, ma, per avere anche un sistema di credito stabile, si cercò di assicurare la redditività degli istituti finanziari. Il contenimento dei tassi di interesse aveva lo scopo di stimolare gli investimenti nelle industrie designate dal governo, e la Banca del Giappone, oltre a controllare i tassi di interesse, regolava anche gli incrementi mensili dei prestiti erogati dalle banche. Le fuoriuscite di capitale erano strettamente regolate, mentre l'immissione di capitale straniero era consentito sotto forma di crediti commerciali a breve termine alle banche e crediti bancari a medio termine per le industrie. La stessa preferenza, da parte delle autorità giapponesi, per il credito bancario rispetto agli investimenti diretti rifletteva un sentimento nazionalistico contro il controllo straniero delle industrie dell'arcipelago<sup>57</sup>. Il settore bancario si è caratterizzato per una progressiva omologazione a quelli che sono i parametri alla base del funzionamento delle banche all'interno dei Paesi Europei. Ci sono comunque delle differenze soprattutto con riferimento a particolari funzioni svolte da alcuni intermediari finanziari. Tra questi, risulta in particolare decisivo il ruolo dei keiretsu, che pur tacciati, come si è visto, di inefficienza, contribuiscono in maniera decisiva alla stabilità economica, impedendo l'emergere di competizione tra le imprese del gruppo, e fornendo ad esse tutti i mezzi finanziari per fronteggiare i momenti di crisi. La concorrenza tra le banche non esiste materialmente visto

---

<sup>57</sup> DORE R., "Bisogna Prendere il Giappone sul Serio?". Il Mulino, Bologna, 1990, p. 71 e ss.

che molto spesso le stesse hanno come clienti le società del loro stesso gruppo. E' il meccanismo definito del goso sendan hoshiki ovvero il sistema della carovana che comporta una distribuzione dei rischi e degli oneri di sistema su tutte le società, indipendentemente dall'efficienza e dal grado di competitività. Non è una novità che all'interno del sistema bancario giapponese esista ormai in modo consolidato da dieci anni a questa parte un problema definibile di overbanking, ovvero un problema che mette in risalto in modo del tutto pacifico quanto importante sia una misurazione più accurata delle reali dimensioni del settore bancario<sup>58</sup>. Ciò richiede innanzitutto la scelta di un parametro e di un campo di definizione: in entrambi i casi nella specifica realtà giapponese si va incontro a forti limitazioni per quanto concerne l'effettiva disponibilità delle informazioni. Occorre poi dire che l'applicazione dei principi di Basilea ha fatto in modo che il Giappone crei un mercato finanziario, seppur contraddistinto da alcune peculiarità, molto vicino al sistema occidentale in grado di influire sulla sostenibilità ed il mantenimento di schemi organizzativi collaudati. Con riferimento all'organizzazione del mercato del lavoro si può affermare che non presenta delle caratteristiche di flessibilità al quale si stanno orientando i mercati europei. Secondo interpretazione tradizionale queste differenze notevoli sarebbe dovuto alla predilezione per i contratti impliciti a lungo termine, che si rispecchierebbe anche nel mondo del lavoro dove i

---

<sup>58</sup> SARTORI G., *Parties and Party Systems. A Framework for Analysis*, Cambridge University Press, 1976

dipendenti di un'azienda vengono assunti a vita con scatti salariali in base all'anzianità. In Giappone c'è la tendenza ad utilizzare forme di lavoro stabile e duraturo senza ricorrere a licenziamenti o cambi di personale. L'impiego è concepito a vita ed in grado di garantire livelli di remunerazione crescenti in base all'anzianità. Questa la tendenza generale anche se durante gli ultimi anni ed in particolare dallo scoppio della crisi economica e finanziaria proprio il mercato del lavoro ha prodotto inefficienze importanti con un numero crescente di disoccupati. La volontà delle imprese di tagliare sui costi di produzione sta, infatti, portato gli imprenditori a far ricorso, sempre più, a forme di lavoro irregolari. I lavoratori al nero in Giappone, costituiscono, secondo l'ultimo rapporto del Japan Institute for Labour Policy and Training, il 30% dell'intera forza lavoro nipponica. Un netto calo rispetto agli anni '80 quando l'economia giapponese impiegava oltre l'80% di lavoratori regolari. Si tratta di un fenomeno che riguarda soprattutto i giovani che costituiscono oramai un piccolo esercito di disoccupati, lavoratori part-time e irregolari. Le forme di lavoro irregolari caratterizzano soprattutto il settore alberghiero (69,2% impiegati irregolari), il retail (47,2%), i servizi (35,8%), il manifatturiero (27,2%).<sup>59</sup>

A ciò deve sommarsi anche il calo delle nascite in quanto i nuovi precari non possono permettersi di programmare matrimoni o di mettere su famiglia.

---

<sup>59</sup> MASUCCI M., Il Giappone lascia indietro la Cina ma il mercato del lavoro è ancora in crisi, Conquiste del lavoro, Cisl, 2012 , p. 147 e ss.

Questa spirale porta ad una perdita di competitività generalizzata oltre al progressivo invecchiamento della popolazione che potrebbe ridursi . Rilevanza fondamentale ha, nel sistema economico giapponese, il ruolo assunto dall'alto tasso di risparmio, e numerose sono le ipotesi a proposito. Come assunto generale, l'abbondanza di risparmio riduce il costo del capitale (poiché deprime il tasso di interesse necessario a raccogliere fondi). Quando il bilancio pubblico e la bilancia commerciale sono in equilibrio, il risparmio è uguale all'investimento. Quindi un risparmio elevato tende a essere accompagnato da un investimento elevato, e quest'ultimo permette, a sua volta, l'adozione di tecnologie di produzione avanzate. Per quanto riguarda il Giappone, Itō ha mostrato come, tra il 1885 e il 1945, vi siano stati tre picchi del tasso di risparmio personale: uno corrispondente al biennio 1894-95 (guerra nippo-cinese), uno alla prima guerra mondiale e uno, alla fine degli anni Trenta, relativo alla guerra con la Cina. Se si prende in considerazione anche il risparmio nazionale, questo annulla i tre picchi considerati in quanto, proprio a causa della guerra, lo Stato è incorso in rilevanti disavanzi per via della spesa in armamenti. Dopo la seconda guerra mondiale, il tasso di risparmio personale è cresciuto per tutti gli anni Sessanta, fino al biennio 1973-74, per poi diminuire<sup>60</sup>. Ma quali sono le ragioni di un tasso così elevato? Un'interpretazione che ha sollevato alcune perplessità è quella di tipo "culturale": la frugalità giapponese discenderebbe

---

<sup>60</sup> KOMIYA R., "The Japanese Economic: Trade, Industry and Government". University of Tokyo Press, Tokyo, 1990, p. 56 e ss.

dal confucianesimo, eppure, secondo Itō, 171 quest'ipotesi verrebbe sconfessata dall'analisi dei tassi di risparmio antecedenti e successivi alla seconda guerra mondiale. Il tasso di risparmio dovrebbe essere più elevato prima del conflitto, quando cioè l'etica confuciana esercitava maggiore influenza sulla società. Eppure, ciò non è riscontrabile in quanto dopo il conflitto i tassi di risparmio individuale e nazionale crebbero. Un'altra possibile spiegazione potrebbe essere quella riguardante il sistema di previdenza sociale, meno sviluppato che in altri paesi: eppure non si registrano variazioni nei tassi di cambio prima e dopo il 1973, anno in cui il sistema previdenziale giapponese ha iniziato a svilupparsi rapidamente. Le principali entrate del governo giapponese sono costituite dai contributi previdenziali, dall'imposta sul reddito personale e dall'imposta sul reddito delle società. Da notare inoltre che prima del 1965 il governo giapponese non si era mai indebitato: fu solo in questa data che vennero emessi i primi titoli per finanziare opere pubbliche, mentre, a partire dal 1975, a causa della recessione conseguente alla prima crisi petrolifera, vennero emessi titoli per finanziare il deficit.

### **3.2. Il rischio inflazione zero nell'area Euro: l'effetto del quantitative easing sul Pil nominale e sul tasso di inflazione**

L'adesione a un'unione monetaria comporta per un Paese la perdita della politica monetaria, ma anche e soprattutto del tasso di cambio come fattore d'aggiustamento. Il riallineamento dei prezzi relativi (il cosiddetto tasso di cambio reale) avviene molto più facilmente tramite riallineamenti del tasso di cambio che tramite aggiustamenti di prezzi e salari. Come insegna l'esperienza italiana degli anni settanta e ottanta, l'uso sistematico del tasso di cambio per recuperare competitività non è indolore, perché foriero di spirali inflazionistiche, distorsioni della concorrenza e così via. Rimane tuttavia il fatto che, quando con la moneta unica si perde questa fonte di flessibilità, occorre trovare canali alternativi per assorbire gli squilibri. Il primo è la mobilità dei fattori (in particolare del lavoro), che ad esempio negli Stati Uniti rappresenta un fattore importante di equilibrio tra i differenti Stati. È tuttavia implausibile, per ragioni culturali prima ancora che economiche, che la mobilità del lavoro tra Paesi europei abbia proporzioni tali da consentire il riassorbimento di squilibri significativi. Per evitare allora che questo avvenga attraverso prezzi e salari (che nel caso europeo, essendo l'inflazione media molto bassa, vorrebbe dire una violenta deflazione nei Paesi in deficit), rimane solo un sistema di trasferimenti tra Paesi membri. Peter Kenen aveva già nel 1969 messo l'accento sull'importanza della spesa federale in un'unione monetaria (*The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View*, in *Monetary Problems of the International Economy*, a cura

di R.A. Mundell e A.K. Swoboda, University of Chicago Press). Se una parte del sistema fiscale è a livello federale, i Paesi/regioni in difficoltà verranno sostenuti automaticamente dagli altri semplicemente perché in recessione le entrate fiscali (e quindi il contributo al bilancio federale) si riducono, mentre le spese per il Welfare (ad esempio i sussidi di disoccupazione, o l'assicurazione federale sui depositi) aumentano. Anche negli Stati Uniti, dove la mobilità del lavoro assorbe una parte significativa degli aggiustamenti, i trasferimenti automatici tra regioni possono essere molto significativi.

L'annuncio dell'ulteriore immissione di liquidità all'interno dell'Eurozona da parte della Bce ha richiamato l'attenzione sull'efficacia stessa delle manovre di quantitative easing che attualmente mostrano una Bce scarsamente efficace con le sue politiche nei confronti del tasso di inflazione. La Bce, in tale contesto, sembra essere impotente di fronte a un problema di lungo periodo qual è la crescita e si concentra sul ripristino di un ordinato funzionamento del settore bancario e finanziario. Il finanziamento dell'economia reale è infatti messo a rischio dal mismatch fra un'offerta di attività finanziarie, pubbliche e private, ad alto rischio da parte delle banche, e una domanda dei mercati concentrata sui titoli a basso rischio. Nel tentativo di aggirare il divieto statutario di acquistare all'emissione il debito pubblico dei Paesi dell'Unione monetaria europea (Ume), e impossibilitata ad assorbire i titoli pubblici smobilizzati dagli operatori finanziari, in quanto

ciò configurerebbe la resa all'«indisciplina fiscale» dei governi, il governatore Draghi ha scelto la strada di rifinanziare all'1% le banche per allontanare il rischio di un credit crunch e al contempo favorire l'acquisto di titoli dei paesi periferici, che hanno oggi rendimenti fino al 7% (in più, in Italia il governo Monti ha fornito la garanzia pubblica su obbligazioni bancarie di dubbio valore, per facilitarne il trasferimento alla Bce come collaterale dei prestiti ottenuti). Non potendo sostenere i governi, la Bce ha inondato di liquidità le banche. Il prestito illimitato concesso a piene mani (480 miliardi di euro a tre anni), una volta investito in titoli pubblici, è stato però in gran parte ceduto dalle banche come collaterale o solo parcheggiato presso la Bce allo 0,25%. Ma l'obiettivo di ripristinare la fiducia nel mercato dei finanziamenti interbancari sembra raggiunto.

Il ritardo nel mettere in atto tali politiche è stato poi notevole. Nell'autunno 2010, Merkel e Sarkozy dichiararono improvvidamente che le eventuali insolvenze degli Stati non sarebbero ricadute solo sui governi dell'Eurozona, ovvero sulla tassazione dei contribuenti, perché anche gli acquirenti privati del debito greco sarebbero stati chiamati a partecipare all'haircut del 50% del valore nominale del debito greco. Come dire ai mercati: state alla larga dai bond dell'Europa periferica. Poi venne creato il fondo salva-Stati (l'European Financial Stability Facility: Efsf), e si perseverò nell'errore di stabilire la condanna dei piromani prima di avere provveduto a spegnere l'incendio. Ad esempio, il finanziamento dell'Efsf proquota da parte dei Paesi dell'Eurozona

viene contabilizzato come voce del debito pubblico nazionale. Non deve perciò sorprendere la scarsa credibilità che è stata riconosciuta all'Efsf nel momento in cui ha tentato di finanziarsi sul mercato. Nonostante che Standard&Poor's abbia decretato il downgrading delle emissioni dell'Efsf – conseguenza diretta del downgrading di Paesi contribuenti al fondo, come Francia e Austria, la cui garanzia ha perso il rating massimo AAA – l'ammontare del ri-finanziamento al fondo salva-Stati rimane avvolto nella nebbia. Per fornire la garanzia della solvibilità ai debiti pubblici di Italia e Spagna occorrerebbero ben più del doppio dei 700 miliardi che si potrebbero mettere insieme fra i probabili 500 dell'Efsf e i 200 del Fmi. Il fondo salva-Stati è la soluzione solo se fa le veci della Bce nel fungere da prestatore di ultima istanza. È auspicabile che la Merkel, una volta incassata la ratifica dell'accordo sul Fiscal Compact il 30 gennaio, dia il via libera a marzo al varo a un European Stabilization Mechanism (Esm) – il nuovo fondo che opererà dal prossimo luglio – che abbia accesso alla Bce al pari delle banche e sia autorizzato a operare sul mercato sia primario che secondario. Le istituzioni comunitarie non hanno dato prova di maggiore lungimiranza progettuale. Nella copiosa letteratura sull'integrazione europea, il ruolo del metodo comunitario – riassumibile nel diritto di iniziativa sulle politiche comuni della Commissione europea – è stato descritto come l'«oscillare di un pendolo». Anni di forte impulso all'integrazione sono stati seguiti da anni di sostanziale blocco se non di arretramento. Il metodo comunitario è riuscito ad esercitare una spinta propulsiva sull'integrazione europea unicamente

nelle fasi favorevoli della congiuntura economica, nelle quali il «mutuo vantaggio» degli stati aveva modo di prevalere sul conflitto fra gli interessi nazionali. La stagflazione scoppiata negli anni Settanta segnò però la fine del «mutuo vantaggio», poiché le «svalutazioni competitive» dei principali Paesi europei avevano ormai trasformato i contrapposti tentativi di rilancio delle esportazioni in un gioco a somma zero. Gli Stati-nazione scelsero saggiamente di aggrapparsi al «vincolo esterno» dell'Europa e combattere l'inflazione attraverso il passaggio nel 1979 ai tassi di cambio fissi del Sistema monetario europeo (Sme). Per i governi ciò significò accettare politiche monetarie restrittive, tali da preservare i tassi di cambio fissi dello Sme e consentire quella convergenza nominale – un processo di disinflazione mitigato da periodici e limitati aggiustamenti delle parità di cambio – necessaria a contrastare la declinante competitività rispetto a concorrenti dotati di maggiore efficienza produttiva, in primo luogo la Germania. Il fatto è che le istituzioni europee hanno progressivamente smarrito la stella polare del progetto unitario lasciando l'iniziativa a una sempre più rapida globalizzazione. La miccia dell'incendio odierno fu innescata nel 1990, anno spartiacque fra due epoche storiche. In quell'anno giunse a compimento in Europa il processo di liberalizzazione dei movimenti di capitale. L'Europa comunitaria mancò della visione prospettica necessaria a costruire un disegno unitario dei mercati finanziari e si limitò all'adeguamento passivo al progetto egemonico dalla finanza globale, che aveva preso avvio nei primi anni Ottanta con la drastica deregolamentazione bancaria degli Stati Uniti. Il

1990 fu perciò testimone della sostanziale cessione agli operatori finanziari del potere di determinazione sulle politiche monetaria e valutaria nazionali. Nell'abolire i controlli e lasciare agli operatori la piena libertà di «ottimizzare» il proprio portafoglio di attività finanziarie, spostando capitali da una piazza all'altra in tempo reale alla ricerca del migliore rapporto fra rendimento atteso e grado di rischio, venne sancita la cancellazione del primato della politica degli Stati Nazionali sull'economia globale. Nel 1991, il Trattato di Maastricht consegnò al metodo comunitario il compito di mettere l'integrazione monetaria europea al passo con le sfide poste dalla globalizzazione, subordinando l'ingresso nell'unione monetaria al rispetto dei noti «criteri» per la convergenza nominale. L'impatto dirompente che la liberalizzazione dei movimenti dei capitali avrebbe potuto avere su un complesso processo di integrazione monetaria e reale non venne percepito in tutta la sua portata. In seguito ai vincoli su deficit e debito pubblico, molti Paesi dell'Eurozona, già indeboliti dalla perdita di autonomia che la liberalizzazione finanziaria aveva causato alle politiche monetarie e valutarie (come la crisi dello Sme nel 1992-93 dimostrò al di là di ogni ragionevole dubbio), dovettero acconciarsi a perdere anche lo strumento della politica fiscale. Lo snodo cruciale, che ci conduce direttamente alla crisi attuale, fu il modo in cui venne concepita l'unificazione monetaria entro il 1999. Le guidelines monetarie e fiscali che nel corso degli anni Novanta furono imposte agli stati concentravano tutta l'attenzione sulla convergenza nominale necessaria per l'ammissione all'euro. La preoccupazione principale

della Germania fu quella di legittimare la nuova valuta come segno monetario non soggetto a svilimento e di mettere la Banca centrale europea (Bce) al riparo da ogni tentativo di abbattere i debiti pubblici attraverso la «monetizzazione». L'impianto istituzionale fu perciò circoscritto al disegno di una Bce fedele erede della Bundesbank e alle più stringenti regole sui bilanci pubblici nazionali del Patto di stabilità e crescita (Psc). La persistente eterogeneità fra le economie – in termini di livelli di produttività e di regolamentazione dei mercati – avrebbe piuttosto richiesto un disegno istituzionale all'altezza dei conflitti distributivi che sarebbero inevitabilmente sorti. Si sottovalutò che l'aggiustamento di mercato – la discesa di salari e prezzi – sarebbe rimasto il solo strumento per contrastare ogni divario di efficienza dei Paesi periferici rispetto alle economie più avanzate. Preoccupata solo della disciplina delle politiche macroeconomiche, l'Europa monetaria demandò la riduzione dei forti divari fra centro e periferia alle sole forze di mercato. Non prevedendo quell'ampliamento del bilancio europeo indispensabile a una crescita equilibrata, l'Ume nacque del tutto impreparata rispetto alla complessità del processo di catching-up cui erano obbligati i Paesi meno avanzati. Le economie periferiche a più basso reddito pro capite si sono così trovate ad affrontare il passaggio da economie di produzioni agricole e industriali tradizionali a economie di servizi prive degli strumenti di politica economica di cui le economie avanzate avevano goduto nel loro «decollo economico». Né l'impatto deflazionistico della governance macroeconomica ha trovato compensazione nei programmi di

coesione sociale di Bruxelles. Non è un caso che, dopo avere constatato i numerosi difetti dei fondi strutturali e di coesione a inizio anni Duemila – si pensi al Rapporto Sapir (2004) – non si sia mai realizzata una sostanziale revisione delle politiche di sostegno alla convergenza reale. Paesi a lenta dinamica della produttività (in diversa misura, Grecia, Italia, Portogallo e Spagna) hanno conosciuto una forte e continua divaricazione del costo del lavoro per unità di prodotto dalla media dell'Eurozona, che ha minato la competitività delle loro esportazioni, provocando la cessione alla Germania di ulteriori quote del mercato europeo.

Nel corso degli anni Novanta, del resto, grazie all'accettazione da parte di molti paesi del cosiddetto Washington Consensus, si è verificato un processo di forte liberalizzazione e integrazione che ha caratterizzato soprattutto i mercati finanziari. La deregulation finanziaria è stata, come si cercherà di argomentare, alla base dell'eccesso di indebitamento e del progressivo peggioramento della struttura finanziaria delle banche in molti paesi emergenti ed ha gettato le basi per le successive fasi di instabilità finanziaria e di crisi. Ciò è stato particolarmente evidente, per esempio, nel caso del Sud-est asiatico<sup>61</sup> dove il forte afflusso di capitali è stato intermediato soprattutto dalle aziende di credito, attraverso indebitamenti interbancari a breve termine e in valuta estera<sup>62</sup>. Più che l'elevato ammontare di capitali

---

<sup>61</sup> Lo stesso processo sembra essere alla base delle crisi del Cile (1982) e del Messico (1994-95).

<sup>62</sup> Queste sembrano essere due caratteristiche fondamentali della struttura dell'indebitamento in molti paesi emergenti (Cile, Messico, Sud-Est asiatico ecc.). La giustificazione che viene comunemente data (cfr. Mishkin 1996) è che l'esperienza di tassi di inflazione elevati e variabili in questi paesi, induce

finanziari è stata però la velocità di afflusso degli stessi e l'elevato tasso di innovazione finanziaria che lo hanno caratterizzato, ad aver comportato un aumento nella fragilità finanziaria a livello sistemico. Le aziende di credito non solo non erano pronte a gestire il rischio legato al finanziamento di nuovi progetti di investimento, ma operavano all'interno di un sistema finanziario ancora poco sviluppato e regolamentato<sup>63</sup>. L'elevata innovazione finanziaria, registrata nel corso degli ultimi anni, ha consentito infatti agli intermediari dei paesi industrializzati ed emergenti di gestire, per conto dei propri clienti, complesse transazioni finanziarie riferite a titoli di debito ampiamente cartolarizzate e a titoli azionari, oltre che a contratti finanziari derivati (options, futures, swaps) che presentano tuttavia un elevato grado di rischio.

---

gli investitori internazionali (bancari e non) a preferire prestiti a breve termine e in valuta. In questo caso gli intermediari finanziari, soprattutto le banche, attuano sia un maturity che un currency mismatch

<sup>63</sup> STIGLITZ J., *La Globalizzazione e i suoi Oppositori*, Torino, Einaudi, 2002, p. 458

### 3.3. Prospettive future e rischio deflazione

Possiamo sintetizzare le problematiche dell'Eurozona nel modo seguente. Il problema dell'euro è allora così riassumibile. Primo. Con un debito pubblico in rapporto al Pil molto elevato e una pressione fiscale spesso al massimo storico, i Paesi periferici dell'Eurozona non presentano le condizioni di solvibilità a lungo termine per ottenere dai mercati i capitali necessari alla ripresa economica.

La teoria della deflazione da debiti nasce nel tentativo di trovare una spiegazione agli effetti di persistenza, di propagazione e di contagio che, negli anni Trenta, avevano progressivamente condotto al tracollo economico-finanziario numerosi paesi industrializzati. Di fronte al silenzio di molti economisti<sup>64</sup> (che continuavano ad avere una incrollabile fiducia nelle forze «stabilizzanti» del mercato e a credere nella neutralità della sfera finanziaria su quella reale dell'economia) il contributo di Irving Fisher risultò essere del tutto innovativo e, forse anche per questa ragione<sup>65</sup> incontrò forti resistenze nella comunità scientifica che lo condannarono ad un relativo isolamento. La teoria della deflazione da debiti può essere sintetizzata considerando i nove stadi richiamati da Fisher stesso che costituiscono la catena causale del

---

<sup>64</sup> Per una ricostruzione del dibattito sulla Grande Depressione si veda Brunner

<sup>65</sup> Un'altra ragione è costituita dal fatto che Fisher (1929), poco prima della Grande Depressione, aveva rilasciato diverse dichiarazioni nelle quali rassicurava i risparmiatori circa l'andamento della Borsa e soprattutto circa l'assenza di sopravvalutazioni. Il tracollo finanziario che ne seguì, fece di lui un «cattivo profeta», incrinò (seppur per un breve periodo) la sua credibilità di economista e gli causò non pochi problemi finanziari, dato che buona parte del suo patrimonio era allora investito in azioni. Cfr KING M., Debt Deflation: Theory and Evidence, in *European Economic Review*, vol. 96, n. 4/1994, pp. 419-445.

processo che conduce progressivamente alla crisi economico-finanziaria. L'assunzione di fondo da cui Fisher parte ai fini dell'analisi riguarda la presenza, in un dato periodo, di un situazione di eccesso di indebitamento<sup>66</sup>. In tale contesto qualsiasi shock nello «stato di fiducia» dei creditori, dei debitori o di entrambi conduce: 1) alla liquidazione dei debiti attraverso la svendita di beni; 2) alla contrazione dei depositi, dato che i prestiti vengono ripagati, e ad una caduta nella velocità di circolazione della moneta; ne deriva 3) una caduta nel livello generale dei prezzi e quindi un aumento nell'onere del debito espresso in termini reali, 4) la diminuzione nel net worth delle imprese e i primi fallimenti; 5) la caduta dei profitti 6) il crollo dell'investimento, del reddito e della occupazione; 7) ulteriore peggioramento dello stato di fiducia; 8) tesoreggiamento e ulteriore diminuzione nella velocità di circolazione della moneta; questi otto effetti causano 9) complesse alterazioni nei tassi di interesse, in particolare una diminuzione del tasso di interesse nominale ed aumento di quello reale. Per Irving Fisher, gli effetti di persistenza sulle variabili reali (investimento, reddito ed occupazione) e di propagazione hanno quindi, come causa scatenante, la deflazione dei prezzi. Nell'articolo del 1933, egli mostra come l'aumento nell'onere del debito in termini reali abbia spinto il sistema economico verso una crisi finanziaria sistemica. In assenza di adeguati

---

<sup>66</sup> Lo stato di generale sovra-indebitamento viene definito come «qualsiasi grado di indebitamento che aumenti oltre misura la probabilità di insolvenza». FISCHER

interventi di politica economica<sup>67</sup>, il processo appena descritto è stato infatti in grado di innescare una spirale recessiva che si auto-alimentava, provocando diffusi fallimenti e il collasso economico-finanziario. La crisi del '29-33 si diffuse a livello internazionale soprattutto a causa del regime di gold standard, anche se i link portfolios tra le banche e le istituzioni finanziarie e l'arbitraggio sui beni e sui titoli rivestirono altrettanta importanza. Quanto al primo aspetto, la caduta nell'offerta di moneta che si registrò negli USA, a seguito della crisi finanziaria, provocò la riduzione del reddito e dei prezzi spingendo verso l'aumento nei tassi di interesse; ciò favorì, a sua volta, un deflusso di oro dagli altri paesi verso gli Stati Uniti, provocando una riduzione dell'offerta di moneta e quindi dell'attività economica anche in questi ultimi. Quanto invece ai link portfolios e all'arbitraggio sui beni e sui titoli, bisogna ricordare come la speculazione sulle esportazioni e sulle importazioni di particolari merci o su particolari titoli, abbia creato un legame diretto tra i diversi paesi e le diverse istituzioni finanziarie favorendo l'overtrading e aumentando la fragilità del sistema finanziario e bancario. Nel corso degli anni, la teoria della deflazione da debiti, sopra richiamata, è stata però soggetta a diverse critiche che possono essere sintetizzate sulla base di due osservazioni: a) la caduta nel livello generale dei prezzi può avere effetti del tutto contenuti poiché determina

---

<sup>67</sup> Fisher auspica anche specifici interventi di politica monetaria atti a contrastare gli effetti della deflazione da debiti, ciò esula però, per motivi di spazio, dagli obiettivi di questo lavoro. Cfr. PAVANELLI G. The Great Depression in Irving Fisher Thought, in Quaderni del Dipartimento di Scienze Economiche e Finanziarie «G. Prato», Università degli Studi di Torino, n. 57/2001, p. 963

una semplice redistribuzione nella ricchezza dai debitori ai creditori; qualora le decisioni di questi ultimi siano in grado di provocare un aumento della domanda aggregata (attraverso un aumento nei consumi e/o negli investimenti) il processo descritto sopra si arresta, grazie all'azione dell'effetto Pigou; b) dagli anni Trenta non si assiste alla caduta generalizzata nel livello dei prezzi<sup>10</sup> (in particolare dei beni di consumo); ne deriva che il processo di deflazione è del tutto raro e quindi di scarsa rilevanza teorica e pratica. Contro queste critiche si possono muovere tuttavia alcune osservazioni. Quanto al primo punto, Tobin (1980) nel celebre capitolo dal titolo *Real balance effects reconsidered* ha mostrato come, se la propensione marginale alla spesa dei debitori (costituiti principalmente dagli imprenditori e dalle famiglie) è, come è ragionevole, maggiore di quella dei creditori l'effetto Fisher può prevalere sull'effetto Pigou<sup>11</sup> e la caduta dei prezzi può non essere affatto stabilizzante. A ciò si deve poi aggiungere che se i debitori falliscono, come avviene nel corso di una deflazione da debiti, i creditori si trovano a dover sopportare grosse perdite legate al recupero dei crediti e a causa dello stato di diffusa insolvenza. Ciò spinge ancora una volta, ad una diminuzione, anziché ad un aumento, della domanda aggregata e provoca quindi una diminuzione del reddito e della occupazione<sup>68</sup>.

---

<sup>68</sup> Il processo deflazionistico considerato dalla *debt deflation school* produce quindi effetti sulle variabili reali soprattutto attraverso shocks di domanda. Contributi più recenti sottolineano invece l'importanza degli shocks misti di domanda e di offerta aggregata (dovuti principalmente all'innovazione tecnologica e all'aumento nella produttività) come fattori determinanti della deflazione. Cfr. ROGOFF K., «Deflation: determinants, risks and policy options» – Findings of an Interdepartmental task force, International Monetary Fund, April 2003, p. 456

Quanto al secondo aspetto si può osservare come gli effetti di persistenza considerati sopra possono verificarsi anche in assenza di una contemporanea diminuzione nel livello dei prezzi dei beni di consumo e dei beni capitali; basta infatti che il processo di deflazione investa il prezzo delle azioni e degli assets e ciò non è affatto un caso raro o isolato nella storia economica sia dell'800 che del '900 (Arestis e Karakitsos 2003)<sup>13</sup>. A tale proposito Keynes, già nel 1931 aveva mostrato gli effetti disastrosi provocati dalla caduta nel prezzo dei beni capitali sulle variabili reali, attraverso un peggioramento della struttura finanziaria delle banche e quindi un cambiamento nello «stato del credito». Questi ultimi aspetti sono stati riconsiderati e sviluppati successivamente da Minsky<sup>69</sup> che può essere considerato, come si è già detto, il pioniere della debt deflation school. Secondo quest'ultimo, ogniqualvolta le singole unità economiche, per far fronte agli impegni di pagamento, si trovino nella necessità di liquidare i beni capitali, si può verificare un crollo nel prezzo di realizzo di tali beni che può trasformare velocemente una situazione di illiquidità in diffusa insolvenza. La caduta nel prezzo degli assets, indotta da massicce vendite degli stessi, può produrre effetti del tutto analoghi a quelli causati da una riduzione nel livello generale dei prezzi e frustrare il tentativo stesso di rimborso, attraverso un aumento nell'onere del debito e una riduzione del margine di garanzia per il creditore. Come si vedrà nel prossimo paragrafo il crollo nel prezzo dei beni capitali (terreni,

---

<sup>69</sup> MINSKY H.P. , *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press, 1986, p. 74 e ss.

fabbricati) e delle azioni che ha caratterizzato soprattutto il Giappone e il sud-est asiatico, ha provocato effetti di persistenza sulle variabili reali del tutto analoghi a quelli descritti dalla debt deflation school. Si è poi dimostrato come l'aumento nell'onere del debito in termini reali si possa verificare tutte le volte in cui il tasso di inflazione effettivo è inferiore a quello atteso dai debitori nel momento in cui avevano sottoscritto il contratto di finanziamento. Tuttavia, pur mantenendo piena coerenza interna, la teoria della deflazione da debiti si dimostra incompleta per poter comprendere le crisi finanziarie correnti e deve pertanto essere ampliata. In particolare essa deve essere riformulata in modo che si possa tener conto degli effetti che la progressiva integrazione dei mercati (globalizzazione economico-finanziaria) ha avuto sulla fragilità e l'instabilità finanziaria a livello sistemico. Il contesto internazionale si presenta infatti sostanzialmente diverso rispetto a quello che caratterizzava gli anni Trenta dove i movimenti di capitali erano, come noto, di scarsa entità.

## **CONCLUSIONI**

Come Fisher ha mostrato nel suo lavoro del '33, la diminuzione di questi ultimi e della velocità di circolazione della moneta provoca una diminuzione nel livello generale dei prezzi: ne seguirà un aumento nell'onere del debito e quindi una diminuzione nel net worth delle imprese. Il crollo nelle fonti di finanziamento sia esterne (riduzione nell'offerta di credito) che interne conduce, progressivamente, ad una situazione di financial distress che può indurre le imprese stesse a liquidare i beni capitali, rafforzando in questo

modo il processo deflazionistico già in atto. La deflazione dei prezzi interni in presenza di svalutazione nel cambio nominale, determinerà anche una svalutazione del cambio reale che amplificherà ulteriormente l'onere del debito e causerà i primi fallimenti.

L'eccesso di indebitamento comporta un progressivo peggioramento della struttura finanziaria in quanto il sistema bancario si trova ad assorbire un rischio crescente. Quest'ultimo può spingere, nelle fasi successive del boom, ad un aumento nel costo di finanziamento o addirittura ad un vero e proprio razionamento del credito e provocare l'inversione del punto di svolta superiore del ciclo economico-finanziario.

Nel caso dei paesi emergenti, in particolare, il peggioramento nella struttura finanziaria delle banche può provocare effetti rilevanti sulle variabili reali anche perché può essere alla base di una possibile crisi valutaria. In presenza di fragilità finanziaria nel settore bancario le Banche Centrali dei paesi emergenti sono infatti del tutto impotenti di fronte ad un attacco speculativo. Qualsiasi aumento nei tassi di interesse, volto a sostenere il cambio, provoca infatti un ulteriore peggioramento nella struttura finanziaria a causa sia del maturity mismatch che della selezione avversa (cfr. Sau 2003b). Quando gli investitori internazionali si rendono conto dell'impossibilità, da parte delle autorità di politica economica, di difendere le monete nazionali si può

materializzare l'attacco speculativo con forti svalutazioni. Ciò, a sua volta, può far peggiorare ulteriormente la struttura finanziaria delle banche e degli intermediari finanziari a causa del currency mismatch, spingendole verso l'illiquidità. Le aziende di credito saranno perciò costrette ad aumentare i tassi di interesse e a ridurre l'ammontare dei prestiti concessi. L'aumento nel costo del credito provocherà una diminuzione nel prezzo dei beni capitali e delle azioni, mentre il razionamento del credito causerà, attraverso il moltiplicatore, una diminuzione dei depositi.

I beni capitali e il net worth costituiscono spesso, come si è già detto, i collateral necessari per ottenere finanziamenti bancari; un crollo nel valore di queste attività determina un ulteriore peggioramento nella struttura finanziaria delle banche (attraverso un peggioramento nell'attivo bancario) e la possibilità che situazioni di bancarotta investano anche gli intermediari finanziari. Questi fenomeni possono causare, a loro volta, la perdita di fiducia degli investitori stranieri e aprire la strada al panico bancario. La presenza di informazione imperfetta e asimmetrica tra detti investitori e le aziende di credito dei paesi emergenti possono infatti provocare una corsa al rimborso dei prestiti anche nei confronti di istituzioni finanziarie che sono ancora solide e favorirne l'illiquidità e il fallimento. In assenza di un prestatore di ultima istanza questo processo conduce ad un vero e proprio collasso economico-finanziario, proprio come si è verificato negli anni Trenta

e più recentemente nel corso delle crisi di fine secolo che hanno colpito i paesi emergenti. E questo lo scenario al quale l'Unione Europea può andare in contro? La crisi finanziaria e la conseguente Grande Recessione stanno drammaticamente rivelando all'Europa monetaria che uno spazio economico integrato non può fare a meno di un assetto istituzionale sovranazionale di eguale dimensione e interconnessione. La crisi finanziaria e la conseguente Grande Recessione stanno drammaticamente rivelando all'Europa monetaria che uno spazio economico integrato non può fare a meno di un assetto istituzionale sovranazionale di eguale dimensione e interconnessione. La crisi finanziaria e la conseguente Grande Recessione stanno drammaticamente rivelando all'Europa monetaria che uno spazio economico integrato non può fare a meno di un assetto istituzionale sovranazionale di eguale dimensione e interconnessione. nomico e militare «in carica» nel governo del mondo. Ci vorrà il tempo di completare il suo catching-up perché la Cina possa aspirare al ruolo di superpotenza. Nel frattempo, i Paesi dell'Eurozona faticano a rendersi conto che la diversità, piuttosto che una risorsa, si sta rivelando la causa del declino. Il primato dell'economia dipende oggi dal fatto che la solvibilità dei governi delle economie periferiche (Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo, Spagna) è messa in dubbio da una crescita del Pil mediamente bassa negli ultimi due decenni e negativa negli ultimi anni. E poiché non promette affatto di riprendersi, l'aspettativa è

che non ci sarà negli anni futuri quell'incremento del gettito fiscale necessario a finanziare un esborso per interessi gonfiato dalla aumento dello spread rispetto al tasso-base sui titoli tedeschi. A ciò va aggiunta la problematicità dell'abbattimento del debito pubblico. Primo, quanto più ravvicinate sono le date di scadenza di un ingente debito, tanto meno una crescita modesta consentirà di accumulare i surplus di bilancio necessari a estinguerne ampie quote. Secondo, in assenza di acquirenti delle posizioni debitorie, il credito all'economia e il sostegno pubblico alla domanda aggregata languono, con conseguenze esiziali per la formazione di nuovo Pil, da cui proviene anche il risparmio privato che alimenta la copertura dei bilanci in rosso. Terzo, in un momento in cui la deflazione è in corso in tutt'Europa, l'onere di sostenere la domanda aggregata ricade sulle componenti interne, prostrate dall'incremento del prelievo fiscale imposto dai consolidamenti fiscali. Come da più parti sottolineato, manovre di restrizione fiscale di ampia portata, come quella realizzata a dicembre scorso in Italia, comportano un deleveraging eccessivamente rapido dello stato, che va ad aggiungersi al deleveraging delle banche e delle imprese. Il quadro economico attuale è già sostanzialmente coerente con la filosofia neoliberale che ispira la dottrina di Berlino; questa quindi richiede aggiustamenti tutto sommato limitati del quadro attuale: rafforzamento della disciplina di bilancio (tramite la costituzionalizzazione del pareggio di bilancio e

l'automaticità delle sanzioni presenti nel fiscal compact); creazione di barriere a protezione degli Stati dall'attacco dei mercati (l'Esm e l'Efsf), barriere che in nessun caso però devono implicare un ruolo accresciuto della Bce, che sarebbe solo foriero di inflazione. E, infine, subordinamento (anche dal punto di vista temporale) di qualunque meccanismo di solidarietà fiscale tra i Paesi membri della zona euro (mutualizzazione del debito, eurobond o altro) al trasferimento di sovranità parziale o totale, a garanzia di comportamenti virtuosi. I contribuenti dei Paesi del centro dovrebbero essere chiamati ad essere solidali con quelli della periferia solo se questi ultimi, responsabili ultimi della crisi, fossero messi in condizione di non essere fiscalmente irresponsabili. Nei Paesi asiatici la situazione è diversa e soprattutto in Giappone. Occorre comunque dire che la vera e propria arma in mano ai decisori giapponesi risulta essere il possesso del debito che è quasi totalmente in mano ai giapponesi. In questo modo il debito pubblico può essere letteralmente protetto dalla speculazione internazionale. Gli stessi giapponesi con i propri risparmi finanziano in modo massiccio la spesa pubblica con vantaggi enormi per le diverse parti coinvolte. Gli investitori sono, infatti, certi della solidità dell'emittente e quindi dell'inattaccabilità delle quotazioni da parte della speculazione. Lo Stato garantisce dei bassissimi tassi e quindi si raggiunge un equilibrio da diverse parti. La Banca Centrale Giapponese è poi fortemente presente all'interno della

dinamica macroeconomica anche se il rischio inflazione è decisamente molto pericoloso anche se la regola dell'incremento dei prezzi non è poi così certa e matematica. La stessa situazione americana testimonia ciò. Diverse volte, sebbene non ai livelli del Giappone, la Federal Reserve abbia inondato il mercato di liquidità ciò non ha condotto a degli incrementi spropositati del livello dei prezzi. Il debito giapponese risulta essere quindi abbastanza sostenibile in quanto finanziato con il risparmio interno e se questo non dovesse bastare, dalla banca centrale nazionale. Al contrario all'interno della dinamica europea tali prassi hanno dei rischi. L'Italia, ad esempio, si è ritrovata spiazzata, a causa, forse paradossalmente, dei suoi successi precedenti. I distretti industriali dall'«autunno caldo» in poi avevano ottenuto ottimi successi su molti mercati europei. Mentre Germania e Giappone negli anni Ottanta e Novanta perdevano ingenti fette di mercato mondiale, la quota italiana di prodotti manufatti sulle esportazioni mondiali non scendeva o quasi. La più recente globalizzazione, però, ha quasi certamente indebolito le piccole e medie imprese che dominano questi distretti. Non solo queste aziende debbono ora competere con imprese in Paesi emergenti specializzate in simili prodotti, ma al contempo beneficiarie di ben minori costi del lavoro. Esse, in più, data la loro ridotta dimensione, trovano molto più difficile delocalizzare alcune delle loro attività verso questi Paesi, cosa che mediamente le più grandi aziende tedesche o

giapponesi hanno fatto con maggiore facilità su larga scala sia in Europa orientale sia in Cina. Siemens e Sumitomo hanno in questo un compito ben più facile di Sassuolo. Un modello produttivo che sembrava particolarmente ben adattato al mercato europeo alla fine del XX secolo, lo è forse molto meno per un mondo globalizzato come quello del primo XXI secolo. In conclusione, quindi, sembrerebbe che per una serie di motivi il processo di globalizzazione non sia stato neutro rispetto all'evoluzione delle tre economie. Due di queste (Germania e Giappone) grazie, soprattutto, a caratteristiche strutturali, sembrerebbero aver potuto sfruttarlo assai meglio della terza (l'Italia) la quale, malgrado gli innegabili benefici di qualsiasi apertura commerciale, potrebbe al netto non averne tratto equivalenti guadagni. Queste considerazioni gettano forse un po' di luce sulla deludente performance italiana. Non spiegano, però, il perché dei pur sempre deludenti tassi di crescita a medio termine di Germania e Giappone<sup>70</sup>.

Un rischio importante viene sicuramente, per il Giappone, dal fattore demografico visto che la ricchezza dei risparmiatori giapponesi è in mano a coloro che vengono definiti baby boomers e cioè da persone nate tra gli anni quaranta e sessanta. Questa generazione sta andando in pensione ed è quella che detiene la ricchezza giapponese. Se il grosso dei risparmiatori non

---

<sup>70</sup> FAGGIONATO G., Giappone e Italia: in crisi per le stesse ragioni. Salari bassi. Consumi al palo. Mancate riforme. Tokyo torna in recessione per mali simili ai nostri. Perché non basta avere una banca che stampa moneta, lettera 43, 2015, febbraio, 2015

volessero più accumulare risorse ma incrementare i livelli di spesa allora sarebbe un problema importante in quanto il mercato dei bond dovrebbe aprirsi ai capitali esteri che potrebbero essere in grado di finanziare il debito giapponese solamente se remunerati con dei rendimenti più alti.

La spesa programmata rappresenta un eventuale fattore di possibile crisi per degli effetti sempre correlati al finanziamento del debito. Se il risparmio interno non dovesse risultare sufficiente a finanziare la spesa programmata allora il mercati internazionali sarebbero l'unica alternativa alle spese. Tuttavia proprio lo stato di sospensione del mercato del debito giapponese dovrebbe essere considerato un insegnamento per l'Italia, in un ottica di gestione del proprio debito pubblico improntata alla minimizzazione del rischio di mercato. La dipendenza estera di un debito pubblico provoca effetti negativi in un contesto di crisi economica con i grandi investitori che scappano: aumentano i tassi sul debito, aumenta la pressione fiscale e nello stesso tempo anche i tassi bancari. L'intera economia quindi si blocca . Quindi sebbene utile in tempi di vacche grasse a finanziar lo sviluppo la sottoscrizione di quote consistenti di debito pubblico da parte di investitori professionali esteri espone uno Stato molto indebitato ad evidenti rischi di declino.

## ***Bibliografia***

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

ANGELICI P. “Effetti di liquidità e di annuncio nell’area dell’euro”, Tema di discussione n. 451, Bdi, ottobre 2002, p.45 e ss.

BLANCHARD O., AMIGHINI A., GIAVAZZI F., Macroeconomia, Il mulino, Bologna, 2011, p. 126 e ss.

BOERI, A No-Further-Bailouts Principle, Vox, 20 luglio 2012, disponibile nel sito <http://www.voxeu.org>, p. 93 e ss.

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

DELL’ARINGA, C, Caratteri strutturali dell’inflazione italiana, il Mulino, Bologna, 1994, p. 145 e ss.

DONATI F., Crisi dell’euro, governance economica e democrazia nell’Unione Europea, Associazione Italiana dei Costituzionalisti, 2/ 2013, p. 13 e ss.

DORE R., “Bisogna Prendere il Giappone sul Serio ?”. Il Mulino, Bologna, 1990, p. 71 e ss.

EUROPEAN CENTRAL BANK, ‘Asset price bubbles and monetary policy revisited’, Monthly Bulletin, November, pp.71-83, 2010

FAGGIONATO G., Giappone e Italia: in crisi per le stesse ragioni. Salari bassi. Consumi al palo. Mancate riforme. Tokyo torna in recessione per mali simili ai nostri. Perché non basta avere una banca che stampa moneta, lettera 43, 2015, febbraio, 2015

GARBERO, P. E MAGGIORA, F., Inflazione-Teorie e politiche economiche alternative, Loescher Editore, Torino, 1980, p. 147 e ss.

GRAZIANI A., La politica monetaria della banca centrale europea, Riv. It. ECONOMISTI / a. IX, Supplemento al n. 1/2004, P. 47 e ss.

GREEN J.R., Microeconomic Theory, Oxford University Press, New York e Oxford, 1995, p. 146 e ss.

KING M., Debt Deflation: Theory and Evidence, in European Economic Review, vol. 96, n. 4/1994, pp. 419-445.

KOMIYA R., “The Japanese Economic: Trade, Industry and Government”. University of Tokyo Press, Tokyo, 1990, p. 56 e ss.

MANKIW, N. G., Macroeconomia, Zanichelli Editore, 2004, p. 79 e ss.

MASUCCI M., Il Giappone lascia indietro la Cina ma il mercato del lavoro è ancora in crisi, Conquiste del lavoro, Cisl, 2012 , p. 147 e ss.

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

MINSKY H.P. , Stabilizing an Unstable Economy, New Haven, Yale University Press, 1986, p. 74 e ss.

MUSSO D., Banca Centrale Europea funzioni e caratteristiche, rinvenibile su. ([http://www.edurete.org/pd/sele\\_art.asp?ida=1956](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>

PAVANELLI G. The Great Depression in Irving Fisher Thought, in Quaderni del Dipartimento di Scienze Economiche e Finanziarie «G. Prato», Università degli Studi di Torino, n. 57/2001, p. 963  
Rapporto Annuale della BCE 1998 consultabile sul sito internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

ROGOFF K., «Deflation: determinants, risks and policy options» – Findings of an Interdepartmental task force, International Monetary Fund, April 2003, p. 456

ROMANO B., Draghi: Il Patto non va annacquato. Servono più riforme che flessibilità, Il sole 24 ore, [www.isole24ore.it](http://www.isole24ore.it)

SARTORI G., Parties and Party Systems. A Framework for Analysis, Cambridge University Press, 1976

STIGLITZ J., La Globalizzazione e i suoi Oppositori, Torino, Einaudi, 2002, p. 458

TAKEO H., K KASHYAP A., Japan's Financial Crisis and Economic Stagnation, Journal of Economic Perspectives—Volume 18, Number 1—Winter 2004—Pages 3–26

TRIULZI, U., "Le politiche economiche dell'Unione Europea", Mondadori, Milano, 2010, p. 85 e ss.

WONG J., The adaptive Development State in East Asia, Journal of East Asian Studies, 2004, p. 354

ZIMMER E BLASCHCZOK, The Role of Competition in European State Aid Control During the Financial Markets Crisis, European Competition Law Review, 2011, pp. 9-17