



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Macroeconomia e politica economica

Politiche monetarie dell'Unione Europea e Governance della crisi.

RELATORE:
Prof. Pietro Reichlin

CANDIDATO:
Angelo Celetti
Matricola:204771

ANNO ACCADEMICO

2016/2017

INDICE

INTRODUZIONE

1. LA BANCA CENTRALE EUROPEA

- 1.1. L'ADOZIONE DEL MODELLO TEDESCO
- 1.2. L'EGEMONIA DELL'ORIENTAMENTO ORDOLIBERALE E I SUOI AVVERSARI.
- 1.3. COMPETENZE ED OBIETTIVI DELLA BCE.

2. POLITICHE CONVENZIONALI E NON ATTUATE IN SEGUITO ALLA CRISI

- 2.1. LE MISURE NON CONVENZIONALI DELLA BCE: SECURITY MARKET PROGRAMME
- 2.2. L'EROGAZIONE DI CREDITO A LUNGA SCADENZA (LTRO) E L'ISTITUZIONE DELL'EUROPEAN STABILITY MECHANISM.
- 2.3. OMT: OUTRIGHT MONETARY TRANSACTIONS.
- 2.4. CONTROVERSIE RISPETTO ALLE POLITICHE NON CONVENZIONALI E PROPOSTE ALTERNATIVE: QEP.

3. PROSPETTIVE SULLA POLITICA MONETARIA EUROPEA

- 3.1. L'AZIONE DELLA BCE A CONFRONTO CON LE ALTRE AUTORITÀ MONETARIE
- 3.2 GLI EFFETTI SULL'INFLAZIONE E GLI *UNINTENDED EFFECTS*
- 3.3. LA FINE DEL QE E LE TEMPISTICHE DEL *TAPERING*
- 3.4. IL RUOLO DELLA BCE NELLA CRISI GRECA

CONCLUSIONI

Introduzione

A quasi vent'anni dall'entrata in vigore dell'euro, è possibile lasciarsi a una considerazione piuttosto condivisa dagli analisti: l'Unione Monetaria ha approfondito gli squilibri tra i diversi Paesi europei, soprattutto negli anni successivi la crisi del 2008, a partire dalla quale persino la tenuta dell'integrazione e del progetto europeo ha vacillato. Infatti, è possibile sostenere che l'Unione monetaria abbia favorito un blocco di Paesi a scapito di altri, contribuito ad incrementare la divergenza economica. In altri termini, ha prodotto esattamente il contrario di ciò che era chiamata a fare all'atto di nascita.

Lo scopo di questo elaborato è quello di analizzare le politiche monetarie dell'UE, a partire dai rapporti tra la Banca Centrale Europea, gli altri organismi di governance e gli Stati membri, con particolare attenzione al ruolo che la Germania ha esercitato e continua ad esercitare a partire dal processo di unificazione fiscale, economica e monetaria. Si metteranno in evidenza, dunque, luci ed ombre dell'unione monetaria, non solo attraverso un'osservazione più approfondita del ruolo egemonico della Germania e della Bundesbank nel condizionare le politiche monetarie, ma anche sottolineando come tale disparità di potere contribuisca tutt'oggi a rallentare il processo di unificazione – compresa quella “politica” – e, a seguito della crisi finanziaria, addirittura a minacciarne la dissoluzione.

Nella fattispecie, si analizzerà il ruolo della BCE, la cui indipendenza politica e arbitrarietà in tema di decisioni di politica monetaria rende l'istituzione una forza tecnocratica, svincolata dal controllo politico dei singoli Stati membri dell'UE su cui si esercitano le decisioni di politica monetaria prese all'interno delle stanze dell'Eurotower. Questa supremazia della governance finanziaria sulla sovranità politica degli Stati membri da parte di un ente non soggetto al controllo democratico

come la BCE, secondo taluni orientamenti, è all'origine di scelte politiche in tema di economia monetaria le quali, piuttosto che risolvere la crisi, ne hanno accentuato gli aspetti più drammatici connessi con le nuove questioni sociali.

In particolar modo, l'obiettivo della stabilità dei prezzi , a scapito dell'occupazione, perseguito dalla BCE e alla base degli orientamenti economici ordoliberali, è da molti economisti considerato causa di stagnazione, giacché impedirebbe una crescita espansiva, nonché un ostacolo alla realizzazione di un'Unione Europea politicamente intesa. Il confronto tra BCE e la FED, per molti economisti "critici", da questo punto di vista lascia spazio a considerazioni emblematiche: la BCE persegue unicamente obiettivi in linea con i principi ordoliberali quali stabilità dei prezzi ,a scapito del benessere collettivo che rappresenta il principio cardine su cui si fonda l'azione della FED

Ciò non toglie che nel periodo seguente il 2011 – ovvero, da quando la crisi del debito privato diviene crisi del debito sovrano e mette in crisi la stabilità economica e politica degli Stati del Sud Europa, fino a contemplare addirittura ipotesi di default e di uscita dall'eurozona – la BCE abbia avanzato tutta una serie di misure, di cui gli OMT rappresentano lo sviluppo finale, a sostegno dei Paesi in crisi, in cambio di condizioni vincolanti in tema di politiche economiche, fiscali e monetarie.

Il caso dell'ingerenza della BCE nella gestione della crisi e nelle politiche economiche della Grecia è diventato emblematico. Pur di scongiurare una "Grexit", un'uscita della Grecia dall'Euro causa default, le cui conseguenze sarebbero state devastanti per tutta l'area euro, la Grecia è stata obbligata ad accettare condizioni vincolanti e molto rigide in tema di politiche fiscali e monetarie.

Nonostante tali rigide condizioni vincolanti, i piani "salva-Stati" emanati dalla BCE hanno incontrato il veto della Germania, il cui perseguimento dell'interesse nazionale

e della propria banca centrale sono di fatto un ostacolo a tutti i tentativi da parte della BCE di salvaguardare l'area euro e i mercati finanziari dall'instabilità che l'uscita di un Paese membro dall'area produrrebbe.

I critici, neokeynesiani e non, denunciano quindi l'ingerenza degli interessi nazionali tedeschi sulle decisioni della BCE, la cui architettura, a sua volta, è espressione degli orientamenti teorici dell'ordoliberalismo tedesco. Il ruolo tecnocratico della BCE e la sua indipendenza politica, o meglio il fatto di non essere soggetta ad alcun controllo politico democratico da parte degli Stati, rende vano qualsiasi tentativo di riformabilità dell'Europa e di reale unificazione politica. Le differenze con la situazione statunitense – e nella fattispecie con il rapporto tra Washington e FED – secondo questi autori, spiegherebbe il ritardo della ripresa europea, rispetto a quella americana.

Quali scenari, dunque, attendono quest'Europa così frammentata e unita semplicemente da una Banca Centrale alla guida della governance finanziaria secondo dogmi ultraliberisti della scuola tedesca?

Per realizzare un reale processo di unificazione politica – il che comporterebbe la possibilità per gli Stati membri di implementare delle politiche condivise, non solo sul piano fiscale e monetario, ma anche ad esempio su politiche sociali, di incentivo alla mobilità dei cittadini e lavoratori, di politiche legate alla sanità, all'istruzione e al welfare in generale -, sarà probabilmente necessario che l'Europa cominci a considerare gli obiettivi degli ordoliberali non più come dogmi indiscussi; in secondo luogo, occorrerebbe che il ruolo della BCE fosse se non ridimensionato, quanto meno ridiscusso per quanto concerne la possibilità di addivenire a decisioni in tema di politiche monetarie condivise con le altre istituzioni europee, in primis i parlamenti e i governi eletti dai cittadini. Sarà possibile, nel breve termine, realizzare questa

interdipendenza tra BCE e istituzioni rappresentative in grado non solo di ristabilire in Europa il primato della decisione democratica, scongiurando le derive populistiche, sovraniste e orientate alla disintegrazione dell'Unione, ma anche di favorire una crescita economica come risultato di un processo decisionale partecipato attento a non lasciare indietro nessuno; affinché non vi sia più un Europa (e un euro) – come si diceva nel pieno dispiegarsi della crisi – “a due velocità”.

CAPITOLO I

La Banca Centrale Europea.

1.1. L'adozione di un modello tedesco

Alla guida del processo di unificazione monetaria e, successivamente, del suo sviluppo e governo, c'è sempre stata la Germania, benché, soprattutto dallo sviluppo della crisi, oggi si rifiuti di giocare un ruolo egemonico all'interno dell'Unione Europea. Ciò, per molti esperti, rappresenta la causa dell'attuale fase agonizzante dell'Europa e della riemersione dei desideri sovranisti o nazionalisti condizionanti gli equilibri politici all'interno dei singoli Paesi (si veda, ad esempio, il lepenismo e il successo della destra nazionalista alle ultime elezioni federali tedesche).

Secondo alcuni orientamenti critici¹, la Germania avrebbe scelto di perseguire i propri interessi nazionali di medio periodo, a discapito di una visione più lungimirante, incentrata su un modello di sviluppo più equilibrato e sostenibile e sul principio della complementarità delle diverse strutture produttive nazionali. Le istituzioni europee sarebbero state sostanzialmente svuotate dei propri poteri, nella misura in cui ogniqualvolta si operavano per redistribuire i vantaggi derivanti dalla partecipazione all'Unione in favore dei Paesi messi in difficoltà dalla crisi (prima tra tutte la Grecia

¹ STREECK W., *L'egemonia tedesca che la Germania non vuole*, il Mulino, 2015, 64 (4), pp. 601-613.

e, a seguire, Spagna, Portogallo e Italia), hanno incontrato il veto della Germania o, comunque, un severo limite posto da questa².

Tra le istituzioni dell'Unione, la Banca Centrale Europea è generalmente considerata quella più impegnata nel costante confronto con la Germania e le autorità monetarie tedesche. Le politiche monetarie espansive in risposta alla crisi (in particolare le cosiddette misure non convenzionali e il *quantitative easing*) e i continui conflitti tra Francoforte e Berlino sono spesso stati utilizzati a dimostrazione di questo assunto, specialmente in Italia, dove Mario Draghi è ormai considerato il maggiore difensore degli interessi nazionali "calpestati dai tedeschi".

Qual è l'origine di quello che a tutti gli effetti sembra essere un vero e proprio condizionamento esercitato dagli interessi nazionali tedeschi sulle azioni della BCE, e dunque sulle politiche dell'Unione?

La risposta può essere ricercata in due ordini di fattori, entrambi connessi tra loro: uno relativo all'organizzazione che la Banca centrale tedesca ha assunto a partire dal secondo dopoguerra - il cosiddetto "modello tedesco" - e che ha finito per scalzare l'egemonia degli altri modelli; l'altro relativo al prevalere, a partire dalla fine degli anni Settanta, degli orientamenti *friedmaniani* e ordoliberali su quelli keynesiani.

Cominciamo dal primo. Dopo la seconda guerra mondiale, si fanno strada due modelli di Banca centrale: uno anglo-francese e l'altro tedesco. I due modelli differiscono tra loro circa il ruolo, il funzionamento e gli obiettivi della Banca centrale.

Per quanto riguarda gli obiettivi, nel modello tedesco è essenziale il mantenimento della stabilità dei prezzi, mentre nel modello anglo-francese esso rappresenta solo

² Si veda a tal proposito. "The EMU needs a stronger Banking Union, but must get it right", Non paper, 8 Sett. 2015.

uno degli obiettivi da realizzare, di fronte al quale la stabilizzazione del ciclo economico e un elevato livello occupazionale non sono aspetti secondari.

Per ciò che concerne il funzionamento e la struttura istituzionale della Banca centrale, per sinteticità d'analisi si può affermare che i due modelli hanno una visione diametralmente opposta del rapporto tra Banca centrale e policy makers. Mentre il modello tedesco stabilisce che le decisioni di politica monetaria spetterebbero alla Banca centrale, lasciando ai governi il ruolo residuale della loro applicazione, il modello anglofrancese prevede esattamente l'opposto: la banca centrale, secondo quest'approccio, è subordinata politicamente ai governi e ai parlamenti e le decisioni in materia di politica monetaria debbono essere soggette alla loro approvazione.

Per il modello tedesco, invece, è indispensabile che la Banca centrale sia politicamente indipendente, dimodoché le decisioni prese relativamente ai tassi di interesse siano totalmente incondizionate e non soggette all'ingerenza delle istituzioni politico-democratiche.

Con il Trattato di Maastricht, i Paesi europei suggellano la vittoria del modello tedesco, pur se tale decisione, a dire il vero, sarà l'esito di una lunga trattazione. Alla base di questa vittoria vi è sicuramente una convergenza d'analisi sul fallimento del keynesismo nei Paesi sviluppati a partire dagli anni Settanta e il prevalere di un orientamento strettamente monetarista. Le autorità monetarie, nel dogma monetarista, non possono sistematicamente diminuire il tasso di disoccupazione al di sotto del suo livello naturale, mentre le banche centrali devono occuparsi unicamente del livello dei prezzi, la sola cosa su cui possono esercitare un controllo.

La visione monetarista ha inoltre portato a una rinnovata concettualizzazione dei rapporti tra banca centrale e governo di uno Stato. Dato che le pressioni a favore delle politiche monetarie espansive, tese a stimolare l'economia, provengono solitamente

da politici che perseguono vantaggi elettorali di breve periodo, si dovrebbe proteggere la banca centrale da tali interferenze politiche, rendendola un organismo completamente indipendente.

Negli anni Ottanta, il paradigma monetarista diviene prevalente tra i banchieri centrali (soprattutto europei): si diffonde una concezione che vede l'indipendenza politica della banca centrale come una condizione necessaria (anche se non sufficiente) per conseguire la stabilità dei prezzi. Comincia a farsi strada il modello "Bundesbank", secondo il quale la stabilità dei prezzi è l'obiettivo principale di ogni operazione finanziaria e l'indipendenza politica è un essenziale strumento per conseguirlo. Questo modello si è progressivamente imposto nelle negoziazioni tra banchieri centrali al momento della redazione del rapporto Delors.

La Bundesbank è stata assunta a modello della nascente BCE, anche per un altro rilevante motivo di natura storica e politica: nel processo di unificazione monetaria, la Germania ricopriva una posizione particolarmente strategica. L'ingresso nell'Unione monetaria avrebbe comportato, per le autorità tedesche, il rischio di dover farsi carico di un'inflazione maggiore di quella interna, giacché il tasso d'inflazione degli altri Paesi europei era, in certi casi, notevolmente superiore a quello tedesco. Cosicché, la stabilità dei prezzi e l'indipendenza politica furono i due punti cardini che le autorità monetarie tedesche richiesero che venissero assicurati, nell'atto di sottoscrizione dell'accordo per l'adesione della Germania all'Unione monetaria europea. Non solo, ma secondo le stesse stabilità dei prezzi e indipendenza politica dovevano avere all'interno della BCE un peso notevolmente maggiore di quanto avessero nella Bundesbank stessa. Così fu: le autorità monetarie tedesche riuscirono a far sì che nello statuto della BCE queste due punti – stabilità dei prezzi e indipendenza politica – potessero avere un ruolo centrale, fino al punto da rendere la BCE ancor più politicamente indipendente della banca centrale tedesca. Nessun

parlamento o governo singolo può, infatti, modificare lo statuto della BCE, a meno che tale volontà non sia unanime tra i Paesi membri dell'Unione Europea (ivi compresi quelli non appartenenti all'unione monetaria).

1.2. L'egemonia dell'orientamento ordoliberal e i suoi avversari.

È innegabile dunque – e questo rappresenta il secondo fattore - l'importanza del pensiero ordoliberalista tedesco nel processo d'integrazione monetaria. Nonostante il fatto che l'attuale architettura europea sia incontrovertibilmente il frutto di un costante confronto con gli altri Stati membri, le regole alla base del Trattato di Maastricht e lo stesso governo dell'euro sono state decisamente influenzate e corrispondono all'applicazione degli orientamenti ordoliberali. La crisi, sotto questo aspetto, non ha fatto altro che rafforzare questa tendenza.

Per semplicità d'analisi, potremmo affermare che i punti salienti degli orientamenti ordoliberali, al di là delle diverse correnti presenti all'interno di questa scuola, riguardano due aspetti che hanno determinato lo sviluppo dell'architettura monetaria europea: la stabilità dei prezzi – vero e proprio pilastro della teoria monetarista ordoliberal – e il vincolo sulla guida macroeconomica.

La centralità della stabilità dei prezzi si è sostanziata nell'attribuzione alla BCE di un'indipendenza pressoché assoluta rispetto a qualsiasi interferenza politica (Art. 130 TFUE), superiore a quella di qualsiasi altra banca centrale a livello globale³: questa scelta deriva dall'assunto che sia necessario limitare il ricorso da parte dei governi di

³ CUKIERMAN A., *Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions-Past, Present and Future*, European Journal of Political Economy, 24 (4), 2008, pp. 722–36.

politiche monetarie inflattive a scopo elettorale, poiché queste compromettono la stabilità socio-economica e la crescita nel lungo periodo⁴.

L'utopia ordoliberal è quella di creare un'entità monetaria che agisca in modo automatico, non discrezionale e in base a precise regole prestabilite⁵ e che si traduca nell'instaurazione dell'indipendenza delle banche centrali da qualsiasi interferenza politica e nella separazione completa tra governance economica (e monetaria) e decisione politica; in altre parole, tutto ciò si sostanzia nella creazione di un'entità tecnocratica di governo della moneta, completamente sganciata dall'azione di governi, parlamenti e istituzioni sovranazionali e improntata all'efficienza suprema e a risultati infallibili.

Tuttavia tale “utopia” si scontra con una contraddizione reale, derivante dall'impossibilità di operare tale separazione: infatti, nella misura in cui ogni banca centrale (e nella fattispecie quella Europea) abbisogna di un assetto istituzionale e di determinate regole “automatiche” che ne guidino l'operato, questo non potrà realizzarsi se non a condizione di una condivisione “politica” degli orientamenti da parte degli attori che sono chiamati a delinearli.

In conseguenza di ciò, le regole statuarie della BCE celano ma non eliminano affatto le implicazioni politiche interne al monetarismo, legate per lo più all'impianto ideologico stato-fobico e anti-keynesiano dell'ordoliberalismo⁶.

La stabilità dei prezzi rappresenta uno degli assunti chiave di questa teoria economica tedesca, in quanto indice della stabilità finanziaria complessiva. Nella fattispecie, determinante assume il controllo dell'inflazione, sancito come vero e proprio

⁴ NEDERGAARD P., SNAITH H., ‘As I Drifted on a River I Could Not Control’: The Unintended Ordoliberal Consequences of the Eurozone Crisis, *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 53 (5), 2015, pp. 1094–1109.

⁵ Come sostenuto in modo convincente in: BIBOW J., *At the Crossroads: The Euro and Its Central Bank Guardian (and Savior?)*, Levy Economics Institute, Working Paper N. 738, 2012.

⁶ MESINI L., *L'ordoliberalismo: un'introduzione. Prima parte*, PANDORA – Rivista di Teoria e Politica, 30 Giu. 2015.

obiettivo da conseguire all'interno dell'Unione Europea nei primi articoli dei Trattati (TUE, Art. 2), nonché come fine ultimo del mandato della BCE (Protocollo sullo Statuto del SEBC e della BCE, Art. 2). Nel 1998 il *Governing Council* individua il livello del 2% come limite oltre il quale non è possibile far salire l'inflazione. Questo limite fu addirittura stabilito e introdotto all'interno dello Statuto della stessa BCE. In fase negoziale, la Germania insistette affinché la BCE raccogliesse l'eredità storica della *Bundesbank*, che sin dalla sua nascita aveva individuato nella bassa inflazione il suo scopo, evidentemente a causa della tragica esperienza storica dell'iperinflazione degli anni Trenta⁷. Per questo motivo, secondo i critici del monetarismo friedmaniano e degli orientamenti ordoliberali in generale, il problema di fondo consisterebbe nel fatto che una finalità economica determinatasi in un preciso contesto storico (il controllo dell'inflazione nella Germania degli anni Trenta) sia stata trasformata in un obiettivo universale dell'intera Unione Europea, come fine in sé piuttosto che come strumento per garantire la crescita e il benessere sociale.

La crisi, per certi aspetti, ha fatto emergere in maniera preponderante i limiti corrispondenti alla rigidità ideologica di questa impostazione.

Di fatto, gli interventi monetari della BCE e una politica fiscale contro-ciclica da parte degli Stati membri dell'UE avrebbero potuto contenere gli effetti drammatici della crisi recessiva del 2008-2009, mentre il ritardo dell'azione della BCE – se confrontato con la FED ad esempio – nel ricorrere alle politiche convenzionali finalizzate all'abbassamento del tasso d'interesse sarebbe indicativo dell'inadeguatezza del monetarismo nel far fronte alla crisi e della debolezza della ripresa europea confrontato con quella americana

⁷ NEDERGAARD P., SNAITH H., *Op. Cit.*, 2015.

Questo ritardo appare evidente anche per quel che concerne l'adozione di misure non convenzionali, tra cui il cosiddetto *quantitative easing*; la BCE ha introdotto questa misura radicalmente espansiva solo a partire dal Marzo 2015, mentre la FED già nei mesi successivi al fallimento di *Lehman Brothers*.

Inoltre, alla fine del 2015, l'allora Presidente della FED Yellen con alcune misure mise fine alla politica monetaria ultra-espansiva fino allora conseguita, nel mentre in Europa si consumava l'attuazione della QE della BCE nella sua fase iniziale. Si assiste, dunque, nella fase attuale, a un vero e proprio *transatlantic divergence* in materia monetaria, i cui effetti sugli squilibri economici globali sono ancora tutti da verificare.

Michael D. Bordo e Harold James auspicano come naturale conseguenza di un'unione monetaria un'unione fiscale tra gli Stati Europei, prendendo come modello la storia Americana, dove, successivamente alla Guerra di Indipendenza, e successivamente alla creazione di una Costituzione come suggerito con lungimiranza da Hamilton, i debiti derivati dalla guerra furono presi in carico dalla federazione statale. Nell'articolo *Partial fiscalization: some lessons on Europe's unfinished business*⁸, Bordo e James chiariscono quali furono le misure e gli steps necessari a realizzare un'unione fiscale, così come realizzatesi negli Stati Uniti. I due scienziati sociali propongono, perciò, l'adozione degli stessi steps da parte dell'Unione Europea.

Innanzitutto, si tratterebbe di minimizzare la vulnerabilità finanziaria, creando una vera e propria Unione bancaria, conseguenza diretta ed imprescindibile dell'unione monetaria.⁹ Anche i due autori non mancano di rilevare come tale processo sia

⁸ BORDO M.D., JAMES H., *Partial fiscalization: some lessons on Europe's unfinished business*, working paper 23220. National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2017.

⁹ Con unione bancaria si intende non solo quella esercitata di una banca centrale, ma una politica di assunzione del debito di singoli Stati da parte della banca centrale stesse. Per questo motivo, i due autori preferiscono parlare di unione fiscale parziale.

ostacolato da alcuni Paesi, in primis dalla Germania, non interessata a salvataggi a favore degli altri Stati-membri dell'UE.

Quindi, al fine di ridurre il ruolo delle Banche, sarebbe interessante, secondo i due economisti, avviare un'unione dei diversi mercati nazionali in un unico mercato finanziario, per consentire a piccole e medie imprese l'accesso al mercato e incoraggiarne l'attività.

In terzo luogo, i due autori insistono sulla necessità di creare un sistema unitario di tassazione. Similmente a quanto suggerito per gli Stati Uniti da Henry George, sarebbe necessaria una tassa fondiaria su tutti i territori dell'Unione Europea. L'obiettivo dovrebbe essere quello di sovra-tassare terreni abbandonati e incolti, o non sfruttati dal punto di vista edilizio, al fine di incentivare alla vendita i proprietari in modo di trovare un'acquirente che impieghi quel terreno per attività produttive, trasformando la rendita in profitto. In pratica, tassando terre a riposo, si produce un incentivo a renderle produttive, creando una valorizzazione del capitale.

Gli altri steps proposti da James e Bordo possono essere sintetizzati così: creazione di un sistema welfarista europeo (Welfare Union), caratterizzato da un unico sistema pensionistico e sanitario e un unico prelievo fiscale – misura che incentiverebbe la mobilità dei lavoratori e delle persone all'interno dell'Unione; creazione di un sistema energetico integrato (Energy Union) e realizzazione di progetti condivisi tra gli Stati membri. Tra questi, secondo i due economisti, c'è il problema dell'immigrazione che l'Europa dovrebbe risolvere in modo unitario e condiviso, senza scaricare le responsabilità sui Paesi d'approdo – che trattandosi dei Paesi del Sud Europa che si affacciano sul mediterraneo, si tratta quei Paesi la cui economia ha risentito o continua a risentire delle instabilità finanziarie generate dalla crisi – e

risolvendo in senso positivo la crisi securitaria, magari attraverso interventi nelle aree limitrofe: Nord Africa, Paesi arabi, Siria, Libia, Ucraina¹⁰.

Per realizzare ciò, potrebbe essere necessaria la costituzione di un'unica forza armata europea: dopo il crollo dell'Unione sovietica, il modo più efficace per garantire la pace sarebbe potuto essere, ancor prima di una unione monetaria, una politica militare comune a tutti i paesi dell'UE. Una politica militare comune porterebbe a importanti risparmi per tutti gli Stati, una più efficace capacità di progettare azioni militari condivise in missioni internazionali e, non in ultimo, potrebbe rappresentare una possibilità per il popolo europeo di riconoscersi in quanto tale, favorendo un sentimento d'appartenenza alla stessa comunità sociale e politica.

Non in ultimo, per gli autori, è indispensabile attuare un piano per le politiche giovanili a carattere transnazionale (come ad esempio l'apprendistato), finalizzato a favorire la mobilità giovanile per scambi di studio e lavoro. Solo così, secondo Bordo e James, sarà possibile per l'Europa superare la paura per i flussi migratori, rafforzando al tempo stesso la propria identità di comunità politica e sociale, e al contempo realizzare quelle *best-practice*, sul piano del welfare e degli scambi, capaci di creare un contesto e una possibilità reale di arricchimento.

Dunque, secondo Bordo e James, gli ostacoli all'attuazione di una fiscalizzazione e federazione reale sarebbero tutti di origine politica e mai di logica economica: primo fra tutti, il fatto di contemplare con estrema facilità un'eventuale uscita dall'UE da parte di un Paese membro, come è successo con la Brexit e come sarebbe potuto succedere nell'eurozona, con conseguenze catastrofiche per tutti, con la Grexit. Ciò,

¹⁰ Non è un caso che gli Stati che hanno dovuto affrontare maggiori emergenze umanitarie per i flussi migratori siano Italia, Grecia e Spagna, gli Stati cioè che tra tutti hanno più sofferto le conseguenze della crisi recessiva post-2008. In realtà la soluzione, secondo gli autori, è solo una: proporre delle soluzioni unitarie per l'integrazione sociale ed economica nell'Europa da parte dei rifugiati.

infatti, rende troppo vulnerabile l'economia dell'UE, molto di più del singolo Stato intenzionato a uscire.

Ronald Mckinnon, recentemente scomparso, fa un passo avanti rispetto a Brando e James, proponendo una revisione della teoria delle aree valutarie ottimali. La teoria in questione fu inaugurata da Robert Mundell, attraverso un articolo (1961) che si inseriva nel dibattito sui vantaggi e svantaggi dei regimi dei cambi fissi o flessibili. All'epoca era in vigore il regime dei cambi fissi stabiliti alla Conferenza di Bretton Woods, sebbene molti economisti erano a favore dei cambi flessibili, uno su tutti Milton Friedman (1953). Era inoltre in fase embrionale il progetto dell'UME e si rendeva necessario porre l'attenzione sulle garanzie di successo dell'adozione della stessa moneta.

Mundell sosteneva che una moneta unica europea non avrebbe potuto funzionare per la scarsa mobilità dei lavoratori tra i Paesi e affermava che un'area valutaria ottimale non è una nazione, né un insieme di nazioni, ma una regione caratterizzata dalla mobilità dei fattori produttivi (capitale e lavoro). Perché una regione? Perché, secondo la sua ottica, solo un'area trasversale avrebbe potuto superare efficacemente gli shock asimmetrici (congiunture economiche temporanee favorevoli per alcuni settori e sfavorevoli per altri)¹¹.

Gli economisti hanno a lungo discusso negli anni sulla questione dell'Europa, intesa come regione. Nella fattispecie, su quali fossero requisiti di un'area valutaria ottimale. Questi requisiti sono stati tracciati, all'inizio degli anni Duemila, da McKinnon che li riassunse in: flessibilità di prezzi e salari; mobilità interregionale di lavoro e capitale; convergenza dei tassi di inflazione; diversificazione produttiva (perché un calo della domanda di alcuni prodotti può non colpirne altri); grado di

¹¹ MUNDELL R.A., *A theory of optimum currency areas*, The American economic review, 1961, 51(4), pp. 657-665.

apertura dell'economia; integrazioni fiscali. McKinnon si concentra soprattutto sul grado di apertura dell'economia: quanto più un'economia è aperta agli scambi internazionali, tanto meno è soggetta agli effetti di variazioni nei tassi di cambio degli scambi con un particolare Paese. Il costo di partecipazione ad una unione monetaria dipende negativamente dal grado di apertura dell'economia, poiché in un'apertura molto ampia, una variazione del cambio nominale si tradurrebbe presto in una corrispondente variazione del livello dei prezzi, in modo che il tasso di cambio reale, indicatore della competitività del paese, rimarrebbe invariato, e l'effetto stabilizzatore della svalutazione sarebbe nullo nel lungo periodo. Al contrario in una economia più chiusa, una variazione del tasso di cambio nominale si tradurrebbe, almeno in parte, in una variazione del cambio reale, e quindi avrebbe effetti reali nell'economia¹².

Kenen sviluppa la questione delle integrazioni fiscali: secondo l'economista, sono di vitale importanza quelle politiche fiscali atte a rendere sostenibili le sacche di disoccupazione, che si formerebbero in seguito ad oscillazioni nelle esportazioni combinate, ovvero trasferimenti tra zone più ricche e zone più povere, così come avvenuto tra USA e Canada. Contrariamente a ciò che avviene in Europa, area nella quale si realizzano solo trasferimenti a lungo termine, tra USA e Canada avvengono trasferimenti sia a lungo termine (per aree più povere) che a breve termine (per shock simmetrici)¹³.

Tutti questi orientamenti hanno in comune il fatto di denunciare l'assenza di un'Europa politica, ovvero di una forma istituzionale politica squisitamente europea, a fronte della quale la politica economica, fiscale e monetaria sarebbe emanazione sì della Banca Centrale, ma nell'ottica di una compensazione politico-istituzionale e di una regolazione e governo di fenomeni prettamente sociali, eppure condizionanti la

¹² MCKINNON R., *Optimum currency areas and the European experience*, Economics of Transition, 2002, 10(2), pp. 343-364.

¹³ KENEN P., *The theory of optimum currency areas*, 1969.

stabilità dei mercati, la fiducia degli operatori e degli stessi cittadini nei confronti dell'Unione e della tenuta del processo d'integrazione.

La critica avanzata da questi economisti all'ordoliberalismo riguarda il fatto che l'apoliticità e tecnocrazia dell'ordinamento è solo presunta, mentre in realtà sottende un orientamento fortemente politico – che va a costituire l'architettura dei Trattati stessi, in primis quello di Maastricht – alla cui base c'è un controllo esasperato dell'inflazione e della stabilità dei prezzi. Diversamente, negli Stati Uniti d'America, il *dual mandate* formalmente riconosciuto all'autorità monetaria statunitense - che non manca di perseguire contemporaneamente il duplice obiettivo della piena occupazione (e conseguente stabilità del ciclo economico) e della stabilità dei prezzi - ha delle positive ripercussioni in termini occupazionali, sociali e distributivi.

Un'ultima, ma non meno rilevante ripercussione dell'approccio ordoliberalesull'Unione Economica e Monetaria riguarda l'esclusione della funzione di prestatore di ultima istanza dalle attribuzioni formali della BCE: l'Art.21 del Protocollo n. 4 sullo Statuto del SEBC e della BCE, in conformità con l'Art. 123 del TFUE, vieta infatti “la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia da parte della BCE o da parte della banche centrali nazionali, a istituzioni, organi o organismi dell'Unione, amministrazioni statali [...] così come l'acquisto diretto presso gli Stati membri di titoli di debito da parte della BCE o delle banche centrali nazionali”.

Sebbene l'impossibilità di comprare titoli di Stato sul mercato primario - così come l'assenza del *dual mandate* in capo alla BCE - sia interpretabile come un tentativo teorico dell'ordoliberalismo di rispondere alla questione del *moral hazard* in una comunità economica molto eterogenea, è tuttavia indiscutibile che tale fattore abbia svolto un ruolo destabilizzante nella fase centrale della crisi. Ciò ha indubbiamente

rappresentato uno dei fattori che ha spinto la BCE a forzare in senso espansivo e dirigistico le competenze attribuitele dai Trattati.

1.3. Competenze ed obiettivi della BCE.

All'interno dell'Unione Europea, il Consiglio Europeo ricopre un ruolo decisivo per ciò che concerne la politica economica, ma per quanto riguarda invece le politiche monetarie, funzioni pressoché esclusive sono attribuite al Sistema Europeo delle Banche Centrali e in particolar modo alla Banca Centrale Europea. Tuttavia, il SEBC (Sistema Europeo delle Banche Centrali) non è un organo autonomo, giacché è emanazione diretta della BCE e delle banche centrali nazionali, mentre è proprio la BCE ad avere un'autonomia giuridica e politica, in grado cioè di deliberare in materia di politica monetaria per quanto concerne il governo dell'euro e la sua emissione. L'obiettivo principale del SEBC è "il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC, sostiene le politiche economiche generali dell'Unione" [art.2 del Protocollo n.4 conformemente agli articoli 127, paragrafo 1 e 282, paragrafo 2 (TFUE)]. Rientrano tra gli altri obiettivi del SEBC quello di definire e attuare la politica monetaria dell'UE, detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri e svolgere le operazioni sui cambi.

Risulta fondamentale porre in evidenza, ai fini di questa trattazione, l'Art.21 del Protocollo n.4. Suddetto articolo, infatti, stabilisce che: «Conformemente all'articolo 123 TFUE, è vietata la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia da parte della BCE o da parte della banche centrali nazionali, a istituzioni, organi o organismi dell'Unione, amministrazioni statali [...] così come l'acquisto diretto presso gli Stati membri di titoli di debito da parte della BCE o delle banche centrali nazionali». Proprio questo articolo è stato il punto fondamentale sul

quale la Corte di Karlsruhe si è espressa in merito alla questione della legittimità degli OMT¹⁴.

Ma Giacché il SEBC è costituito dalla BCE, come si diceva, è alla BCE che spetta un ruolo decisivo nella politica monetaria e nel governo delle fluttuazioni dell'euro; una Banca Centrale Europea politicamente indipendente dalle singole sovranità nazionali e dalle istituzioni politiche europee nel loro complesso. All'origine di una scelta siffatta vi è l'intento politico di salvaguardare la stabilità dei prezzi, evitando così le spinte inflazionistiche. L'art. 7 del Protocollo n.4 chiarisce come ogni decisione di politica monetaria sia prerogativa della BCE e, di fatto, venga sottratta ad ogni forma di condizionamento o di pressione politica proveniente da Stati, governi, parlamenti o altre istituzioni democraticamente elette. Vi si legge: "Conformemente all'art.130 TFUE, nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti dai trattati e dal presente statuto, né la BCE, né una banca centrale nazionale, né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni, dagli organi o dagli organismi dell'Unione, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni, gli organi e gli organismi dell'Unione nonché i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della BCE o delle banche centrali nazionali nell'assolvimento dei loro compiti".

Tuttavia, l'indipendenza politica della BCE non implica l'assenza di un coinvolgimento e di un'interlocuzione con le istituzioni politiche; al contrario, la neutralità tecnica della BCE, requisito che consente ad essa di operare autonomamente alcune scelte di propria competenza, è ciò che consente alla stessa di tessere rapporti con tutti i livelli della *governance* europea: dalle autorità monetarie nazionali (banche centrali), alle singole banche fino ai governi e alle istituzioni

¹⁴ MIRAGLIA R., *La Corte costituzionale tedesca promuove il piano anti-crisi Omt della Bce*, Sole24Ore, 21 Giugno 2016.

sovrane nazionali. Secondo l'art.34 del Protocollo n.4, conformemente all'art.132 TFUE, la BCE può emanare regolamenti, decisioni, raccomandazioni e pareri per l'assolvimento dei compiti del SEBC. Ciò significa che de facto la BCE è completamente svincolata dalle decisioni politiche delle istituzioni democratiche: i regolamenti infatti altro non sono che atti normativi, la cui adozione è al di fuori del controllo di autorità politiche. Ciò non significa, tuttavia, che la BCE non svolga consultazioni: “La BCE viene consultata in merito a qualsiasi proposta di atto dell'Unione che rientra nelle sue competenze; dalle autorità nazionali, sui progetti di disposizioni legislative che rientrano nelle sue competenze, ma entro i limiti e alle condizioni stabiliti dal Consiglio” (art.4 del Protocollo n.4, conformemente all'art.127, paragrafo 4 TFUE).

D'altro canto, l'indipendenza politica della BCE viene ribadita come essenzialmente funzionale al progetto di integrazione e unificazione europea, strumento indispensabile quindi per far sì che gli interessi dei singoli Stati nazionali non prevalgano con il risultato di effetti disgreganti all'interno dell'eurozona. La persistente rilevanza degli stati nazionali nell'UE ha portato il processo di unificazione monetaria verso la creazione di istituzioni monetarie sufficientemente decentralizzate ma pur sempre in grado di condurre la politica monetaria in maniera unitaria. Il risultato è un'impalcatura istituzionale unica al mondo.

Con il Trattato di Maastricht vengono istituiti il Consiglio direttivo e il Comitato esecutivo in qualità di strutture di governo dell'Eurosistema: il primo comprende i membri del comitato esecutivo della BCE e i governatori delle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'Eurozona, mentre il Comitato esecutivo è composto da un Presidente, un Vice Presidente e quattro membri nominati dal Consiglio tra persone di riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario o

bancario (artt. 10 e 11 del Protocollo n.4, conformemente all'art. 283, paragrafo 1 TFUE).

Il Consiglio direttivo è l'organo decisionale più importante dell'Eurosistema: esso ha il compito di formulare la politica monetaria dell'Unione, prendere le decisioni relative agli obiettivi monetari intermedi, ai tassi di interesse e stabilire i necessari indirizzi per la loro attuazione (art. 12 del Protocollo n.4). Invece, al Comitato esecutivo spetta l'attuazione della politica monetaria, secondo le decisioni e gli indirizzi stabiliti dal Consiglio direttivo, impartendo le necessarie istruzioni alle banche centrali nazionali. Inoltre, riveste una funzione di delega di alcuni poteri sulla base di decisioni discrezionali del Consiglio direttivo e ha il compito di organizzare le riunioni del Consiglio stesso (art. 12 del Protocollo n.4). Si può pertanto affermare che il Comitato esecutivo eserciti un'influenza rilevante sul processo decisionale del Consiglio direttivo. Le votazioni all'interno del Consiglio direttivo non corrispondono, in ottemperanza al Trattato di Maastricht, al principio della maggioranza qualificata, alla stregua del Consiglio europeo. Ciò perché i membri del Consiglio direttivo sono vincolati a operare nell'interesse complessivo dell'Eurozona e non, dunque, dei Paesi d'appartenenza. Questo, per scongiurare la prevalenza di interessi nazionali o per evitare che gli stessi membri del Consiglio si comportino alla stregua di rappresentanti dei singoli Paesi.

Non meno importanti sono il Comitato economico e finanziario che svolge compiti consultivi e varie altre mansioni (definiti dall'art.134, par.2,TFUE) e il Consiglio generale della BCE, istituito dal Protocollo sullo Statuto del SEBC e della BCE, terzo organo decisionale della BCE.

Nel loro complesso, questi quattro organi rappresentano l'architave strutturale dell'“Eurosistema”, una vera e propria struttura organizzativa che “combina l'unità

decisionale e la decentralizzazione a livello di struttura e di attuazione delle decisioni”. Tuttavia, è proprio per via di tale decentramento di unità e di controlli, con le banche centrali nazionali che hanno un ruolo rilevante nei processi decisionali in quanto parte del consiglio direttivo, che in molti casi si assiste a *empasse* decisionali o rinvii in merito all’entrata in vigore di provvedimenti specifici. È il caso, ad esempio, del programma OMT, una delle misure anticrisi più controverse proposte dalla BCE, la cui attivazione fu ostacolata dalla Germania e il cui rinvio fu causato proprio dalla mancanza di condivisione della soluzione adottata all’interno dell’Eurosistema.

CAPITOLO II

Politiche convenzionali e non attuate in seguito alla crisi

2.1. Le misure non convenzionali della BCE: il Security Market Programme.

Nello specifico, si prenderanno ora in considerazione gli interventi monetari adottati dalla BCE e la strategia generale implementata per affrontare la crisi.

L'instabilità dei mercati, generata dalla crisi, ha spinto l'*Eurotower* a implementare misure non convenzionali congiuntamente a politiche *standard*, così come sancito nel marzo 2011 dalla modifica dell'Art. 136 del Trattato di Lisbona. Se l'*European Stability Mechanism* stabiliva una condizionalità rigorosa connessa all'assistenza finanziaria (Art. 12 del Trattato ESM), gli interventi della BCE a partire dalla primavera del 2011, si sono caratterizzati per un orientamento più flessibile nei confronti di eventuali azioni di sostegno finanziario attraverso misure non convenzionali come le LTRO, le OTM e ovviamente il *Security Market Programme*.

Tali misure non convenzionali erano concepite come risposta nei confronti dell'aggravarsi della crisi soprattutto nell'area dell'Europa mediterranea (Grecia in testa), per evitare forme di contagio ulteriore in altre aree europee e l'intensificazione degli squilibri nell'eurozona. Cosicché la BCE pensò bene di intensificare le proprie manovre di intervento a sostegno delle aree più depresse, attivando meccanismi specifici sui mercati finanziari.

Il security market programme sostanzia in una serie di interventi decisi dalla BCE a favore dei paesi dell'area euro colpiti dalla crisi economica e non in grado di

superarla autonomamente. Sul piano meramente operativo esso si configura come un programma di acquisto di titoli di stato da parte della BCE con la finalità di dare ossigeno ai paesi soffocati dal debito.

Le operazioni del Security Market Programme hanno rappresentato nel loro complesso un significativo ostacolo al divario tra i rendimenti dei titoli dei diversi Stati dell'UE, realizzando forme di temporanea stabilizzazione dei mercati e, dunque, evitando la possibilità di attacchi speculativi a danno di un determinato paese¹⁵.

Queste operazioni, sul piano strettamente giuridico, peraltro sono perfettamente compatibili con l'architettura normativa: giacché vengono realizzate sul mercato secondario non trasgrediscono l'art. 123 del TUE che sancisce il divieto di prestiti agli Stati membri o l'acquisto dei loro titoli sul mercato primario; né l'Art. 125 del TFUE che nega l'assunzione di qualsiasi responsabilità da parte dell'Unione per ciò che concerne le passività contratte dagli Stati membri, in quanto le operazioni condotte nell'ambito del SMP pur comportando per la BCE l'assunzione di una posizione creditoria verso gli Stati membri, non implicano il subentro nelle loro passività vietato dall'Art. 125. Tuttavia tale meccanismo trova dei limiti significativi nel necessario contenimento degli interventi in parola entro ben delineati confini quantitativi e temporali, oltre che nel consenso dei paesi dell'UEM, in quanto l'azione deve essere condivisa da parte degli organi decisionali dell'Eurosistema .

Il programma Security Market Programme è stato attivato nel Maggio 2010 per Grecia, Irlanda e Portogallo ed è stato esteso, nell'Agosto 2011, a Spagna e Italia ed è durato fino al Settembre 2012. Si trattava, sostanzialmente, di un meccanismo specifico attivato da Francoforte per contrastare il rialzo dei differenziali.

¹⁵ GUARINO, V.E., *Effetti collaterali delle politiche monetarie non convenzionali della Banca centrale europea: applicazioni ed evidenze di una metodologia event study*, 2016.

Nell'Agosto del 2011, è stato esteso a beneficio di Spagna e Italia. In totale sono stati impiegati 218 miliardi di euro, di cui 103 per l'acquisto di titoli di Stato italiani.

L'impatto del programma sugli spread dei titoli di Stato è stato immediato e significativo: durante il primo giorno di operatività, lo spread tra i titoli di Stato greci e tedeschi calò di oltre 400 punti; all'atto della riattivazione nel 2011, gli spread spagnoli e italiani calarono di oltre 100 punti. Anche l'effetto di lungo periodo sui rendimenti è significativo ed è stimato in una diminuzione compresa tra 0,1 e 7 punti base per le obbligazioni a 10 anni per ogni 100 milioni di titoli acquistati. Secondo alcune analisi gli effetti del SMP potrebbero addirittura attestarsi intorno ai 200 punti base sui titoli italiani a 2 e 10 anni. Gli acquisti della BCE sembrano avere anche ridotto in misura significativa la volatilità delle obbligazioni governative¹⁶.

Questo primo intervento di Francoforte era finalizzato ad evitare il contagio finanziario e gli attacchi speculativi ai paesi della periferia europea. Questa misura non violava il mandato BCE, dal momento che le operazioni di acquisto erano effettuate sul mercato secondario e non comportavano il subentro della BCE rispetto alle passività degli Stati membri. L'impatto del SMP è stato significativo e immediato per i paesi sotto attacco: i 218 miliardi di euro complessivamente mobilitati tra il Maggio 2010 e il Settembre 2012 hanno diminuito notevolmente il differenziale dei titoli periferici rispetto a quelli tedeschi, contribuendo a limitare la volatilità dei bond governativi.

¹⁶ G. ALESSANDRINI, *Il Ruolo della BCE nella Crisi Europea: le Misure Non Convenzionali e il Contenzioso dinanzi la Corte Costituzionale Tedesca*, 2014.

2.2. L'Erogazione di credito a lunga scadenza (LTRO) e l'istituzione dell'European Stability Mechanism.

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

Sul finire del 2011 la BCE, oltre alla riduzione sino all'uno per cento del proprio tasso di interesse principale, ha dato il via ad una misura denominata *Longer-term refinancing operations* (LTRO), una erogazione di credito a basso costo e a lunga scadenza. Questa misura rappresenta una riformulazione delle operazioni di mercato aperto, avente l'obiettivo di fornire alle banche un limite temporale più ampio per la programmazione della loro liquidità. Scopo principale del programma, quindi, era quello di risolvere l'empasse venutasi a creare nel mercato interbancario a causa della crisi di fiducia reciproca relativa alla solidità patrimoniale e di liquidità delle controparti.

Le *Long Term Refinancing Operations* (LTRO) hanno consentito ai comparti bancari europei di accedere all'erogazione di credito a basso costo e a lungo termine: attraverso l'emissione in due aste triennali, le banche dell'Eurozona hanno ottenuto più di 1000 miliardi di euro a un tasso d'interesse dell'1% con possibilità di restituzione anticipata ad un anno. L'obiettivo principale di queste operazioni era quello di far ripartire il credito interbancario, ripristinando la fiducia tra gli operatori, incrinata dopo la crisi dai dubbi circa la solidità patrimoniale e la liquidità degli altri Partners. Le iniezioni di liquidità derivanti dalle LTRO hanno ridotto in modo permanente i tassi di interesse sul mercato interbancario di quasi un punto

percentuale. Non c'è però evidenza riguardo ad un loro effetto significativo sui rendimenti delle obbligazioni governative.

Di fatto essa si è tradotta in uno straordinario “*quantitative easing*”, con l'emissione in due tornate di più di 1000 miliardi di euro di finanziamenti a basso costo a banche dell'eurozona, per tre anni e col beneficio di un'opzione di chiusura anticipata dell'operazione dopo un anno”. Di tutti i fondi messi a disposizione, un quarto è andato alle banche italiane. Le due aste a tre anni, risalenti al Dicembre 2011 e al Febbraio 2012, hanno immesso nel sistema una liquidità aggiuntiva pari a 523 miliardi.

Le misure sopra descritte del SMP e LTRO, nonché l'OMT (che sarà analizzata nel prossimo paragrafo) costituiscono a pieno titolo parte della *governance* della crisi, anzi sono state espressamente inserite nelle misure appartenenti al programma di riforma della *governance* economica dell'UE, sancito dalla riforma del Trattato di Lisbona e definito come “European Stability Mechanism”.

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

L'*European Stability Mechanism* ha erogato prestiti alla Grecia, all'Irlanda (nel Novembre 2010) e al Portogallo (nell'Aprile 2011), reperendo le risorse sui mercati finanziari, beneficiando del placet e della garanzia degli altri paesi dell'eurozona. In sintesi, l'ESM è un'istituzione finanziaria internazionale che si propone l'obiettivo di fornire un sostegno alla stabilità dei mercati dei Paesi aderenti al programma che scontano serie difficoltà in termini di crisi finanziarie dei loro mercati. Come si diceva, l'ESM sorge dalle modifiche del Trattato di Lisbona, in particolare per quanto

concerne l'art. 136, così come modificato e approvato dal Parlamento Europeo il 23 Marzo 2011 e ratificato dal Consiglio Europeo a Bruxelles il 25 Marzo 2011. Sebbene l'entrata in vigore del Programma fosse stata prevista per la metà del 2013, l'aggravarsi della crisi del debito – che da privato diventò “sovrano”, dunque pubblico – comportò la decisione da parte del Consiglio Europeo (assemblea del 9 Dicembre 2011) di anticipare l'attuazione del Programma al Luglio 2012. Anche in questo caso, gli interessi tedeschi rappresentarono un ostacolo al programma e l'attuazione del fondo fu temporaneamente sospesa in attesa della pronuncia da parte della Corte Costituzionale Tedesca sulla sua legittimità e compatibilità con l'ordinamento tedesco. Nel Settembre 2012, finalmente, la Corte di Karlsruhe scioglie il nodo giuridico, pronunciandosi in favore della compatibilità del Fondo con l'ordinamento tedesco, benché la sua applicazione sarebbe dovuta andare incontro a precise limitazioni. L'allora Presidente della Commissione Europea, Jean-Claude Juncker, definì «Tappa storica nella costruzione dell'Unione monetaria» l'attivazione definitiva del Fondo l'8 ottobre 2012.

Il MES è composto al suo interno da un Consiglio di amministrazione che ha funzioni meramente esecutive ed è nominato dal Consiglio dei Governatori, organo con facoltà di deliberare e di decidere sull'impiego dei fondi (formato dai ministri delle finanze degli Stati dell'eurozona) e, infine, dal Direttore operativo, che ha poteri di rappresentanza e gestione ordinaria. In qualità di osservatori, sono chiamati a partecipare al MES il Presidente della BCE, il Commissario Europeo agli Affari economico-monetari.

A disposizione del MES c'è uno stock di capitale per un ammontare complessivo di 700 miliardi di euro, realizzato previo versamenti degli Stati membri le cui quote di contribuzione sono determinate in conformità al calcolo specificato dall'allegato all'art. 8 dello statuto del MES. La funzione principale del MES è quella di emettere

titoli e strumenti finanziari, con la garanzia dell'area euro e in base alle quote di capitale nella BCE. Ha inoltre la possibilità di acquistare titoli di Stato dei Paesi membri dell'eurozona sul mercato primario e secondario. Infine, può concludere intese o accordi finanziari anche con istituzioni finanziarie e istituti privati. Qualora uno Stato finanziato dal MES dichiarasse insolvenza, quest'ultimo potrà essere risarcito dai fondi erogati dai creditori privati. Tuttavia, la salvaguardia della stabilità economico-finanziaria dei singoli Stati membri rappresenta l'obiettivo principale del MES, ragione per cui vengono impiegati dei fondi preordinati. In altre parole, il fondo eroga prestiti «sulla base di condizioni rigorose» che «possono spaziare da un programma di correzioni macroeconomiche al rispetto costante di condizioni di ammissibilità predefinite» (art.12, comma primo, Statuto MES). Sono previste, inoltre, delle sanzioni per quegli Stati che non rispettano le scadenze di restituzione, i cui proventi vanno ad incrementare lo stesso fondo MES. Inoltre, «in caso di mancato pagamento, da parte di uno Stato membro dell'ESM, di una qualsiasi parte dell'importo da esso dovuto a titolo degli obblighi contratti in relazione a quote da versare [...] detto membro dell'ESM non potrà esercitare i propri diritti di voto per l'intera durata di tale inadempienza» (art.4, comma 8, Statuto MES).

In sostanza, l'ESM è un programma particolarmente rigoroso, caratterizzato da una specifica attività di analisi, valutazione e selezione dei beneficiari dell'assistenza finanziaria e dalla successiva decisione operativa ad opera del Consiglio dei governatori, il tutto vincolato alle garanzie di un corretto funzionamento del fondo. Consiglio dei governatori e Consiglio di amministrazione procedono di comune accordo nell'elaborare e attuare decisioni (Art. 4, comma 2, MES): è necessario disporre di una maggioranza qualificata o semplice, conformemente alle disposizioni del trattato istitutivo del MES. Per tutte le decisioni è necessaria «la presenza di un quorum di due terzi dei membri aventi diritto di voto che rappresentino almeno i due

terzi dei diritti di voto» (*Ibidem*). I diritti di voto di ogni Stato membro, inoltre, sono calcolati in proporzione al valore delle quote versate nel fondo.

Una volta deliberata la concessione dell'aiuto finanziario, «il Consiglio dei governatori affida alla Commissione europea – di concerto con la BCE e, laddove possibile, insieme all'FMI – il compito di negoziare con il membro del MES interessato un protocollo d'intesa che precisi le condizioni contenute nel dispositivo di assistenza finanziaria» (Art.13, MES). Dopodiché, una volta firmato il protocollo d'intesa, il Consiglio di amministrazione è chiamato ad approvare «l'accordo sul dispositivo di assistenza finanziaria che definisce gli aspetti finanziari del sostegno alla stabilità da fornire» (Art.13, comma 5, MES), predisponendo «un idoneo sistema di avviso per garantire il tempestivo rimborso degli eventuali importi dovuti dal membro del MES», lasciando alla Commissione il «compito di monitorare il rispetto delle condizioni cui è subordinato il dispositivo di assistenza finanziaria» (Art.13, commi 6 e 7).

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

2.3. OMT: Outright Monetary Transactions.

Alla fine dell'estate 2012, al termine di un periodo nel quale, a causa di un rinnovato senso di sfiducia dei mercati nella stabilità dell'euro, lo spread aveva avuto un'ennesima impennata, la BCE è intervenuta affiancando - e in certi casi addirittura sostituendo - i programmi SMP e LTRO con una nuova tipologia di operazioni denominate Outright Monetary Transactions (OMT).

Le politiche non convenzionali della BCE hanno avuto una forte accelerazione in corrispondenza del discorso che l'allora Presidente della BCE Mario Draghi fece Durante la Global Investment Conference di Londra il 26 Luglio 2012 circa la volontà della massima autorità monetaria europea di salvaguardare la Moneta Unica, "whatever it takes : «Nell'ambito del suo mandato, la BCE è pronta a salvaguardare l'euro con ogni mezzo. E credetemi, sarà sufficiente». Il cosiddetto "discorso di Londra" del Luglio del 2012 ha infatti spianato la strada alle Outright Monetary Transactions, che avrebbero dovuto ripristinare la fiducia dei mercati circa l'irreversibilità dell'Euro.

Tali misure furono ufficialmente annunciate dal Consiglio direttivo della BCE qualche giorno dopo della Conferenza di Londra, il 2 Agosto 2012 e successivamente illustrate nel dettaglio il 6 Settembre 2012.

L'obiettivo delle OMT fu quello di salvaguardare la politica monetaria dell'eurozona, contrastando gli effetti distruttivi della crisi che avrebbero portato ad effetti negativi sulla stabilità dei prezzi, oltre ad un rischio di dissoluzione dell'area euro. L'ex Presidente Draghi, quindi, in quella circostanza assunse nei confronti del Consiglio direttivo una posizione di fermezza e coerenza con le finalità proprie dell'istituto che

si pone al centro dell'UEM e fonda il suo agire sull'irreversibilità dell'euro¹⁷. Non a caso, la stampa e i media battezzarono l'operazione OMT come piano “salva-euro” o “anti-spread”.

Le OMT prevedevano l'acquisto illimitato (ovvero senza che la Banca Centrale Europea si ponga limiti quantitativi ex ante) di titoli di Stato a breve termine, con maturazione tra uno e tre anni. Le transazioni avvenivano sul mercato secondario e la liquidità creata dal piano OMT veniva completamente sterilizzata, evitando in questo modo che si immettesse liquidità nel circuito economico. Le OMT - che hanno sostituito il SMP - hanno certamente avuto un effetto travolgente sui mercati, pur non essendo mai del tutto entrate in azione: anche senza transazioni vere e proprie l'effetto sulle aspettative degli operatori di mercato ha immediatamente comportato una notevole riduzione degli spread.

Per realizzare tutto ciò, la BCE rinunciò ad essere creditore privilegiato, impegnandosi a pubblicare mensilmente l'ammontare delle OMT effettuate e il valore di mercato delle attività acquisite.

Ovviamente, per i beneficiari delle OMT erano previsti dei costi, anche notevoli in termini di subordinazione a talune condizioni: gli acquisti di titoli di Stato da parte della BCE erano subordinate a specifiche condizioni, sottoscritte dai Paesi beneficiari. Tali condizioni erano «vincolanti anche per i governi futuri [...] nel quadro completo di un aggiustamento macroeconomico a pieno titolo [...] o in un programma preventivo (*Enhanced Conditions Credit Line*) ».

Così facendo, la BCE si presentò non solo come istituzione capofila di un progetto molto ampio riguardante tutta l'area euro, ma anche come soggetto autorevole per

¹⁷ M. DRAGHI, *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi, Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank, Global Investment Conference in London, ECB Speeches, 26 Lug. 2012.*

l’emanazione e la diffusione di specifiche “linee guida” finalizzate alla realizzazione di un’integrazione europea, fondata su comportamenti improntati al rigore, alla correttezza e alla responsabilità.

Il programma OMT, così come l’operato di Mario Draghi, è stato oggetto di forte critiche da parte – come immaginabile – della Bundesbank e della Corte Costituzionale Tedesca. L’accusa rivolta a Draghi fu quella di aver agito al di fuori delle sue competenze, giacché la BCE avrebbe dovuto occuparsi esclusivamente della stabilità dei prezzi all’interno dell’eurozona, vigilando affinché gli Stati membri tenessero a bada l’inflazione e adottassero i precetti economico-monetari della Banca Centrale.

Anche qui, siamo in presenza di un paradosso politico: la BCE è formalmente indipendente politicamente e agisce in autonomia, vincolando alle sue disposizioni l’agire dei singoli Stati membri dell’eurozona; eppure, l’approvazione della Corte di Karlsruhe e della Bundesbank sono fortemente condizionanti e hanno un’ingerenza politica nei confronti della decisione della Banca Centrale, poiché l’approvazione di alcuni meccanismi come l’OMT o l’ESM sono vincolati al loro responso.

La Corte Europea di Giustizia è stata infine chiamata a deliberare a riguardo dalla Corte Costituzionale tedesca, che sottolineava in particolare che tale misura costituirebbe un finanziamento monetario di bilancio, in aperto contrasto con l’Art. 123 del TFUE (la cosiddetta *no bail-out clause*) e l’Art. 18 dello Statuto BCE; nel Gennaio e nel Giugno del 2015 la Corte europea ha tuttavia sancito la legittimità delle OMT, stabilendo che queste non costituiscono alcuna violazione dei Trattati vigenti

Queste controversie giuridiche segnalano tuttavia un conflitto circa l’approfondimento del processo d’integrazione finanziaria operato dalla BCE

attraverso le OMT: queste operazioni configurano una sorta di meccanismo assicurativo, che attribuisce alla massima autorità monetaria europea una funzione di prestatore di ultima istanza (lender of last resort/ LoLR), anche se solo sui mercati secondari e con ripercussioni subottimali dal punto di vista della sostenibilità finanziaria per l'Eurotower.

Non pare del tutto convincente l'atteggiamento tedesco in materia: la contrarietà rispetto all'attribuzione alla BCE di una funzione di LoLR per i governi dell'Eurozona - insita nelle OMT - è stata infatti argomentata facendo ricorso ai principi ordoliberali, ma la stessa coerenza teorica e con questa, l'opposizione tedesca è tuttavia venuta clamorosamente a mancare nel momento in cui la BCE ha esercitato tale funzione rispetto al comparto bancario europeo.

Non sembrano inoltre convincenti le argomentazioni teoriche utilizzate da coloro che sostengono la limitazione della funzione di LoLR in capo alla BCE esclusivamente in ambito bancario. Se il compito storico attribuito alle banche centrali è quello di difendere la stabilità finanziaria, risulta incomprensibile il motivo per cui attraverso le politiche monetarie si dovrebbe prima salvare un comparto bancario macchiato da pesanti responsabilità rispetto allo scoppio della crisi, lasciando successivamente al proprio destino i paesi membri dell'Eurozona, che invece hanno contribuito inizialmente al salvataggio dei rispettivi sistemi finanziari nazionali. L'atteggiamento tedesco sembra essere stato dettato da specifici interessi nazionali e dalla necessità di difendere un sistema bancario fortemente esposto, più che da una visione cooperativa e continentale dell'Unione Europea e della moneta unica.

In ogni caso, la controversia tra Berlino e Francoforte è stata risolta grazie allo spiraglio giuridico individuato inizialmente dalla Corte di Karlsruhe, che dichiarò preventivamente la legittimità di questo strumento nel caso in cui questo fosse stato

interpretato in senso restrittivo dalla Corte UE, cioè in conformità coi Trattati e con le linee guida della politica economica europea; l'acquisto di titoli di Stato è stato infatti subordinato a certe condizioni, che devono essere sottoscritte dai paesi richiedenti e, come visto, vincolanti per i Governi futuri. In altre parole, le OMT non sfuggono al principio della condizionalità degli "aiuti" la BCE ha assunto in questo ambito una funzione primaria per quanto riguarda l'imposizione della disciplina e del rigore; in definitiva, anche la funzione di prestatore di ultima istanza in capo alla BCE è stata subordinata all'accettazione da parte degli Stati dell'Eurozona delle politiche di austerità e dei piani di aggiustamento stabiliti a Berlino, dunque ad un sostanziale commissariamento.

2.4. Controversie rispetto alle politiche non convenzionali e proposte alternative: QEP

L'ultima misura non convenzionale, adottata da Francoforte nel Marzo del 2015, è il cd quantitative easing, ossia l'iniezione di massicce quantità di liquidità nell'economia attraverso l'acquisto di titoli di Stato da parte della BCE. Questo programma, al contrario delle OMT, non prevede la sterilizzazione della liquidità così generata; infatti lo scopo teorico di tali operazioni monetarie è quello di far ripartire l'economia reale, aumentando la propensione del sistema bancario europeo a fare credito alle imprese.

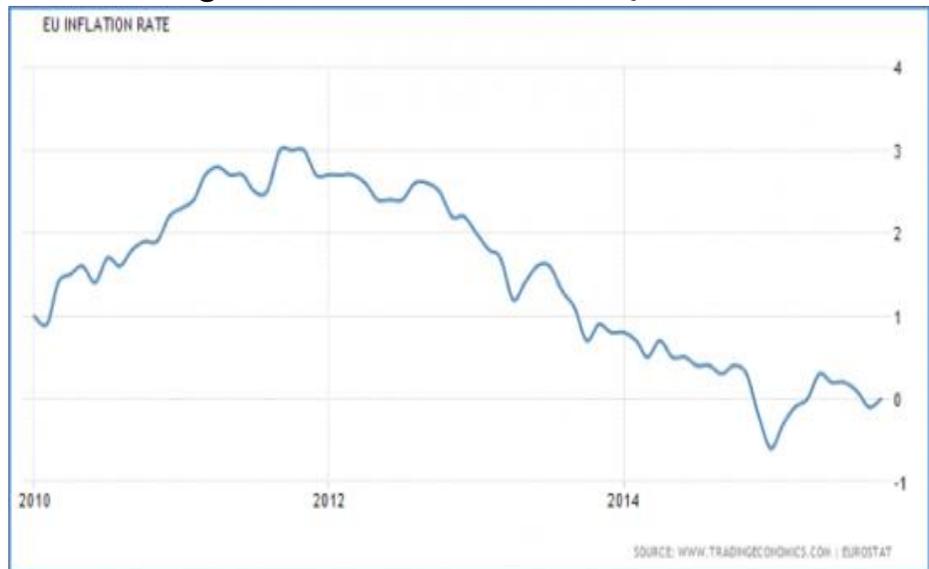
Il QE dell'Eurotower prevede un acquisto di 60 mld di euro di titoli su base mensile: finora l'ammontare di liquidità messa in circolo è di 700 mld di euro, mentre la cifra complessiva che dovrebbe essere mobilitata tra il marzo 2015 e il febbraio 2017 è di

1.560 mld di euro. Sebbene non si possa negare l'effetto benefico del QE sulle esportazioni europee, grazie alla svalutazione competitiva rispetto a dollaro e sterlina, è lecito affermare che tale politica monetaria non è sufficientemente adeguata a rimettere in moto le economie del Continente.

Ciò è dimostrato dal rallentamento della crescita nella seconda parte del 2015; una trappola di liquidità sembra aver avvolto l'economia europea, caratterizzata da tassi d'interesse troppo bassi affinché le banche trovino profittevole canalizzare la liquidità proveniente dal QE in investimenti produttivi e credito all'impresa¹⁸. Appare ingiustificato il successo generalmente attribuito al QE europeo.

Inoltre se si prende in considerazione l'obiettivo della politica monetaria della BCE - un livello del tasso d'inflazione lievemente inferiore al 2% - è possibile desumere dai dati che, anche in tale ambito, il QE non è riuscito a raggiungere il risultato preposto, con l'inflazione tornata in territorio negativo nel settembre 2015. Questo dato deve

essere collocato nel trend complessivo che caratterizza l'Eurozona a partire dal 2012, e che vede dal 2013 il tasso d'inflazione medio sia inferiore all'obiettivo monetario di Francoforte, sia al di



¹⁸ DE GRAUWE, *Monetary Policy and Public Investment*, CEPS – Thinking ahead for Europe, Economy and Finance, 14 Gen. 2016.

sotto del livello generalmente indicato dalla letteratura scientifica come soglia della deflazione 1,5 percento) ¹⁹.

Il fallimento del QE di raggiungere gli scopi preposti non deve però portare ad un rifiuto indiscriminato di tale misura monetaria: come abbiamo già sottolineato, l'adozione della stessa pratica da parte della FED è riuscita ad essere d'aiuto per l'economia statunitense. Dunque, la differenza è rappresentata dalla contemporanea adozione di politiche fiscali espansive da parte di Washington. Il più grande vantaggio economico, garantito dal QE, è rappresentato dalla possibilità per lo Stato di registrare un deficit fiscale più elevato; ciò avviene senza dover subire un eccessivo aumento dei costi legati al debito pubblico.

In sostanza il QE rappresenta in teoria un utile strumento monetario atto ad affiancare un'appropriata politica fiscale per gli investimenti. Tuttavia le istituzioni europee hanno imposto politiche di consolidamento, attribuendo erroneamente all'espansione monetaria il potere di stimolare di per sé la ripresa, attraverso la facilitazione del credito e la crescita delle esportazioni. Tale assunto presenta due nodi critici: in primis, non appare probabile che solamente un incremento del livello del credito sia in grado di rimettere in moto l'attività economica. In secondo luogo, è necessario considerare la teoria keynesiana della moneta; se l'offerta di moneta è determinata dalla domanda, il ciclo reale assume effettiva importanza: nel contesto economico europeo, caratterizzato da tendenze deflazionistiche e recessive, le opportunità di profitto scarseggiano e generano una domanda di credito debole da parte di famiglie e imprese; la stretta creditizia non può essere risolta aumentando l'offerta di moneta, a prescindere dalla quantità di QE che la BCE è disposta a sostenere. Tale

¹⁹ FAZIT., *QE in the Eurozone Has Failed*, Economist, 18 Nov. 2015.

interpretazione è peraltro confermata da una recente ricerca della Commerzbank, dal quale emerge che l'85% delle banche interpellate sostenga che il QE non abbia provocato incrementi significativi del credito: la liquidità così come l'offerta di moneta non sono fattori esplicativi del basso livello del credito che si registra attualmente nell'Eurozona²⁰.

L'aumento dell'offerta di moneta apportato dalla BCE ha provocato solo un lieve incremento del credito bancario e gran parte di questo rialzo ha finito col finanziare il settore pubblico - la crescita dei debiti sovrani - piuttosto che quello privato. Ciò come effetto dell'accumulazione di Titoli di Stato nei portafogli azionari degli istituti di credito.

Dunque, il QE sembra produrre più facilmente esiti non programmati (ad esempio bolle sul mercato azionario, svalutazione del cambio, distorsione dei prezzi, aumento del legame tra sofferenze bancarie e debiti sovrani) rispetto ai suoi obiettivi dichiarati: aumento dell'inflazione, miglioramento della trasmissione monetaria, stimolo dell'economia reale²¹.

In conclusione si potrebbe affermare che anche la politica monetaria che la BCE ha perseguito, ha contribuito a determinare la persistenza della crisi economica e dunque la crescita delle spinte centrifughe in Europa; costituendo una minaccia per la dissoluzione dell'unione monetaria. Per questo, il QE avviato nel 2015 - congiuntamente alle politiche fiscali restrittive ancora vigenti - non ha determinato, come sperato, un incremento del credito e una ripresa del ciclo reale.

²⁰ FAZIT., *Op. Cit.*, 2015.

²¹ BREUSS F., *The Crisis Management of the ECB*, Österreichisches Institute Fur Wirtschaftsforschung, Working Papers, n. 507, Gen. 2016.

La svalutazione del cambio ha invece contribuito a consolidare il modello di ispirazione tedesca in tutta l'Eurozona, creando un enorme blocco mercantilista che agisce in modo destabilizzante rispetto agli equilibri economici globali. Di fatto, l'attuale surplus europeo - già intorno al 3,7% del Pil - è destinato ad aumentare nei prossimi anni in virtù del QE; questo dato rappresenta, secondo molti analisti, l'indicatore incontrovertibile dell'insostenibilità del modello di sviluppo adottato dalle istituzioni europee, poiché comporta alti tassi di disoccupazione e debolezza della domanda interna. Inoltre, tale modello rende l'Europa dipendente dalle decisioni degli altri Stati extra-europei che importano prodotti europei. Un primato, questo, che si sta rapidamente esaurendo nell'ultimo biennio, caratterizzato da un rallentamento economico globale e da sempre più frequenti svalutazioni competitive (come quella giapponese a fine 2015).

Numerosi economisti, dunque, hanno cercato di porre l'attenzione dell'opinione pubblica e delle istituzioni europee sulle problematiche e sui limiti delle politiche della BCE, proponendo in alcuni casi misure alternative in ambito monetario.

Una di queste è sicuramente *il quantitative easing for the people* (QEP), nella definizione di Anatole Kaletski²²: un'iniezione di liquidità che cerchi di bypassare il circuito finanziario per andare a sostenere direttamente famiglie e imprese. Il QEP altro non è che un finanziamento monetario esplicito, nella misura in cui prevede il finanziamento diretto dei Governi attraverso la creazione di moneta, la quale va a finanziare la spesa pubblica. Tale politica monetaria sarebbe per molti desiderabile nell'attuale scenario economico europeo: in particolare l'*elycopter money* avrebbe un impatto immediato su consumi, crescita e inflazione, mantenendo sotto controllo il

²² KALETSKY A. , *How about quantitative easing for the people?*, Reuters, 1 Ago. 2012.

debito pubblico. Questa è una delle ragioni, quindi, per cui molti dei suoi sostenitori ne richiedono l'adozione immediata, in sostituzione del QE²³.

Fazi, ritiene che il QEP avrebbe il vantaggio di non entrare in contrasto con il già richiamato Art. 123 del TFUE, che impedisce alla BCE di esercitare una funzione di prestatore di ultima istanza per quanto riguarda i governi dell'Eurozona, e non configurerebbe alcun tipo di mutualizzazione dei rischi, tanto avversata dai tedeschi. Per altri, però, questa misura sarebbe più un palliativo che una soluzione ragionevole sul lungo periodo.

Ciò che risulta assolutamente evidente nelle analisi economiche e da molti economisti condiviso come urgenza politica è la necessità di sviluppare una politica fiscale espansiva accanto alle politiche monetarie della BCE.

Alcuni economisti sostengono che attraverso i QEP i *core countries* avrebbero la capacità economica di incrementare gli investimenti pubblici attraverso il *deficit spending* a un costo molto contenuto, cioè attraverso l'incremento del debito, grazie all'emissione di titoli di Stato di lunga scadenza. Un nuovo interventismo statale in ambito economico avrebbe il pregio di interrompere la caduta del rapporto di investimenti totali sul Pil, restituendo fiducia agli investitori privati. Inoltre, per gli stessi autori sarebbe finanziariamente sostenibile visto l'elevata probabilità che il tasso di rendimento legato agli investimenti produttivi ecceda il costo di finanziamento dei medesimi investimenti.

Da questo punto di vista, la sostenibilità finanziaria dei costi di servizio del debito migliorerebbe notevolmente nel medio periodo²⁴. Come giustamente notato, però,

²³ Per un'analisi economica approfondita di questa misura monetaria si veda: BOSSONE B., FAZI T., WOOD R., *Helicopter money: The best policy to address high public debt and deflation*, Vox – CEPR's Policy Portal, 1 Ott. 2014; MUELLBAUER J., *Combating Eurozone deflation: QE for the people*, Vox – CEPR's Policy Portal, 23 Dic. 2014.

²⁴ DE GRAUWE P., *Op. Cit.*, 2016.

alcune delle regole rigide dell'Eurozona, come ad esempio il Fiscal Compact, non permetterebbero questa svolta espansiva.

Altri economisti, infine, hanno proposto misure fiscali espansive anche per i Paesi periferici. Bossone e Cattano, ad esempio, riprendono la proposta dell'emissione di Certificati di Credito Fiscale, in passato presentata in passato da Giavazzi e Tabellini: la proposta si inserisce all'interno di un disegno complesso che prevedrebbe l'emissione da parte dello Stato di questi "buoni sconto fiscali ad uso differito" utilizzabili come mezzo di pagamento, insieme alla riduzione coordinata del livello d'imposizione fiscale del 5%, e un'estensione temporale degli obiettivi di bilancio pubblico²⁵. Questa proposta è interessante perché segna un avanzamento nel dibattito accademico circa le misure da implementare per uscire dal vortice deflazionistico e recessivo che sembra avvolgere l'Europa, pur rimanendo all'interno della Moneta Unica e dei suoi rigidi parametri.

In conclusione, sembra fondamentale sottolineare la necessità di analizzare congiuntamente l'effetto delle politiche monetarie e delle politiche fiscali: la combinazione di austerità e politiche monetarie espansive implementata negli ultimi anni nel contesto europeo ha decisamente contribuito ad approfondire la crisi, se si considerano gli attuali livelli della disoccupazione, l'inconsistenza della crescita del prodotto e l'andamento regressivo degli investimenti in rapporto al Pil (soprattutto in ottica comparata con gli Stati Uniti). L'azione della BCE presa singolarmente ha certamente placato e rassicurato i mercati nei momenti di maggiore difficoltà, limitando le offensive speculative contro i paesi periferici in maggiore difficoltà; tuttavia, se tale azione non sarà presto affiancata da un'adeguata espansione di tipo

²⁵ BOSSONE B., CATTANEO M., MOSLER W., ZIBORDI G., *Ricetta per l'Eurozona: più Pil senza nuovo debito*, lavoce.info, 30 Set. 14; BOSSONE B., CATTANEO M., *Helicopter tax credits' to accelerate economic recovery in Italy (and other Eurozone countries)*, Vox – CEPR's Policy Portal, 4 Gen. 2016.

fiscale, essa potrebbe contribuire a generare ulteriori bolle sui mercati finanziari e a consolidare un modello di sviluppo insostenibile per l'Eurozona considerata nel suo complesso. La necessità di riformare i Trattati e riformare radicalmente il processo d'integrazione in senso progressista sembra oggi più urgente che mai, a meno che non si voglia cedere al ripiegamento nazionalista e sovranista dei nuovi movimenti dell'Estrema Destra europea. Senza l'Unione Fiscale, gli squilibri strutturali generati dall'Euro rischiano di compromettere non solo la Moneta Unica, ma l'intero progetto europeo sotto il peso degli effetti recessivi dell'austerità, che sta mettendo a rischio la stabilità dello stesso settore finanziario europeo (come dimostra la questione sempre più problematica dei Non Performing Loans – NPL). Senza Unione Politica, tuttavia, qualsiasi ulteriore approfondimento dell'integrazione rischia di essere l'ennesima forzatura di un regime istituzionale troppo distante dai cittadini europei e dai principi democratici che si afferma ne avrebbero ispirato la creazione.

CAPITOLO III

Prospettive sulla Politica Monetaria Europea

3.1. L'azione della BCE a confronto con le altre autorità monetarie

L'analisi comparata tra le politiche monetarie delle diverse Banche Centrali è utile tra le altre cose a inquadrare le caratteristiche distintive dell'azione della BCE. Questo paragrafo sviluppa un tentativo in tal senso, anche al fine di individuare qualche ipotesi sul futuro delle politiche monetarie europee, con l'avvicinarsi della fine del *quantitative easing*.

Con l'esaurimento delle politiche fiscali controcicliche adottate in Europa in risposta alla recessione del 2009, la politica monetaria si è imposta come unica forza espansiva nell'arena politica.

Come già evidenziato, la Banca Centrale Europea ha adottato misure convenzionali e non per limitare gli effetti recessivi della crisi economica e finanziaria, avendo il merito di interrompere la crisi degli *spread*, stabilizzando i tassi d'interesse sui titoli di stato grazie al famoso "*Whatever it takes*" pronunciato da Draghi nel Luglio 2012 in concomitanza all'annuncio del programma OMT.

Tuttavia, la rigidità dell'impostazione monetaria di Francoforte è apparsa con grande chiarezza durante l'ultimo decennio di crisi, insieme all'inconsistenza dell'architettura economica complessiva dell'Eurozona.

Innanzitutto, si deve considerare l'assenza di parallele politiche fiscali espansive quale grande elemento di debolezza delle politiche economiche europee.

La maggiore efficacia sull'economia reale delle politiche monetarie della *Federal Reserve* è certamente legata a questo aspetto: mentre gli Stati Uniti si avviavano al superamento della Grande Recessione e al rapido ritorno al PIL pre-crisi in termini reali, l'Unione Europea e l'Eurozona rispondevano all'aggravarsi dei debiti e dei bilanci pubblici attraverso l'adozione di un insieme di regole – *Two Pack*, *Six Pack*, *Fiscal Compact* – che avrebbero contribuito ad affermare la specificità della crisi dell'Euro, prolungandone la profondità e la durata.

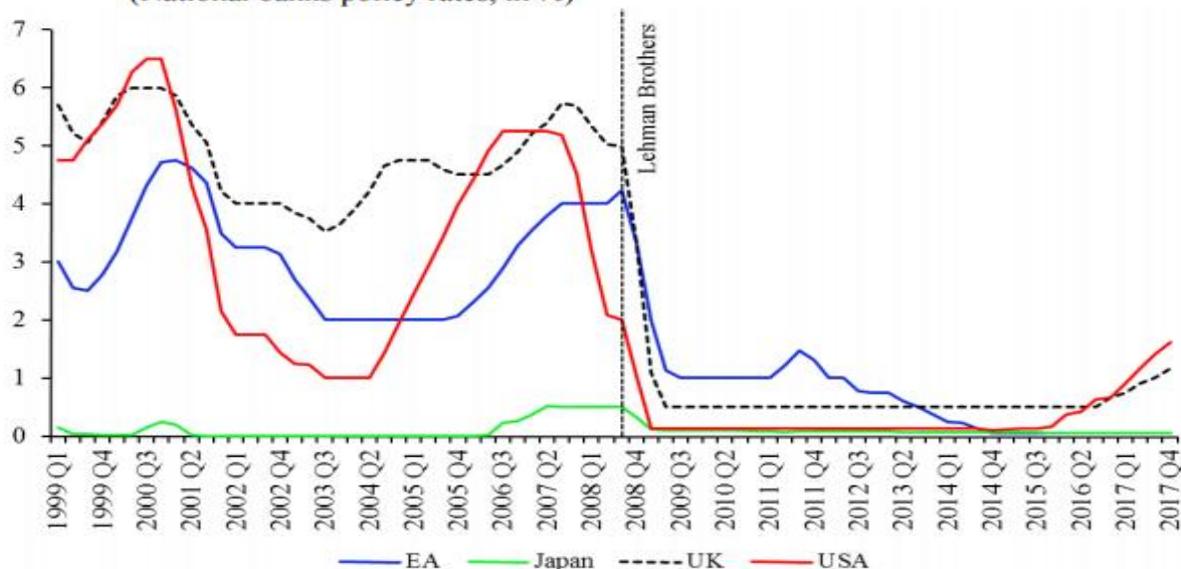
In altre parole, l'austerità - insieme alla maggiore fragilità del sistema bancario europeo - è una delle cause profonde della timidezza della ripresa europea. Il passaggio dagli stimoli fiscali in sostegno alla domanda aggregata (2009-2010) alle politiche di *austerity* ha colpito l'economia globale in generale, ma è stato certamente più marcato nel contesto europeo²⁶. Non approfondiamo ulteriormente questo aspetto, che trascende il nostro focus sulle politiche monetarie.

La tempestività dell'operato dell'autorità monetaria europea è certamente un fattore specifico da prendere in considerazione. Il ritardo evidente nell'adozione delle politiche convenzionali come l'abbassamento del tasso d'interesse, ha certamente costituito un elemento di debolezza dell'azione di Francoforte. Nel grafico possiamo osservare come la BCE abbia raggiunto lo *Zero Lower Bound* nel 2014, a sei anni dalla crisi Lehman e con un ritardo di almeno cinque anni rispetto alla *Bank of Japan* – che partiva già da tassi molto bassi – e soprattutto alla *Federal Reserve*²⁷.

²⁶ I. ORTIZ, M. CUMMINS, *The age of austerity*, Initiative for Policy Dialogue The South Center, Ginevra, 2013.

²⁷ Il grafico è tratto da: F. BREUSS, *The Crisis Management of the ECB*, Österreichisches Institute Fur Wirtschaftsforschung, Working Papers, n. 507, Gen. 2016, p. 5.

Figure 1: The end of standard measures – interest rates at the zero lower bound
(National banks policy rates, in %)



EA (Euro area) = Main Refinancing Operations (MRO); Japan = Overnight Call Rate; UK = Base Rate (Repo Rate); USA = Federal Funds Rate.

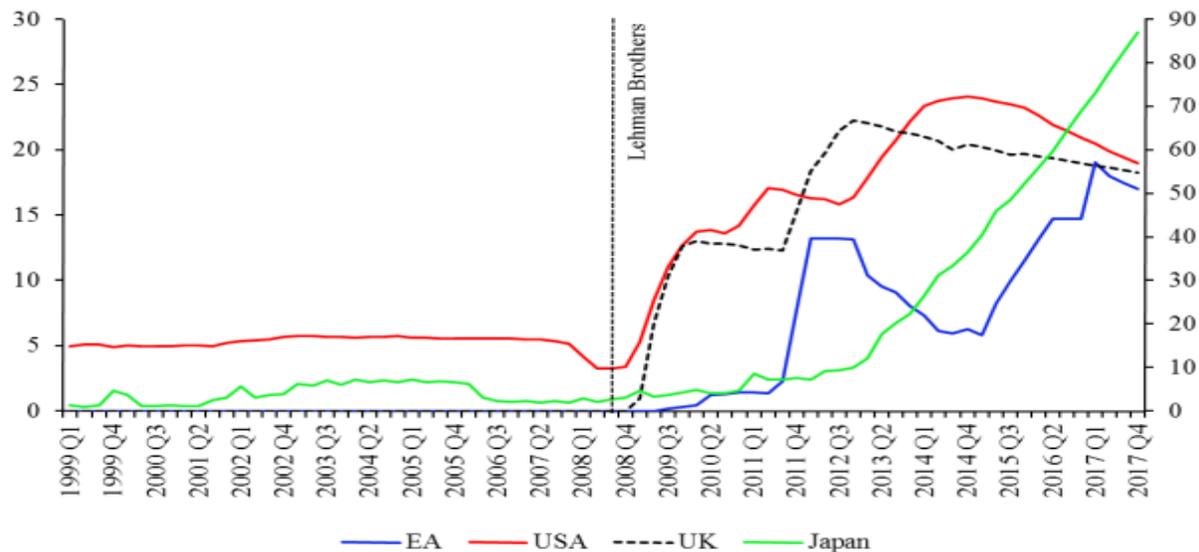
Source: Oxford Economics

I principali studiosi dell'instabilità evidenziano l'importanza della rapidità dell'intervento pubblico – ivi compresa l'autorità monetaria – in seguito allo scoppio di bolle finanziarie, solitamente accompagnato da una prima ondata di panico tra gli operatori²⁸. L'esaurimento di tutte le politiche convenzionali a disposizione avrebbe dovuto rappresentare un primo utile strumento finalizzato a tranquillizzare gli operatori e sarebbe dovuto essere adottato con maggiore velocità.

²⁸ Si veda ad esempio: C. P. KINDLEBERGER, R. Z. ALIBER, *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*, fifth edition, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2005.

Col raggiungimento del ZLB le autorità monetarie internazionali hanno iniziato a implementare misure non convenzionali, che qui facciamo ricadere per semplicità sotto l'etichetta di *quantitative easing*. Dal grafico sotto riportato s'intuisce chiaramente il deciso e rapido incremento di queste misure (in termini percentuali sul PIL) da parte della FED e della *Bank Of England* in risposta al diffondersi della crisi finanziaria internazionale. Le politiche non convenzionali adottate dalla BCE si sono intensificate solo a partire dal 2010-2011 in corrispondenza dell'adozione del SMP e delle LTROs, per ridimensionarsi fino all'avvio del *quantitative easing* in senso stretto, a partire dal Marzo 2015. In ogni caso, le *non-standard measures* messe in

Figure 2: Unconventional measures get fashionable – quantitative easing (QE)
(in % of GDP)



Japan, right scale; the others left scale.
Source: Oxford Economics

campo da Francoforte non hanno mai toccato i massimi toccati dalle autorità monetarie angloamericane (sempre in rapporto al PIL), per non parlare di quelli giapponesi, arrivati ormai intorno al 90% del prodotto interno lordo²⁹.

Si può dunque iniziare a trarre alcune considerazioni da quanto detto. Le debolezze delle politiche monetarie della BCE non sono dovute esclusivamente alle mancate politiche fiscali espansive e alle politiche di austerità; anche accettando, per assurdo

²⁹ Il grafico è tratto anche qui da: F. BREUSS, *Op. Cit.*, 2016, p. 5.

che sia, l'infattibilità di una monetizzazione del disavanzo di bilancio nel contesto dei vincoli finanziari del Patto di Stabilità, l'azione monetaria di Francoforte ha registrato un ritardo significativo rispetto alle altre banche centrali e non ha mai raggiunto le dimensioni di queste ultime.

Tale ritardo potrebbe peraltro avere notevoli ripercussioni su scala globale. L'uscita statunitense dal *quantitative easing* proclamata dal Presidente della FED Janet Yellen nel Dicembre 2015, si è verificata nella fase iniziale del QE di matrice europea (2015-2018): questo capovolgimento configura una divergenza monetaria tra le due sponde dell'Atlantico, i cui effetti sugli squilibri economici euro-statunitensi sono ancora tutti da verificare.

La letteratura scientifica suggerisce che tale divergenza possa produrre conseguenze macroeconomiche notevoli a livello internazionale, influenzando soprattutto i flussi internazionali di capitali – che dovrebbero beneficiare gli Stati Uniti a discapito dei paesi europei e dei paesi emergenti – e i tassi di cambio.

Alcuni autori hanno per esempio dimostrato che le misure implementate dalla FED hanno avuto un impatto significativo sui rendimenti dei titoli sovrani e sul tasso di cambio, ma anche su variabili macro come l'inflazione e l'output, sia per quanto riguarda i paesi emergenti che le altre economie avanzate³⁰. Secondo altri, l'effetto *spillover* delle politiche monetarie statunitensi avrebbe sicuramente contribuito all'*overheating* dell'economia cinese e brasiliana³¹.

Al di là di una maggiore prontezza e aggressività delle Banche Centrali rispetto alle decisioni e alle scelte della *Federal Reserve*, in generale sarebbe auspicabile un

³⁰ GEORGIADIS G., *Determinants of global spillovers from US monetary policy*, Journal of International Money and Finance, 67, pp. 41-61, 2016; BOWMAN D., LONDONO J. M., SAPRIZA H., *U.S. unconventional monetary policy and transmission to emerging market economies*, Journal of International Money and Finance, 55, pp. 27-59, 2015.

³¹ CHEN Q., FILARDO A., HE D., ZHU F., *Financial crisis, US unconventional monetary policy and international spillovers*, Journal of International Money and Finance, 67, pp. 62-81, 2016.

maggior coordinamento internazionale sulle politiche monetarie: esso potrebbe ridurre la volatilità dei tassi di cambio insieme agli effetti negativi dello *spillover* sui mercati finanziari³².

3.2 Gli effetti sull'inflazione e gli unintended effects

Il controllo dell'inflazione è sancito come obiettivo dell'Unione nei Trattati (TUE, Art. 2; TFUE, Art. 127) e come fine ultimo della BCE (Protocollo sullo Statuto del SEBC e della BCE, Art. 2).

La stabilità dei prezzi è stata definita anche da un punto quantitativo: nel 1998 il *Governing Council* della BCE individuava il proprio obiettivo in un incremento dell'Indice dei Prezzi al Consumo Armonizzato inferiore al 2%, chiarendo nel 2003 che il livello obiettivo dei prezzi era inferiore ma vicino alla suddetta soglia³³.

Le riflessioni sulle ragioni storiche ed economiche di tale scelta sono numerose. Innanzitutto, La Germania durante la fase di negoziazione dei Trattati ha sempre combattuto affinché la nuova Banca Centrale Europea raccogliesse il testimone della *Bundesbank*, da sempre orientata prevalentemente al mantenimento di un basso livello d'inflazione, anche - ma non solo - a causa della drammatica esperienza tedesca con l'iperinflazione³⁴.

Questo portato storico di matrice teutonica trova riscontro nella complessiva matrice ordoliberalista della costruzione monetaria europea. Se l'impianto economico generale dell'Eurozona è il frutto di una sintesi tra le impostazioni economiche prevalenti tra

³² Per una panoramica sul livello di coordinamento delle Banche Centrali durante la crisi e sugli effetti benefici di un maggior coordinamento internazionale a livello monetario si veda: SBIA R., TAS B. K. O., *International Monetary Coordination and the Financial Crisis: A Network Analysis*, 2017.

³³ *The definition of price stability*, ECB.

³⁴ Si veda ad esempio: *Inflation – lessons learnt from history*, Bundesbank.

gli Stati membri, questa scuola di pensiero tedesca ha certamente giocato un ruolo fondamentale nella determinazione delle regole del gioco³⁵.

Table 1. Ordoliberalism in EMU

<i>Ordoliberal principles</i>	<i>Implementation in EMU</i>	<i>Keynesian equivalent</i>	<i>(Neo)liberal equivalent</i>
a) Avoiding limits on liability	Avoid the mutualization of public debt (no Eurobonds)	Transfer money to Member States hit by the eurozone crisis	Debt should be individualized and fully subject to market pricing
b) Primary of price stability	Maintain low inflation (sub-2 per cent inflation)	High inflation acceptable to fight an economic crisis	Low inflation and a managed money supply
c) Predictability and regularity in economic policy	Institute an economic constitution (TEU, SGP plus the fiscal compact, two-pack and six-pack)	An economic constitution can be counterproductive if it constraints activism	Predictability should be a policy outcome – not a constitutional programme
d) Restraint in macroeconomic steering	An independent central bank – the ECB	An active monetary policy should be an instrument of the state	Banks should be independent of state control ³
e) Economic stabilization policy	Maintain low public deficits (the SGP rules)	Public deficits are part of cyclical fiscal policy	Low public spending as a means of maintaining minimal deficits

3 Authors working in the liberal tradition have different perspectives on central banks – Hayek argues for competition between banks whereas Friedman shares Eucken's desire to automatize monetary policy (Bibow, 2012). Most contemporary (neo)liberals support independent central banks in order to prevent the emergence of political business cycles.

L'applicazione dei principi ordoliberali nella costruzione economica europea appare del tutto evidente e dovrebbe indurre una riflessione generale sulle attuali problematiche dell'Eurozona, che pongono grandi interrogativi sul futuro e sulla sopravvivenza del progetto d'integrazione europeo.

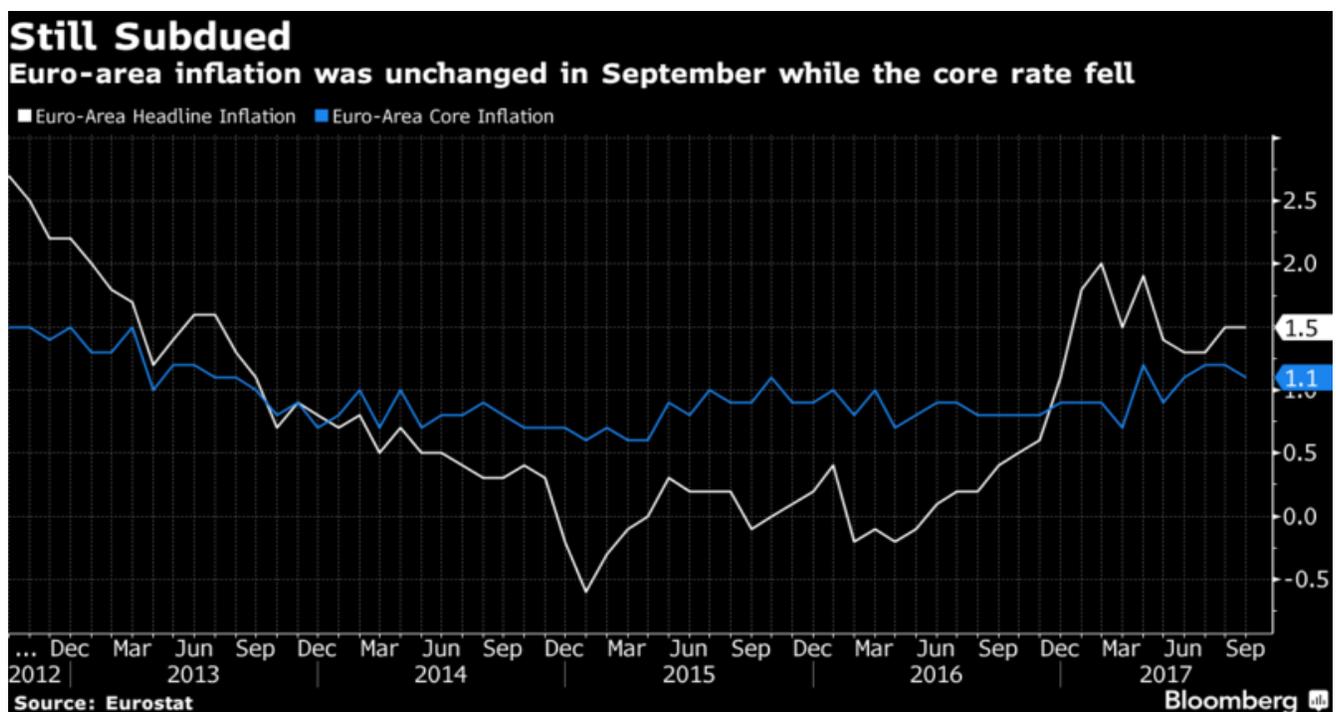
Senza entrare nel dettaglio, qui basterà richiamare l'assenza dell'occupazione - insieme all'inflazione - tra gli obiettivi primari di Francoforte: questa differenza tra lo Statuto della BCE e quello della FED contribuisce a chiarire ulteriormente le ragioni del ritardo europeo in termini di ripresa dopo la Grande Recessione.

In ogni caso, questo paragrafo cerca di elaborare un'analisi sulle politiche non convenzionali implementate dalla BCE negli ultimi anni. Il primo obiettivo è di

³⁵ Per approfondire: P. NEDERGAARD, H. SNAITH, *'As I Drifted on a River I Could Not Control': The Unintended Ordoliberal Consequences of the Eurozone Crisis*, JCMS: Journal of Common Market Studies, Vol. 53, N. 5, Set. 2015, pp. 1094–1109.

chiarire se il *quantitative easing* sia stato finora in grado di centrare l'obiettivo di un tasso di inflazione inferiore - ma vicino - al 2%.

Una prima risposta approssimativa dovrebbe essere negativa: gli ultimi dati disponibili – Settembre 2017 – fanno registrare un tasso d'inflazione costante all'1,5% e una piccola diminuzione dall'1,2% all'1,1% dell'inflazione *core*, cioè dell'andamento dei prezzi depurati da quello dei beni più volatili (cibo, energetici, etc)³⁶.



Sin dall'inizio del QE – dal primo ampliamento dell'*Asset Purchase Program* (APP) – nel Marzo del 2015, l'espansione monetaria non si tradusse nitidamente sull'andamento dei prezzi.

Nel primo anno di acquisti, a fronte di un'iniezione complessiva di liquidità sui mercati di 720 miliardi di euro, il tasso d'inflazione ha continuato ad oscillare intorno

³⁶ Il grafico è tratto da: F. O'BRIEN, *Euro-Area Inflation Stuck Too Low as ECB Debates Stimulus*, Bloomberg, 29 Settembre 2017.

allo zero attestandosi spesso in territorio negativo, tant'è che Francoforte predispose già nel Dicembre 2015 una proroga di sei mesi alla fine del programma – inizialmente stabilita per Settembre 2016 – e un'estensione degli acquisti mensili da 60 a 80 miliardi di euro per il secondo anno (a partire dunque dall'Aprile 2016).

Osservando l'andamento del grafico sopra riportato possiamo notare una prima crescita costante dei prezzi proprio a partire dall'Aprile 2016, che ha portato l'inflazione ad abbandonare definitivamente il terreno negativo nel giro di un paio di mesi per raggiungere un tasso dell'1% nel Dicembre 2016. Si deve innanzitutto ricordare che questi livelli d'inflazione devono essere considerati comunque straordinariamente bassi in prospettiva storica, in particolare in un contesto di massicce politiche monetarie. Per di più, l'andamento della inflazione *core* nello stesso periodo di riferimento risulta sostanzialmente stabile, mettendo in discussione la relazione di causalità che spiega la crescita dei prezzi sulla base del QE messo in campo da Francoforte.

In definitiva, non stupisce la scelta della BCE nel Dicembre 2016 di prolungare il programma di acquisti fino alla fine dell'anno successivo, sebbene a un ritmo ridotto di 60 miliardi mensili a partire dal Marzo 2017; dopo un anno e nove mesi dal suo avvio, l'allentamento monetario era in fin dei conti ben lontano dal raggiungimento dell'obiettivo primario dell'autorità monetaria.

Questo fu raggiunto per la prima e unica volta nei mesi successivi: nel Febbraio 2017, a quasi due anni dall'inizio del QE e dopo quattro dall'ultima volta (Gennaio 2013), il tasso d'inflazione ha toccato l'agognata soglia del 2%, per poi tornare nuovamente intorno all'1,5% nei mesi successivi; si segnala comunque che l'inflazione *core* continua ad attestarsi a livelli di poco superiori all'1%.

Data questa panoramica complessiva, possiamo affermare che l'azione monetaria della BCE non si è rivelata sufficiente a raggiungere l'obiettivo che si era preposto: dopo due anni e mezzo dall'inizio degli acquisti, con un'iniezione di liquidità che ha superato ormai i 2.000 miliardi di euro (intorno ai 2.120 entro la fine del Settembre 2017³⁷), il tasso d'inflazione è ancora lontano dal suo livello obiettivo e permane un elevato livello di incertezza sul suo *outlook* di medio periodo, come riconosciuto dallo stesso Presidente Mario Draghi³⁸.

Si deve innanzitutto segnalare che l'insuccesso delle politiche monetarie rispetto all'*inflation-targeting* è condiviso con le altre banche centrali. Nonostante le economie avanzate stiano sperimentando un'accelerazione in termini di crescita e un netto miglioramento per quanto riguarda la fiducia delle imprese e dei consumatori, l'inflazione *core* nel 2017 ha registrato una riduzione negli Stati Uniti ed è rimasta a livelli molto bassi in Giappone³⁹. Le ragioni del fallimento del QE implementato dalla BCE e delle politiche monetarie delle Banche Centrali sono molteplici e complesse.

Non si può non iniziare dalla già discussa assenza delle politiche fiscali: negli ultimi anni la politica monetaria è stata ritenuta in grado di determinare di per sé uno stimolo economico, attraverso un maggiore accesso al credito – via riduzione tasso d'interesse e miglioramento stato patrimoniale degli istituti bancari – e un incremento delle esportazioni, dovuto alla svalutazione. Dietro queste convinzioni si celano i paradigmi della teoria economica dominante.

Innanzitutto, secondo la teoria monetarista, la maggiore offerta di credito - favorita dal QE e dai livelli bassissimi del tasso d'interesse - avrebbe dovuto trainare la

³⁷ *Asset purchase programmes*, BCE, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

³⁸ *Hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, Introductory statement by Mario Draghi, President of the ECB, Brussels, 25 September 2017.

³⁹ N. ROUBINI, *The Mystery of the Missing Inflation*, Project Syndicate, 13 Settembre 2017.

crescita economica dopo la Grande Recessione⁴⁰. Osservando i dati, si può effettivamente constatare che le misure messe in campo dalla BCE hanno riportato il credito ai livelli precedenti alla crisi dei debiti sovrani, sebbene i prestiti a famiglie e imprese si espandano nel secondo trimestre 2017 meno della metà rispetto ai tassi pre-crisi⁴¹.

Questa persistente debolezza del credito a fronte di politiche monetarie ultra-espansive trova una spiegazione nell'approccio post-keynesiano: le banche non sono intermediarie tra risparmiatori e mutuatari, cioè non prestano i depositi dei risparmiatori; sono piuttosto i prestiti a creare la moneta e i principali fattori che le banche considerano per effettuare un prestito sono i potenziali profitti e la capacità di rimborso del mutuatario. Di conseguenza, laddove la domanda e la crescita ristagnano, gli istituti bancari saranno riluttanti a concedere prestiti, a prescindere dalle flebo delle banche centrali, famiglie e imprese poco inclini a indebitarsi; in definitiva, l'incertezza sul futuro stato dell'economia e le aspettative sui profitti pesano sugli investimenti molto più di quanto non facciano le condizioni di finanziamento-credito⁴².

Per quanto riguarda il canale delle esportazioni tramite svalutazione, qui faremo solo alcune considerazioni teoriche preliminari, dato che torneremo in seguito sull'argomento. A prescindere dall'andamento recente del tasso di cambio, l'Eurozona registrava all'avvio dell'*Asset Purchase Program* un avanzo commerciale in rapporto al PIL intorno al 3,2% nel 2015 e al 3,3% nel 2016; il maggiore surplus

⁴⁰ Sul legame tra risparmio e crescita nella teoria monetarista si veda: PIVETTI M., *Economia Politica*, Laterza e Figli, 2002.

⁴¹ B. KORANYI, *Euro zone banks see rising loan demand in third quarter: survey*, Reuters, 18 Luglio 2017. Articolo estrapolato da: EUROPEAN CENTRAL BANK, *The euro area bank lending survey, Second quarter of 2017*.

⁴² R. BANERJEE, J. KEARNS, M. J. LOMBARDI, *(Why) Is investment weak?*, Bank for International Settlements, 2015.

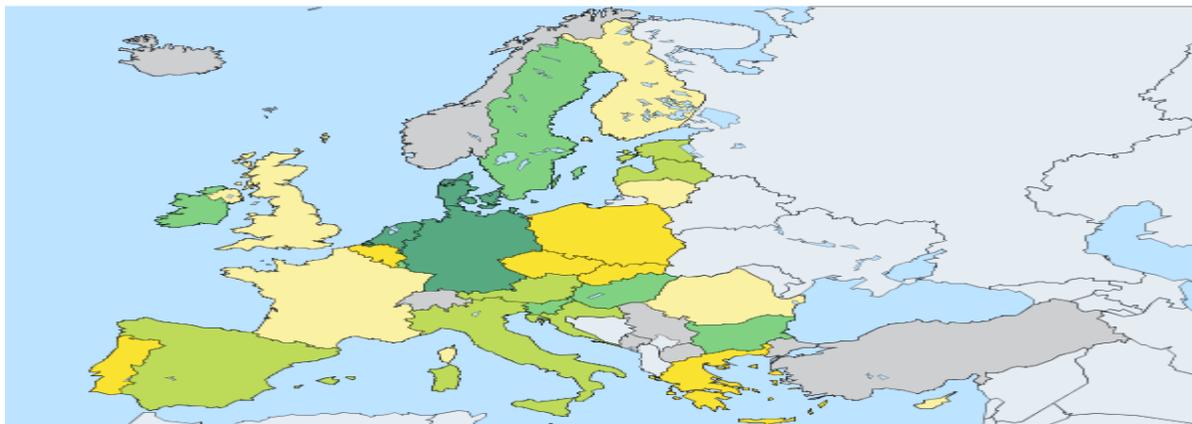
delle partite correnti in termini assoluti a livello internazionale era ed è da ricondurre in particolare ai cosiddetti *core countries* guidati dalla Germania⁴³.



Current account balance – annual data

2016

Percentage of gross domestic product (GDP) Percentage of gross domestic product (GDP)



Legend

-5.3 - -0.9

-0.9 - 1.1

1.1 - 2.7

2.7 - 5.3

5.3 - 8.4

Not available

Minimum value: -5.3 Maximum value: 8.4

La svalutazione in sostanza avrebbe dovuto favorire il consolidamento delle politiche mercantiliste tedesche su scala europea; questo approccio economico non è tuttavia sostenibile nel medio e lungo periodo.

⁴³ L'istogramma e la mappa sopra riportati, così come i dati che esprimono, sono tratti da TradingEconomics e Eurostat.

Innanzitutto, poiché si basa sostanzialmente sulla debolezza della domanda interna e sulla costante compressione salariale interna, con costi sociali elevatissimi, scaricati sulle spalle delle fasce più basse di reddito; peraltro la stagnazione/riduzione dei salari reali degli ultimi anni ha sicuramente influito sulla debolezza dei consumi e della domanda aggregata a livello europeo, contribuendo a spiegare la timidezza della ripresa europea se paragonata a quella statunitense.

In secondo luogo, esso presuppone la disponibilità di altri paesi ad assorbire le nostre esportazioni: se tradizionalmente gli Stati Uniti si sono posti come consumatori di ultima istanza, non è credibile che questi continuino a esercitare tale ruolo nei prossimi anni, vista anche la rapida crescita dei surplus europei e cinesi.

Non stupisce che l'intransigenza statunitense verso gli avanzi commerciali tedeschi ed europei sia andata crescendo negli ultimi anni. Dalle critiche della stampa specializzata⁴⁴ si è passati a uno scontro aperto tra le due amministrazioni: i duri richiami a Berlino dell'*U.S. Treasury* dell'Aprile 2016 sono stati seguiti dalle accuse del Presidente Trump sulla scorrettezza delle pratiche commerciali tedesche, in quella che potrebbe sembrare sempre più una vera e propria guerra commerciale⁴⁵.

Il fallimento delle politiche monetarie della BCE - e in generale delle principali Banche Centrali -rispetto al raggiungimento dei propri obiettivi in termini di stabilità dei prezzi è stato particolarmente marcato nel periodo successivo alla Grande Crisi Finanziaria e alla Grande Recessione, tanto da portare alcuni economisti - eterodossi, ma non solo - a mettere in discussione la capacità delle autorità monetarie di incidere da sole sul livello dei prezzi.

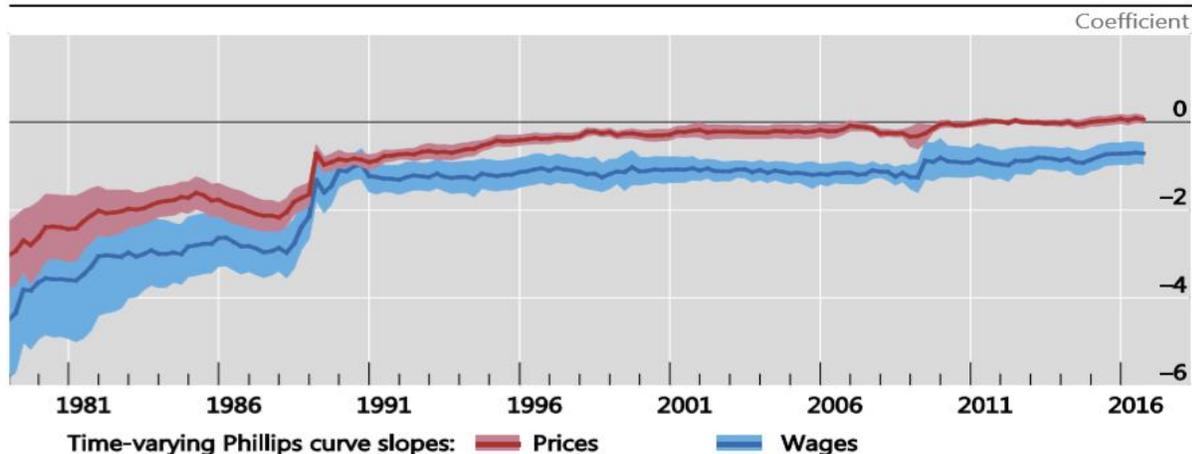
⁴⁴ Si veda ad esempio questo articolo del Wall Street Journal del 2015: S. VALLEE, *How the Eurozone Exports Deflation*, WST, 5 Novembre 2015.

⁴⁵ Per approfondire si veda: J. FOX, *Trump's Right: Germany's Trade Surplus Is Too Big*, Bloomberg, 30 Maggio 2017.

Robert Skidelski, per esempio, si è recentemente spinto fino a pronosticare che l'indipendenza delle banche centrali non sia destinata a sopravvivere a lungo e che i governi potrebbero presto essere persuasi a restaurare il coordinamento delle politiche fiscali e monetarie sotto il proprio controllo⁴⁶.

Il focus primario delle autorità monetarie sul mantenimento di un tasso “naturale” di disoccupazione al fine di controllare l'inflazione non è più giustificato dall'evidenza empirica: l'appiattimento della curva di Phillips - sia nella sua versione tradizionale che nella variante monetarista - resta tuttavia un mistero senza soluzione per i banchieri centrali e la maggior parte del mondo accademico; il fallimento delle BC discende, in altre parole, da un parallelo clamoroso fallimento della teoria economica dominante⁴⁷.

A flatter Phillips curve for prices and (less so) wages¹ Graph 1



¹ Rolling 15-year window estimates from panel of G7 economies. See source for details.

Source: BIS (2017, Chapter IV).

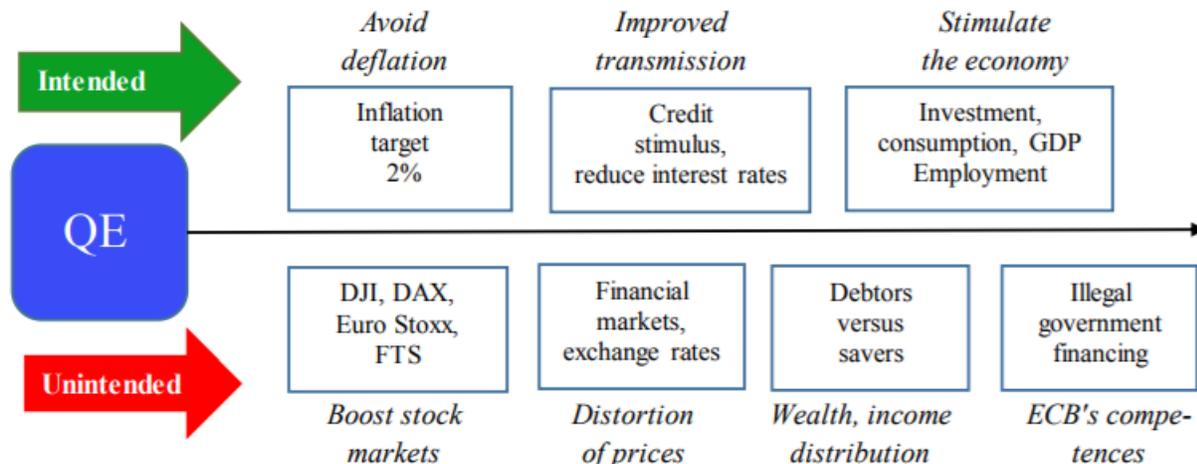
⁴⁶ Per la prima parte dell'intervista: <https://www.bloomberg.com/news/videos/2017-09-28/skidelsky-central-bank-independence-won-t-last-video>.

⁴⁷ Il grafico è tratto da: C. BORIO, *Through the looking glass, Lecture by Claudio Borio*, BIS Monetary and Economic Department, 22 Settembre 2017, London.

Tra le interpretazioni più diffuse a proposito dell'evoluzione della tradizionale Curva di Phillips troviamo spesso la minore credibilità attribuita dal pubblico alla capacità delle banche centrali di influire sulle aspettative di inflazione, la stagnazione secolare, la globalizzazione, la tecnologia; meno frequenti di quello che dovrebbero essere sono invece le spiegazioni ancorate alla debolezza della domanda aggregata⁴⁸.

Per valutare appieno gli effetti del *quantitative easing* e delle politiche non convenzionali della BCE è necessario infine concentrarsi sui cosiddetti *unintended effects*, ossia le ripercussioni che queste hanno prodotto in modo non intenzionale, gli effetti collaterali.

Figure 12: Intended and unintended effects of unconventional monetary policy (QE)



Source: Own design.

Il QE potrebbe contribuire innanzitutto al graduale sviluppo di bolle sui mercati azionari, attraverso la riduzione dei costi del credito: diversi autori temono che politiche monetarie ultra-espansive prolungate possano distorcere i prezzi, in

⁴⁸ Per approfondire questo dibattito si faccia per esempio riferimento a C. BORIO, *Op. Cit.* Oppure anche: D. MOSS, *Maybe the Inflation Model Is Off. Got a Better One?*, Bloomberg, 27 Settembre 2017; B. EMONS, *The Shape of the Phillips Curve Should Worry Markets*, Bloomberg, 23 Agosto 2017.

particolare sui mercati obbligazionari⁴⁹. Questa interpretazione coincide pienamente col ruolo assegnato al credito pro-ciclico e all'euforia rialzista nella struttura invariante delle crisi finanziarie delineata dall'analisi di Kindleberger⁵⁰.

Sarebbe paradossale che le misure adottate da Francoforte per contrastare le difficoltà economiche dell'Eurozona in seguito alla Crisi Finanziaria Globale e alla Crisi dei Debiti Sovrani europea finissero per innescare una nuova crisi finanziaria; eppure questo esito è tutt'altro che improbabile, vista la mole di liquidità iniettata nei mercati.

Un prolungato periodo di bassi tassi d'interesse aumenta inoltre la disuguaglianza tra debitori e risparmiatori: il raggiungimento dello ZLB provoca da un lato una perdita per i risparmiatori, che guadagnano rendimenti inferiori al tasso d'inflazione, dall'altro può contribuire a rimborsare i debiti governativi; esso potrebbe tuttavia provocare anche nuove espansioni delle posizioni debitorie⁵¹. Su questo punto la letteratura offre punti di vista discordanti.

Infine, *last but not least*, le politiche non convenzionali delle banche centrali hanno effetti distorsivi e operano anche sui tassi di cambio.

Nel suo discorso davanti alla commissione affari economici del Parlamento europeo, il Presidente della BCE Mario Draghi ha recentemente sottolineato come l'*outlook* di medio termine dell'inflazione sia ancora caratterizzato dall'incertezza, in primo luogo a causa della recente volatilità del tasso di cambio⁵².

⁴⁹ Lo schema riportato è ripreso da: F. BREUSS, *Op. Cit.*, 2016, p. 24.

⁵⁰ P. CIOCCA, *Kindleberger e l'instabilità*, Moneta e Credito, vol. 63 n. 251, pp. 209-210 e p. 221, 2010.

⁵¹ Il Consiglio di Esperti Economici tedesco nel 2012 parlava in questi termini delle politiche monetarie non convenzionali della FED e della BoE: "*The massive interventions by the Fed and the BoE in the bond market enabled their countries' steeply rising sovereign debt to be financed at historically low long-term interest rates [...]. This financial repression boils down to a covert channeling of funds from the holders of government bonds to the state.*" (p. 19, Point 130)

⁵² "*Most notably, the recent volatility in the exchange rate represents a source of uncertainty which requires monitoring with regard to its possible implications for the medium-term outlook for price stability*". Tratto da: *Hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, Introductory statement by Mario Draghi, President of the ECB, Brussels, 25 September 2017

Come affermato dal membro del Comitato esecutivo della BCE Benoit Coeure⁵³, la forte rivalutazione della moneta unica rispetto al dollaro potrebbe avere un effetto ribassista sull'inflazione, allontanando il raggiungimento dell'*inflation-target* e richiedendo un nuovo prolungamento o un'uscita più graduale dalle attuali politiche monetarie ultra-espansive, *quantitative easing* compreso⁵⁴.

3.3. La fine del QE e le tempistiche del tapering

Nonostante i numerosi prolungamenti e le modifiche in corso d'opera, l'*Asset Purchase Program* è destinato a terminare.

Il *quantitative easing* ha rappresentato fino ad oggi l'*ultima ratio* delle politiche monetarie non convenzionali, uno strumento da maneggiare con estrema cautela in ogni fase della sua implementazione; basti notare, per esempio, la cura maniacale di ogni dettaglio per quel che riguarda i periodici comunicati dei banchieri centrali, che son ben consapevoli di quanto attentamente i mercati osservino e reagiscano agli sviluppi relativi alle misure adottate dalle autorità monetarie.

Non stupisce dunque che il *tapering*, il graduale ridimensionamento che porrà fine al *quantitative easing*, sia attualmente oggetto di un serrato dibattito tra i membri del *Governing Council* di Francoforte e sia considerato il principale evento finanziario dei prossimi mesi, a livello europeo e probabilmente internazionale.

La scadenza ufficialmente prevista cade nel Dicembre 2017. In ogni caso, la Banca Centrale Europea e il suo Presidente Mario Draghi adegueranno il QE coi tempi e con

⁵³ P. SKOLIMOWSKI, *ECB's Coeure Warns Persistent Euro Gains May Weigh on Inflation*, Bloomberg, 11 Settembre 2017.

⁵⁴ Grafico tratto da: B. COEURE, *The transmission of the ECB's monetary policy in standard and non-standard times*, workshop "Monetary policy in non-standard times", Frankfurt, 11 Settembre 2017.

le modalità ritenute più consone ad accompagnare l'Eurozona verso un percorso di crescita e stabilità dei prezzi.

Se vogliamo tentare di prevedere le caratteristiche fondamentali del *tapering* di matrice europea dobbiamo analizzare l'interpretazione del banchiere centrale rispetto all'attuale stato di salute dell'economia europea; prenderemo a tal fine in considerazione il già richiamato discorso di Draghi presso il Comitato sugli Affari Economici e Monetari del Parlamento Europeo del 25 Settembre 2017⁵⁵.

Il Presidente della BCE ha inizialmente fornito un quadro generale della situazione europea, evidenziando con soddisfazione il miglioramento economico generale dato dal consolidamento della ripresa – che dovrebbe attestarsi attorno al 2,2% in termini reali nel 2017 – e dal rafforzamento del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione ai minimi dal 2009; i risultati conseguiti in termini occupazionali si ripercuotono a loro volta positivamente sul livello dei consumi e sugli investimenti, aiutati ovviamente anche dalle condizioni finanziarie favorevoli garantite dallo ZLB.

La ripresa è dunque guidata da fattori interni che hanno reso la ripresa europea solida e relativamente resistente rispetto agli *shock* esterni. Draghi ha comunque evidenziato la persistenza di problematiche sistemiche globali che potrebbero mettere a repentaglio la stabilità della ripresa, se non adeguatamente fronteggiate.

Come già evidenziato in precedenza, la recente frenata dell'*headline inflation* (1,5%) e la persistenza della *core inflation* a livelli considerati troppo bassi (1,1%) rappresentano il principale fallimento delle politiche monetarie non convenzionali implementate da Francoforte.

⁵⁵ *Hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, Introductory statement by Mario Draghi, President of the ECB, Brussels, 25 September 2017.

Secondo Draghi, la ripresa economica deve ancora tradursi in una più convincente dinamica dell'inflazione; peraltro, l'*headline inflation* è destinata secondo le ultime stime a un *trend* negativo sul finire dell'anno, dovuto principalmente all'andamento dei prezzi energetici, per poi tornare intorno al tasso attuale (1,5%) nel 2019⁵⁶.

Table 1
Macroeconomic projections for the euro area¹⁾

(annual percentage changes)

	September 2017				June 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Real GDP	1.8	2.2	1.8	1.7	1.7	1.9	1.8	1.7
		[2.1 - 2.3] ²⁾	[1.0 - 2.6] ²⁾	[0.6 - 2.8] ²⁾		[1.6 - 2.2] ²⁾	[0.8 - 2.8] ²⁾	[0.6 - 2.8] ²⁾
Private consumption	2.0	1.7	1.8	1.5	1.9	1.5	1.6	1.4
Government consumption	1.8	1.2	1.2	1.1	1.8	1.2	1.2	1.1
Gross fixed capital formation	4.1	4.0	3.9	3.1	3.6	3.7	3.4	3.0
Exports ³⁾	3.2	4.7	3.7	3.8	2.8	4.8	4.3	4.1
Imports ³⁾	4.5	5.2	4.6	4.2	4.0	5.2	4.6	4.3
Employment	1.4	1.5	1.0	0.8	1.4	1.4	1.0	0.9
Unemployment rate (percentage of labour force)	10.0	9.1	8.6	8.1	10.0	9.4	8.8	8.3
HICP	0.2	1.5	1.2	1.5	0.2	1.5	1.3	1.6
		[1.4 - 1.6] ²⁾	[0.6 - 1.8] ²⁾	[0.7 - 2.3] ²⁾		[1.4 - 1.6] ²⁾	[0.6 - 2.0] ²⁾	[0.7 - 2.5] ²⁾
HICP excluding energy	0.9	1.2	1.3	1.5	0.9	1.2	1.4	1.6
HICP excluding energy and food	0.9	1.1	1.3	1.5	0.9	1.1	1.4	1.7
HICP excluding energy, food and changes in indirect taxes ⁴⁾	0.8	1.1	1.3	1.5	0.8	1.1	1.4	1.7

Il Presidente della BCE si è detto fiducioso che alla fine l'inflazione raggiungerà il livello obiettivo fissato dallo Statuto, ma anche consapevole che affinché questo avvenga è ancora necessario un livello rilevante di accomodamento monetario. Questo è il passaggio fondamentale:

⁵⁶ Dati ripresi dalle ultime proiezioni della BCE: *ECB staff macroeconomic projections for the euro area*, Settembre 2017.

“Overall, we are becoming more confident that inflation will eventually head to levels in line with our inflation aim, but we also know that a very substantial degree of monetary accommodation is still needed for the upward inflation path to materialize”⁵⁷.

La rivalutazione del cambio euro-dollaro, come già detto, è stata indicata come ulteriore fonte di preoccupazione, visti i suoi possibili effetti negativi rispetto alla stabilità dei prezzi.

In definitiva, conclude Draghi, l’allentamento monetario sarà ancora uno strumento fondamentale per il raggiungimento dell’*inflation-target*: in autunno – a questo punto ottobre sembra il momento più probabile – il *board* di Francoforte dovrà decidere di ricalibrare il *quantitative easing* in modo da consolidare il passaggio verso un percorso di crescita caratterizzato dalla stabilità dei prezzi.

In conclusione, sembra che il *quantitative easing* e le politiche monetarie non convenzionali siano lontane dall’essere messe da parte: mentre il processo di normalizzazione monetaria che segue solitamente il *quantitative easing* è ormai iniziato negli Stati Uniti, la BCE deve ancora mostrarsi cauta circa le decisioni future. Il *tapering* sarà con tutta probabilità molto più lento e graduale di quello che ci si saremmo potuti aspettare qualche mese fa.

Ma come si spiega questa lentezza nella trasmissione degli effetti positivi della ripresa sul *trend* dell’inflazione? Com’è possibile che un tasso di disoccupazione inferiore al 4% come quello tedesco, vicino cioè al pieno impiego, corrisponda a un tasso d’inflazione inferiore al 2%? Dov’è finita, tanto per ripetersi la Curva di Phillips?

⁵⁷ Sempre tratto da: *Hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, Introductory statement by Mario Draghi, President of the ECB, Brussels, 25 September 2017

Il problema cruciale qui è l'affidabilità dei dati sulla disoccupazione: il tasso di disoccupazione ufficiale rappresenta una variabile sempre meno esplicativa dello stato di salute del mercato del lavoro e, dunque, dell'economia.

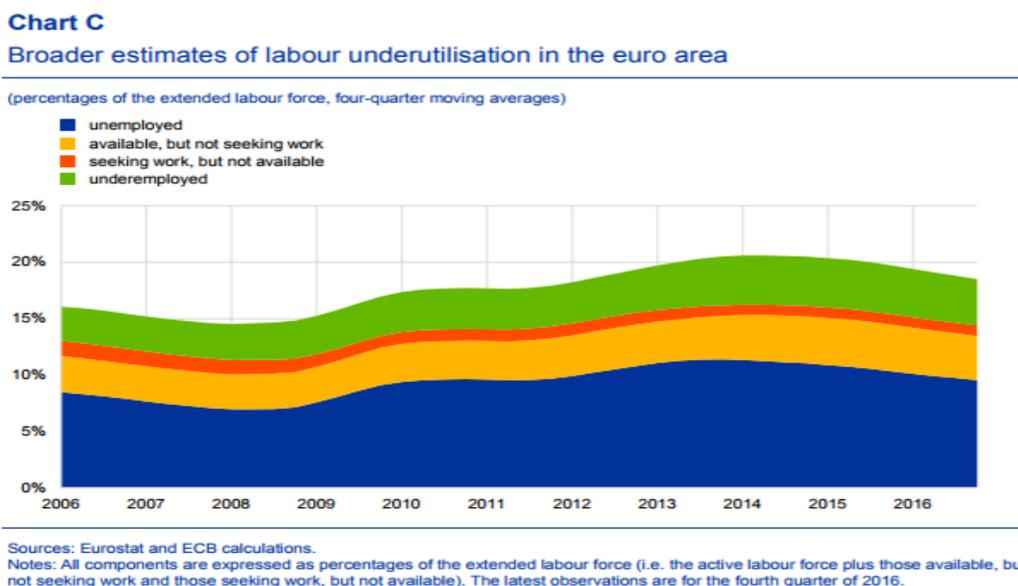
Prendiamo il caso italiano, per esempio. L'ISTAT ci segnala un numero di disoccupati che si aggira intorno ai 3 milioni, per un tasso di disoccupazione dell'11,3%. Un recente studio della Fondazione Di Vittorio ha tuttavia cercato di dare una più corretta rappresentazione della situazione: una volta conteggiati gli inattivi che si percepiscono in cerca di occupazione - definiti come forza di lavoro potenziale aggiuntiva - e i sottoccupati *part-time*, il tasso di disoccupazione italiano, nella sua accezione più estensiva, sale ad un esorbitante 23,8%⁵⁸.

Se uno studio della CGIL afferma che la disoccupazione italiana è troppo elevata nessuno si stupisce; se invece è la Banca Centrale Europea ad affermare che il tasso di disoccupazione ufficiale non rispecchia adeguatamente la situazione nel mercato del lavoro e che gran parte della responsabilità del mancato rialzo dell'inflazione è da individuare nella stagnazione dei salari, la vicenda si fa più interessante.

La stessa BCE ha infatti individuato nella stagnazione dei salari il principale ostacolo al rialzo dei prezzi e al raggiungimento della tanto ricercata stabilità dei prezzi. In un rapporto del Maggio del 2017, gli economisti della Bce hanno stimato che il tasso di disoccupazione nell'Eurozona può raggiungere un livello quasi doppio rispetto a quello ufficiale se si considera gli scoraggiati e i sotto-occupati *part-time*. La capacità di lavoro inutilizzata è quindi molto più ampia di quanto rivelato dalle cifre ufficiali

⁵⁸ Fondazione Di Vittorio, *La disoccupazione dopo la grande crisi: le forze di lavoro potenziali, lo studio della BCE e la posizione dell'Italia*, Rapporto di ricerca sul mercato del lavoro, Giugno 2017 (dati Eurostat e della Rilevazione Continua della Forze di Lavoro aggiornati al 2016).

e deprime i salari, contribuendo a spiegare le difficoltà del QE nel raggiungimento dell'*inflation-target*⁵⁹.



Viviamo ormai in un mondo capovolto: se un tempo la funzione primaria delle Banche Centrali era quella di tenere a bada le tendenze inflazionistiche, oggi le autorità monetarie implementano misure non convenzionali al fine di sostenere gli incrementi dei prezzi e si spingono a raccomandare la crescita dei salari quando le proprie politiche non raggiungono l'obiettivo.

3.4. IL RUOLO DELLA BCE NELLA CRISI GRECA

Una prospettiva interessante sull'azione della BCE e delle istituzioni comunitarie durante gli anni della crisi è offerta dalla vicenda greca. Questo paragrafo ripercorre tale vicenda e individua due momenti salienti, in cui l'autorità monetaria europea ha interpretato ruoli quasi opposti, ma solo apparentemente contraddittori.

⁵⁹ Analisi e grafico tratti da: ECB, *Economic Bulletin*, Issue 3 / 2017 – Boxes Assessing labour market slack.

La Grande Crisi Finanziaria, la Grande Recessione e la Crisi dei Debiti Sovrani hanno mostrato tutta la fragilità della struttura economica ellenica nella globalizzazione neoliberale. Inizialmente si riteneva che la crisi *subprime* avrebbe potuto risparmiare il sistema bancario ellenico, poco esposto rispetto ai derivati tossici statunitensi. La sostenibilità dei conti pubblici ellenici fu messa in discussione con la vittoria del PASOK di Papandreu: nel 2009 il nuovo esecutivo annunciò infatti una drastica revisione delle previsioni sul *deficit*: le stime per l'anno passavano dal 3,7% al 12,5% del Pil e la reazione delle agenzie di *rating* fu immediata⁶⁰.

La crisi finanziaria trovava nella Grecia il primo canale di trasmissione verso l'Eurozona e l'esplosione dello *spread* tra *Bund* tedeschi e titoli ellenici fu l'inizio della Crisi dei Debiti Sovrani, che si sarebbe propagata in Spagna, Portogallo, Italia e Irlanda. A poco servì l'adozione delle prime misure di *austerity*: la convinzione dei mercati che l'appartenenza all'Euro costituisse una garanzia contro il rischio d'insolvenza iniziava a dissolversi. Il peggioramento della situazione finanziaria globale contribuì a un altro declassamento di Atene al livello di *junk bond* nell'Aprile del 2010: Atene non poteva più ricorrere ai mercati per rifinanziare il proprio debito.

La lentezza con cui le istituzioni europee e il Governo greco affrontarono la situazione nei primi mesi del 2010 aggravò ulteriormente la situazione. L'incapacità di Atene di sostenere il debito portò il Governo a richiedere l'aiuto delle istituzioni europee e del Fondo Monetario Internazionale⁶¹.

Nel Maggio del 2010 la Banca Centrale Europea, la Commissione e l'FMI avviarono il primo "salvataggio" internazionale, il ***Memorandum of Economic and Financial Policies***: un prestito triennale da 110 miliardi di euro al 5% di interessi. La Grecia si

⁶⁰ H. D. GIBSON, S. G. HALL, G. S. TAVLAS, *The Greek financial crisis: growing imbalances and sovereign spreads*, Bank of Greece, Atene, 2010.

⁶¹ S. KALYVAS, *Op. Cit.*, p. 157.

impegnava in cambio ad adottare tagli alla spesa e incrementi delle imposte per un totale di 30 miliardi di euro: *austerity* come mezzo per raggiungere il rientro nei parametri di Maastricht entro il 2014⁶².

I Governi europei procedettero inoltre a implementare la creazione del *European Financial Stability Facility* (EFSF) - un fondo con una capacità di 440 miliardi di euro da utilizzare a sostegno dei titoli di Stato in difficoltà - e l'avvio del già citato *Secondary market purchase* (SMP) da parte della BCE, che aveva la finalità di stabilizzare i rendimenti dei *bond* sul mercato secondario⁶³.

Nel frattempo nel paese regnava il caos. Il PASOK aveva perso consensi e Papandreou indisse nell'Ottobre del 2011 un *referendum* sui negoziati del *II Memorandum*. La successiva esplosione dello *spread* provocò tuttavia le dimissioni del Primo Ministro e la formazione di un governo di Grande Coalizione guidato da Papademos, ex vice Presidente della BCE⁶⁴. La politica greca lasciava dunque spazio ad un tecnocrate, che entrava in scena per imprimere un'accelerazione ai negoziati⁶⁵.

Il *II Memorandum* fu annunciato nel Febbraio del 2012 sancendo un altro prestito di 130 miliardi di euro, ma soprattutto una ristrutturazione complessiva del debito: la Grecia annunciò che circa l'80% dei prestatori privati aveva accettato di scambiare i vecchi *bond* con nuovi titoli, garantendo una riduzione del debito di circa 100 miliardi di euro⁶⁶.

Il Governo Papademos iniziava inoltre a fare ciò per cui era stato creato, imponendo altri sacrifici al popolo greco: riduzione del salario minimo; abolizione della

⁶² N. BARKIN, P. TAYLOR, *EU, IMF agree \$147 billion bailout for Greece*, 2 Mag 2010, Reuters Canada.

⁶³ J. ZETTELMEYER, C. TREBESCH, M. GULATI, *The Greek debt restructuring: an autopsy*, Economic Policy, Center for Economic Studies of the University of Munich, Vol. 30, Issue 84, 1 Ott. 2015, pp. 513-563.

⁶⁴ M. LOWEN, *Lucas Papademos named as new Greek prime minister*, BBC NEWS, 10 Nov. 2011.

⁶⁵ M. PETRAKIS, N. WEEKS, *Papademos Warns Greek: Economic Collapse Looms Without Cuts*, Bloomberg, 5 Gen. 2012.

⁶⁶ J. ZETTELMEYER ET AL, *Op. Cit.*, pp. 520-521, 536.

tredicesima; tagli alle pensioni, alla difesa e alla sanità; esuberi nel settore pubblico; privatizzazioni; riforma del mercato del lavoro⁶⁷.

Nel Maggio 2012 nessuna maggioranza uscì dalle urne. Insieme alla debolezza del nuovo governo di coalizione, spiccava il grande risultato di Syriza, che raggiungeva il 27% dei consensi: questo raggruppamento guidato da Alexis Tsipras era diventato lo specchio della rabbia sociale nel paese.

In questo contesto, la crisi politica si legava indissolubilmente a quella finanziaria, in un vortice inarrestabile: l'instabilità interna e l'incertezza dei mercati circa la sostenibilità del debito provocarono una massiccia fuoriuscita di capitali, il rimbalzo dei rendimenti dei titoli di Stato e la caduta dell'ATHEX.

Al culmine dellacrisi ellenica, solo il deciso intervento della BCE riuscì a riportare la calma. Con il suo “*whatever it takes*” nel Luglio 2012, il Presidente Draghi tranquillizzava i mercati e inondava di liquidità il sistema bancario ellenico⁶⁸. In questa fase della crisi, il ruolo di prestatrice di ultima istanza assunto dall'autorità monetaria ha certamente aiutato la Grecia a superare un momento di estrema difficoltà, provocando molti malumori tra coloro che ritenevano che questa misura oltrepassasse le prerogative di Francoforte. Si deve ricordare tuttavia che questo intervento fu motivato dalla volontà di salvaguardare l'integrità della Moneta Unica, obiettivo essenziale della BCE.

Secondo gli esperti della Commissione UE, le misure di consolidamento ottennero in seguito ottimi risultati: dopo larghi *deficit* strutturali, la Grecia riuscì a chiudere il biennio 2013-2014 con un *surplus* primario di bilancio⁶⁹. Anche l'FMI sottolineava i

⁶⁷ S. N., *What impositions the Greeks have to endure now*, Sueddeutsche Zeitung 13 Feb. 2012.

⁶⁸ S. KALYVAS, *Op. Cit.*, pp. 185-190.

⁶⁹ EUROPEAN COMMISSION, *The Second Economic Adjustment Programme for Greece*, Fourth Review, Occasional Papers 192, April 2014, p. 1-2, p. 21.

progressi registrati nel contesto ellenico, che permisero al Governo di tornare sui mercati internazionali dei capitali⁷⁰. Pochissimo spazio è lasciato in queste analisi alle conseguenze sociali disastrose che l'austerità e i sacrifici ebbero sulla maggioranza della popolazione ellenica: il tasso di disoccupazione elevatissimo, l'incremento della povertà, l'aumento dei pignoramenti.

La solidarietà europea era stata sommersa dagli interessi dei creditori e dalla supremazia dei principi contabili. Come se non bastasse, l'obiettivo della riduzione del debito non era stato raggiunto attraverso le politiche di *fiscal adjustment*, nonostante le rosee previsioni della *Troika*: a parte il calo dal 172% al 159,4% del rapporto debito/Pil nel 2012, dovuto alla ristrutturazione del debito, il debito è tornato rapidamente al 177% nel 2013 e al 178,6% nel 2014⁷¹.

Le forze politiche che parteciparono a questo progetto d'impoverimento sociale furono punite dagli elettori. Il ritorno anticipato alle urne sul finire del 2014 proiettava nuovamente l'instabilità al centro della scena politica ellenica, provocando una nuova crisi di liquidità. I mercati temevano la crescita di *Syriza*, che sosteneva apertamente una nuova ristrutturazione del debito⁷².

La storica vittoria di *Syriza* alle elezioni del Gennaio 2015 mutò completamente il quadro della situazione: il discorso politico del suo *leader* e del partito era stato costruito intorno a una ferma opposizione alle politiche di *austerity* e alla condizioni imposte alla Grecia per poter accedere ai finanziamenti della *Troika*⁷³.

Nei negoziati per il terzo *Memorandum* i creditori ponevano un'ennesima revisione del sistema pensionistico ellenico come clausola essenziale per il buon esito delle

⁷⁰ IMF, *Greece, Fifth Review Under the Extended Arrangement Under the the Extended Fund Facility*, IMF Publication Services, Washington, Giu. 2014.

⁷¹ Tutti i dati provengono dai *database* di Eurostat.

⁷² J. MACKENZIE, *IMF says will resume Greece bailout talks after election*, Reuters, 29 Dic. 2014.

⁷³ S.N., *Radical-left party wins historic victory in Greek elections*, Associated Press, 25 Gen. 2015.

trattative. Si pretendeva in particolare l'eliminazione dei pensionamenti anticipati, il taglio dei pagamenti compensativi e l'incremento dei contributi sanitari dei pensionati⁷⁴. Proposte irricevibili per il nuovo Governo Tsipras, che aveva un netto mandato elettorale.

Nel mese di Giugno il paese era sull'orlo della bancarotta: senza prestiti e senza l'accesso al mercato dei capitali, Atene non era in grado di rispettare le scadenze per i rimborsi. SI diffondeva la paura del *default* e dell'uscita dall'Euro, che poteva diventare l'inizio di una crisi irreversibile per tutta l'Unione⁷⁵.

In questo scenario, il Governo Tsipras decise di sottoporre l'ultimo compromesso offerto dalla *Troika* al giudizio del popolo, organizzando un *referendum* che comportò la chiusura della Borsa ellenica e dell'intero comparto bancario per una settimana; fu inoltre stabilito il controllo dei capitali, per evitare che il panico provocasse la fuoriuscita dei capitali dal paese⁷⁶.

La consultazione aveva un significato molto più profondo rispetto ai negoziati degli ultimi mesi: non si discuteva della riduzione della pensione minima o dell'aumento dei contributi pensionistici per gli imprenditori, individuato dal Governo come misura alternativa di consolidamento fiscale, né del diverso grado di giustizia sociale che tali proposte sottintendevano. Il *referendum* rappresentava ormai un esame per le politiche di *austerità* adottate in tutta l'Unione Europea: la consultazione possedeva una valenza più ampia rispetto alla sola questione ellenica, insistendo su tutto il continente e ponendo al centro del dibattito europeo la questione democratica. La

⁷⁴ *Greece and its creditors, Starting to list*, The Economist, 1 Apr. 2015; *Greek pensions: Why they are a flashpoint*, The Economist, 18 Giu. 2015.

⁷⁵ R. MALTEZOU, L. THOMAS, *Greece, creditors line up rival reform proposals to unlock aid*, Ekathimerini, 2 Giu. 2015, .

⁷⁶ S.N., *Greek PM announces bank holiday, capital controls*, Ekathimerini 28 Giu. 2015.

piccola Grecia aveva lanciato una sfida ai grandi poteri finanziari europei ed internazionali⁷⁷.

La vittoria dell'*oxi* col 61% dei suffragi costituì la conseguenza di anni di sofferenze inflitte al popolo greco, che diceva no a ulteriori deprivazioni materiali in nome del consolidamento voluto dai mercati e dalle istituzioni europee⁷⁸. La sfida lanciata dal Governo Tsipras all'austerità risvegliava l'orgoglio nazionale e la rabbia popolare del paese, diventando un simbolo per tutti i movimenti e i partiti progressisti europei, stretti dalla morsa del consolidamento imposto da Bruxelles e Berlino.

Proprio per questo motivo, la risposta della *Troika* all'esito della consultazione fu dura e spietata. Per prima cosa, imposero le immediate dimissioni di Varoufakis come condizione necessaria al ritorno al tavolo negoziale: il Ministro delle Finanze greco aveva dimostrato fermezza nella sua opposizione all'ulteriore imposizione di misure di *austerity* e rappresentava di conseguenza una minaccia che doveva essere rimossa⁷⁹.

Una prima proposta alla *Troika* fu presentata dal Governo con l'approvazione del Parlamento ellenico: una manovra orientata a riproporre la logica degli ultimi Memorandum, essa offriva nuovi sacrifici per circa 12 miliardi di euro in cambio di un nuovo piano di salvataggio triennale da 53 miliardi. La nuova proposta non era molto diversa da quella sottoposta al vaglio referendario e respinta solo pochi giorni prima, se non per alcuni dettagli⁸⁰. La ragione di questo voltafaccia da parte di Tsipras era dovuta alla scadenza imposta dalla *Troika* alla Grecia: entro una settimana dal referendum, il Parlamento ellenico avrebbe dovuto accettare i termini del terzo

⁷⁷ J. E. STIGLITZ, *Europe's Attack on Greek Democracy*, Project Syndicate, 29 Giu. 2015.

⁷⁸ P. CHRYSOPOULOS, *The Meaning Behind Greece's 'No' Vote in the Referendum*, 6 Lug. 2015, Greek Reporter.

⁷⁹ S. BOURAS, N. STAMOULI, *New Greek Finance Minister Euclid Tsakalotos Thrown Into the Debt Crisis Hot Seat*, Wall Street Journal, 6 Lug. 2015.

⁸⁰ P. SPIEGEL, *Leaked: Greece's new economic reform proposal*, Brussel Blog – Financial Times, 10 Lug. 2015,.

bailout o assumersi la responsabilità di un *default* che avrebbe comportato l'uscita dall'Euro, con tutte le ripercussioni economiche del caso⁸¹.

Dopo la capitolazione di Tsipras alle richieste dei creditori, i negoziati hanno preso la piega di un vero e proprio ricatto: se la Grecia avesse voluto continuare a far parte dell'Eurozona, avrebbe dovuto accondiscendere a delle condizioni che andavano oltre la semplice disciplina fiscale derivante dall'*austerity*, fino a configurare un approccio punitivo e vendicativo⁸².

L'Eurogruppo sanciva i “termini della resa” ellenica: il preaccordo stabiliva che per disporre di un nuovo pacchetto triennale di prestiti di circa 86 miliardi di euro da parte dell'*European Stability Mechanism* della BCE - di cui circa 45 destinati al rifinanziamento del debito e 25 al settore bancario - la Grecia avrebbe dovuto accettare il nuovo commissariamento da parte della Troika. Entro 48 ore, il Parlamento avrebbe dovuto approvare una riforma dell'IVA, una revisione delle pensioni, la riforma dell'ELSTAT e tagli automatici al bilancio in caso di mancato raggiungimento del *target* di bilancio.

La sfida di *Syriza* e l'orgoglio del popolo greco rappresentavano una minaccia politica per le istituzioni comunitarie, portatrici degli interessi economico-finanziari dei grandi gruppi capitalistici europei ed internazionali: solo attraverso questa prospettiva si può comprendere la ferocia con cui la *Troika* rispose al *referendum* del 5 Luglio.

Quella che solo poche settimane prima sembrava una vittoria storica della sinistra ellenica, che restituiva speranza a tutte le forze progressiste europee nella lotta contro le politiche ultra-conservatrici implementate dal 2010, si era trasformata in una chiara

⁸¹ L. ALDERMAN, A. HIGGINS, *Greece's Parliament Approves Prime Minister's Bailout Plan*, New York Times, 10 Lug. 2015,.

⁸² P. KRUGMAN, *Killing the European Project*, The Conscience of a Liberal, New York Times, 12 Lug. 2015,.

sconfitta politica: Syriza era stata costretta a sbugiardare le proprie promesse elettorali e ad adottare le misure che il popolo ellenico aveva respinto in via referendaria⁸³.

⁸³ S. BOURAS, N. STAMOULI, *Rebels From Greece's Syriza Party Split Off After Tsipras Resigns*, Wall Street Journal, 21 Ago. 2015.

CONCLUSIONI

La crisi dell'Eurozona ha mostrato con chiarezza l'inadeguatezza della struttura istituzionale e della costruzione economica europea, che hanno contribuito ad ampliare invece che a ridurre gli squilibri strutturali già esistenti, a sfavore degli Stati economicamente più deboli.

Nel primo capitolo è emersa con chiarezza come tale costruzione si sia consolidata a livello storico a partire dall'affermazione del modello tedesco di banca centrale. I tedeschi riuscirono a far sì che nello statuto della nuova autorità monetaria europea la stabilità dei prezzi e l'indipendenza politica della banca centrale avessero un ruolo talmente centrale da rendere la BCE la banca centrale più indipendente a livello internazionale.

Dall'analisi della scuola economica ordoliberalista, emerge chiaramente il tentativo di creare un'entità monetaria che agisca in modo automatizzato e non discrezionale, protetta da qualsiasi interferenza politica. L'utopia tedesca, e non solo, è quella di una separazione completa tra *governance* economica e decisione politica, tramite la creazione di un'entità tecnocratica di governo della moneta, completamente sganciata dall'azione dei governi e dal controllo democratico.

Le caratteristiche del processo di unificazione monetaria rappresentano dunque uno dei motivi principali della persistente crisi economica europea, soprattutto per i paesi periferici. L'origine della crisi risiede nel saldo delle partite correnti e nell'eccessivo indebitamento privato verso l'estero, stimolato dal credito a basso costo proveniente dai *core countries* e garantito dall'Euro.

La struttura complessiva del sistema finanziario europeo ha influito in altre parole sul processo di trasmissione della crisi dei *sub-prime* dagli Stati Uniti all'Eurozona e il sistema bancario ha giocato un ruolo fondamentale.

Le istituzioni creditizie del Nord nei primi anni 2000 hanno infatti canalizzato molti capitali verso i paesi periferici grazie alla crescita del credito interbancario dovuta all'Euro, accumulando profitti e rafforzando il modello *export oriented* tedesco, secondo lo schema del *vendor financing*, ossia il credito al consumo per i prodotti esportati dagli stessi *core countries*.

Il contro-bilanciamento a questa dinamica è mancato da parte dell'Unione Europea non avendo messo in atto alcun meccanismo di aggiustamento o di correzione agli squilibri esistenti. L'introduzione nel 2011 della Procedura per gli Squilibri Macroeconomici non sembra aver portato cambiamenti significativi.

I progetti di riforma europei più recenti - come l'Unione Bancaria e il nuovo Mercato Unico dei Capitali - rischiano di deteriorare la situazione.

L'Unione Bancaria nasce da un tentativo di evitare il ripetersi del salvataggio del sistema finanziario a spese dei contribuenti. Tuttavia, il nuovo *bail-in* rischia di accelerare il processo di concentrazione dei capitali e di inasprire lo scontro tra i grandi gruppi bancari nazionali.

Il Mercato Unico dei Capitali ha invece l'obiettivo di favorire lo sviluppo del mercato finanziario europeo, in particolare il processo di sofisticazione e le cartolarizzazioni, che rappresentano tuttavia una delle cause della crisi finanziaria globale e hanno allontanato gli istituti di credito dalla loro funzione primaria di promozione e sviluppo economico sostenibile.

Per quanto riguarda le politiche economiche dell'Unione Europea, dopo il ripiegamento delle misure fiscali del 2010, la Banca Centrale Europea e le sue politiche monetarie espansive hanno rappresentato un importante strumento in campo contro la spirale deflazionistica e recessiva; l'unico strumento, a dir la verità, date le dimensioni del Piano Juncker per un gigante economico come l'Unione Europea.

In ogni caso, l'atteggiamento della BCE non è stato privo di difetti, come segnala innanzitutto la scarsa tempestività nell'adozione di misure non convenzionali: il presente lavoro ha infatti evidenziato, attraverso un'analisi comparata con le altre autorità monetarie, come Francoforte abbia implementato il *quantitative easing* di matrice europea con grande ritardo rispetto alla *Federal Reserve* o alla *Bank of Japan*.

L'assenza di una parallela espansione fiscale di dimensioni adeguate e la lentezza della reazione della BCE di fronte ai segnali di crisi costituiscono i due principali fattori esplicativi della debolezza della ripresa europea. Il QE della BCE ha infatti determinato un incremento del credito all'economia piuttosto modesto e un effetto sul ciclo reale scarso, che si è verificato a distanza di anni dall'avvio dell'*Asset Purchase Program*.

Gran parte delle difficoltà delle economie europee di questi ultimi anni derivano in definitiva dal rifiuto ideologico della monetizzazione del disavanzo e delle politiche fiscali controcicliche, riconducibile alla scuola economica ordoliberalista.

L'enorme mole di liquidità iniettata sui mercati costituisce inoltre un altro grande interrogativo legato alle politiche della BCE. Le ingenti risorse pompate dall'autorità monetaria europea sono rimaste in larga parte ferme nel sistema bancario e si sono tradotte in un aumento dei titoli di Stato presenti nei portafogli azionari degli istituti di credito, in aperta contrapposizione con gli obiettivi espliciti della Unione Bancaria.

Le OMT hanno attribuito una funzione potenziale di prestatore di ultima istanza alla BCE, provocando la dura reazione dei tedeschi, i quali sono tuttavia riusciti a limitare tale azione di Francoforte al rispetto della condizionalità dei programmi di *austerità*.

Il processo d'integrazione europea è stato ed è tuttora fortemente influenzato dall'ordoliberalismo tedesco, i cui interessi non coincidono con gli interessi dei popoli europei, ma neanche con quelli dei lavoratori tedeschi, come si evince dal livello di disuguaglianza crescente anche in Germania.

Il disegno dell'Unione Monetaria, le politiche di consolidamento fiscale post-crisi, le politiche monetarie espansive, la compressione salariale e l'applicazione differenziata delle regole europee a seconda dei casi, rappresentano tutti sintomi di questo processo.

La riluttanza tedesca ad assumere un ruolo portante nel contesto europeo appare evidente anche dalla poca lungimiranza delle politiche implementate. Le reali ripercussioni di questo disegno nei paesi periferici sono un tasso di crescita trascurabile, un aumento significativo della disoccupazione, difficoltà da parte del settore privato di adempiere ai debiti contratti, vendita del patrimonio pubblico nazionale e via dicendo.

Inoltre il modello *export oriented* è sempre più messo in discussione dal contesto internazionale caratterizzato dal crollo dei prezzi del petrolio e dal rallentamento dei paesi emergenti e della Cina; manca dunque un soggetto che assorba gli avanzi commerciali europei.

In conclusione, il 2017 è certamente l'anno in cui la ripresa si è manifestata con maggiore vigore in tutto il continente europeo, paesi periferici inclusi, con le stime della disoccupazione ai minimi dal 2009; le prospettive per i prossimi anni potrebbero

sembrare dunque incoraggianti. Tuttavia, al di là delle statistiche ufficiali e della loro parzialità, le prospettive del processo d'integrazione e delle politiche monetarie non sembrano così rosee.

BIBLIOGRAFIA

AAVV, *Greece and its creditors, Starting to list*, *The Economist*, 1 Apr. 2015; *Greek pensions: Why they are a flashpoint*, *The Economist*, 18 Giu. 2015.

ALDERMAN, L., HIGGINS, A., *Greece's Parliament Approves Prime Minister's Bailout Plan*, *New York Times*, 10 Lug. 2015.

ALESSANDRINI G., *Il Ruolo della BCE nella Crisi Europea: le Misure Non Convenzionali e il Contenzioso dinanzi la Corte Costituzionale Tedesca*, 2014.

BANERJEE, R., . KEARNS, J., LOMBARDI, M. J., *(Why) Is investment weak?*, Bank for International Settlements, 2015.

BARKIN, N., TAYLOR, P., *EU, IMF agree \$147 billion bailout for Greece*, 2 Mag 2010, Reuters Canada.

BIBOW J., *At the Crossroads: The Euro and Its Central Bank Guardian (and Savior?)*, Levy Economics Institute, Working Paper N. 738, 2012.

BORDO M.D., JAMES H., *Partial fiscalization: some lessons on Europe's unfinished business, working paper 23220*. National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2017.

BORIO, C., *Through the looking glass, Lecture by Claudio Borio, BIS Monetary and Economic Department*, 22 Settembre 2017, London.

BOSSONE B., CATTANEO M., MOSLER W., ZIBORDI G., *Ricetta per l'Eurozona: più Pil senza nuovo debito*, *lavoce.info*, 30 Settembre 14.

BOSSONE B., CATTANEO M., *Helicopter tax credits' to accelerate economic recovery in Italy (and other Eurozone countries)*, *Vox – CEPR's Policy Portal*, 4 Gen. 2016.

BOWMAN D., LONDONO J. M., SAPRIZA H., *U.S. unconventional monetary policy and transmission to emerging market economies*, *Journal of International Money and Finance*, 55, pp. 27-59, 2015.

BOURAS, S., STAMOULI, N., *Rebels From Greece's Syriza Party Split Off After Tsipras Resigns*, *Wall Street Journal*, 21 Ago. 2015.

BOURAS S., STAMOULI, N., *New Greek Finance Minister Euclid Tsakalotos Thrown Into the Debt Crisis Hot Seat*, *Wall Street Journal*, 6 Lug. 2015.

BREUSS, F., *The Crisis Management of the ECB*, *Österreichisches Institute Fur Wirtschaftsforschung, Working Papers*, n. 507, Gen. 2016, p. 5.

CHEN Q., FILARDO A., HE D., ZHU F., *Financial crisis, US unconventional monetary policy and international spillovers*, *Journal of International Money and Finance*, 67, pp. 62-81, 2016.

CHRYSOPOULOS, P., *The Meaning Behind Greece's 'No' Vote in the Referendum*, 6 Lug. 2015, *Greek Reporter*.

CIOCCA, P., *Kindleberger e l'instabilità*, *Moneta e Credito*, vol. 63 n. 251, pp. 209-210 e p. 221, 2010.

COEURE, B., *The transmission of the ECB's monetary policy in standard and non-standard times*, workshop "Monetary policy in non-standard times, Frankfurt, 11 Settembre 2017.

CUKIERMAN A., *Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions- Past, Present and Future*, *European Journal of Political Economy*, Vol. 24, N. 4, 2008.

DE GRAUWE, *Monetary Policy and Public Investment*, *CEPS – Thinking ahead for Europe*, *Economy and Finance*, 14 Gen. 2016.

DRAGHI M., *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi, Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank*, Global Investment Conference in London, ECB Speeches.

ESTRADA A., GALÍ J., LÓPEZ-SALIDO D., *Patterns of convergence and divergence in the euro area*, IMF Economic Review, 2013, 61 (4).

EMONS, *The Shape of the Phillips Curve Should Worry Markets*, Bloomberg, 23 Agosto 2017.

EUROPEAN COMMISSION, *The Second Economic Adjustment Programme for Greece*, Fourth Review, Occasional Papers 192, April 2014, p. 1-2, p. 21.

FAZI T., *QE in the Eurozone Has Failed*, Economonitor, 18 Nov. 2015.

FONDAZIONE DI VITTORIO, *La disoccupazione dopo la grande crisi: le forze di lavoro potenziali, lo studio della BCE e la posizione dell'Italia*, Rapporto di ricerca sul mercato del lavoro, Giugno 2017

FOX, J., *Trump's Right: Germany's Trade Surplus Is Too Big*, Bloomberg, 30 Maggio 2017.

GAMBARO E., MAZZOCCHI F., *Alcune riflessioni sulla sentenza della Corte Costituzionale tedesca del 12 Settembre 2012*, Diritto24, 05 Ottobre 2012.

GEORGIADIS G., *Determinants of global spillovers from US monetary policy*, Journal of International Money and Finance, 67, pp. 41-61, 2016

GIBSON, H. D, HALL, S. G. ., TAVLAS, G. S , *The Greek financial crisis: growing imbalances and sovereign spreads*, Bank of Greece, Atene, 2010.

GUARINO, V.E., *Effetti collaterali delle politiche monetarie non convenzionali della Banca centrale europea: applicazioni ed evidenze di una metodologia*, event study, 2016.

IMF, *Greece, Fifth Review Under the Extended Arrangement Under the the Extended Fund Facility*, IMF Publication Services, Washington, Giu. 2014.

LOWEN, M., *Lucas Papademos named as new Greek prime minister*, BBC NEWS, 10 Nov. 2011.

MALTEZOU, R. , THOMAS, L., *Greece, creditors line up rival reform proposals to unlock aid*, *Ekathimerini*, 2 Giu. 2015, .

MOSS, D., *Maybe the Inflation Model Is Off. Got a Better One?*, Bloomberg, 27 Settembre 2017; B.

MACKENZIE, J., *IMF says will resume Greece bailout talks after election*, Reuters, 29 Dic. 2014.

MUELLBAUER J., *Combatting Eurozone deflation: QE for the people*, Vox – CEPR’s Policy Portal, 23 Dicembre 2014.

KALETSKY A., *How about quantitative easing for the people?*, Reuters, 1 Ago. 2012.

KENEN P., *The theory of optimum currency area*, 1969.

KRUGMAN, P., *Killing the European Project, The Conscience of a Liberal*, New York Times, 12 Lug. 2015,.

MCKINNON R., *Optimum currency areas and the European experience*, Economics of Transition, 2002, 10(2).

MESINI L., *L'ordoliberalismo: un'introduzione. Prima parte*, PANDORA – Rivista di Teoria e Politica, 30 Giu. 2015.

MUNDELL R.A., *A theory of optimum currency areas*, The American economic review, 1961, 51(4).

NEDERGAARD, P. , SNAITH, H. *'As I Drifted on a River I Could Not Control': The Unintended Ordoliberal Consequences of the Eurozone Crisis*, JCMS: Journal of Common Market Studies, Vol. 53, N. 5, Set. 2015, pp. 1094–1109.

O'BRIEN, F. *Euro-Area Inflation Stuck Too Low as ECB Debates Stimulus*, Bloomberg, 29 Settembre 2017.

ORTIZ, I., CUMMINS, I. *The age of austerity, Initiative for Policy Dialogue*, The South Center, Ginevra, 2013.

PETRAKIS, M., WEEKS, N., *Papademos Warns Greek: Economic Collapse Looms Without Cuts*, Bloomberg, 5 Gen. 2012.

PIVETTI M., *Economia Politica*, Laterza e Figli, 2002.

KINDLEBERGER, C. P; ALIBER, R. Z., *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises, fifth edition*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2005.

ROUBINI, N., *The Mystery of the Missing Inflation*, Project Syndicate, 13 Settembre 2017.

SBIA R., TAS B. K. O., *International Monetary Coordination and the Financial Crisis, A Network Analysis*, 2017.

SPIEGEL, P., *Leaked: Greece's new economic reform proposal*, Brussel Blog – Financial Times, 10 Lug. 2015.

S.N., *Greek PM announces bank holiday, capital controls*, Ekathimerini 28 Giu. 2015.

S.N., *Radical-left party wins historic victory in Greek elections*, Associated Press, 25 Gen. 2015.

SKOLIMOWSKI, P., *ECB's Coeure Warns Persistent Euro Gains May Weigh on Inflation*, Bloomberg, 11 Settembre 2017.

STIGLITZ, J. E., *Europe's Attack on Greek Democracy*, Project Syndicate, 29 Giu. 2015.

STREECK W., *L'egemonia tedesca che la Germania non vuole*, il Mulino, 2015, 64 (4).

VALLEE, S., *How the Eurozone Exports Deflation*, WST, 5 Novembre 2015.

ZETTELMEYER, J., TREBESCH, C., GULATI, M., *The Greek debt restructuring: an autopsy*, *Economic Policy*, Center for Economic Studies of the University of Munich, Vol. 30, Issue 84, 1 Ott. 2015, pp. 513-563.

SITOGRAFIA

<https://www.ceps.eu/publications/>

<http://www.economonitor.com/>

<http://blogs.reuters.com/>

<http://www.voxeu.org/article/>

<http://www.lavoce.info/>

<https://www.bundesbank.de/>

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>

<https://www.bloomberg.com/news/videos/2017-09-28/skidelsky-central-bank-independence-won-t-last-video>.

<http://www.pandorarivista.it/>

<http://www.ilsole24ore.com>

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>.

https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Topics/2012/2012_10_15_inflation_lessons_learned_from_history.html.

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>