



*Dipartimento di Impresa e Management Cattedra Economia
dei Mercati e degli Intermediari Finanziari*

***“Crisi del debito sovrano: analisi degli
scenari, delle soluzioni e delle
tempistiche”***

RELATORE

Prof. Alfredo Pallini

CANDIDATO

Andrea Giovanetti
Matr. 210851

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

*A mia madre a mio padre,
che mi sono sempre stati vicino in ogni scelta,
dandomi sempre la possibilità di formarmi e inseguire le mie passioni.*

*A mio nonno,
che da sempre è stato per me la principale fonte di ispirazione.*

Indice

1) Introduzione	4
2) Capitolo Primo: <u>Crisi del debito sovrano</u>	
1- Contesto economico	5
2- Contesto politico	8
3) Capitolo Secondo: <u>Gli effetti della crisi</u>	
1- Effetti sull'Europa	9
2- Effetti sull'Italia	10
3- Spread	11
4- Caduta governo Berlusconi	13
4) Capitolo Terzo: <u>Soluzioni applicate per arginare la crisi</u>	
1- Manovre di politica fiscale (governo italiano)	15
2- Manovre di politica monetaria (BCE)	17
5) Capitolo Quarto: <u>Dibattiti in corso</u>	
1- Dibattito sull'euro	19
2- Dibattito sugli effetti dell'austerità	22
6) Capitolo Quinto: <u>Le tempistiche sbagliate della Banca Centrale Europea</u>	
1- Immediato abbassamento dei tassi di interesse	29
7) Conclusione	41

Introduzione

Alla base di questo studio vi è l'analisi dell'ultima crisi economica che ha colpito il continente europeo, la cosiddetta crisi del debito sovrano, sviluppatasi principalmente tra il 2010 e il 2011.

In particolare, l'elaborato esamina la linea guida tenuta dalle istituzioni europee con la quale sono state progettate le soluzioni per la risoluzione della crisi.

La motivazione che mi ha spinto ad approfondire tale argomento è l'interesse che ho sviluppato nell'ultimo periodo di studi per la politica e per l'Europa.

Questo forte interessamento mi ha spinto tra le altre cose ad ottenere un tirocinio di 6 mesi presso la Presidenza del Consiglio dei Ministri nel dipartimento degli Affari Europei che sto attualmente svolgendo con grande passione.

Penso che il processo di armonizzazione europea iniziato nel 1957 con il Trattato di Roma, sia stato il principale fattore della crescita economica del continente europeo che ha portato oggi l'Unione Europea ad essere una potenza economica mondiale, seconda solo agli Stati Uniti in rapporto al PIL prodotto.

Attualmente, viste le nuove economiche con le quali l'economia globale ha a che fare, non vi è futuro per i paesi del vecchio continente se non uniti nell'Unione Europea.

Negli ultimi anni però, in tutto il continente si è sviluppato un sempre crescente malcontento popolare nei confronti dell'Unione, probabilmente dovuto in parte alle inevitabili misure restrittive adottate dalle istituzioni europee con le quali è stata affrontata la prolungata recessione economica iniziata con la crisi dei mutui subprime. Da questo nuovo sentimento di rabbia verso l'Europa deriva il mio particolare interesse nell'analizzare questo argomento, per cercare di capire se si sarebbe potuta affrontare la crisi con altre soluzioni, o quanto meno, con ben altre tempistiche.

L'obiettivo di questa tesi di laurea è quello di capire se le decisioni degli enti europei, in particolar modo della Banca Centrale Europea, siano state adottate in maniera proporzionata tra gli stati e con le tempistiche appropriate.

La tesi è articolata in cinque capitoli, con l'aggiunta della conclusione finale. Nei primi tre capitoli viene dettagliatamente analizzata la crisi sia sotto il punto di vista economico che politico, inoltre vengono spiegati i provvedimenti adottati dall'Europa. Nel quarto si trova una breve discussione sulla moneta unica e una comparazione dei differenti risultati ottenuti con i provvedimenti europei in tre paesi dell'Unione.

Nel quinto capitolo infine, illustro le mie motivazioni inerenti a come si sarebbe potuta affrontare la crisi con un altro timing.

1. Capitolo primo: Crisi del debito sovrano

1.1 Contesto economico

La crisi del debito sovrano (2011-2012) che ha colpito i paesi della zona euro ed in particolar modo l'Italia, trova sostanziale origine nella crisi del settore dei mutui residenziali statunitensi del 2007.

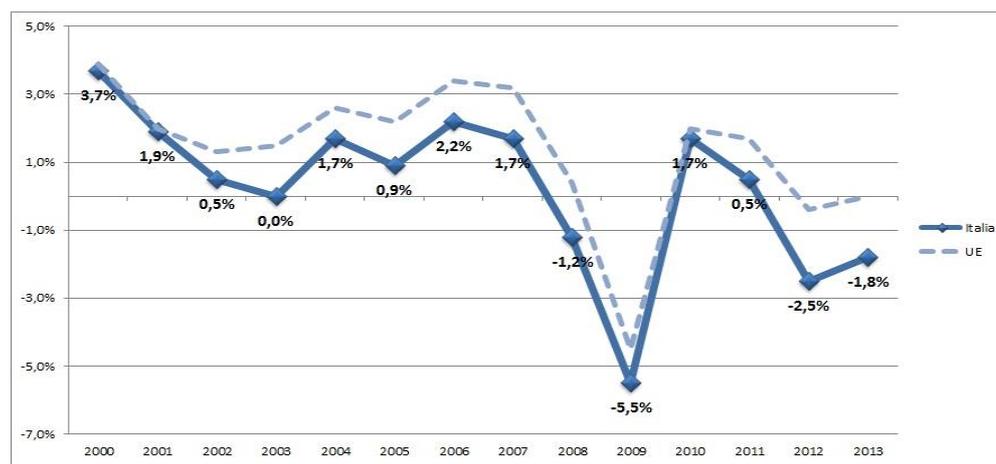
In seguito alla crisi dei mutui subprime, la disponibilità di credito degli intermediari finanziari è diminuita drasticamente anche per merito del nuovo grado di incertezza presente nel mercato.

Per effetto di questi squilibri numerosi istituti di credito europei hanno sperimentato gravi difficoltà e sono stati salvati da interventi pubblici.

Questi aiuti hanno esacerbato lo sbilanciamento nelle finanze pubbliche di molti paesi, in particolar modo negli stati con un ingente debito pubblico e un'alta percentuale di Debito/Pil: l'Italia nel 2009 era uno di questi. Proprio nel 2009 ci fu una contrazione del Pil a livello globale dell'uno per cento.

In particolare, mentre i principali paesi in via di sviluppo hanno riscontrato una significativa riduzione dei propri tassi di crescita, i paesi più industrializzati hanno registrato una variazione del prodotto interno lordo negativa.

Per l'Italia la contrazione del prodotto nel 2009 è risultata prossima al 5 per cento rispetto l'anno precedente, risultando essere una delle più gravi recessioni dal dopoguerra.

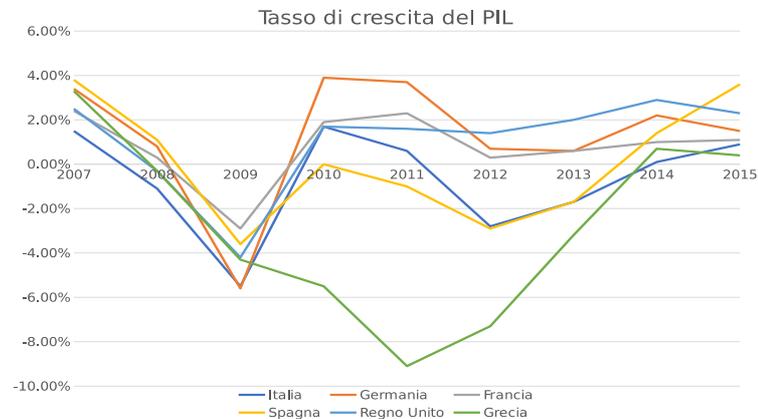


[Dati Eurostat e Istat]

Alla vigilia dello scoppio della crisi del debito sovrano, i paesi dell'eurozona presentavano differenze significative nelle condizioni di finanza pubblica e nel tasso di crescita. I cosiddetti paesi *core* (come la Germania) si connotavano per livelli contenuti del debito pubblico e per un'attività economica più solida, mentre i paesi PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), o "periferici", si caratterizzavano per una maggiore vulnerabilità legata a dinamiche non sostenibili del debito pubblico, dovuta all'indebitamento accumulato negli anni, all'incremento incontrollato del deficit e a bassi tassi di crescita del Pil e, non ultimo, agli oneri delle operazioni di salvataggio degli istituti bancari in crisi.

Nonostante tali differenze, nel 2010 l'area euro ha beneficiato della ripresa economica che ha interessato le principali economie avanzate, sebbene con ritmi e modalità diverse tra paesi e aree geografiche: i tassi di crescita del Pil hanno raggiunto i valori pre-crisi negli Stati Uniti e in Germania, ma si sono mantenuti a livelli decisamente inferiori nel Regno Unito e in molti paesi dell'eurozona, tra i quali l'Italia. Il dissesto dei conti pubblici della Grecia, reso noto nell'ottobre 2009, ha segnato, tuttavia, il passaggio a una nuova fase della crisi, quella del debito sovrano, interrompendo una ripresa già incerta. La crisi ha avuto epicentro nei paesi

periferici dell'eurozona (Portogallo, Irlanda e Grecia) per poi estendersi nel corso del 2011 a Spagna e Italia.¹



[Dati FMI]

A iniziare dal 2011, fu l'assenza di credito degli emittenti sovrani più vulnerabili che assunse il ruolo primario nella crisi. Ad essa i governi dell'eurozona risposero con azioni che, essendo anche singolarmente efficaci, mostrarono l'insostenibilità politica di un'Unione Europea nella quale il debito sovrano di ormai numerose nazioni non è più privo di rischio, ma bensì dipende dalla qualità delle politiche messe in atto singolarmente da ogni singolo paese. Questo criterio, cambiò drasticamente la conformazione del rischio su cui per anni si era solidificato l'andamento dei mercati finanziari europei e, in assenza di un vero e proprio governo europeo e di una politica economica comune per tutti gli stati, si rifletteva una aberrante crescita dei premi di rischio che raggiungevano dimensioni sistematiche: non più basate sulla credibilità di debitori, ma altresì spiegabili con il manifestarsi di aspettative sulla fine dell'euro che iniziavano a circolare tra i mercati, assieme anche al paventarsi di possibili default da parte di alcuni stati europei.

¹ Consob: crisi del debito sovrano 2010-2011

1.2 Contesto politico

Penso sia importante richiamare alla memoria i governi dei paesi europei protagonisti dei fatti di quegli anni, al fine di effettuare una valutazione degli scenari politici in Europa durante gli anni della crisi economica.

In Francia il popolare Nicolas Sarkozy ha ricoperto la carica di Presidente della Repubblica dal 2007 al 2012, per poi essere sostituito da Françoise Hollande del partito socialista che rimase in carica sino al 2017.

La Germania è stata guidata dalla leader del partito CDU di orientamento cristiano-democratico, Angela Merkel durante tutti gli anni della crisi.

Il Regno Unito ha visto succedersi due primi ministri. Dal 2007 al 2010 il laburista Gordon Brown e dal 2010 al 2016 il conservatore David Cameron.

Anche la Spagna come il Regno di sua Maestà è stata governata da due primi ministri durante gli anni della crisi, per primo dal 2004 al 2011 il governo spagnolo è stato capitanato dal socialista del PSOE José Luis Zapatero per poi passare il testimone al popolare Mariano Rajoy che rimarrà alla guida del paese iberico fino al 2018.

La Grecia invece ha visto susseguirsi ben 6 governi durante gli anni della crisi. Tra questi, gli esecutivi degli di nota sono 3: quello del socialista George Papandreu che governò dal 2009 fino al 2011, anno in cui fu costretto a lasciare la guida del paese in seguito ai disastrosi effetti della crisi del debito sovrano greco. Nel 2011 si forma in Grecia un governo tecnico di unità nazionale, con il compito di arginare gli effetti della crisi, guidato da Lucas Papademos. L'ultimo esecutivo degno di nota è quello di Alexis Tsipras segretario di SYRIZA, partito di orientamento socialista. Il governo di Tsipras ha avuto il tortuoso compito di guidare dal 2015 le trattative per l'ottenimento di aiuti dall'Unione Europea, fondi necessari per evitare il concreto rischio di bancarotta del paese.

Silvio Berlusconi, leader del centrodestra, è invece alla guida dell'Italia dal 2008 al 2011; anno in cui è costretto alle dimissioni in seguito al drastico aumento dei tassi di interesse dei titoli di stato italiani, dovuto tra le altre cause, al radicale aumento del debito pubblico italiano. Nel 2011 l'Italia è nel pieno della crisi dovuta

all'aumento del debito e l'economista Mario Monti è chiamato alla guida di un esecutivo tecnico che durerà fino al 2013, anno in cui Enrico Letta forma un governo di centrosinistra.

Volendo dare uno sguardo anche alle istituzioni europee, negli anni della crisi il popolare portoghese José Barroso ricopre l'incarico di presidente della Commissione Europea sino al 2014 anno della nomina di Jean Claude Juncker. Alla guida della Banca centrale europea vi è fino al 2011 Jean Claude Trinchet, ex governatore della Banque de France; per poi lasciare il posto all'italiano Mario Draghi anche lui ex governatore della banca centrale del proprio paese.

Si può facilmente notare come la politica europea abbia fortemente risentito della crisi durante questi anni. In quasi tutti gli stati europei nel periodo in questione (2010-2012) si sono susseguiti e cambiati governi; spesso la causa di questi cambiamenti politici viene addebitata al mutamento della situazione economica degli stati. Fatta eccezione per Italia e Francia, si nota come nelle nazioni europee vi sia stato un passaggio di potere dal centrosinistra socialista al centrismo popolare.

Si può quindi affermare che durante il periodo della prolungata crisi economica, il continente europeo fu caratterizzato oltre che da un'incertezza economica anche da una forte incertezza politica.

2. Capitolo secondo: Gli effetti della crisi

2.1 Effetti sull'Europa

Nel 2011 esplose in Europa e in altri paesi la crisi dei debiti sovrani. Anche questa, come quella del 2007 è stata una crisi di tipo finanziario, connessa alla notevole mobilità dei capitali e alla speculazione, ma a differenza della precedente ha riguardato principalmente il settore pubblico e nello specifico il finanziamento del debito degli stati sovrani. La crisi di un debito sovrano consiste in un rialzo

eccessivo dei tassi di interesse sui titoli di stato che vengono periodicamente messi all'asta per finanziare il rinnovo e la crescita del debito pubblico. Lo Stato per riuscire a vendere i propri titoli di debito può essere costretto ad alzare il tasso di interesse, tuttavia un tasso d'interesse troppo alto in presenza di una grande quantità di debito può minare la capacità di far fronte al pagamento dello stesso. In Europa il drastico innalzamento dei tassi d'interesse sui titoli di stato si è riscontrato in maniera evidente nei cosiddetti paesi "PIIGS". In Portogallo il decennale ha raggiunto il picco di rendimento massimo di 16,4%, in Irlanda si è arrivati al 11,8%, in Spagna il massimo è stato raggiunto con il 7,54%; mentre in Grecia si è registrato il rendimento più alto tra i titoli decennali dei paesi europei con l'apice che ha toccato l'impressionante percentuale del 36,6% ². Il caso della Grecia nello specifico, venne considerato come una questione molto grave, poiché vi era la possibilità che tale situazione si potesse ripercuotere negli altri paesi della zona euro. Per tale motivo, al fine di scongiurare il default del paese ellenico, l'Unione Europea, assieme al Fondo Monetario Internazionale concesse alla Grecia un prestito per la somma di 241 miliardi di euro ³, erogati tra il 2010 e il 2018. Questo aiuto venne concesso in seguito all'approvazione di un piano di risanamento economico da parte del governo ellenico, sviluppato attraverso tagli significativi di spesa pubblica.

2.2 Effetti sull'Italia

La scarsa o assente crescita del PIL italiano, l'enorme stock di debito pubblico in costante crescita dal 2008 e la scarsa credibilità del Governo e del sistema politico spinsero gli investitori internazionali a dubitare della solidità del bilancio italiano. Questa sfiducia nell'Italia ha portato gli investitori a diffidare nell'acquisto di titoli di debito italiani, a meno che i relativi tassi d'interesse fossero abbastanza alti da compensare l'aumento del rischio. La crisi del debito divenne evidente in Italia dal giugno 2011, dopo che Irlanda, Portogallo e Grecia erano ormai ad un passo dal default. Con riferimento all'Italia, il rendimento dei Btp raggiunse livelli prossimi al 7 per cento, aumentando di conseguenza il costo di rifinanziamento del debito

² Dati Yahoo Finance

³ Dati AGI

pubblico. La situazione delle banche italiane si aggravava in seguito ad una crisi di fiducia generalizzata che provocò il ribasso delle borse europee; il Corriere della Sera nell'agosto del 2011 riportava in particolare modo il tracollo di quella di Milano, dove i titoli bancari registrarono perdite spaventose: Il 10 agosto 2011 Piazza Affari perde il 6,65 per cento, il primo novembre lascia sul terreno il 6,8 per cento⁴. La maggior parte delle banche italiane si ritrovò sottocapitalizzata e con rischio di liquidità, fino al punto che nel dicembre del 2011 l'Autorità Bancaria Europea (EBA) richiamò ad un urgente ricapitalizzazione del sistema bancario italiano⁵. La sofferenza del sistema bancario italiano produsse dall'estate del 2011 una riduzione del credito, le banche italiane non furono più in grado di elargire finanziamenti al settore privato a tassi ragionevoli. Tutto ciò determinò quindi ulteriori difficoltà per famiglie e imprese, che trovandosi già in difficoltà per la crisi economica strutturale del paese, si videro anche negare del tutto o quasi la possibilità del libero accesso al credito. Il tasso di disoccupazione, per effetto della crisi, iniziò a salire a partire dal 2010 arrivando a fine anno al 8,6%, aumentando di quasi un punto percentuale rispetto all'anno precedente. Il livello massimo di disoccupazione si registrò nel primo trimestre del 2014 con il dato del 13,5%. Ad oggi (primo trimestre 2019), il tasso totale di disoccupazione si attesta al 11,1%, dato ancora ben al di sopra dei livelli pre-crisi (6,1% nel 2007).⁶

2.3 Spread

Il termine spread letteralmente indica una differenza tra due diversi valori, ma in questo lavoro si attribuirà sempre il significato di differenziale di rendimento espresso in punti base tra i titoli di stato decennali di un paese dell'eurozona e i Bund tedeschi a 10 anni, considerati i più sicuri della zona euro. I titoli di stato sono obbligazioni a tasso fisso o variabile con scadenze diverse, che possono prevedere il pagamento di cedole; questi vengono collocati sul mercato attraverso delle aste

⁴ Corriere della Sera: i cinque peggiori crolli di Borsa della storia recente

⁵ Banca d'Italia: intervento del direttorio in riferimento al sistema bancario italiano nel quadro dell'Unione bancaria europea

⁶ Dati Istat

periodiche a cui possono partecipare sia finanziatori pubblici che privati. La liquidità raccolta mediante queste aste viene impiegata dallo stato emittente per poter finanziare il proprio bilancio. La vendita avviene tramite aste pubbliche o tramite un consorzio di banche dove l'emittente si accorda sulle condizioni di emissione con un gruppo di banche. Le tipologie di aste previste sono due: la prima è l'asta competitiva in termini di rendimento per i titoli a breve termine, dove si prevede che ogni richiesta degli operatori abilitati venga rimandata all'aggiudicataria con il rendimento proposto e vengano soddisfatte prima le richieste con rendimenti più bassi e successivamente e le altre. Nell'asta marginale invece vi è una determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità immessa per i titoli a medio-lungo termine, dove i richiedenti sono aggiudicatari tutti allo stesso prezzo, detto prezzo marginale, determinato soddisfacendo le offerte partendo dal prezzo più alto fino a quando la quantità domandata non è pari a quella offerta, il prezzo dell'ultima domanda che rimane aggiudicataria determina il prezzo marginale.

Il tasso di rendimento di questi titoli è il premio che lo Stato attribuisce a tutti coloro che prestano denaro acquistando titoli di stato, non è fisso ma cambia nel tempo in base all'andamento dell'asta dell'obbligazione; in particolare il tasso d'interesse diminuisce quando c'è più richiesta del titolo e quindi quando gli investitori hanno fiducia nello Stato in questione e nella sua capacità di rimborsare il valore a scadenza e di pagare gli interessi maturati. Viceversa il rendimento aumenta quando la richiesta è minore perché l'investitore ha preferito investire in un'economia più stabile come per esempio la Germania, in questo caso il Dipartimento del tesoro italiano per poter piazzare obbligazioni, aumenta il rendimento del titolo italiano rendendolo più appetibile agli occhi degli investitori. In conclusione si può affermare che il rendimento di un titolo di stato rappresenta anche il suo rischio perché ad un rendimento maggiore corrisponde anche un rischio maggiore.

Lo spread cambia in base all'andamento di questi tassi di rendimento, si amplia quando il rendimento del titolo preso in considerazione aumenta e diminuisce

quando il rendimento si contrae a parità dell'altro. Si può quindi affermare che l'aumento dello spread è un segnale di allarme, in quanto sta a significare che è aumentato il rischio che lo Stato non sia in grado di pagare le cedole e di non rimborsare l'intero capitale a scadenza. In aggiunta a ciò, l'aumento del rendimento dei titoli di stato di un paese sovrano fa anche aumentare il debito pubblico dello stesso, poiché il governo spenderà di più per rimborsare l'obbligazione, dovendo pagare interessi maggiorati. Perciò un drastico aumento di questo gap viene visto dal mercato come un possibile aumento del rischio di default, rendendo così il paese in questione sempre più debole agli occhi degli investitori.

A livello pratico, essendo lo spread la differenza tra il rendimento del titolo di stato del paese preso in considerazione e del Bund tedesco a parità di scadenza; se il rendimento del Btp a 10 anni italiano è del 7% e quello del Bund è del 4%, lo spread è pari al 3% cioè a 300 punti base.

Altro aspetto condiviso è quello di considerare i Bund decennali tedeschi come *benchmark* per calcolare lo spread dei paesi dell'area euro, questo perché la Germania, grazie anche al giudizio delle agenzie di rating che le assegnano una tripla A, è considerata la nazione europea più solida e con un rischio d'insolvenza quasi nullo, il rendimento dei titoli di stato tedeschi è poco remunerato poiché ad esso corrisponde un rischio altrettanto basso.

Per avere una visione più concreta, l'innalzamento dei rendimenti dei titoli italiani è stata una delle principali ragioni dell'aumento del debito pubblico italiano. Dal 2011 al 2014 il debito italiano è aumentato di ben 284 miliardi di euro, passando da 1907 a 2135 miliardi in soli 3 anni. In aggiunta, sempre in questo lasso di tempo il rapporto deficit/PIL è passato dal 116,40% al 132,09% ⁷.

⁷ Dati della BCE

2.4 Caduta del Governo Berlusconi VI

Con lo spread alle stelle e con il paventarsi del rischio di default per l'Italia, oltre ai mercati anche la Banca Centrale Europea si inizia a preoccupare seriamente per i conti del belpaese e il 5 agosto del 2011 invia una lettera al governo italiano. Con la lettera Trichet-Draghi (conosciuta anche come lettera della BCE all'Italia) i vertici entranti ed uscenti della Banca Centrale Europea indirizzano al Governo italiano una serie di richieste volte a condizionare il sostegno europeo a drastiche misure di risanamento economico. All'interno della missiva si trovano elencate le 4 urgenti misure per evitare il collasso del paese:

- 1) Misure significative per aumentare il potenziale di crescita.
- 2) Misure immediate e decisive per assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche.
- 3) Misure per garantire una revisione dell'amministrazione pubblica allo scopo di migliorarne l'efficienza amministrativa.
- 4) Misure per abolire o fondere organi amministrativi intermedi (province).

La lettera porta ulteriore paura nei mercati nei confronti dell'Italia e si pensa che l'esecutivo di centrodestra guidato da Silvio Berlusconi non sia in grado di soddisfare le richieste di Francoforte. I fatti evolvono fino al 9 novembre. Visto il drammatico stato dei mercati finanziari, il Capo dello Stato Giorgio Napolitano impone una repentina accelerazione al quadro politico-istituzionale italiano. Sempre il 9 novembre Mario Monti, l'economista della Bocconi, viene eletto senatore a vita. Il professore è da tempo dato per avvantaggiato alla guida di un esecutivo tecnico che sostituisca il Governo guidato da Berlusconi. Lo stesso giorno Monti ottiene dal Cavaliere, ormai privo della maggioranza alla Camera dei Deputati, la sostanziale garanzia delle sue dimissioni da Presidente del Consiglio dei Ministri. La giornata seguente, il 10 novembre, lo spread cede più di 100 punti e chiude a 460 punti base (un punto percentuale d'interesse in meno sui Btp rispetto alla giornata precedente). Si attua il mutamento politico. Il 12 novembre Berlusconi si dimette da primo ministro. Il 14 lo spread scende a 492 punti. Due giorni dopo, il 16 novembre, il governo Monti giura e si insedia in aspettativa di una fiducia certa in parlamento. Lo stesso giorno lo spread torna a salire toccando 519 punti, il massimo durante periodo

post-berlusconiano. Il differenziale rimane a livelli alti, fino al 5 dicembre, giorno in cui la manovra definita dai giornalisti "lacrime e sangue" è svelata ai cittadini e ai mercati: la differenza tra i Btp e i Bund scende sotto ai 400 punti. I provvedimenti del nuovo governo prevedono drastici tagli di spesa pubblica volti a risanare il debito pubblico, al fine di tranquillizzare i mercati.



3. Capitolo Terzo: Soluzioni applicate per arginare la crisi in Italia

3.1 Manovre di politica fiscale attuate dal governo italiano

Il 4 settembre 2011 il governo Monti da poco insediato approva il cosiddetto “decreto salva Italia”, ovvero una manovra fiscale varata tramite decreto-legge. Il provvedimento si articola in tre capitoli: bilancio pubblico, previdenza e sviluppo. La manovra prevede un gettito lordo di circa 30 miliardi di euro in 3 anni. Le maggiori modifiche sono state attuate in campo fiscale e previdenziale. Il decreto introduce anche un’ incisiva riforma delle pensioni, detta "riforma Fornero". La finanziaria del 2011 si può tranquillamente definire una manovra restrittiva, tra i vari provvedimenti adottati troviamo: l’introduzione dell’IMU sulla prima casa, nuove

tasse sul rientro dei capitali detenuti all'estero e sui beni di lusso ed una tassa patrimoniale sulle attività finanziarie. Per abbassare lo spread il governo punta quindi ad una riduzione della spesa pubblica per far tornare la fiducia nei mercati. L'esecutivo prevede con la manovra di blindare gli obiettivi di risparmio già previsti in bilancio per 2012, 2013 e 2014. Se non dovesse bastare, scatterà un aumento di 2 punti alle aliquote IVA del 10 e del 21 per cento a partire da giugno del 2012, con un ulteriore scatto di mezzo punto dal giugno del 2014. Dal 2011 quindi vengono introdotte le ormai note clausole di salvaguardia sull'Iva. Sempre al fine di ridurre la spesa pubblica il 6 dicembre 2011 viene emanato dal Ministro del lavoro e delle politiche sociali il decreto nominato "disposizioni in materia di trattamenti pensionistici", meglio noto come riforma Fornero.

Secondo il sole 24 ore, la norma prevede un cambio del regime pensionistico dal sistema retributivo a quello contributivo: La pensione viene così calcolata in base ai versamenti effettuati dal lavoratore e non agli ultimi stipendi percepiti. La riforma Fornero ha di fatto accelerato di qualche anno il passaggio al sistema contributivo previsto già dalle precedenti riforme che invece prevedevano il graduale slittamento da un sistema all'altro. La riforma prevede anche un aumento dell'età pensionistica innalzando l'età pensionistica di uomini e donne, stabilendo i requisiti per la "pensione di vecchiaia" (in base all'età anagrafica): minimo 20 anni di contribuzione e 66 anni di età per donne del pubblico impiego e uomini (Pa e privati), 62 anni per donne del settore privato (poi 66 anni e 3 mesi nel 2018), 63 anni e 6 mesi per donne lavoratrici autonome (che diventeranno gradualmente 66 anni e 3 mesi nel 2018)⁸. In fine viene abolita la pensione di anzianità, sostituita dalla "pensione anticipata". Il Governo tecnico di Mario Monti terminerà il suo mandato il 21 dicembre 2012 e passerà alla storia come l'esecutivo che dovette far fronte all'imminente rischio di default dello Stato italiano facendo ricorso a drastici tagli di bilancio pagati a caro prezzo dalla popolazione, che però portarono ad un parziale risanamento delle finanze dello Stato. Nello stesso periodo, lo spread nel primo semestre del 2012 si era abbassato, toccando il 19 marzo il minimo di 278. Nel secondo semestre è invece risalito a cifre molto alte superando nuovamente i 500 punti base dopo che nel luglio l'Italia subì il downgrading da parte di Moody's.

⁸ Isole24ore: Pensioni, cosa prevede la riforma fornero

Per concludere alla data di fine dell'esecutivo Monti il differenziale scende sotto quota 300, toccando quota 270 il giorno dell'insediamento del nuovo governo Letta⁹.

3.2 Manovre di politica fiscale attuate dalla Banca Centrale Europea

In un primo tempo la BCE ha adottato misure straordinarie orientate principalmente a ridimensionare il premio finanziario legato al rischio di liquidità. Agli albori della crisi, all'indomani del fallimento di Lehman Brothers nel 2008, il rischio di liquidità sul mercato interbancario minacciava alle fondamenta la struttura stessa del sistema dei pagamenti. Il rischio catastrofico si manifestò in una grande rivalutazione del premio di liquidità sul credito tra operatori finanziari. In quelle condizioni, la BCE si sostituì al mercato interbancario che aveva interrotto il proprio credito a breve e brevissimo termine alle banche. Da allora la BCE ha mutato il proprio strumento di assegnazione della liquidità alle banche, adottando un sistema di credito illimitato a tasso di interesse fisso (ossia FRFA, fixed rate full allotment). In tal modo la BCE ha permesso alle banche di rifinanziare le proprie attività con il proprio credito piuttosto che attraverso svendite di attività sul mercato. L'insolvenza di istituzioni bancarie solide e solvibili è stata evitata.

Come afferma anche la BCE nel proprio sito, dalla seconda metà del 2011, per far fronte alla crisi dei debiti sovrani dei paesi PIIGS (fatta eccezione per la Grecia) la Banca Centrale ha lanciato il programma OMT (Outright Monetary Transactions, ovvero Operazioni Monetarie Definitive) un'iniziativa di politica monetaria orientata all'eliminazione del premio finanziario dovuto a tale specifico rischio sistemico. L'OMT consiste nella possibilità da parte della BCE di acquisti sul mercato secondario di titoli di debito pubblico, con una durata residua fino a tre anni, nella misura necessaria per eliminare il rischio di "ridenominazione" (cioè, quello legato alle aspettative sulla fine dell'euro) dai mercati finanziari. I governi emittenti che ne chiedono l'attivazione sottoscrivono con le autorità europee e,

⁹ Dati ilsole24ore

possibilmente, con il Fondo monetario internazionale, un programma di risanamento delle debolezze macroeconomiche e strutturali, questa è una condizione necessaria ma non sufficiente in quanto la decisione, pienamente discrezionale, di avviare, continuare o sospendere l'OMT spetta alla BCE. A fine 2011, anche la BCE ha iniziato a effettuare operazioni di rifinanziamento a lungo termine, cosiddette "LTRO" (*long term refinancing operation*), in due aste, aperte alle banche commerciali, condotte a dicembre 2011 e febbraio 2012, per un totale di circa mille miliardi di euro. L'operazione consiste in interventi finanziari effettuati dalla BCE guidata da Mario Draghi a seguito dell'inizio della crisi del debito sovrano dei paesi europei. Tale mossa può essere riconducibile alle operazioni di alleggerimento quantitativo effettuate dalla Fed.¹⁰

LTRO consiste in un'asta di liquidità in cui la BCE concede un prestito alle banche richiedenti, della durata di 3 anni e con un tasso di interesse pari alla media del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale calcolata nel periodo dell'operazione stessa. In cambio la BCE riceve dalle banche una garanzia sul prestito, detta "collaterale". La garanzia è composta solitamente da obbligazioni governative (titoli degli stati membri dell'UE) scelte dalla BCE. Sono stati esclusi i titoli greci.

A partire dal 2015 sino a fine 2018 la Bce ha attuato il programma definito all'epoca: *quantitative easing*, al fine di aumentare la liquidità nell'economia europea e in particolar modo quella italiana. Nello specifico dell'Italia con il QE la BCE crea moneta a debito e lo fa attraverso iniezioni di liquidità, con operazioni di mercato aperto, tramite l'acquisto di titoli di Stato e di altre obbligazioni. Il programma ha come obiettivo far ripartire il credito delle banche nell'economia reale e contrastare i rischi di deflazione, riportando il tasso di inflazione verso il target del 2%¹¹. Il QE è stata un'importante manovra per aiutare l'economia reale poiché la BCE comprando titoli di stato ha dato in prestito soldi alle banche a patto che queste ultime aumentassero le concessioni di prestiti a famiglie e imprese, aumentando così la liquidità nel mercato.

¹⁰ Sito della BCE: l'euro, le politiche monetarie, le riforme

¹¹ Sito agi economia: che cosa è il quantitative easing, lo stimolo che sta per finire

In Italia, nello specifico la BCE, attraverso la Banca d'Italia, ha comprato titoli di Stato italiani per 363 miliardi di euro, una somma più che doppia rispetto al deficit di bilancio degli anni 2015-2018, che ammontava a soli 152 miliardi di euro. La BCE, imputandoli al bilancio della Banca d'Italia, ha assorbito quindi il doppio delle emissioni nette di nuovo debito pubblico¹².

4. Capitolo quarto: dibattiti in corso

4.1 Dibattito sull'euro

Sulle questioni riguardanti la nostra moneta, ne si sente spesso parlare in giornali e talk show televisivi. Contrastanti sono le opinioni, c'è chi pensa che l'adozione nel 2002 della moneta unica sia stata una delle cause che hanno rallentato se non addirittura stoppato la crescita della economia italiana. Altri invece considerano l'euro come una garanzia di sicurezza e stabilità, grazie anche alla quale l'Italia è riuscita in un modo o nell'altro a superare la recente crisi economica. È vero che questo dibattito può essere controproducente, perché crea incertezza e distrae l'attenzione da altri problemi. Ma quando una metà del Paese mette in dubbio la moneta unica, è giusto parlarne.

I requisiti per entrare a far parte dell'eurozona vengono sanciti nel trattato di Maastricht del 1992, esposto relativo alla creazione dell'Unione economica monetaria. Per poter partecipare alla moneta unica, gli stati membri dovevano rispettare cinque criteri, i cosiddetti "parametri di Maastricht":

- 1) Avere un deficit/PIL inferiore al 3%, un rapporto debito/PIL inferiore al 60%.
- 2) Un tasso di inflazione che non superi di 1,5% quello dei tre stati membri a più bassa inflazione.

¹² Dati ilsole24ore

- 3) Avere tassi di interesse dei propri titoli di stato a lungo termine non superiore al 2% rispetto alla media dei tre stati membri a più bassa inflazione.
- 4) Appartenere da almeno due anni al Sistema monetario europeo.

L'Italia nonostante non rientri nel primo dei parametri di Maastricht adotta ugualmente l'euro nei mercati finanziari già dal primo gennaio 1999, mentre esattamente due anni dopo nel 2001, la nuova moneta entra effettivamente in circolazione. Il tasso di conversione della nuova moneta viene deciso il 31 dicembre del 1998 e la un euro viene convertito con 1936,27 lire italiane. Al momento della conversione tra euro e monete degli altri stati aderenti all'eurozona il rapporto di cambio più basso era quello della sterlina irlandese che si attestava a 0,79 per un euro, seguito dal marco tedesco a 1,95. Il più alto tasso di conversione tra i paesi aderenti all'eurozona al momento della sua fondazione spettava all'Italia, paese che da sempre era abituato ad avere un alto tasso di inflazione¹³.

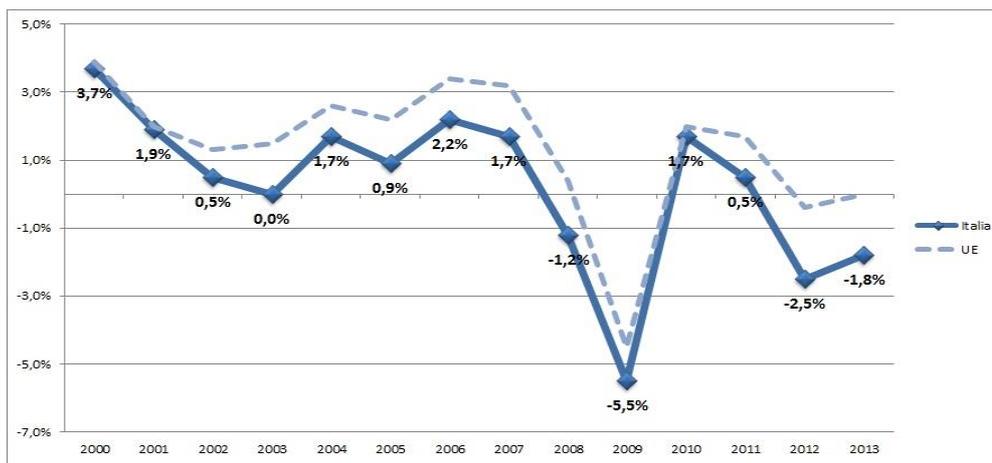
L'euro divenne quindi dal 1° gennaio 1999 la nuova moneta nazionale di undici paesi dell'Unione europea: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Lussemburgo, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna, e dal 1° gennaio del 2001 anche della Grecia. Oggi la zona euro conta ben 19 paesi.

Nell'immediato l'euro ha portato numerosi vantaggi, se si considera che nel 2001 il 60% del commercio tra gli Stati membri dell'Unione europea si svolgeva all'interno del proprio territorio, si capisce come al mercato europeo mancasse solo un elemento essenziale: una moneta comune.

L'euro ha eliminato i costi di transazione, dovuti alla conversione delle varie monete nazionali e ha fatto scomparire le variazioni dei tassi di cambio, che perturbavano gli scambi commerciali e gli investimenti.

Con l'euro l'inflazione è stata messa sotto controllo, i prezzi resi più stabili, la concorrenza tra i paesi della zona euro è stata resa più trasparente e l'assenza dei rischi di cambio ha facilitato le transazioni.

¹³ Dati sito BCE: Gazzetta Ufficiale della Comunità Europea del 21/12/1998



[Dati Eurostat e Istat]

Dal Grafico riportato sopra, riguardante i dati di crescita del Pil Italiano dal 2000 al 2013, si può notare come dal 2002 (anno di effettivo dell'entrata dell'Italia nell'Eurozona) il prodotto interno lordo sia cresciuto sempre meno rispetto alla media europea. Dal 2002 l'euro è ormai diventata la moneta ufficiale della Repubblica Italiana, da quel momento l'Italia, specie per colpa di due crisi economiche (2007-2008 e 2010-2011), è cresciuta con ritmi medio bassi. L'euro è per sé un'idea innovativa e sotto molti aspetti una scelta necessaria per l'intera economia europea; infatti come si capisce dal grafico, l'Italia nei primi anni di adozione dell'euro è cresciuta con ritmi sostenuti fino a quando non è arrivata la crisi finanziaria del 2007-2008, da questo momento il paese non è più riuscito a riottenere paramenti macroeconomici dei periodi pre-crisi. Fino a che tutte le economie della zona euro sono andate bene, tutti i paesi compresa l'Italia sono cresciuti, ma dal momento che anche è arrivata la crisi i paesi che ne hanno risentito di più, in particolar modo l'Italia, hanno sempre aumentato il divario in termini di Prodotto Interno Lordo rispetto ai loro "rivali" europei. L'euro essendo oggi la moneta di 15 economie tra loro differenti, si può forse considerare una moneta positiva nel momento in cui tutte le economie che l'adottano crescono assieme; ma quando uno o più paesi dell'area euro entrano in una fase di stagnazione o addirittura di decrescita, la moneta unica ha difficoltà a rispondere alle esigenze e agli stimoli di ogni singolo paese in quanto le decisioni della BCE si riflettono non solo su un unico paese, ma su tutti i 15 stati che fanno parte dell'eurozona.

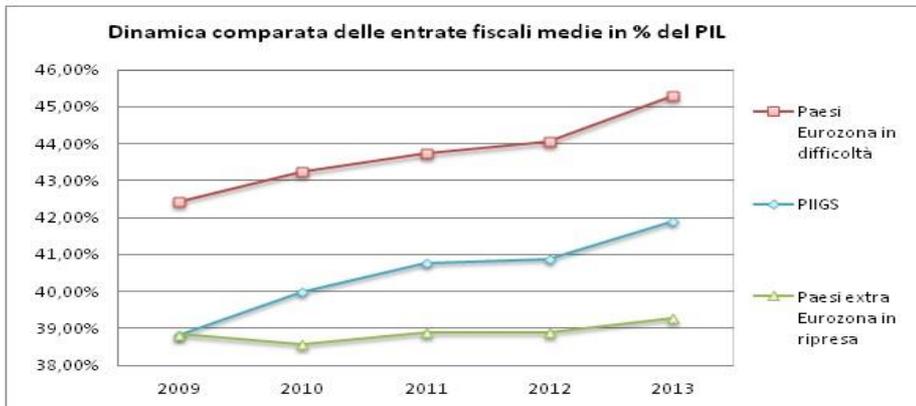
4.2 Dibattito sugli effetti dell'austerità

Tuttavia, non tutti i paesi colpiti dalla recessione hanno adottato politiche economiche omogenee per rispondere alla crescente disuguaglianza; anzi, possiamo rilevare una sostanziale divergenza fra economie avanzate appartenenti all'Eurozona e grandi economie esterne all'area euro.

L'output sembra piuttosto chiaro: le regressioni evidenziano come una maggiore propensione all'investimento dei paesi esterni all'Eurozona, abbia favorito una ripresa dell'economia e un riassorbimento della disoccupazione, a dispetto del rigorismo dei paesi dell'Eurozona, che avrebbe favorito l'accentuarsi della crisi. A questo punto ci si potrebbe chiedere il perché di tali divergenze. La risposta più logica e probabilmente più banale risiede nella divergenza in termini di politiche economiche adottate, che hanno visto i paesi dell'eurozona optare per una decisa strategia di austerità. In altre parole, tali paesi hanno inseguito il mito e l'utopia della cosiddetta austerità espansiva, propugnata e caldeggiata dalla Banca Centrale Europea.

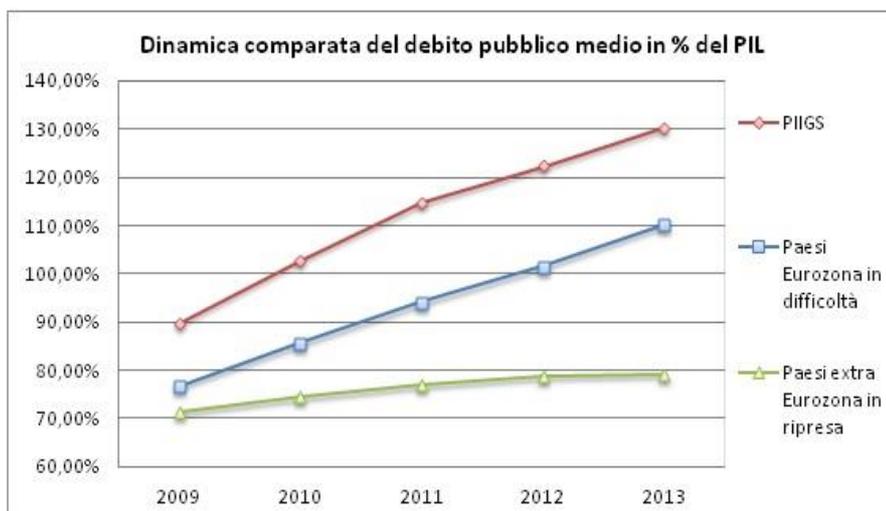
Per prima cosa analizziamo il gettito fiscale nei vari paesi dove la crisi si è fatta sentire.

Come affermato dalla rivista di politica economica "economia e politica", il differenziale in termini di scostamento è notevole: i paesi dell'Eurozona hanno fatto segnare un incremento medio del 2,84% del gettito fiscale (+3,08% per i PIIGS), mentre quelli all'esterno dell'Eurozona si sono attestati su un esiguo aumento dello 0,44%. Il dato è particolarmente significativo alla luce dell'evidente scostamento in termine di PIL pro capite medio; infatti è logico aspettarsi che il gettito fiscale sia funzione lineare diretta del reddito prodotto. Tuttavia, mentre nei Paesi dell'Eurozona, ad un ridotto incremento del PIL pro capite medio è seguito un sostanziale aumento delle entrate fiscali, in quelli esterni all'euro, ad un aumento del PIL pro capite medio dell'11,53% è seguito un marginale incremento del gettito.



Fonte: FMI. Grafico 7

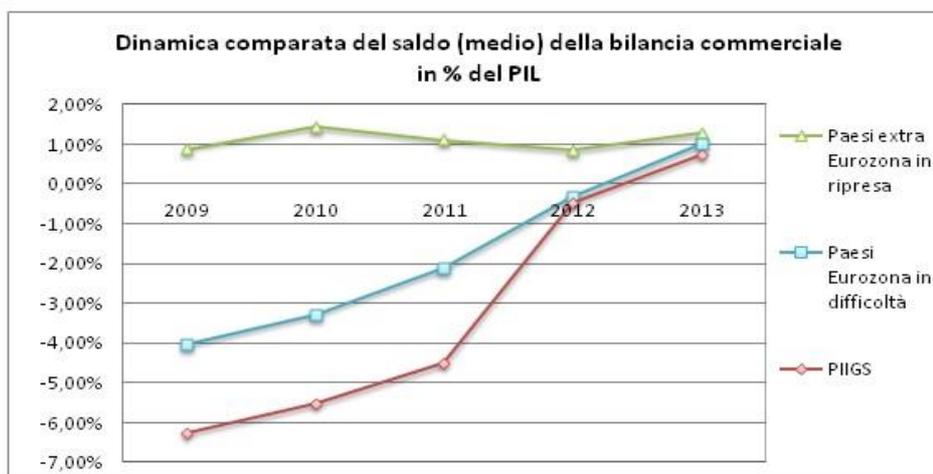
Quindi oltre ad una politica di forte spending review, i Paesi dell'Eurozona hanno affiancato anche una politica fiscale restrittiva. Tali scelte hanno contribuito a produrre effetti molto negativi anche in termini di sostenibilità del debito pubblico che è cresciuto con particolare veemenza in alcuni paesi dell'Eurozona.



Fonte: FMI. Grafico 8

La mancanza di politiche espansive, le difficoltà di accesso al credito e il taglio netto della spesa pubblica, sembrano aver accentuato le difficoltà dell'area euro. Come ricordato più volte da economisti keynesiani, come Riccardo Realfonzo ed Emiliano Brancaccio, ma anche Krugman e Stiglitz, la recessione attuale è dettata principalmente dalla carenza di domanda da parte dei consumatori. Non c'è una domanda che attivi il motore dell'offerta e stimoli contestualmente gli investimenti del settore privato, i quali rappresentano l'unico viatico possibile per l'assorbimento della disoccupazione e per la rivitalizzazione del sistema economico.

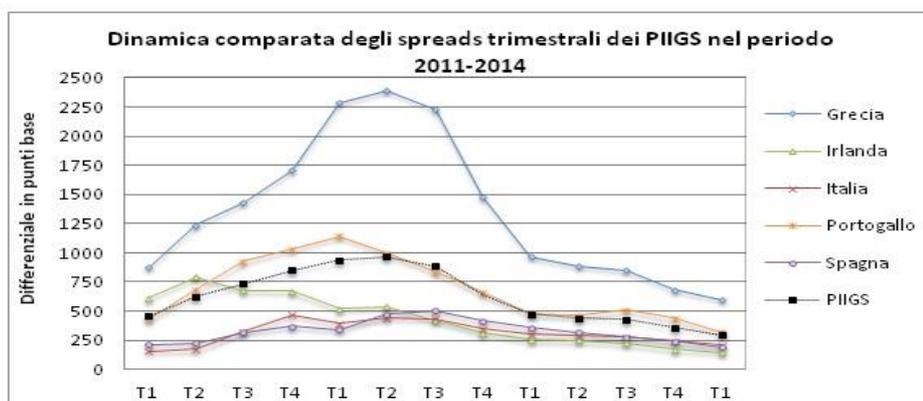
Un beneficio creato delle politiche di austerità si può invece trovare nel saldo della bilancia commerciale, come illustrato dal grafico successivo.



Fonte: FMI. Grafico 9

I Paesi dell'Eurozona hanno colmato progressivamente i loro deficit commerciali verso l'estero (i PIIGS hanno recuperato più di 7 punti percentuali, finendo addirittura in surplus), mentre quelli estranei all'Eurozona sono stati caratterizzati da un andamento per lo più costante, che conduce ad una variazione pressoché nulla.

Un altro beneficio dell'austerità, come si viene esplicito dal grafico successivo, si può trovare nell'abbassamento dello spread, che ha compresso notevolmente i tassi di interesse pagati sul debito pubblico.



Fonte: Ns. elaborazioni su dati OCSE. Grafico 10

L'abbassamento dei tassi di interessi dei titoli di stato europei fu sì una notizia positiva per le economie interessate, ma si trattò di una magra consolazione, in quanto gli altri parametri economici erano in caduta libera e senza alcuna prospettiva di ripresa nel breve termine. Inoltre, è bene precisare che l'effetto della caduta dei tassi di lungo periodo non ha avuto i medesimi effetti per tutti i PIIGS¹⁴.

Il capitolo prosegue con la comparazione della diversa situazione economica attuale di tre dei cinque stati PIIGS.

GRECIA

Qualche dato può aiutare a capire meglio la situazione di oggi in Grecia. La disoccupazione, dopo aver raggiunto il picco del 27,5% nel 2013, sfiora oggi il 21%, comunque il più alto tra i paesi dell'Unione Europea, dove la media è al 7%. Circa la metà dei giovani sotto i 24 anni non ha un lavoro, come anche gli over 50, tra i più colpiti dalla crisi. Negli ultimi quattro anni i salari hanno subito contrazioni fino al 40%. Lo stipendio medio di un dipendente del settore privato non supera i 500 euro, mentre la contrattazione collettiva è stata abolita per legge. Durissimi sono

¹⁴ Rivista economica "economia e politica": Gli effetti dell'austerità, un confronto internazionale

stati i tagli alle pensioni: la media delle pensioni attuali è inferiore ai 700 euro mensili. Si calcola che il potere d'acquisto delle famiglie sia diminuito in una forbice che va dal 25% al 35%. Il rischio di povertà e di esclusione sociale riguarda oggi il 35% della popolazione, contro il 23% medio degli altri paesi europei. Un altro studio realizzato dall'Unione Europea fissa al 22% la popolazione greca che si trova in situazione di "grave povertà", vale a dire non in grado di far fronte a mutui, prestiti, perfino spese per il riscaldamento e per le cure mediche. L'Unione Europea ha concesso 240 miliardi di prestiti per il consolidamento e per rilancio dell'economia greca¹⁵. Questo ingente prestito è servito al risanamento delle finanze elleniche. Il governo greco, data la drammatica situazione in cui si è trovato il paese non è riuscito a compiere manovre espansive per il rilancio dell'economia. Come si è visto il prestito concesso dall'Unione era indispensabile per evitare il default, questo denaro però, è stato ripagato a caro prezzo dalla popolazione di un paese che ancora oggi stenta a riprendersi dagli effetti della crisi. Per cercare di giustificare la ancora precaria situazione in cui si trova attualmente la Grecia, bisogna ribadire che il paese ellenico si è trovato in una situazione forse troppo drammatica per consentire alla politica una rinascita nel breve periodo.

PORTOGALLO

Nel 2017 il PIL lusitano è aumentato del 2,7% e, se tutto va bene, continuerà a salire di oltre il 2% all'anno fino al 2022. La disoccupazione è all'8,5%, due punti e mezzo in meno che in Italia, mentre il debito pubblico è sceso al 126% circa del PIL, contro il 130% del 2016. Come è stato possibile un miracolo del genere?¹⁶

Di fronte a questo interrogativo, politici ed economisti di diverso orientamento si sono divisi. C'è chi ha dato il merito agli effetti ritardati delle politiche di austerità messe in campo fino al 2014 dall'ex governo di centrodestra, basate su tagli alla spesa e contenimento del deficit.

¹⁵ Dati Eurostat

¹⁶ Dati Eurostat

C'è invece chi ritiene artefice di questo mini boom l'attuale governo in carica, un monocolore socialista appoggiato dalla sinistra radicale e guidato da Antonio Costa, ex sindaco di Lisbona, che nel 2015 ha vinto le elezioni a colpi di slogan contro l'austerità europea.

Il Portogallo è stato obbligato, come anche la Grecia, a seguire i diktat della Troika, formata dai rappresentanti della Commissione europea, dalla Banca centrale europea e dal Fondo monetario internazionale. Per far fronte agli aiuti finanziari concessi dall'Unione che non fecero finire in bancarotta il paese, l'ex governo di Lisbona ha dovuto adottare una vera e propria cura da cavallo, basata su svalutazioni dei salari, tagli alle pensioni e alla spesa corrente, che hanno fatto scendere il deficit pubblico dal 9,8 al 2,3% del PIL in 5 anni, tra il 2008 e il 2013.¹⁷

Il nuovo governo socialista, grazie al parziale risanamento dell'economia dovuto alle politiche dell'esecutivo precedente, ha potuto attuare politiche espansive dal costo contenuto. L'esecutivo, nonostante abbia continuato ad applicare tagli alla spesa pubblica, è riuscito ad aumentare i salari minimi e le pensioni più basse.

La contrazione del deficit assieme alle riforme strutturali, hanno avuto la triplice virtù di migliorare la solvibilità del paese, ripristinare l'equilibrio commerciale con l'estero, cosa molto importante per l'economia portoghese, ed eliminare diversi ostacoli alla crescita.

Il 2018 si è chiuso con esportazioni complessive di beni e servizi per oltre 80 miliardi, pari al record del 42% del PIL. Le importazioni si sono attestate poco sotto questa soglia, garantendo a Lisbona il quinto surplus commerciale consecutivo; a discapito dei cinquanta anni precedenti dove ogni anno il bilancio si chiudeva con un disavanzo commerciale mediamente compreso tra il 5% e il 10% del PIL. Ancora nel 2008, il segno meno sfiorava il 10%. Il rilancio del Portogallo risiede principalmente nel settore terziario, l'impennata delle presenze di turisti attratti da una meta a basso costo e al contempo in grado di offrire bellezze sul piano

¹⁷ Dati Eurostat

paesaggistico, storico, culturale e religioso, oltre che a una movida allettante ha fortemente contribuito al boom economico dell'ultimo periodo.¹⁸

Il rendimento sull'obbligazione decennale è attualmente intorno allo 0,3 per cento, mostrando un notevole miglioramento. Un livello più che accettabile per gli investitori che non incorpora un rischio elevato come si ricava invece dal rendimento delle obbligazioni decennali italiane, al 1,3 per cento (dati in riferimento alla prima settimana di settembre 2019)¹⁹.

L'anno scorso il deficit si è ridotto e Lisbona è vicina al pareggio di bilancio.

In conclusione si può affermare che i motivi della rinascita del Portogallo sono due: il primo sta soprattutto nella capacità di attuare politiche coerenti indipendentemente dai partiti al governo e anche dal fatto che il Portogallo gode di stabilità politica.

Secondo: la forza dell'economia, che ha riscoperto la vocazione all'export e ha fatto nascere un turismo di massa. Ad oggi quindi il Portogallo viene visto in Europa e nel mondo come un esempio di buon governo da cui trarre insegnamento.

ITALIA

Tra il 2008 e il 2014 la crisi economica ha portato l'Italia indietro di quasi due decenni. La popolazione si è impoverita tornando a registrare i redditi medi del 1996 e il Pil del Paese è diminuito del 7,5%²⁰.

Una decrescita infelice che ha causato non solo un abbassamento della qualità della vita degli italiani ma anche un deterioramento economico e psicologico.

L'Italia assieme agli altri paesi PIIGS ha dovuto, come già ribadito nei capitoli due e tre, far fronte a drastici tagli della spesa pubblica per risanare i conti dello stato.

Ad oggi quasi tutti gli indicatori macroeconomici come PIL, Crescita e disoccupazione non si attestano ancora ai livelli pre-crisi. Avendo già ampiamente analizzato le misure adottate dal governo italiano nei capitoli precedenti, in questa pensiamo a come e perché in questi anni non siano state attuate in Italia concrete

¹⁸ Dati Eurostat

¹⁹ Dati Yahoo finance

²⁰ Dati Eurostat

politiche per la rinascita dell'economia. A differenza di quella portoghese, la classe dirigente ed in particolar modo quella politica non hanno saputo dare concrete risposte per una rinascita dell'economia nazionale; questo è dovuto, tra le altre cose, al fatto che in Italia vi è una grande instabilità politica i governi nascono e cadono nell'arco di un anno o al massimo due. Le soluzioni offerte dai nostri governi, data questa alta instabilità politica, hanno quasi sempre cercato di risolvere le problematiche del proprio elettorato al posto di ovviare ai problemi del Paese nella sua completezza, il risultato è stato che le riforme prodotte non hanno risolto i problemi più importanti, quali disoccupazione lavoro e crescita, ma hanno solo continuato ad aumentare il debito pubblico. Ad oggi non si sono viste, se non in rari casi, importanti riforme strutturali a lungo termine. Questo forse perché se si attuassero manovre strutturali i benefici si otterrebbero nell'arco di anni, in un lasso di tempo che supera la ormai naturale durata di un governo italiano. Si ha quindi sempre optato per piccole riforme in determinati settori, con un ritorno in termini di voti nel breve-medio termine in vista delle prossime elezioni.

La forte instabilità è un'altra delle cause dell'innalzamento dello spread, questo perché la mutevolezza politica inficia negativamente sui rendimenti dei titoli di stato italiani. Nel momento in cui l'Italia avrà un governo stabile forse finalmente il paese tornerà ad essere visto più di buon occhio da parte dei mercati e dagli investitori internazionali; in quanto un soggetto che vuole investire capitale in un determinato ambito dell'economia, ha paura di farlo in un paese dove in quel settore potrebbero cambiare le politiche nel breve tempo.

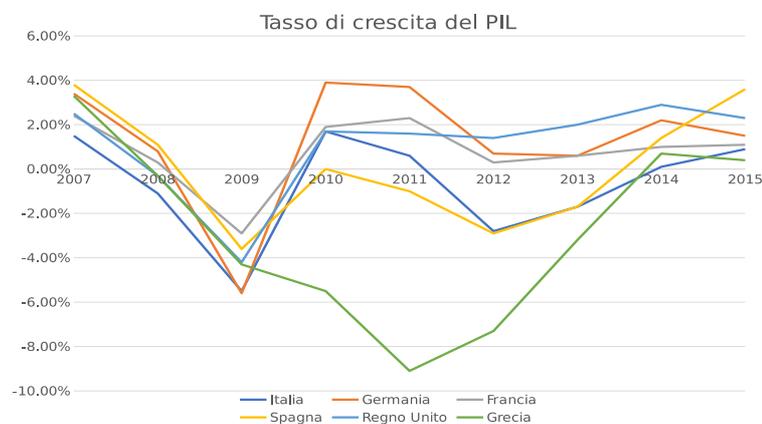
5. Capitolo Quinto: Le tempistiche sbagliate della Banca Centrale Europea

5.1 Immediato abbassamento dei tassi di interesse

TASSO D'INTERESSE BANCA CENTRALE

I tassi d'interesse delle banche centrali, come quello della BCE sono il parametro principale per la definizione delle principali operazioni di rifinanziamento. In altre parole, determinano il costo del denaro che, passando attraverso le banche, si ripercuote sul credito concesso a famiglie e imprese. La BCE ha quindi il ruolo di regolatore: se l'economia rallenta, i tassi bassi stimolano investimenti, consumi e una maggiore circolazione della liquidità; se l'economia accelera, i tassi vengono ritoccati verso l'alto, per impedire una inflazione eccessiva.

Il 2011, come più volte ribadito, è stato l'anno in cui si sono manifestate evidenti difficoltà nell'economia europea, in particolar modo i paesi PIIGS, sono entrati in un periodo di grave incertezza economica. In altri paesi invece, quali Germania, Regno Unito e Francia l'economia ha avuto si una fase di recessione, ma molto meno grave rispetto a quella delle economie europee più deboli.



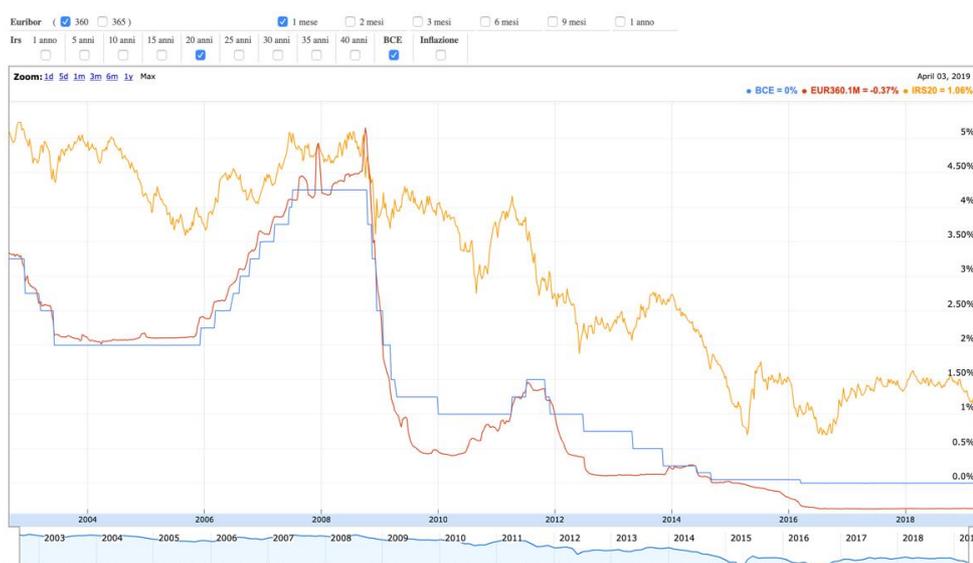
[Dati FMI]

Tutti i paesi sopra citati, fatta eccezione per il Regno Unito, hanno come valuta l'euro; spetta quindi alla Banca Centrale Europea attuare manovre di emergenza in caso di crisi. Nel 2011 quindi le economie europee più forti si trovavano di certo in un momento di incertezza economica, ma la situazione non era sufficientemente

critica a far sì da richiedere alla Banca Centrale Europea manovre emergenziali. A differenza invece, i paesi PIIGS chiedevano con grande insistenza aiuti all'Europa per uscire al più presto da questa grave fase di decrescita.

Nell'aprile del 2011, come altri paesi, anche il Portogallo chiedeva aiuto all'Europa, curiosamente nello stesso mese la BCE di Trichet, sotto spinta del consiglio direttivo, alzava all'1,25 per cento il tasso d'interesse. A luglio venivano pubblicati nuovi stress test sulle maggiori banche europee e nello stesso mese il tasso saliva ulteriormente all'1,5 per cento.

La condivisione ideologica della decisione di innalzare il tasso di interesse era tale che persino Mario Draghi, spesso considerato il più equilibrato tra i suoi colleghi del Consiglio direttivo della BCE, non difese pubblicamente la logica del quanto meno insolito rialzo dei tassi del luglio 2011, sia prima che dopo la decisione.



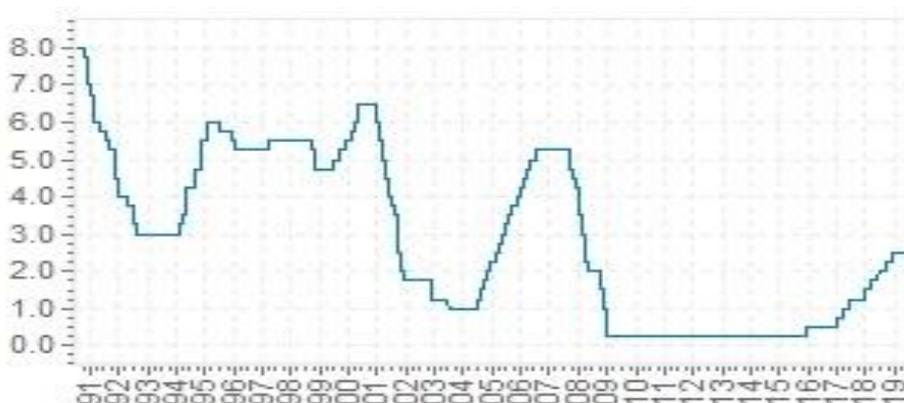
[Dati Euribor]

Dal grafico qui riportato si può notare come il tasso d'interesse (linea blu) della Banca Centrale Europea nella seconda metà del 2011, momento di massima crisi per i paesi PIIGS, non solo non è stato abbassato ma bensì è stato aumentato di mezzo punto percentuale, rendendo così ancora più difficile l'accesso alla liquidità per i

paesi che stavano attraversando questo grave momento di difficoltà. L'innalzamento dei tassi ha fatto aumentare la crisi economica perchè la riduzione di liquidità e di offerta di moneta in un momento così difficile per alcuni paesi, ha avuto il risultato di ridurre ulteriormente i consumi.

Il tasso d'interesse della Banca Centrale Europea, secondo lo spirito di coesione e sussidiarietà europeo si sarebbe dovuto abbassare sin dal primo semestre del 2011, momento in cui si sono dimostrate le prime difficoltà in alcuni paesi. Questo però non avrebbe beneficiato a quelle economie che in quel periodo non stavano risentendo più di tanto degli effetti di questa crisi economica, quali Francia e Germania.

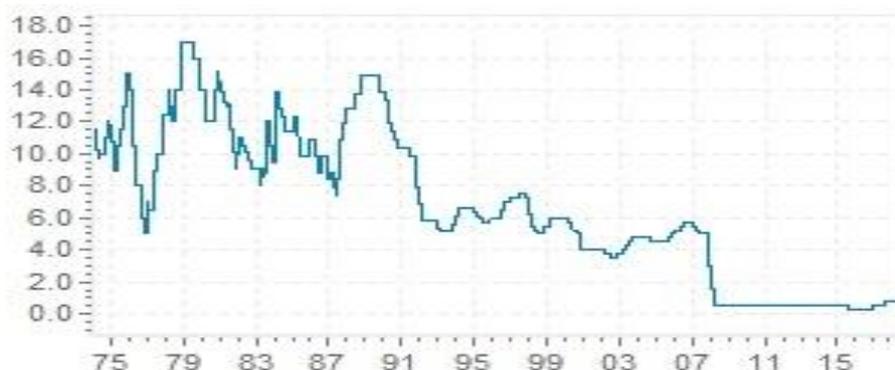
Dal 2012, un anno dopo l'inizio della crisi dei debiti sovrani, il tasso d'interesse ha iniziato una fase di diminuzione fino ad arrivare allo zero per cento nel 2016. Dal 2011 al 2016 le economie più in difficoltà non hanno quindi potuto usufruire dei benefici che si sarebbero ottenuti grazie ad un tasso d'interesse prossimo allo zero: maggior liquidità nel sistema, costo reale dei prestiti bancari più bassi ed una maggior offerta di moneta da immettere in un sistema in crisi.



[Dati Federal Reserve]

Il grafico qui riportato riporta l'andamento del tasso di interesse della Federal Reserve, Banca Centrale statunitense. La Fed dalla crisi finanziaria del 2008 ha abbassato nell'arco di un anno il tasso d'interesse fino allo zero per cento, lasciandolo invariato fino al 2016. Questo ha permesso all'economia americana di

riprendere fiato e di ottenere una ripresa economica considerevole, se si pensa che nel 2018 il PIL statunitense è cresciuto quasi del 3% ai massimi da 13 anni ²¹.



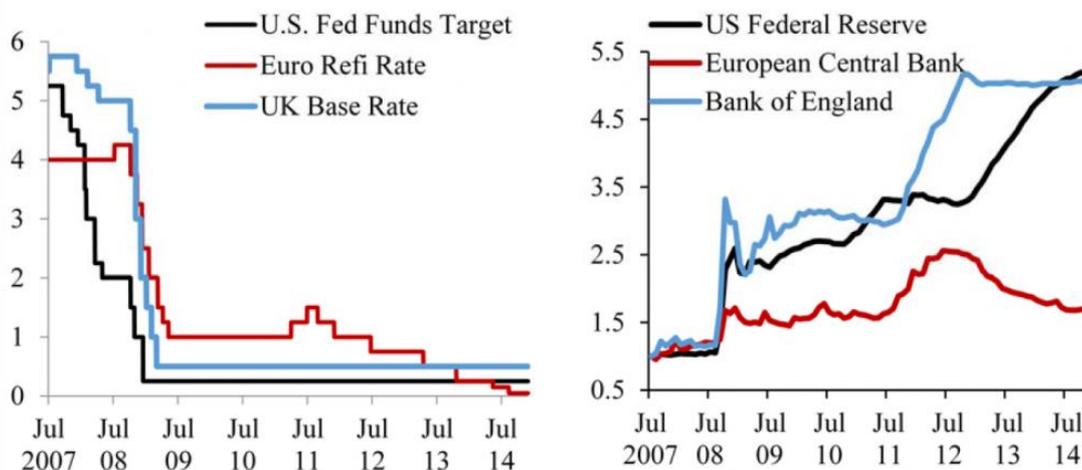
[Dati Bank of England]

Il grafico sopra riportato illustra l'andamento del tasso d'Interesse della Bank of England, Banca Centrale del Regno Unito. Si può qui notare come anche la Banca Centrale inglese abbia abbassato fino allo 0,5% il tasso d'interesse durante la crisi finanziaria del 2007-2008 e lo abbia lasciato invariato, se non per abbassarlo allo 0,25 nel 2016, fino al 2017; oggi il tasso d'interesse inglese è dello 0,75%. Questo sta a significare che sia la Banca Centrale statunitense che quella inglese hanno optato per la strategia dell'abbassamento dei tassi fino a quando l'economia interna non avrà ripreso a crescere a livelli significativi.

L'Italia è stato uno dei primi paesi che ha risentito fortemente gli effetti della crisi del biennio 2010-2012, ma per più di due anni, l'economia italiana ha dovuto sottostare ad un tasso d'interesse sfavorevole. Se l'Italia avesse potuto scegliere da sola, si presume che forse avrebbe optato per un abbassamento repentino dei tassi d'interesse, in modo tale da dare una reale ed immediata risposta all'economia domestica stimolandone i consumi, ma così non è stato. Come già ribadito precedentemente la BCE non poteva abbassare da subito i suoi tassi, ciò dipende dal fatto che la stessa rappresenta la Banca Centrale di ben 19 paesi (zona euro) e non può intervenire in aiuto di un solo paese abbassando il tasso d'interesse, questo ovviamente perché il tasso non si abbasserebbe solo per l'economia italiana ad

²¹ Dati ilsole24ore

esempio, ma per tutte le 19 economie. Nel 2012 sono apparsi segni di rallentamento anche per altre importanti economie europee, quali Germania e Francia e finalmente, dal momento che ormai numerose erano quelle in sofferenza all'interno della zona euro, la Banca Centrale europea si è decisa ad abbassare il tasso d'interesse. Ad oggi il tasso della BCE è fermo allo zero per cento. Tendendo conto dell'esempio delle banche centrali americana ed inglese, dalla crisi finanziaria del 2007-2008 hanno subito abbassato il tasso d'interesse tenendolo poi invariato per alcuni anni, al fine di sollevare la situazione economica; oggi quei tassi si sono nuovamente alzati e le due economie in questione stanno tornando a crescere in particolar modo quella americana (anche l'inglese è tornata a crescere, ma a livelli relativamente bassi, questo dovuto anche all'effetto di altri fattori quali la Brexit).



[Dati BCE, Fed e Bank of England)

Il grafico di sinistra mostra i tassi d'interesse delle 3 banche centrali, mentre quello di destra illustra i guadagni delle stesse dal 2007 al 2014.

Con questa immagine, si ha una vista completa sul diverso approccio e sui diversi risultati ottenuti dalle 3 banche centrali quali BCE, Fed e Bank of England rispetto alle crisi di questi anni.

TASSO SUI DEPOSITI PRESSO LA BANCA CENTRALE

Come illustra il sito della Borsa italiana, il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è uno dei tre tassi di riferimento che le Banche Centrali, in questo

caso la BCE, fissano ogni sei settimane nell'ambito delle decisioni di politica monetaria. Quest'ultimo definisce l'interesse che le banche percepiscono sui loro depositi overnight (per la durata di un giorno lavorativo) presso la banca centrale²².

Per stimolare gli investimenti e la circolazione del denaro nell'economia reale la BCE abbassa il tasso di deposito (in alcuni casi viene addirittura reso negativo) per far sì che lasciare moneta presso la Banca Centrale non risulti conveniente rispetto che ad investirla nel mercato.

Anche in questo caso la BCE ha tardato ad abbassare questo tasso, come già detto, gli effetti della seconda crisi che ha colpito il continente europeo nel nuovo millennio si sono fatti sentire a partire dal 2011, e la Banca Centrale Europea ha aspettato fino al 2014 per abbassare questo tasso. Finalmente dal 2015 il tasso sui depositi è negativo (a marzo 2016 la BCE lo ha addirittura tagliato a -0,4%). Ciò significa che a queste condizioni il principio è ribaltato: sono le banche a dover pagare un tasso di interesse alla Bce sulla liquidità parcheggiata (in eccesso rispetto all'1% dei depositi che corrisponde alla quantità di riserva obbligatoria). Così facendo la BCE disincentiva le banche a parcheggiare la liquidità, per spingerle a prestarla a famiglie e imprese.

Se la decisione di abbassare il tasso di deposito della Banca Centrale fosse spettato solo all'Italia, si sarebbe forse anche in questo caso optato per un repentino abbassamento dello stesso a partire dagli albori della crisi, al fine di stimolare la ripresa dei consumi da subito; anche in questo caso la BCE ha dovuto aspettare che gli effetti della crisi si trasmettessero in tutta Europa prima di prendere la decisione di abbassarlo. L'Italia quindi ha dovuto sottostare ad un tasso sfavorevole, vista la situazione economica del paese, per più di tre anni.

Di recente il tasso è stato nuovamente tagliato dello 0,5% dal presidente uscente della BCE Mario Draghi. Questa è una buona notizia per l'economia europea, un'economia che non si è ancora davvero ripresa del tutto dalle due crisi passate.

²² Borsa italiana: i tassi di interesse della Banca Centrale Europea

Negli ultimi mesi della presidenza Draghi, la BCE sta attuando scelte vincenti in materia di politica monetaria, queste però avrebbero forse prodotto risultati più proficui se si fossero attuate prima.

TASSO DI INFLAZIONE

L'inflazione è una misura quantitativa del tasso al quale il livello medio dei prezzi di un paniere di beni e servizi selezionati in un'economia aumenta per un periodo di tempo. Spesso espressa in percentuale, con il termine inflazione si indica una diminuzione del potere d'acquisto della valuta di una nazione.

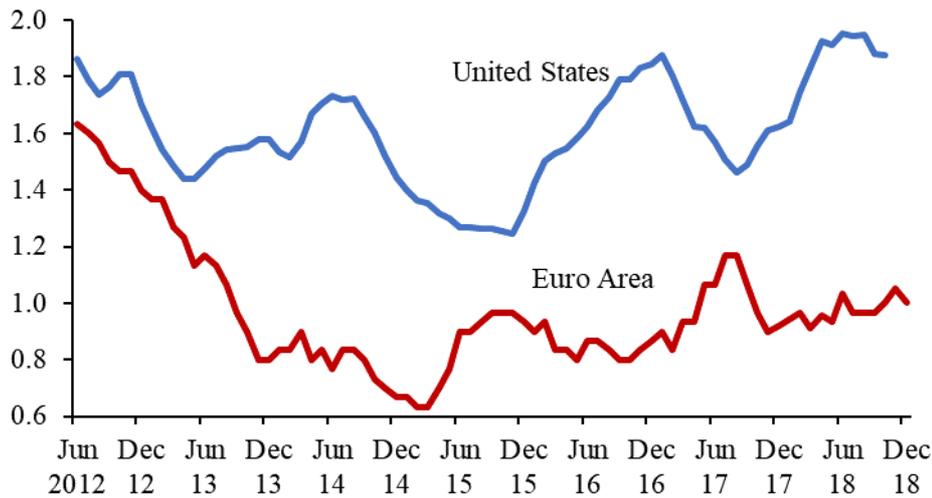
Le Banche centrali si pongono un target inflazione per agire sul tasso di inflazione di un'economia.

Il *targeting* per inflazione è una politica monetaria in cui la banca centrale fissa come obiettivo un tasso di inflazione specifico. La banca centrale fa questo per farti credere che i prezzi continueranno ad aumentare. Sprona l'economia facendoti comprare le cose ora prima che costino di più. La maggior parte delle banche centrali utilizza un obiettivo di inflazione del 2%. Gli strumenti di politica monetaria, invece, sono ad azione lenta. Ci vogliono dai 6 ai 18 mesi prima che una variazione del tasso di interesse influisca sull'economia. Le banche centrali solitamente non vogliono basarsi su movimenti ad azione lenta, ma su indicatori che si muovono rapidamente.

Mentre l'ideologia univa il Consiglio direttivo della BCE nella lotta contro l'inflazione, la divergenza degli interessi nazionali la tratteneva dal contrastare la deflazione. Gli interessi divergenti si sono palesati in maniera evidente verso la fine del 2012. Negli Stati Uniti, dove il tasso di inflazione era più o meno uguale a quello dell'eurozona, la Fed sotto la presidenza di Ben Bernanke intensificò gli acquisti di obbligazioni nell'ambito dei programmi di QE.

Contribuendo in questo modo a ridurre i tassi di interesse a lungo termine, la Fed ha cercato di indurre maggiori spese e quindi prevenire recessione e

deflazione. Al contrario, la BCE è rimasta praticamente immobile. Il tasso di inflazione della zona euro ha iniziato a calare restando costantemente al di sotto di quello statunitense.



[Dati BCE e Fed]

Il grafico riporta i tassi di inflazione nell'economia statunitense e nell'area euro; Il tasso di inflazione dell'area dell'euro ha iniziato a calare a metà del 2013, provocando il danno della bassa inflazione.

L'inflazione bassa può innanzitutto precedere, annunciare e persino causare una deflazione. Perché questo avvenga occorre che le aspettative sui prezzi si disancorino dal livello del 2% che costituisce, per la Bce, il livello ottimale.

L'inflazione troppo bassa può causare danni significativi all'economia, come anche un'inflazione troppo elevata. Se da un lato è vero che una bassa inflazione può essere positiva per l'economia, perché tra l'altro aumenta il potere d'acquisto delle famiglie e può favorire i risparmiatori a causa di tassi di interesse favorevoli (quelli a tasso variabile), dall'altra parte, questa situazione può precedere e persino causare il fenomeno della deflazione: i prezzi in calo generano un'aspettativa di ulteriori cali futuri dei prezzi, questo porta i singoli individui a posticipare gli acquisti e la somma di queste aspettative generali comportano una diminuzione generale dei consumi.

L'ideale, secondo gli esperti della BCE sarebbe di portare l'inflazione al livello del 2% o di mantenerlo al di sotto del 2%, ma avvicinandosi a medio termine. Anche i governi indicano generalmente come obiettivo un'inflazione di circa il 2% all'anno, considerandola un'inflazione vantaggiosa perché è sufficientemente bassa da stimolare i consumatori ad acquistare beni e servizi, nonché a prendere prestiti e finanziamenti. Tuttavia, scendere al di sotto di questo livello può essere pericoloso, perché un'inflazione troppo bassa significa crisi e ciò porta quasi inevitabilmente a un rimodellamento dei salari e ad un aumento della disoccupazione.

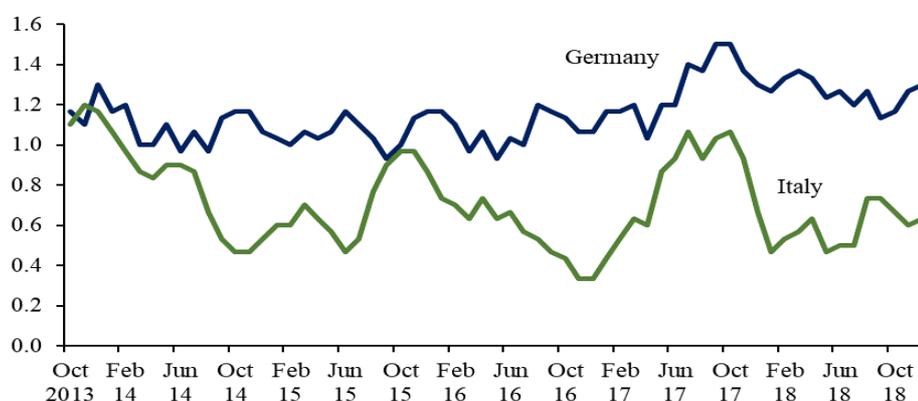
In un momento di crisi rialzare l'inflazione per un periodo di tempo limitato può aiutare un'economia a riprendersi, la BCE anche in questo caso ha tardato nei tempi rispetto alla Fed. Un innalzamento del tasso d'inflazione a partire dal 2011, avrebbe forse aiutato l'Italia, stimolando la ripresa dei consumi.

L'inflazione può avere effetti positivi sulle imprese, per lo meno nel breve periodo. Se l'imprenditore acquista fattori produttivi ad un certo prezzo, in un periodo di bassa inflazione e successivamente, una volta concluso il ciclo produttivo vende ad un prezzo maggiore rispetto al solito, in presenza di un rialzo dell'inflazione egli realizza quella che viene definita "rendita di inflazione", cioè un guadagno di tipo speculativo. La stessa cosa accade con i commercianti che detengono merce in magazzino acquistata quando non c'era l'inflazione e rivenduta a prezzi maggiorati per adeguarli ad essa.

Ad avvantaggiare gli imprenditori vi è anche il fatto che essi, in molti casi, acquistano materie prime con capitali presi a prestito e, come tutti i debitori, sono favoriti nei periodi di inflazione. Tuttavia, questi vantaggi sono solamente momentanei. A lungo andare l'inflazione si riflette negativamente sugli investimenti industriali perché: i risparmi vengono scoraggiati; i tassi di interesse crescono per cui prendere dei capitali a prestito per finanziare la propria attività diventa sempre più costoso; diventa difficile fare calcoli economici corretti e, di conseguenza, effettuare attente previsioni e programmazioni aziendali.

La bassa inflazione ha portato ad accrescere le divergenze economiche tra i paesi europei. Il tasso medio di inflazione della zona euro si era attestato attorno

all'1%, ma si era manifestata anche una preoccupante divergenza tra i tassi di inflazione dei diversi paesi. Il tasso di inflazione in Germania era ben superiore all'1%, mentre in Italia era decisamente al di sotto dell'1%.



[Dati Eurostat]

Il grafico mostra i tassi d'inflazione nazionali di Italia e Germania degli ultimi anni.

La politica monetaria fu particolarmente severa per l'Italia. Ciò ha spinto al ribasso il tasso di inflazione italiano, mantenendo il tasso di interesse reale italiano (il tasso d'interesse corretto per l'inflazione) molto più alto di quello tedesco. Pertanto, la politica monetaria restrittiva ha rafforzato le divergenze economiche all'interno dell'Eurozona.

Un rialzo del tasso di inflazione porterebbe però a delle ripercussioni su quanto riguarda la sostenibilità del debito pubblico, questo aspetto non deve essere sottovalutato, specie in un paese come l'Italia caratterizzato dalla presenza di un alto debito. La sua sostenibilità è legata direttamente sia al tasso d'interesse della Banca Centrale che dall'inflazione, il rapporto tra debito pubblico e PIL sale quando questi tassi sono più alti della crescita nominale, essendo la stessa crescita nominale dell'economia data dal PIL più l'inflazione. Per mantenere il debito pubblico invariato, il tasso di crescita dello stesso dovrebbe essere uguale o minore al tasso di crescita del PIL, se si pensa in particolar modo all'Italia, negli ultimi anni la crescita del PIL ha registrato livelli relativamente bassi. Perciò nel breve periodo un aumento dell'inflazione farebbe scendere il rapporto tra debito e PIL, Bisogna però anche

considerare i processi di reflazione che trascinano con sé tassi nominali più alti, che nel lungo periodo annullano gli effetti positivi sui conti pubblici. Nel medio-lungo periodo con un tasso di inflazione in crescita il debito pubblico al posto che abbassarsi crescerebbe, questo dovuto al fatto che monetizzare il debito può trasformarsi in un boomerang poiché la reflazione avrà come conseguenza una lievitazione dei tassi reali e il costo di emissione del nuovo debito tenderà ad essere più alto di quello odierno, al netto dell'inflazione. In rimedio a questo fenomeno andrebbero fatti tagli alla spesa pubblica o un aumento delle imposte.

Tendendo conto di tutti questi fattori, una scelta sensata sarebbe forse stata quella di alzare relativamente il tasso d'inflazione per un breve periodo, portandolo a un livello vicino al 2%. Questa mossa si sarebbe potuta fare nell'arco di tempo che va dal 2011 al 2012. Dopo circa due anni di inflazione relativamente alta si sarebbe potuta nuovamente abbassare, con l'obiettivo di evitare gli effetti negativi dovuti alla presenza di un alto tasso d'inflazione nel medio-lungo periodo.

Finalmente nel gennaio 2015 la BCE ha avviato il QE, manovra che ha fatto ricominciare la parziale salita del tasso d'inflazione della zona euro, ma solo dopo che la bassa inflazione e i tassi di inflazione persistentemente bassi si erano instaurati per diversi anni.

Conclusione

Questo studio ha cercato di analizzare la più recente crisi economica che ha colpito il continente europeo, sia sotto il punto di vista economico che politico. Dal momento che non tutti i principali indicatori macroeconomici europei sono tornati ai livelli pre-crisi (2006), l'obiettivo della tesi è stato quello di sottolineare le carenze di quelle istituzioni europee che avrebbero dovuto risolvere, in tempi più brevi possibile, il declino dell'economia europea nell'ultimo decennio.

Lo studio oltre ad analizzare nel dettaglio le misure adottate dall'Unione Europea che non hanno ottenuto i risultati sperati, si è posto l'obiettivo di proporre un diverso scenario rispetto a quello verificatosi.

L'analisi vorrebbe far capire che la BCE ha sbagliato nelle tempistiche, abbassando troppo tardi i propri tassi. Ad oggi molte economie europee sono ancora dentro una fase di crisi, in Italia come anche in altri stati europei la crescita del PIL si attesta intorno allo zero virgola, obbligando così la BCE a far rimanere invariati i tassi per altro tempo ancora. Un tasso d'interesse fermo allo zero per molto tempo è una situazione su cui porre attenzione, perché non permette alla Banca Centrale la possibilità di abbassare lo stesso nel caso di un'altra futura crisi, riducendo così lo spazio di manovra della BCE.

Per concludere desidero ribadire fortemente la necessità che Unione Europea sia forte e unita. In un periodo storico come questo, con l'imporsi nel mercato internazionale di grandi potenze come Cina ed India, i singoli stati non hanno più il potere di contrapporsi negli scenari politici ed economici globali. L'Unione è indispensabile alla prosperità del vecchio continente, bisogna quindi riportare al centro del dibattito politico europeo le vere esigenze dei cittadini per non far prosperare il sempre più grande malcontento che si sta istaurando all'interno dell'Europa. Mi auguro quindi che la nuova Commissione appena insediata, imparando dagli errori della precedente, possa riprendersi la fiducia di tutti i cittadini e riesca a porre le basi per un nuovo boom economico europeo.

Bibliografia:

1. “La crisi del debito sovrano degli stati dell’euro. Profili giuridici” di G. Adinolfi e M. Vellano (settembre 2013) edito da G. Giappichelli
2. “Debiti sovrani, banche e crisi dell’eurozona. Chi paga il conto” di L. Pagnetto (ottobre 2012) edito da Eurilink
3. “L’inflazione e la deflazione. Una rivisitazione dei relativi modelli” di O. Mastronardi (2017) edito da Nuova Cultura
4. “Politica monetaria e politica fiscale nell’Unione Europea. Il SEBC, l’Eurosistema e la BCE. La fiscalità nell’Unione. La governance economico-finanziaria” di P. Pagno (maggio 2016) edito da Le penseur
5. “Manuale di finanza” di G. Castellani, M. De Felice e F. Moriconi (ottobre 2005) edito da Il mulino
6. Consob: la crisi del debito sovrano
7. Banca e finanza dopo la crisi: Lectio magistralis del Governatore della Banca d’Italia Ignazio Visco del 16 aprile 2018
8. Banca Centrale Europea: La crisi finanziaria sfide e risposte
9. Banca Centrale Europea: L’euro, la politica monetaria e le riforme
10. “L’EURO” di Joseph E. Stiglitz (2017) edito da Einaudi
11. “15 anni di riflessioni sull’euro” di Tommaso Freddi (2015) edito da Pendragon
12. Ilsole24ore: euro sì o euro no, un dibattito serio e costruttivo. Ecco le regole
13. Economia e politica: gli effetti dell’austerità, un confronto internazionale
14. Wall Street Italia: Grecia, è la fine dell’austerità ma le cicatrici sono evidenti
15. Panorama: Portogallo, perché ha battuto la crisi e cosa può insegnarci
16. “Ciao lira, benvenuto euro” guida alla moneta unica europea, edito dalla Commissione europea nel 2001
17. Ilsole24ore: tassi sui depositi
18. Ilsole24ore: i sei motivi per temere un’inflazione troppo bassa

Sitografia:

1. www.eurostat.com
2. www.istat.com
3. www.consob.it
4. www.imf.org
5. www.finance.yahoo.com
6. www.agi.com
7. www.corriere.it
8. www.bancaditalia.it
9. www.ilsole24ore.it
10. www.ebc.europa.eu
11. www.eurostat.eu
12. www.euribor-rates.eu
13. www.federalreserve.gov
14. www.bankofengland.co.uk
15. www.panorama.it
16. www.ec.europa.eu