

Corso di laurea triennale in Economia e Management

Tesi di laurea

Dalla crisi dei debiti sovrani al conflitto tra Banche  
centrali e organi di Governo

Relatore  
Prof. Mirella Pellegrini

matr. 221491  
Studente: Enzo Zimatore

A.A. 2019/2020

# INDICE

|                                                                             |        |
|-----------------------------------------------------------------------------|--------|
| INTRODUZIONE.....                                                           | - 3 -  |
| <br>CAPITOLO 1 “ESPANSIONE DELLA CRISI SU SCALA MONDIALE” .....             | - 5 -  |
| 1.1 LA CRISI MONDIALE DEL 2009 .....                                        | - 5 -  |
| 1.2 PERCEZIONE DELLA CRISI IN ITALIA E IN EUROPA .....                      | - 6 -  |
| 1.3 CRISI DEI DEBITI SOVRANI .....                                          | - 7 -  |
| 1.4 “FINE DEL MANDATO TRICHET” .....                                        | - 10 - |
| 1.5 2011 “CROLLO DEL GOVERNO BERLUSCONI” .....                              | - 11 - |
| <br>CAPITOLO 2 “AUSTERITY E POLITICA MONETARIA BCE” .....                   | - 14 - |
| 2.1 “AUSTERITY ALL’INTERNO DELL’EUROZONA” .....                             | - 14 - |
| 2.2 “AUSTERITY IN ITALIA: MISURE DEL GOVERNO MONTI” .....                   | - 16 - |
| 2.3 “CRISI GRECA E RICORSO ALLA TROIKA” .....                               | - 20 - |
| <br>CAPITOLO 3 “BCE: UN NUOVO INIZIO” – BREVE INTRO. ....                   | - 23 - |
| 3.1 “UNO CONTRO TUTTI. MARIO DRAGHI” .....                                  | - 25 - |
| 3.2 “NUOVA ROTTA: WHATEVER IT TAKES” .....                                  | - 30 - |
| 3.3 “Q.E , UN ARMA NON CONVENZIONALE” .....                                 | - 32 - |
| 3.4 RISCHIO BOLLA FINANZIARIA E SFIDA DELLA BCE.....                        | - 35 - |
| <br>CAPITOLO 4 “BCE E FED: DUE BINARI OPPOSTI” .....                        | - 36 - |
| 4.1 LA CORTE DI GIUSTIZIA APPOGGIA LA BCE.....                              | - 38 - |
| 4.2 “BCE SALVA LA GRECIA” .....                                             | - 39 - |
| 4.3 DUELLO TRA BANCHIERI CENTRALI E ORGANI DI GOVERNO.....                  | - 42 - |
| 4.4 EFFETTI DEL QE E NECESSITÀ DI RIFORME STRUTTURALI PER LA CRESCITA ..... | - 44 - |
| 4.5 EMERGENZA SANITARIA 2020 : POSSIBILI SCENARI.....                       | - 49 - |
| <br>CONCLUSIONI.....                                                        | - 56 - |
| <br>BIBLIOGRAFIA .....                                                      | - 59 - |

## Introduzione

Alcuni fatti economici dell'Italia dei nostri giorni appaiono a tratti affini a quelli trascorsi in qualche epoca passata : la mancanza di lavoro tra i giovani, la carenza di investimenti pubblici nel mezzogiorno, la conseguente sempre più accentuata disparità tra nord e sud del paese, sono divenuti una sorta di costante storica nel corso degli anni.

Si potrebbero infatti ritrovare facilmente le stesse notizie e gli stessi commenti sulle pagine di un quotidiano del dopoguerra; il Corriere della Sera o La Stampa di quei giorni, riportavano di fatto problemi analoghi a quelli odierni.

Di questo andare, se mettessimo per un momento da parte il calendario, lasciando a casa orologi e notiziari, potremmo tranquillamente recarci in edicola e acquistare, con gioia dell'edicolante, un quotidiano vecchio e impolverato, che ci illude di aver appena appreso una notizia fresca di stampa sull'attualità del nostro Paese.

Secondo alcuni storici contemporanei, per molti fattori di varia natura, l'Italia degli anni 60, sull'onda del boom economico e trainata dalla crescita dell'economia mondiale, non ha saputo sfruttare quel momento tanto fertile della sua economia, per risolvere le disuguaglianze e i problemi naturali che da sempre ne hanno condizionato la crescita e lo sviluppo<sup>1</sup>.

*“Oggi non è che un giorno qualunque di tutti i giorni che verranno, ma ciò che farai in tutti i giorni che verranno può dipendere da quello che farai tu oggi”*<sup>2</sup> scriveva Ernest Hemingway nel 1940; parafrasando il concetto possiamo dire, che il mal governo, la cattiva amministrazione e le politiche spregiudicate dei decenni finali del secolo scorso, si scontano duramente sui margini di crescita che abbiamo oggi, gravando così pesantemente sulle nostre prospettive future.

I problemi strutturali dell'economia di oggi sono il riflesso di un'amministrazione che non funziona da molto tempo.

La disoccupazione, una spesa pensionistica molto alta, la mancanza di investimenti infrastrutturali, la cattiva manutenzione delle strade e delle autostrade, senza contare l'enorme spesa pubblica per spese improduttive, quali ad esempio gli F35 (25 miliardi di euro nel 2018, pari all'1,4% del PIL) sono soltanto alcuni dei problemi che gravano sulla politica del governo di oggi.

Il grande compagno di viaggio che ormai da tempo ci precede, è però rappresentato dal debito pubblico, che oggi con una cifra intorno ai 2400 miliardi di euro, pari al 135% del Pil, costituisce il principale limite alla realizzazione di investimenti e opere pubbliche di cui l'Italia ha un impellente bisogno.

---

<sup>1</sup> Carlo Scognamiglio -sulla storia industriale italiana Economia industriale 2017, Luiss University press

<sup>2</sup> Per chi suona la campana, Ernest Hemingway, 1940

Il crollo del ponte di Genova, il recesso di *ArcelorMittal* dall'amministrazione Ilva, la tragica inoperatività del Mose nel momento in cui Venezia aveva più bisogno di essere protetta, sono tutti frammenti del medesimo puzzle storico, che raffigura e compone un'Italia molto simile a quella dantesca: una “*nave senza nocchiero in gran tempesta*”<sup>3</sup> che lotta disperatamente per non naufragare.

---

<sup>3</sup> Dante Alighieri, *Divina Commedia*, VI Canto Purgatorio, 1321

## Capitolo 1 “Espansione della crisi su scala mondiale”

### 1.1 La crisi mondiale del 2009

L’origine della crisi la si può idealmente far coincidere con l’inizio dell’anno 2009.

Il 20 gennaio di quell’anno il presidente americano George Bush passa il testimone della Casa Bianca a Barack Obama (finanze m. d.)<sup>4</sup>, lasciandogli in eredità una crisi finanziaria in piena espansione che nei mesi successivi avrebbe rapidamente raggiunto l’economia reale dei paesi di tutto il mondo.

In Italia in quel periodo c’era una celata tendenza nel sostenere che l’avvento della crisi potesse essere contenuta, trattandosi fino ad allora di un problema esterno, che sarebbe rimasto circoscritto all’interno degli Stati Uniti.

Nel documento di economia e finanza del giugno di quell’anno, firmato dal Ministro dell’economia Giulio Tremonti si legge “Noi crediamo di avere una visione, culturale e politica, una visione sufficientemente vasta e sufficientemente approfondita per vedere e valutare cosa sta succedendo nell’economia globale, per vedere e valutare quali forze sono in campo e quali dinamiche sono in atto nel mondo e quale impatto hanno per questa via le crisi che stanno investendo l’Europa e l’Italia: la crisi alimentare, la crisi energetica, la crisi finanziaria, le crescenti tensioni geopolitiche”<sup>5</sup>.

Due anni dopo lo spread avrebbe toccato nel novembre 2011 il suo massimo storico, quota 574 punti base<sup>6</sup>, portando l’Italia sull’orlo del default e costringendo il governo Berlusconi a dare le dimissioni.

Nel 2009 dopo il fallimento di Lehman Brothers si passò rapidamente da una crisi finanziaria ad una crisi economica, e mai come allora trovò conferma il detto che *“quando gli Stati Uniti fanno uno starnuto tutto il resto del mondo prende il raffreddore”*<sup>7</sup>; vediamone nello specifico gli sviluppi<sup>8</sup>

---

<sup>4</sup> Politico statunitense del partito democratico, nasce nel 1961 a Honolulu , passando parte dell’infanzia nella città di Giacarta .Si laurea nel 1983 alla Columbia University di New York in scienze politiche con indirizzo internazionale ; consegue una seconda laurea in legge nel 1991 alla Harvard University di Boston .Nel 1992 esordisce in politica al fianco di Bill Clinton e nel 1996 viene eletto al senato dell’Illinois. Nel 2007 si candida alla presidenza degli Stati Uniti e a termine di una serrata campagna elettorale contro il candidato John McCain , accompagnato anche da un forte sostegno mediatico sale alla guida della Casa Bianca. La sua elezione costituisce il primo caso di un presidente di colore nella storia degli Stati Uniti d’America, segnando una svolta netta per quanto riguarda la questione razziale e un divario socioeconomico fra bianchi e neri che negli anni non era mai stato colmato.

<sup>5</sup>Dpef 2009-2013 “ministero dell’economia e delle finanze

[http://www.dt.mef.gov.it/modules/documenti\\_it/analisi\\_programmazione/documenti\\_programmatici/dpef\\_2009-2013\\_-\\_protetto-.pdf](http://www.dt.mef.gov.it/modules/documenti_it/analisi_programmazione/documenti_programmatici/dpef_2009-2013_-_protetto-.pdf)

<sup>6</sup> Ansa , The post (<https://www.ilpost.it/2015/03/07/storia-spread/crisi-2/>)

<sup>7</sup> detto popolare ripreso parafrasando Metternich, che alla notizia dell’abdicazione di Luigi Filippo d’Orleans sentenziò «quando Parigi starnutisce l’Europa si becca un raffreddore»

<sup>8</sup>Mishkin -Eakins-Beccalli, Istituzioni e mercati finanziari (Storia della Global Financial Crisis-Cap 5) -2019, Pearson

## *1.2 Percezione della crisi in Italia e in Europa*

Rispetto a quanto successo negli anni precedenti nell'economia globale, era opinione diffusa che il 2009 non avrebbe rappresentato un cambio di rotta e che per vedere i primi segni di miglioramento si sarebbe dovuto attendere quantomeno l'inizio del 2010.

Tuttavia, l'avvento della crisi e soprattutto la risposta di ciascun paese è stata differente per quanto riguarda sia la tempistica che l'intensità delle manovre eseguite.<sup>9</sup>

Negli Stati Uniti sebbene la disoccupazione prevista a seguito della crisi bancaria e immobiliare sfiorasse livelli di 10 punti percentuali<sup>10</sup>, il Pil avrebbe subito un arresto decisamente contenuto, di circa un punto e mezzo percentuale. Oltre alla disoccupazione già prevista, il dato che ha preoccupato di più è stato il comportamento dei prezzi al consumo che per la prima volta dopo anni iniziavano a decrescere, segnando il passaggio da una lunghissima era all'insegna dell'inflazione ad un nuovo periodo di deflazione, a cui i produttori di tutto il mondo avrebbero dovuto abituarsi per molto tempo.

A causa del “credit crunch” iniziato dalle banche, la domanda di beni e servizi è scesa, il prezzo del petrolio ha così iniziato una rapida discesa e nemmeno i prezzi delle case dopo la forte bolla immobiliare sembravano intenzionati a risalire.

In Europa tuttavia la crisi avvertita dall'inizio del 2009 è stata profondamente diversa rispetto a quella americana, legata al problema dell'insolvenza dei mutui. Nel Vecchio Continente il problema finanziario si è riversato a cascata sugli Stati dell'Unione, nel momento in cui si è reso necessario il “salvataggio” della Grecia<sup>11</sup>. Un'operazione che ha richiesto a ogni membro dell'Ue un grosso sforzo in termini finanziari; cosicché gli Stati con solide finanze sono stati in grado di rispondere a questa sfida continuando ad effettuare investimenti, mentre quelli finanziariamente più deboli, si sono trovati in serie difficoltà.

L'Italia apparteneva a quest'ultima categoria dei Paesi più deboli. Secondo gli analisti la crisi nel nostro Paese è stata tutt'altro che un fulmine a ciel sereno. Il debito pubblico italiano era già molto elevato, gli investimenti pubblici erano bassi e il sistema bancario

---

<sup>9</sup> Europa news – pubblicazione del centro europe direct Marche dell'Università degli studi di Urbino “Carlo Bo”

<sup>10</sup> Dati index mundi (<https://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=us&v=74&l=it>)

<sup>11</sup> Consob – Autorità Italiana per la vigilanza dei mercati finanziari “la crisi finanziaria del 2007-2009”; Blanchard, Macroeconomia, Il Mulino, 2009 La crisi del 2007-2010 Francesco Giavazzi e Alessia Amighini

già fragile. Le richieste di contributi all'Europa per il salvataggio della Grecia hanno quindi sottratto ulteriori risorse da investire a favore della crescita economica.

Il primo segnale di difficoltà è arrivato dal mercato del lavoro che nonostante nella situazione di pre-crisi vedesse un tasso di disoccupazione intorno al 5-6%, in quegli anni arrivava a superare i 12 punti percentuali<sup>12</sup>.

Il governo di quegli anni guidato dall'ex imprenditore Silvio Berlusconi si era impegnato oltre che per la riforma della scuola e le norme sul legittimo impedimento del Presidente del Consiglio, nella realizzazione delle norme sul rimpatrio dei capitali illegalmente detenuti all'estero (il cosiddetto "scudo fiscale"). In termini di politica economica, in nome dell'ispirazione neoliberista della fazione politica, poco fu fatto dal Governo a sostegno delle imprese. Per questo motivo, in mancanza di una reale politica industriale, il tessuto economico del Paese fu quindi facile preda delle turbolenze negative portate dalla crisi a danno di imprese e famiglie.

### *1.3 Crisi dei Debiti sovrani*

Tutto ha inizio nell'autunno del 2009, quando il neo-primo ministro greco George Papandreu rivela pubblicamente che i bilanci economici trasmessi dai precedenti governi greci all'Unione europea, erano stati falsificati con l'obiettivo di garantire l'ingresso della Grecia nella Zona Euro, denunciando così il rischio di bancarotta del Paese.

Questa notizia produce l'effetto di un grande panico politico e finanziario in Europa, facendo emergere il timore che la moneta che per 10 anni aveva assicurato stabilità ai paesi europei potesse questa volta mettere in seria difficoltà economica tutti i paesi coinvolti. Vi era il concreto rischio di un credit default dei paesi che avevano investito le proprie risorse finanziarie nel debito greco.

All'inizio del 2010, in seguito al declassamento da parte delle agenzie di rating internazionali, si diffonde rapidamente il timore di una crisi del debito pubblico relativamente ad alcuni Paesi della Zona Euro ed in particolare: la Grecia, la Spagna, l'Italia, il Portogallo, l'Irlanda e il Cipro, beffati dal titolo attribuitogli sui giornali di tutto il mondo come paesi "PIIGS".<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> Statista Research Department (<https://www.statista.com/statistics/531010/unemployment-rate-italy/>)

<sup>13</sup> Enciclopedia Treccani "PIIGS Acronimo coniato dalla stampa economica anglosassone che dal 2007 indica i cinque paesi dell'Unione europea ritenuti più deboli economicamente: Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna"

Nei primi giorni di maggio 2010 viene definito un pacchetto di 110 miliardi di euro di aiuti in 3 anni<sup>14</sup>, da parte dei paesi della zona euro, alla Grecia.

Sempre nel maggio 2010 viene costituito lo European Financial Stability Facility (EFSF), uno strumento temporaneo utilizzato per l'emissione di obbligazioni garantite dagli stati membri. Nel luglio del 2011 l'EFSF viene affiancato dallo European Stability Mechanism (ESM), un meccanismo permanente per la gestione delle crisi istituito per trattato internazionale e dotato di capitale proprio; questi due strumenti saranno la base per la costituzione del più grande fondo europeo per la stabilità finanziaria della zona euro: lo European Stability mechanism, più famoso come MES-fondo salva-stati, la cui amministrazione susciterà non poche polemiche negli anni a seguire.

Lo scenario che si prospetta, qualora la Grecia dichiarasse la sua impossibilità a ripagare i debiti contratti, comporterebbe un effetto traino devastante per le finanze pubbliche dei maggiori stati sovrani europei (fra cui Francia, Germania, Italia e Olanda), trascinando nel baratro miliardi di risparmi privati gestiti all'interno del sistema bancario.<sup>15</sup>

Per tale motivo si inizia a pensare a soluzioni alternative, tutte differenti, che hanno però come obiettivo comune la sopravvivenza della moneta unica. Fra questi avanza la possibilità di una consensuale fuori uscita della Grecia dall'area euro, al fine di consentire al governo attuare una svalutazione del tasso di cambio per acquistare i titoli del debito, ma comportando come contropartita una forte perdita sul potere di acquisto dei cittadini.

Una seconda possibilità prevede invece il totale non rispetto degli obblighi finanziari presi dalla Grecia verso i paesi creditori, dichiarando così il default a tutti gli effetti.<sup>16</sup>

Quest'ultima ipotesi comporterebbe una serie di rischi e conseguenze enormi sull'economia reale e sull'ordine politico e sociale degli stati coinvolti, senza contare la per nulla sicura sopravvivenza della UE. Si stima infatti che il default della Grecia innescherebbe un gigantesco domino negativo con effetti sul commercio internazionale, sulle imprese e sulle famiglie direttamente messe in ginocchio dal simultaneo fallimento delle banche.<sup>17</sup>

La situazione non sembra migliorare nel 2011, in quanto le agenzie di rating Moody's, Standard & Poor's e Fitch tagliano ulteriormente il rating della Grecia portandolo rispettivamente a Caa1 (insolvente), a CCC (debito altamente speculativo)

---

<sup>14</sup> Sole 24 ore "accordo su salvataggio Grecia"

(<https://st.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2010/05/grecia-salvataggio-papandrea-atene-ue-fmi.shtml?uuid=f83d6068-55d9-11df-9f91-c1820131b47b&DocRulesView=Libero>)

<sup>15</sup> Sole 24ore, Esposizione di banche e stati europei verso la Grecia, 2015

<sup>16</sup> Crisi finanziaria e dei debiti sovrani, F. Capriglione – G. Semeraro, 2012, Utet, Milano

<sup>17</sup> UBS, Euro break-up: the consequences, Global economic perspectives , 2011

e a CCC (vulnerabile)<sup>18</sup> cosa che costringe il governo ad effettuare nuovi tagli per 6,5 miliardi di euro e nuove privatizzazioni al fine di ottenere nuovi prestiti da parte dell'Unione europea e del Fondo Monetario Internazionale ; la crisi ha riverbero anche sulla situazione occupazionale del paese, con un tasso di disoccupazione che a febbraio 2011 raggiunge il 15,9%.<sup>19</sup>

Dopo l'approvazione da parte del parlamento greco di un nuovo piano di austerità che imporrà al paese ellenico tagli per ben 28 miliardi di euro entro il 2015, l'Unione europea dà il via libera alle ulteriori tranche di aiuti per tutto il 2011.

Il 25 luglio 2011 Moody's taglia il rating greco di altri tre livelli portandolo da Caa1 a Ca, dando per certo il default della nazione.

Prima della crisi del 2008 il ruolo delle agenzie di rating era ritenuto fondamentalmente affidabile , forse grazie all'apprezzabile chiarezza che forniva sotto forma di indici ai sistemi finanziari o forse per la competenza tecnica interna agli organismi che nessuno aveva messo in dubbio prima d'allora; sta di fatto che dopo lo scandalo finanziario di Lehman Brothers e Bearn Stearns , sono venuti alla luce molti dubbi sulla loro affidabilità , fra cui anche i conflitti di interesse presenti fra società ed agenzia , nonché la percezione delle informazioni che vengono trasmesse sui mercati attraverso i rating. La grande crisi ha rappresentato qualcosa come una cortina d'ombra sull'operato di tali società, mettendo in luce la necessità di una regolamentazione al riguardo nonché la pressante esigenza di una sottoposizione a un meccanismo di vigilanza.<sup>20</sup>

Contestualmente si arriva al settembre 2011, quando il governo greco vara un'ulteriore manovra tassando gli immobili allo scopo di recuperare 2,5 miliardi di euro utili a raggiungere un'ulteriore tranche di aiuti pari a 8 miliardi di euro; il vice-cancelliere tedesco Philipp Rösler sostiene pubblicamente la possibilità del default greco per uscire dalla crisi dell'euro.

La finanziaria sull'immobile sembra non bastare e il giorno 21 dello stesso mese il governo ellenico si vede costretto a formulare una drammatica manovra che prevede un ulteriore taglio alle pensioni, la messa in mobilità di 30.000 dipendenti statali già dal 2011 e il prolungamento della precedente tassa sugli immobili fino al 2014. A questo punto viene istituita la cosiddetta "troika", formata da FMI, BCE ed UE, e grazie al suo verdetto sulla situazione della Grecia si riesce a convincere la Germania ad attivare il fondo salva-stati, che garantisce alla Grecia ulteriore ossigeno economico.

A questo punto il governo Papandreu tenta di sottoporre a referendum il piano di salvataggio della Grecia , ma la minaccia da parte dell'Europa di sospendere gli aiuti

---

<sup>18</sup> Sole 24 ore “Taglio delle agenzie di rating alla Grecia”, 28 Luglio 2011

<sup>19</sup> Disoccupazione Grecia – Sole 24 ore “Grecia, la disoccupazione balza al 15,9% a febbraio. L'Fmi: ristrutturazione del debito «non è necessaria» - 12 Maggio 2011

<sup>20</sup> Ruolo delle agenzie di rating, Crisi finanziaria e dei debiti sovrani, F. Capriglione – G. Semeraro, 2012, Utet, Milano

economici gli impone il dietrofront, e a quel punto il premier ellenico annuncia definitivamente le sue dimissioni.

L'esempio della Grecia viene considerato dall'Unione Europea una questione molto importante vista la possibilità che tale situazione si ripercuota negli altri mercati della zona euro.

Infatti, la crisi fiscale e la possibilità di default della Grecia (2,5% del Pil Uem) determinano rapidamente immediati effetti di contagio nei paesi dell'Eurozona con una disastrosa situazione delle finanze pubbliche e con prospettive di crescita sempre più basse. Entrano dunque in crisi nell'ordine Irlanda (1,7%), Portogallo (1,9%), Spagna (11,5%) e Italia (17%).

I premi per il rischio di insolvenza iniziano a salire ovunque nei cosiddetti PIIGS e tutti i paesi furono costretti ad adottare misure di risanamento fiscale per assicurare i mercati.

#### *1.4 “Fine del mandato Trichet”*

Il 6 ottobre 2011 il quotidiano spagnolo “El Pais” presenta sulle pagine del settore economico una breve ma interessante riflessione: *“arrivato alla fine del suo mandato di otto anni, oggi il presidente della Banca centrale europea Jean-Claude Trichet può tirare le somme del suo operato. La speranza è che annunci il ribasso del tasso di riferimento (l'inflazione è sotto controllo nei pressi del 2 per cento) o quanto meno che abbia avviato un processo in tal senso lasciando la decisione al suo successore Mario Draghi. Quale sarebbe stato il costo di non avere Trichet? Quali sarebbero le conseguenze se Draghi dilapidasse l'eredità del francese?”*.<sup>21</sup>

Già allora il giudizio sull'amministrazione Trichet aveva prodotto diverse perplessità. La necessità di un'inversione di tendenza è recepita direttamente dal suo successore, che inizia la staffetta del suo mandato in un vortice di speculazioni finanziarie, sotto gli occhi puntati dei mercati di tutto il mondo.

Gli errori commessi sostanzialmente da Trichet sono stati due:

il primo risale al giugno del 2008, quando l'ex governatore della BCE decise di innalzare il tasso di interesse, dopo che l'inflazione si era stabilizzata, nonostante il disastro provocato dal crollo della Lehman Brothers del mese di settembre;

---

<sup>21</sup> Quotidiano el pais “L'Europa senza Trichet” (<https://voxeurop.eu/it/content/article/1030521-l-europa-senza-trichet>)

il secondo a causa della timida gestione politica dell'acquisto di titoli di stato dei paesi periferici, quando lo spread di questi ultimi ha registrato un rapido aumento a causa delle turbolenze dei mercati finanziari.

In quel clima di crisi dell'area euro, con sei paesi che faticavano a ripagare i finanziamenti dei titoli emessi (fra cui Spagna e Italia) era necessario un cambio di rotta: serviva qualcuno in grado di salvaguardare la solvibilità finanziaria dei paesi coinvolti, senza minare però la solidità della moneta e soprattutto l'indipendenza della Banca centrale.

Così nel giugno 2011 diviene ufficiale la notizia che Mario Draghi avrebbe iniziato il suo mandato come presidente della Banca centrale europea a partire dal successivo novembre.

### *1.5 2011 “crollo del governo Berlusconi”.*

Siamo a fine maggio 2011.

In Italia si cominciano a intravedere i primi segni di instabilità del governo; la coalizione Pdl-Lega guidata dal premier Berlusconi e dal segretario della Lega nord Umberto Bossi, entra in crisi a causa delle pressioni dell'opposizione e del mondo mediatico anche per effetto degli sviluppi del caso Rubygate<sup>22</sup>.

A giugno il dibattito politico si concentra sulle scelte della manovra, mentre nella maggioranza si fanno sempre più forti le voci di coloro che attaccano Giulio Tremonti e chiedono un cambio al Ministero dell'Economia. In questa situazione già tesa, piomba a luglio l'esplosione della crisi del debito e il battesimo dei Piigs, l'acronimo-beffa che raggruppa i Paesi in difficoltà (Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna).

I mesi di luglio e agosto fanno scoprire a tutti gli italiani un severo giudice del loro comportamento: lo spread con i titoli di stato tedeschi.

Il mese di luglio si apre di fatto con lo spread a 225 punti, sotto lo sfondo della scelta del successore di Mario Draghi al vertice di Bankitalia.

---

<sup>22</sup> Lo scandalo Rubygate è il nome dato allo scandalo sessuale che ha coinvolto l'ex Presidente del Consiglio Silvio Berlusconi per l'accusa di aver pagato per fare sesso tra febbraio e maggio 2010 con una ballerina di night club minorenni, Karima El Mahroug - conosciuta anche con il nome d'arte Ruby Rubacuori, così come con tante altre ragazze giovani che frequentano le feste private organizzate nelle sue ville. Nel quadro della crisi economica che investe l'Europa, nel gennaio del 2011, il Presidente Berlusconi viene messo sotto inchiesta penale con l'accusa di favoreggiamento della prostituzione minorile e concussione nel processo apertosi a Milano nell'aprile 2011. La credibilità del governo italiano si vede rapidamente disgregata, fino a condurre, nel giro di pochi mesi, l'esecutivo alle dimissioni.

Il 1° luglio, a mercati aperti, viene diffuso il bollettino di Standard & Poor's sulla manovra. E' una sorta di bocciatura: "Restano sostanziali rischi per il piano di riduzione del debito, principalmente a causa della debole crescita" - scrive l'agenzia di rating- in parte riprendendo i concetti espressi già a maggio, quando l'outlook dell'Italia era stato rivisto da "stabile" a "negativo"<sup>23</sup>. L'impatto sui titoli pubblici è immediato e conseguentemente lo spread si allarga.<sup>24</sup>

Dopo un mese di forti tensioni per il timore delle dimissioni del Ministro dell'economia Giulio Tremonti, delle inevitabili tensioni all'interno della maggioranza di Governo, si pensa all'ipotesi di un governo tecnico e l'allora uscente commissario europeo Mario Monti viene preso in considerazione per un cambio al vertice di palazzo Chigi.

Il **3 agosto** lo spread supera la soglia dei 300 punti e dal *Financial Times*, edizione londinese, arriva una nota di biasimo nei confronti di Tremonti, definito *"un povero esempio per gli italiani, non indispensabile"*<sup>25</sup>. Lo stesso giornale, edizione tedesca, lancia ufficialmente Mario Monti come l'Anti-Berlusconi. Il *Ft Deutschland* non fa giri di parole e dice di vederlo bene come premier: "Asciutto, obiettivo, minuzioso, ligio alle regole e un po' rigido, Monti ha tutte le qualità che mancano a Berlusconi".

Due giorni dopo, il **5 agosto**, lo spread arriva a sfiorare i 390 punti, al Governo italiano arriva anche la lettera durissima della Bce, inviata dal presidente Jean Claude Trichet e dal successore in pectore, Mario Draghi.

Nella lettera si legge

*“Caro Primo Ministro, il Consiglio direttivo della Banca centrale europea il 4 Agosto ha discusso la situazione nei mercati dei titoli di Stato italiani. Il Consiglio direttivo ritiene che sia necessaria un'azione pressante da parte delle autorità italiane per ristabilire la fiducia degli investitori. Il vertice dei capi di Stato e di governo dell'area-euro del 21 luglio 2011 ha concluso che «tutti i Paesi dell'euro riaffermano solennemente la loro determinazione inflessibile a onorare in pieno la loro individuale firma sovrana e tutti i loro impegni per condizioni di bilancio sostenibili e per le riforme strutturali».*

*Nell'attuale situazione, riteniamo essenziali le seguenti misure:*

*1. Vediamo l'esigenza di misure significative per accrescere il potenziale di crescita. Alcune decisioni recenti prese dal Governo si muovono in questa direzione; altre misure sono in discussione con le parti sociali. Tuttavia, occorre fare di più ed è cruciale muovere in questa direzione con decisione. Le sfide principali sono l'aumento della concorrenza, particolarmente nei servizi, il miglioramento*

---

<sup>23</sup> Manovra, S&P: "In Italia crescita debole, restano rischi per riduzione del debito" AdnKronos

<sup>24</sup> Lo spread che è un differenziale tra il rendimento dei titoli di Stato italiani (Btp decennali), e gli omologhi tedeschi (Bund), è quindi in grado, in via primaria, di poter esprimere un giudizio sul rischio di investimento nei titoli di un certo paese (Italia), nei confronti di un altro paese (Germania). Se lo spread sale, siamo in una situazione di mancata fiducia da parte degli investitori: viene chiesto un maggior rendimento per poter comprare i nostri titoli di Stato. Ipotesi limite, nel caso di aumento vertiginoso dello spread, è il rischio fallimento, o default di Stato.

<sup>25</sup> Financial Times critica Tremonti- Sole 24 ore , 2 Agosto 2011 (trichet)

*della qualità dei servizi pubblici e il ridisegno di sistemi regolatori e fiscali che siano più adatti a sostenere la competitività delle imprese e l'efficienza del mercato del lavoro. »<sup>26</sup>*

Le richieste della Bce sono lette da tutti i commentatori come condizioni da rispettare per evitare la bancarotta del Paese: si chiede tra l'altro al Governo di anticipare al 2013 il pareggio di bilancio e di raggiungere un deficit pubblico pari all'1% del Pil già nel 2012, con una manovra di tre punti - pari a una cinquantina di miliardi di euro - in un solo anno. La lettera incendia il dibattito politico per settimane.

I giornali nazionali e esteri in quel mese si focalizzano in una vera e propria ossessione per un governo tecnico, ed ai primi di settembre lo spread e i credit default swap, indici del fallimento di un paese, balzano alle stelle.

Il 23 Ottobre, dopo un sali-scendi dello spread, Francia e Germania lanciano l'ultimatum a Berlusconi: "attui subito le misure per debito e crescita". Il clima di tensione è evidente, e il governo capisce ormai di non avere vita lunga.

L'8 novembre infatti, con il voto sul rendiconto alla Camera, il Premier capisce di non avere più la maggioranza assoluta e tre giorni dopo, il 12 novembre, a seguito di una giornata tesissima, sale al Quirinale per rassegnare le dimissioni. All'uscita dal palazzo lo accoglie una folle di gente in festa che ormai da un anno non riscuoteva più i consensi raggiunti al momento delle elezioni.

Quel giorno Berlusconi e Monti si incontrano a Palazzo Chigi per un colloquio di 2 ore dedicato a fare il punto su programma e lista dei Ministri. Il 16 novembre il Presidente della Repubblica darà a Monti l'incarico di formare un governo tecnico. Lo spread scenderà a 368 punti il 6 dicembre<sup>27</sup>. Si attende un conto molto salato per gli italiani: è l'inizio dell'austerità.

---

<sup>26</sup> Lettera Trichet – Draghi al governo italiano

<sup>27</sup> Andamento spread anno 2011 (<https://www.maxsomagazine.it/2012/01/landamento-dello-spread-nel-2011.html>)

## Capitolo 2 “Austerità e politica monetaria BCE”

### 2.1 “Austerità all'interno dell'eurozona”

Ogni qualvolta uno dei paesi del G20 incorre in una crisi economica di grande rilievo, ritornano in auge due scuole di pensiero; l'austerità e l'interventismo, che qualcuno ha ridefinito sotto la metafora dei “falchi e delle colombe”<sup>28</sup>.

Facendo qualche passo indietro nella storia, potremmo trovare diversi esempi, che confermano l'assunto secondo cui, entrambe le politiche se usate in eccesso non fanno che peggiorare la malattia che intendono curare, rivelandosi così decisamente infruttuose ed inadeguate.

In queste pagine intendo perciò trovare una via che metta d'accordo i sostenitori dell'austerità e i sostenitori delle politiche espansive interventiste, o per meglio dire, i falchi e le colombe.

Un paragone classico che viene fatto dai professori di economia dei nuovi anni 10' è quello tra la grande depressione del 1929 e la grande recessione del 2008, le più grandi crisi economiche degli ultimi cento anni di storia moderna<sup>29</sup>.

Analizzando dunque quali furono le cause della crisi del Ventinove e i tentativi di farvi fronte, si può certamente sostenere che la politica del Presidente Hoover, ancorata all'idea liberista del laissez-faire e ai rigidi principi del pareggio di bilancio, si rivelò una ricetta fallimentare<sup>30</sup>.

A ciò si aggiunga che in mancanza di un programma di investimenti pubblici, come quelli delineati dal programma keynesiano “New Deal” attuato dal presidente Roosevelt, gli Stati Uniti non sarebbero certamente usciti così rapidamente dalla crisi, lasciando chissà quali sorti all'alba del secondo conflitto mondiale.

*Risulta interessante citare, il monito del grande economista inglese che riecheggia all'indomani della crisi: “The boom, not the slump, is the right time for austerity at the Treasury.”<sup>31</sup> - l'espansione, non la recessione, è il momento giusto per l'austerità al tesoro.*

---

<sup>28</sup> L'espressione “falchi e colombe” ha un'origine storica, e risale al mondo socio-politico americano del 1962. Negli Stati Uniti questo modo di dire venne utilizzato inizialmente per riferirsi alle posizioni rigide o aggressive assunte dalla parte politica americana nei confronti dei comunisti o al contrario in riferimento a un atteggiamento fortemente pacifista e di negoziato assunto dai politici di fronte alla crisi cubana. Mentre i falchi sostengono posizioni intransigenti e rigide, le colombe sono generalmente gruppi di persone più moderati e concilianti.

Il termine è di recente mutuato, dopo la crisi del 2008, nell'ambiente della politica monetaria delle banche centrali, per indicare i sostenitori di una politica di immissione monetaria più aggressiva e all'opposto i sostenitori di una politica monetaria più rigida volta a uno stretto controllo dell'inflazione, con tassi di interesse più alti e con maggiore indipendenza della banca centrale dal contesto economico circostante. Ulteriore approfondimento, lo zoo della finanza Falchi e Colombe. Sole 24 ore, 23 gennaio 2019

<sup>29</sup> Enciclopedia Treccani “La depressione del 1929 e la recessione del 2008.” IX appendice (2015)

<sup>30</sup> John Kenneth Galbraith -The great crash 1954 - Consob – educazione finanziaria - la crisi del '29 ; cap 2 pg 23

<sup>31</sup> John Maynard Keynes da un discorso alla radio nel 1937.

Ebbene, suona quasi paradossale pensare quando ci si imbatte, a decenni di distanza, in una crisi peggiore di quella del Ventinove ma per molti versi simile, di utilizzare gli stessi rimedi inefficaci usati in passato.

Ricordando le parole del premio Nobel per l'economia Joseph Stiglitz “nessuna grande economia è cresciuta tramite l'austerità”<sup>32</sup> appare chiaro che sarebbe inadeguato ricorrere all'austerità in una fase di crisi. E' proprio il caso di dire: è come voler curare la scottatura di un malato, versandoci sopra dell'olio bollente.

Ma allora come si giustifica un così ampio dibattito, una così accesa discussione fra scuole di pensiero diverse, che ancora oggi non trovano una conversazione comune?

La verità come sempre anche questa volta sta nel mezzo: vale a dire vi sono argomentazioni che giustificano politiche economiche rigorose e argomentazioni a favore di politiche più espansive.

Gli argomenti alla base di chi continua a sostenere l'austerità trovano conferma nel fatto che in tempi di tempeste finanziarie e più in generale di crisi di fiducia sui mercati, gli obiettivi di pareggio di bilancio servono a restituire fiducia agli investitori; questo provocherebbe quindi un calo del costo degli investimenti nel settore pubblico e privato, generando una crescita della produzione e creando così nuovi posti di lavoro. Tuttavia, il rovescio della medaglia di questa politica, si è rivelato più di una volta sufficiente a compensare i vantaggi appena evidenziati.

La crisi appena vissuta testimonia i supremi costi dell'austerità: il taglio della spesa pubblica ha difatti prodotto una drastica diminuzione di beni e servizi pubblici, impoverendo settori come la pubblica sicurezza, l'istruzione, la sanità, senza contare il notevole aumento del gettito fiscale che ha tolto risorse vitali, alla grande maggioranza di famiglie già in difficoltà<sup>33</sup>.

Questa situazione ha alimentato in molti paesi dell'eurozona la disoccupazione ed una sempre più netta separazione tra classi sociali, alimentando e ingigantendo le già presenti “inequalities”<sup>34</sup>.

Si è assistito ad un conseguente indebolimento delle dinamiche di contrattazione sindacale e ad un allentamento delle tutele per i diritti dei lavoratori.

Nello specifico si è visto come all'indomani della crisi, in paesi come Grecia e Italia, per combattere la disoccupazione si è assistito ad una progressiva deregolamentazione del mercato del lavoro<sup>35</sup>, riducendo le tutele adottate per prevenire il licenziamento senza giusta causa e incentivando questo tipo di assunzioni (si veda il Jobs act).

---

<sup>32</sup> Joseph Stiglitz, premio Nobel per l'economia, al convegno Italianieuropei, “Oltre l'austerità: Politiche alternative per l'occupazione e per la crescita” mette in luce davanti all'allora Presidente del consiglio Mario Monti i limiti dell'austerità.

<sup>33</sup> Andamento spesa pubblica paesi UE 2009-2015, Eurostat.

<sup>34</sup> J. Leschke and M. Jespen (2012), Introduction: Crisis, policy responses and widening inequalities in the EU”, International Labour Review .

<sup>35</sup> Tutela dei contratti di lavoro, OCSE , Employment Protection Legislation Index, EPL

Dopo una serie continua di aggiornamenti, oggi l'EPL viene elaborato dall'OCSE sulla base di 21 indici sintetici che, con una serie di pesi, consentono di stimare i due sotto indicatori che contribuiscono a comporre l'EPL: l'indicatore di protezione per i contratti a tempo indeterminato (EPRC) e l'indicatore di protezione per i contratti a tempo determinato (EPT)

L'insieme di questi provvedimenti ha infine prodotto un significativo aumento della povertà, principale ingrediente per favorire il malcontento popolare, l'aumento del crimine ed il peggioramento delle condizioni di salute della popolazione.

Negli anni successivi alla crisi finanziaria, i paesi più colpiti dalle misure di austerità – Grecia, Italia, Spagna, Portogallo e Regno Unito – hanno infatti registrato un notevole aumento della povertà nella propria popolazione rinvenendo in particolare: 1) il dieci per cento della popolazione più ricca, aumentarne la propria quota di reddito totale; 2) il dieci per cento di quella più povera, ridurne la propria quota di reddito. In alcuni casi sono successe entrambe le cose.<sup>36</sup>

L'insieme di queste problematiche, che hanno colpito la popolazione dei paesi (Piigs), hanno rappresentato per giunta un male necessario; la pillola amara che bisognava ingoiare per superare la tempesta era con tutta probabilità la mancanza di una vera diga economica, costruita in passato.

Per questo la scelta migliore appare, come ricorda Hegel, quella di giustificare la storia anziché di cercarne una morale<sup>37</sup>; quindi al di là delle cause e dei propositi che hanno spinto ad adottare tali misure andiamo ad analizzarne gli effetti e gli sviluppi in uno dei paesi centrali di questa vicenda: l'Italia alla fine del 2011, mentre assisteva ad un necessario cambio di rotta al Governo.

## *2.2 “Austerity in Italia: misure del governo Monti”*

Lo scenario politico economico in cui si è trovato il governo Monti il 17 Novembre del 2011, è stato quello che da ogni punto di vista si delinea come un quadro quanto mai complesso: sia dal punto di vista politico, trattandosi di un governo tecnico; sia da punto di vista della programmazione economica finanziaria fortemente condizionata dal contesto straordinario in cui si trovava l'Italia. Avvalendomi di un paragone artistico, mi sentirei di raffigurare quel 17 novembre come un dipinto di Henry Philippoteaux del 1874, che raffigura, con grande coinvolgimento, la famosa battaglia di Waterloo. Le immagini dei soldati in subbuglio, il sangue dei defunti ai loro piedi e le colonne di fumo grigio che dalle canne dei fucili si alzavano nel cielo, sono la perfetta metafora dello scenario che vede un Napoleone ormai distrutto che si deve arrendere alle truppe del resto d'Europa, aspettando di malanimo il biglietto per una drammatica e quanto mai definitiva Sant'Elena.

Sono queste le premesse che accolgono, quel 17 novembre, il Professor Monti al Senato della Repubblica a palazzo Madama.

---

<sup>36</sup> Eurostat (2013) 'Distribution of income by quantiles', In Spagna, i redditi aumentarono per il 10% più ricco, mentre i più poveri videro la loro quota diminuire (dal 2,3% all'1,6%), di gran lunga la quota più bassa in tutta l'Unione Europea. L'Italia vide i suoi ricchi prendere una quota aumentata di reddito dal 23,7% nel 2008 al 24,2% nel 2011, mentre il reddito per il decile più povero diminuì dal 2,7 al 2,3%. Il Portogallo ha avuto un trend simile dal 2010, mentre il reddito per i più ricchi aumentava dal 26,6 al 27,2% (il più alto in Europa), mentre per i più poveri rimaneva invariato nello stesso periodo (al 2,9%). Nel Regno Unito, i più poveri hanno visto la loro quota di reddito declinare dal 2,9% nel 2009 al 2,8% nel 2011, mentre i più ricchi hanno preso una quota maggiore, in aumento dal 25,4 al 26% nello stesso periodo.

<sup>37</sup> “Filosofia della storia di Hegel”- Storia della filosofia di Nicola Abbagnano, Volume IV, Gruppo editoriale Espresso 2005

La crisi finanziaria che avvolgeva l'Italia in quei giorni, era un problema quanto mai arduo da risolvere, per il quale di certo non c'erano le istruzioni.

La speranza comune era di poter contare sull'esperienza e sulla credibilità di uno stimato professore di economia internazionale, indipendente dalle influenze politiche che avevano fino ad allora condizionato l'esecutivo.

L'Italia in quel momento aveva pesanti problemi strutturali; di fatto da 15 anni cresceva meno degli altri paesi e aveva perso competitività<sup>38</sup>. Diventava imperativo che i costi di produzione delle imprese nazionali, una volta entrati nell'Euro, non crescessero più rapidamente che in Germania, ma così non è stato. Il debito pubblico era sceso troppo poco negli anni successivi al 2000<sup>39</sup>. Successivamente alla crisi greca ed al panico finanziario che ne è seguito, ci si interrogò sulla solvibilità del debito dei paesi euro e l'Italia è stata ritenuta da molti il secondo paese meno credibile, venendo condannata di fatto a pagare un prezzo epocale che portò le sue finanze ad un punto di non ritorno.

In tale contesto appare fondamentale riportare il discorso di Monti dinanzi al Senato, il giorno del suo insediamento, in merito alle minacce al futuro dell'Italia e dell'Europa nell'imminente avvenire:

*“Il futuro dell'euro dipende anche da ciò che farà l'Italia nelle prossime settimane, anche e non solo, ma anche. Gli investitori internazionali detengono quasi metà del nostro debito pubblico. Dobbiamo convincerli che abbiamo imboccato la strada di una riduzione graduale ma durevole del rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo. Quel rapporto è oggi al medesimo livello al quale era vent'anni fa ed è il terzo più elevato tra i Paesi dell'OCSE. Per raggiungere questo obiettivo intendiamo far leva su tre pilastri: rigore di bilancio, crescita ed equità.”*<sup>40</sup>

Il programma che ne deriva è l'annuncio delle riforme che avrebbero coinvolto il Paese per tutto il mandato del nuovo premier.

Conscio dell'impopolarità della ricetta amara che avrebbe dovuto attuare per restituire credibilità al Paese, il professore rassicura gli italiani, spiegandone gli effetti e le motivazioni:

*L'obiezione che spesso si oppone a queste misure è che esse servono, certo, ma nel breve periodo fanno poco per la crescita. È un'obiezione dietro la quale spesso si maschera – riconosciamolo – chi queste misure non vuole, non tanto perché non hanno effetti sulla crescita nel breve periodo (che è vero che non hanno), ma perché si teme che queste misure ledano gli interessi di qualcuno. Ma, evidentemente, più tardi si comincia, più tardi arriveranno i benefici delle riforme. Ma, soprattutto, le scelte degli investitori che acquistano i nostri titoli pubblici sono guidate sì da convenienze finanziarie immediate, ma – mettiamocelo in testa – sono guidate anche dalle loro aspettative su come sarà l'Italia fra dieci o vent'anni, quando scadranno i titoli che acquistano oggi.*<sup>41</sup>

---

<sup>38</sup> Crescita italiana 2000-10 rispetto a paesi UE, dati Eurostat.

<sup>39</sup> Carlo Cottarelli in “Pachidermi e Pappagalli” spiega così i problemi strutturali dell'economia italiana pre-crisi.

<sup>40</sup> discorso di insediamento Mario Monti in Senato 17 dicembre 2011

<sup>41</sup> Discorso di insediamento Mario Monti in Senato 17 dicembre 2011

Su questa lunghezza d'onda, il 6 dicembre dello stesso anno, il Governo Monti mette subito in atto il **decreto salva-Italia**, recante "Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici", attraverso una manovra da 34 miliardi di euro che aveva l'obiettivo di consolidare le finanze pubbliche e rispettare le prescrizioni europee poi defluite all'interno del "Fiscal compact".

Le pensioni, con l'estensione del metodo contributivo a tutti, ed il fisco, con la reintroduzione dell'imposta sulla prima casa (Imu), sono i due pilastri su cui si regge l'architettura della manovra, per due terzi costruita sulle entrate, che puntava a garantire il pareggio di bilancio nel 2013<sup>42</sup>.

Il provvedimento che segna il passaggio dal sistema pensionistico retributivo al sistema contributivo viene percepito come uno dei punti più impopolari del decreto Salva-Italia<sup>43</sup>. La pensione viene così calcolata in base ai versamenti effettuati dal lavoratore e non in base agli ultimi stipendi percepiti; a ciò si aggiunga che è stata innalzata l'età pensionabile di uomini e donne da un minimo di 62 fino ad un massimo di 67 anni, con distinzioni fra lavoratori autonomi e dipendenti e con un'anzianità contributiva minima assoluta pari a 20 anni di contributi versati.

Ciò che ha inciso però maggiormente nel breve termine, sui redditi dei cittadini italiani, sono state le riforme che il governo ha varato in campo fiscale, le quali hanno portato nelle casse del Ministero delle Finanze complessivamente 26 miliardi di euro l'anno, con una crescita del gettito fiscale del +2,8%.<sup>44</sup>

Un ruolo significativo in tale dibattito è stato svolto dall'Imu, l'imposta municipale sugli immobili, che appesantisce il carico fiscale degli italiani per oltre una dozzina di miliardi. Oltre all'Imu viene inserita anche la tassa sugli immobili all'estero e, sempre sulla linea della tassazione patrimoniale, l'imposta di bollo sui conti bancari, l'addizionale sulle auto di lusso, le tasse su barche e aerei privati. Si aggiunge inoltre la limitazione dell'uso del contante sopra i mille euro, che costituisce un valido contributo per la lotta all'evasione fiscale<sup>45</sup>.

Diversamente un altro provvedimento che ha messo in seria difficoltà, specie i piccoli contribuenti, è stato senza dubbio l'aumento dell'iva; nello specifico si è registrato l'aumento dell'aliquota ordinaria iva dal 21 al 23% (e dell'aliquota ridotta dal 10 all'11%), a decorrere dal 1° ottobre del 2012<sup>46</sup>.

---

<sup>42</sup> S24H sul decreto Salva Italia "Si alla manovra, cambiano fisco e pensioni "

<sup>43</sup> "Ci sarà una forte stretta sulle pensioni di anzianità: ai trattamenti anticipati si potrà accedere solo con 42 anni e un mese di contribuzione per gli uomini e 41 anni e un mese per le donne (a prescindere dall'età). Se l'uscita dal lavoro avviene prima dei 62 anni si applicano delle penalizzazioni."

"Pensioni, contributivo e stop alle anzianità, Sole 24ore, 17 dicembre 2011

<sup>44</sup> "Fisco, nel 2012 entrate tributarie per 424 miliardi (+2,8%)" Il fatto quotidiano 11 Marzo 2013

<sup>45</sup> Nadeff 2013, Rapporto sui risultati conseguiti in materia di misure di contrasto dell'evasione fiscale, Ministero dell'economia e delle finanze.

<sup>46</sup> Legge di stabilità 2013 (approvata con legge n. 228 del 24 dicembre 2012 e pubblicata sulla Gazzetta ufficiale n. 302 del 29 dicembre 2012), il 1° ottobre 2013 è avvenuto l'aumento di un ulteriore punto percentuale e l'aliquota ordinaria dell'IVA ha raggiunto il 22%, mentre è rimasta al 4% per beni alimentari, di prima necessità e beni agricoli, e al 10% per i beni e prodotti turistici e per le opere edili (esclusa la vendita degli immobili).

Questa decisione è stata inoltre una scelta tecnica ben precisa che rifletteva l'opinione del governo secondo la quale, l'aumento delle entrate - già disposto dal provvedimento di luglio del governo Berlusconi - incidesse sui consumi e non sui redditi, nella prospettiva di traslare il peso della tassazione dalle persone alle cose.

Questa scelta si è rivelata molto aggressiva nei confronti dei redditi più bassi in quanto, essendo l'imposizione indiretta una forma di tassazione regressiva, essa incide notevolmente sul consumo dei beni primari, a dispetto del reddito realizzato.

Sul piano delle spese, l'azione del governo è stata altrettanto incisiva, ma probabilmente ha un po' deluso le aspettative. La stessa *spending review*, la revisione completa della spesa, ha prodotto risultati inferiori alle attese, soprattutto nella sanità là dove si è deciso di ridurre una buona fetta di prestazioni assistenziali ai cittadini<sup>47</sup>.

È estremamente difficile esprimere un giudizio generale sulla politica dell'esecutivo; sicuramente ha rispettato e portato a termine gli obiettivi dichiarati fin dall'inizio, in cui annunciava l'impossibilità di una crescita nel breve termine, quando il costo del debito pubblico raggiunge certe vette; quello che di positivo c'è stato è sicuramente una restituita e rinnovata credibilità al paese, già ...ma a quale prezzo.

Il motivo per il quale non si è potuto procedere con una politica economica più espansiva, volta a rilanciare gli investimenti, è da rintracciarsi forse nel comportamento delle istituzioni europee, che durante la crisi del debito non hanno certo dimostrato un comportamento solidale, come il termine unione ci imporrebbe di fare.

Nessuna fra le istituzioni europee si è dimostrata disponibile a finanziare i paesi in crisi durante quegli anni, nessuna, ad eccezione della Banca Centrale<sup>48</sup>.

Il motivo di una crescita che ha tardato ad arrivare così a lungo in Italia, come spiega evidentemente il Professor Cottarelli in una sua intervista<sup>49</sup>, non è dunque da imputare al governo, bensì alla lentezza nella manovra monetaria dell'Europa che ha tardato nove mesi, fino al provvidenziale annuncio del "whatever it takes", che ha determinato la riduzione della spesa per interessi, principale causa dei tagli dell'austerità.

---

<sup>47</sup> Legge 7 Agosto 2012, art 15, disposizioni urgenti per l'equilibrio del settore sanitario e misure di governo della spesa farmaceutica. "Sfogliando tra le decine di norme raccolte nei 38 articoli che compongono la legge 135 del 7 agosto 2012, pubblicata ieri in Gazzetta ufficiale, non è difficile arrivare al capitolo a più elevato impatto sociale, quello sul quale devono essersi concentrate le preoccupazioni del capo dello Stato. Si tratta dei nuovi interventi sulla sanità. La revisione della spesa decisa per il Sistema sanitario nazionale è destinata a lasciare un segno particolare a causa del suo sovrapporsi ad altri tagli lineari, quelli varati nel luglio del 2011 dal Governo Berlusconi, che vanno a regime. Alla fine l'ammontare dei nuovi risparmi per il Ssn sarà complessivamente di 6,8 miliardi da qui al 2015." Sole 24 ore , 15 Agosto 2012

<sup>48</sup> Durante la Global Investment Conference tenutasi a Londra il 27 luglio 2012 , davanti a un gruppo di industriali , Mario Draghi parlando degli "short term challenges" che la Bce avrebbe intrapreso nei mesi successivi (fra cui una riforma della regolamentazione bancaria e il problema dell'avversione al rischio delle banche ) lancia un messaggio chiaro e diretto ai mercati mondiali , ottenendo l'effetto di frenare radicalmente la speculazione sui titoli degli stati sovrani , scongiurando una crisi dell'euro . L'affermazione ha un'efficacia senza precedenti :

"Within our mandate the Ecb is ready to do whatever it takes to preserve the euro, and believe me it will be enough". Quelle parole caratterizzano una presa di posizione netta della Bce rispetto alle altre istituzioni mondiali (Commissione europea ed Fmi) sancendo finalmente un'iniezione di fiducia per le aspettative degli investitori.

<sup>49</sup> Carlo Cottarelli nel corso del congresso di Manager Italia con l'osservatorio dei conti pubblici italiano.

### 2.3 “Crisi greca e ricorso alla Troika”

La storia della crisi dei debiti sovrani che ha investito l'Europa nel 2011, colpendo le finanze pubbliche di alcune fra le più importanti economie europee e mettendo per la prima volta in dubbio la solidità della moneta unica, trova la sua origine proprio nel suo paese più antico: la penisola ellenica.

La storia della Grecia affonda le sue radici in una triste storia di mala gestione dell'amministrazione pubblica, attraverso un'irresponsabile attuazione delle politiche fiscali, che hanno irrimediabilmente condizionato la natura delle finanze dello Stato.

Il tutto venne a galla nell'autunno del 2009, quando all'indomani dell'insediamento del Governo, il primo ministro greco George Papandreu, esponente del Pasok, movimento socialista Panellenico, rivela in una dichiarazione pubblica che i governi precedenti, con l'aiuto di Goldman Sachs, avevano falsificato i bilanci pubblici allo scopo di garantire l'accesso nell'euro. “Il deficit per quest'anno ammonta al 12,7% del Prodotto interno lordo – dichiara Papandreu – e il debito pubblico sfiora i 300 miliardi di euro. Di conseguenza, il nostro Paese rischia di soffocare sotto la mole del debito”.

<sup>50</sup>

Le origini della crisi risalgono, a circa dieci anni addietro, quando il Governo ellenico guidato sempre dal movimento PASOK, avrebbe (secondo fonti giornalistiche)<sup>51</sup> pagato milioni di dollari a Goldman Sachs e altre banche straniere di investimento, affinché mascherassero la quantità di denaro che era stata richiesta in prestito, così da provocare un inevitabile aumento del deficit e del debito e imbrogliando l'Unione Europea.

Hanno fatto seguito pesanti manovre correttive dei conti pubblici, riforme del fisco e delle pensioni che hanno portato il paese in uno stato di caos

In Europa all'indomani dell'annuncio, si scatena il panico finanziario: all'interno della Commissione Europea, nei governi degli stati membri, ma soprattutto all'interno delle banche, si diffondeva la preoccupazione di avere nel proprio attivo dei titoli insolvibili, senza possibilità alcuna di smobilizzo.

A tutto ciò segue nel dicembre 2009, il declassamento delle agenzie di rating, che tagliano letteralmente l'ossigeno al governo greco.

Il giudizio di Fitch che taglia a BBB+, il rating sul debito greco di lungo termine, porta in scena un nuovo martedì nero per le banche di tutta Europa. A BBB- è posta la soglia di junk bond, ossia del titolo spazzatura.<sup>52</sup>

---

<sup>50</sup> “Lo spazio greco-turco e il fattore occidentale dalla guerra fredda ad oggi Boiken Sinaj” pag 67, Euronews giugno 2015

<sup>51</sup> Euronews giugno 2015

<sup>52</sup> a cura di Borsa Italiana, La crisi finanziaria della Grecia, 2010

I numeri che si leggono sui rapporti dei quotidiani economici parlano di un debito pubblico prossimo ai 300mld, ossia del 113% del Pil, che potrebbe salire rapidamente al 120% già all'inizio del 2010.

Il governo greco, agli occhi dell'Europa, appare incapace a frenare la spesa pubblica ed il piano di riforme decretato a risolvere la situazione sembra il riflesso di una profonda crisi politica all'interno dell'esecutivo.

Secondo il quotidiano *Franfurter Allgemeine Zeitung* già nel 2009 il direttore generale del Fmi Christine Lagarde e la cancelliera Angela Merkel erano pronte a considerare l'uscita della Grecia dall'euro; le stesse furono frenate soltanto dall'allora governatore della Bce, Jean Claude Trichet, e dal ministro delle Finanze di Berlino, Wolfgang Schäuble che temevano ripercussioni per le banche tedesche, francesi e olandesi piene di bond greci (più redditizi dei bund)<sup>53</sup>.

Nel 2010 il governo di Atene prepara un piano di uscita dalla crisi con privatizzazioni miliardarie, un congelamento degli stipendi pubblici sopra i 2.000 euro, una forte lotta all'evasione fiscale e riforme strutturali come quella delle pensioni. Il 28 gennaio 2010 il premier greco George Papandreu difende al World Economic Forum le proprie proposte, promettendo un deficit all'8,7% entro il 2010 ed al 3% entro il 2012.

Nel frattempo, in Commissione Europea si discutono una serie di trattative per giungere a una soluzione comune: si spazia da misure minimaliste, come la semplice previsione di prestiti bilaterali, a interventi di più vasta portata come l'istituzione di un fondo salva-stati europeo in grado di gestire l'emergenza in atto<sup>54</sup>.

La cancelliera tedesca Merkel all'interno di un vertice dell'eurogruppo mette subito in guardia gli stati membri: "se accade qualcosa ad un Paese dell'euro, tutti gli altri ne sono coinvolti: visto che abbiamo una moneta comune abbiamo anche responsabilità comuni".<sup>55</sup>

Tuttavia, gli ostacoli ad una socializzazione della crisi greca ed alla concessione di sostegni finanziari sembrano essere soprattutto di natura giuridica.

L'art. 123 del TFUE sancisce il divieto di concessioni creditizie da parte della BCE o delle BCN nazionali in favore degli stati membri, mentre l'art.125 regola il principio di "no bail out" per il quale gli stati membri non possono farsi garanti del debito di un paese appartenente alla stessa Unione.

Nel frattempo, il costo del debito è ulteriormente aumentato tra febbraio e aprile 2010, arrivando a toccare quota 6,5 punti percentuali <sup>56</sup>; a fine aprile la Grecia presenta all'Unione Europea una formale richiesta di assistenza finanziaria.

---

<sup>53</sup>Il Sole 24 ore -Lagarde : "Uscita dall'euro è una possibilità" - 28 Maggio 2015

<sup>54</sup> F. Capriglione e G. Semeraro, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani*, Utet 2012, Milano.

<sup>55</sup> Angela Merkel , riunione consiglio europeo , 16 dec 2010

<sup>56</sup> Lo spread dei titoli greci schizza oltre quota 6,5% , Sole 24 ore , 27 aprile 2010

In tali circostanze, viene considerato applicabile in modo estensivo l'art.122.2 del TFUE, consentendo alla BCE di avviare un primo sostegno economico alla Grecia, attraverso l'acquisto del debito coi fondi dell'Unione.

Nel mese di maggio viene ufficialmente accordato il piano di aiuti e si inizia contemporaneamente a lavorare ad una modifica del Trattato di Lisbona (poi approvata nel Dicembre 2010), inserendo la possibilità di adottare un fondo di emergenza, dapprima vietato dagli artt. 123 e 125, per assicurare la stabilità dell'Unione.

Per ottenere i prestiti la Grecia firma un programma di aggiustamento economico con le istituzioni creditrici (Commissione europea in rappresentanza dell'Eurogruppo, la Banca centrale europea ed il Fondo monetario internazionale) con cui il Governo Papandreu si impegna ad attuare durissime misure di austerità, nonché a raggiungere un improbabile deficit di bilancio del 3% entro il 2014<sup>57</sup>.

Fra queste misure restrittive sono previste riforme del mercato del lavoro, tagli delle pensioni, tagli sui salari, aumenti delle tasse, nonché un asprissimo piano di privatizzazioni che serviva a ripagare parte del debito con gli stati esteri.

La Grecia, infatti, durante tutta la durata della crisi è stata letteralmente saccheggiata in tutti i suoi settori produttivi e finanche dei beni strategici fondamentali per la sua economia.

Nel grande valzer delle svendite del patrimonio greco si ricorda senz'altro l'accordo firmato dalla compagnia tedesca Fraport per la gestione di 14 aeroporti regionali di tutta la Grecia.

Così, gli aeroporti nelle suggestive località estive di Zante, Corfù, Skiathos, Salonicco, Mykonos, Kos, Rodi, solo per citarne alcuni, sono tutti passati sotto il controllo della Germania, diventato a quel punto unico dominus dell'economia ellenica<sup>58</sup>.

La situazione in Grecia inizia a diventare insostenibile: dopo i tagli alla spesa pubblica, migliaia di persone restano disoccupate (a febbraio 2011 ad esempio la disoccupazione raggiunge il 15,9 per cento), in tutto il paese infuriano proteste e scioperi, con veri e propri bagni di sangue. Uno di questi accadde nel mese di maggio, quando tre persone morirono intrappolate in una banca data alle fiamme.

Inoltre, per valutare il rispetto delle riforme concordate nel piano di aggiustamento economico, i funzionari della Commissione UE, del Fondo monetario internazionale e della Banca Centrale Europea, si sono periodicamente recati nei ministeri della Grecia per raccogliere dati e informazioni sullo stato dei conti pubblici e sull'andamento dell'economia, così come per suggerire, o imporre, l'adozione di misure di aggiustamento strutturale ai ministri locali recalcitranti.

Con riferimento a questi tre organismi si inizia così a parlare di Troika, nome che è diventato negli anni un vero e proprio simbolo di sofferenze sociali provocate ai cittadini greci, nonché un incessante spettro per i paesi UE che faticavano a rispettare i vincoli sull'indebitamento.

---

<sup>57</sup> First Economic Adjustment Programme for Greece, approved on May 10<sup>th</sup> 2010

<sup>58</sup> La Germania firma l'accordo per la locazione di 14 aeroporti regionali in Grecia, Sole 24 ore,

L'economia greca è messa in ginocchio sotto il peso della crisi finanziaria e delle riduzioni di spesa e, nell'estate del 2011, appare evidente che la Grecia non sarebbe stata in grado di raggiungere gli obiettivi di bilancio fissati dal programma. L'Unione Europea trova un accordo per prolungare l'assistenza finanziaria, e si cerca una soluzione sostenibile per il debito greco, ormai indirizzato verso il 200% del Pil.

Si giunge così nel febbraio 2012 all'erogazione del secondo pacchetto di interventi di salvataggio per la Grecia.

L'Eurogruppo autorizza, attraverso il fondo EFSF, lo stanziamento di 109 mld per l'acquisto di bond greci, che sommati allo stanziamento dell'FMI arrivano a un totale di 138mld, risultato che ha rappresentato il doppio rispetto al primo programma.

Il passaggio fondamentale è costituito però dal PSI (private sector involvement), che segna irreversibilmente la cosiddetta "socializzazione delle perdite". Attraverso tale programma i detentori privati del debito si impegnavano ad accettare una svalutazione del 53,5% del valore nominale dei propri titoli, con una maturità allungata tra gli 11 e i 30 anni, e tassi di interesse portati al 3,65% di media. La perdita media complessiva per gli investitori privati si avvicina al 75%.

L'apparente successo del PSI, tanto voluto e agognato dai paesi che auspicavano il mantenimento della Grecia all'interno dell'euro, non deve però far dimenticare i costi che i cittadini greci hanno dovuto sopportare.

In termini di proteste, episodi violenti, scioperi e tassi di disoccupazione altissimi che hanno accompagnato la Grecia per tutto il protrarsi della crisi economica durata oltre 5 anni, possiamo senz'altro dire che i costi degli errori commessi di certo non verranno mai dimenticati.

Dopo anni di recessione ininterrotta, nel terzo trimestre 2014 l'economia greca torna per la prima volta a mostrare una crescita, pari allo 0,7% sul Pil.

Le condizioni di vita restano durissime, ma finalmente dopo anni di sacrifici si intravede uno spiraglio di ossigeno per la popolazione.

### *Capitolo 3 "Bce: un nuovo inizio" – Breve intro.*

Ciò che ha rappresentato Mario Draghi in otto anni alla guida della Banca centrale europea è paragonabile in termini di efficacia e nuovo corso soltanto a quello che è stato fatto attraverso il "new deal"<sup>59</sup> dal più rivoluzionario economista del novecento e

---

<sup>59</sup> TRECCANI – Dizionario di storia, 2010: New deal Programma di politica economica attuato negli Stati Uniti dal neo-eletto presidente F.D.Roosevelt fra il 1933 e il 1939 per porre rimedio ai disastrosi effetti della grande crisi che tra il 1929 e il 1932 aveva investito dapprima il sistema capitalistico statunitense per estendersi poi rapidamente anche in Europa. Il N.d. puntava a rompere il circolo vizioso della recessione di domanda-produzione-salari-domanda partendo

da uno dei più autorevoli presidenti americani: John Maynard Keynes e Franklin Delano Roosevelt, due personalità che hanno segnato il “secolo breve”<sup>60</sup>, al confronto della prima, che si può dire abbia deciso la rotta del nuovo millennio.

Intendo fare questo paragone, che forse pecca in originalità, in quanto le condizioni che hanno caratterizzato le due maggiori crisi dell’ultimo secolo<sup>61</sup>, e l’intervento che si è reso necessario nella politica economica e monetaria per superare un così violento vortice depressivo, sono state per certi versi molto simili.

Durante la crisi dei debiti sovrani, la solvibilità dei bilanci pubblici e la loro capacità di resistenza allo spirale finanziario proveniente dalla recessione statunitense hanno messo a dura prova la stabilità dell’euro<sup>62</sup>, vero anello di congiunzione dell’Unione europea.

Molti paesi, si aggiunge, hanno contribuito ad alimentare la grande incertezza presente sui mercati attraverso la politica dell’austerità<sup>63</sup>, mostrando posizioni in Europa ancorate ai ferrei principi di pareggio di bilancio, sempre più distanti dall’idea di solidità finanziaria e di crescita comune.

L’unica istituzione che si è, a mio parere, dimostrata efficace e disponibile ad affrontare la crisi in un’ottica condivisa, è stata la Banca Centrale Europea a lei si deve l’Europa che abbiamo ancora oggi, a Mario Draghi la sua salvezza.

In un contesto in cui si combinavano due crisi, differenti per natura, (solvibilità bancaria e pubblica) ma per tempi e contesti tanto simili da poterle definire “gemelle”, Mario Draghi si è fatto timoniere per mari agitati, avendo la capacità e il coraggio rivoluzionario di leggere il mandato della BCE sul controllo dell’inflazione anche in

---

dal presupposto che questo potesse avvenire solo grazie a una forte accentuazione dell’intervento dello Stato nell’economia, senza peraltro giungere a compromettere i principi fondamentali del sistema capitalistico.

<sup>60</sup> Il Secolo breve è un saggio dello storico britannico Eric Hobsbawm, dedicato agli avvenimenti principali del XX secolo, pubblicato nel 1994.

<sup>61</sup> Scipione Guarracino, *Le crisi dell’età contemporanea: 1929, 1973, 2008*, Novecento.org, n. 2, 2014. L’elemento comune alle crisi in questione viene individuato in un’alternanza di euforia irrazionale e crollo economico e finanziario. La deregulation, la globalizzazione e la *new economy* hanno condotto ad un’euforia finanziaria che sarà poi una delle cause della crisi del 2008.

<sup>62</sup> Ennio De Simone, “Storia economica. Dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica” – Franco Angeli editore, 2016

La crisi del debito sovrano nell’Eurozona affonda le proprie radici nella crisi del settore dei mutui residenziali statunitensi. Difatti in seguito a quest’ultima, numerosissimi istituti di credito europei hanno incontrato molte difficoltà e di conseguenza dovettero essere salvati mediante interventi pubblici. Questi interventi però, hanno avuto anche alcuni contraccolpi negativi come quello di esasperare gli squilibri delle finanze pubbliche dei Paesi più vulnerabili.

Molti paesi industrializzati dell’Eurozona hanno registrato una variazione negativa del PIL. Per quanto riguarda l’Italia, solo nel 2009 la contrazione è stata del 5%, potendola tranquillamente classificare come una delle più gravi recessioni dal dopoguerra.

<sup>63</sup> S. D’Acunto, D. Suppa Gli effetti dell’austerità sulla dinamica del debito pubblico. DPER online n. 2/2018 anche nella vicenda europea, come in quella americana, il fattore più importante all’origine dell’esplosione del debito pubblico è stato il sostanziale trasferimento a carico dello stato del debito del settore bancario. A partire dal 2008 la correlazione negativa tra le due variabili (DEBITO PUBBLICO e PIL) è molto elevata, il che sembrerebbe confermare l’ipotesi avanzata secondo cui gli interventi di salvataggio del settore bancario, analogamente a quanto accaduto negli Stati Uniti, avrebbero giocato un ruolo fondamentale nella lievitazione del rapporto debito pubblico/Pil registrata nei Paesi europei nell’ultimo decennio. L’impatto dell’austerità fiscale sui Paesi periferici dell’Eurozona si rivelerà devastante: oltre a doversi piegare all’obbligo di comprimere la domanda aggregata nel pieno di una fase ciclica recessiva, questi hanno quindi patito anche la compressione della domanda da parte dei Paesi vicini, pagando un costo elevatissimo in termini di crescita e occupazione.

senso negativo, mettendo così in atto una politica espansiva senza precedenti , che ha regalato stabilità ai mercati ed una forte credibilità alla Banca centrale europea.

Il suo mandato merita infine di essere ricordato, per una caratteristica meno concreta ma sempre più attuale nello scenario socio-politico odierno: la comunicazione, l'uso che Mario Draghi ha fatto delle parole è stata la vera arma non convenzionale usata durante gli anni, conferendo un ruolo più diretto alla banca centrale attraverso la “forward guidance”, impiegata con regolare costanza dopo l'annuncio magistrale dello storico “whatever it takes”<sup>64</sup>.

### *3.1 “Uno contro tutti. Mario Draghi”*

Il 23 giugno 2011 diviene ufficiale la notizia che Mario Draghi avrebbe ricevuto il mandato come nuovo presidente della BCE, diretto successore di Jean Claude Trichet<sup>65</sup>.

Il contesto in cui veniva accolto il nuovo Presidente, come illustrato nei capitoli precedenti, era fallaceo e quanto mai agitato a causa dell'eredità lasciata dall'amministrazione precedente; la politica monetaria di Trichet, infatti, poco efficiente nel condizionare le aspettative dei mercati, aveva commesso un errore imperdonabile: l'aver disposto un rialzo dei tassi di interesse a fronte di una momentanea ripresa dell'economia nel luglio del 2011.<sup>66</sup>

Quel passaggio venne da tutti considerato come un “rubicone ineluttabile”, che ne condizionò per sempre il giudizio ai posteri sul suo mandato<sup>67</sup>.

La crisi finanziaria di quegli anni aveva fatto riscoprire ai cittadini l'importanza di un valore da non considerare scontato: la stabilità finanziaria.

Se ai governi ed alle banche centrali era stata affidata rispettivamente la gestione della politica economica e monetaria, mancava di fatto un garante della stabilità finanziaria, ovvero una figura che facesse crescere nei risparmiatori la consapevolezza della fiducia nella solvibilità delle banche.

---

<sup>64</sup> Roberto Napolitano, La grande balla Editrice La nave di Teseo 2020;

D. Masciandaro, A.Orioli Draghi, Falchi e Colombe- Il Sole 24Ore

<sup>65</sup> Il Sole24Ore Tra il 1°novembre del 2003 ed il 31 ottobre del 2011 il banchiere ed economista francese Jean Claude Trichet è stato Presidente della Banca centrale europea

<sup>66</sup> Internazionale, numero 915 , 16 settembre 2011

Nel luglio del 2008, alla vigilia di una delle più gravi crisi finanziarie della storia, la Banca centrale europea fece una mossa tanto prevedibile quanto stupida: alzò i tassi di interesse. Una mossa prevedibile perché il presidente della Bce, Jean-Claude Trichet, preoccupato per l'aumento del prezzo del petrolio e dei generi alimentari, pensò bene di calmarli con un rialzo dei tassi. Ma l'intervento fu decisamente intempestivo. La crisi era già in atto: la crescita economica dell'Europa rallentò bruscamente e solo due mesi dopo ci fu il crollo dell'economia globale. Scongiurata l'inflazione, la Bce fu costretta a tagliare i tassi di interesse per evitare una catastrofe economica. Ma quel momentaneo rialzo dei tassi a luglio aveva dato il colpo di grazia a un'economia già in difficoltà.

<sup>67</sup> Il Sole24Ore Finanza e Mercati 2011 Per alcuni è l'uomo che ha salvaguardato la tenuta dell'unione monetaria nei momenti più difficili quando il potere politico ha disertato la scena; per altri è colui che ha attraversato il Rubicone, accettando che l'istituzione acquistasse titoli di stato sul mercato e mettendo a rischio l'indipendenza della banca.

Fino a quel momento, infatti, la BCE si era occupata della macro-supervisione e della vigilanza bancaria in collaborazione con le banche nazionali, ma successivamente si ebbe conferma che, questo non sarebbe stato sufficiente a garantire la stabilità finanziaria<sup>68</sup>.

L'obiettivo comune in Europa e per la Bce era la ripresa economica, spettava perciò a Draghi un compito difficile: assicurare la stabilità monetaria (obiettivo principale della BCE) ed al contempo garantire la stabilità finanziaria, manovrando al meglio i tassi di interesse e l'offerta di moneta<sup>69</sup>.

Draghi doveva inoltre assicurarsi di mantenere inalterata l'indipendenza e "l'accountability" della Bce da pressioni politiche, di stampo e paese differente, ma tese tutte a condizionarne la politica.

Vedremo infatti che i paesi del Nord Europa, con la situazione finanziaria più solida, i cosiddetti "falchi"<sup>70</sup>, auspicheranno di continuo un rialzo dei tassi di interesse ed una stretta monetaria da parte della Banca Centrale, mentre l'opposta tendenza costituita dai paesi più indebitati, detti per l'appunto "colombe"<sup>71</sup>, cercheranno di "tirare la giacca" del presidente dalla parte opposta, spingendo per ottenere una politica più espansiva volta a finanziare le banche e i debiti pubblici dei paesi in crisi.

Dunque, a fronte della crisi finanziaria e senza mai subire condizionamenti esterni, Mario Draghi si dichiara da subito a favore di una politica monetaria espansiva, volta ad immettere liquidità nelle banche ma soprattutto nei bilanci pubblici dei paesi in crisi. Così sin dall'inizio del suo mandato nel novembre 2011, fino alla fine dell'anno, attua un taglio netto di mezzo punto percentuale ai tassi di interesse sui depositi e sui prestiti alle banche, portandoli all'1%<sup>72</sup>.

---

<sup>68</sup> Jana Randow-Alessandro Speciale, "Mario Draghi: l'Artefice", (Cap 10, "Una vigilanza da inventare"- 2019 - Rizzoli

<sup>69</sup> Antonio Longo -direttore de L'Unità Europea "La politica monetaria ha implicazioni dirette sul bilancio", un'espressione con la quale Draghi ha inteso rafforzare il concetto-chiave del discorso del 2 agosto 2012 ("Gli spread sovrani rientrano nel nostro mandato, nella misura in cui bloccano il funzionamento dei canali di trasmissione della politica monetaria"). Un concetto con il quale intendeva legittimare l'acquisto dei titoli di stato dei Paesi in difficoltà. In altri termini: se il mandato della BCE è quello di preservare la stabilità monetaria dell'Eurozona, è dovere dell'Istituzione fare tutto il possibile per evitare che la crisi del debito di uno o più Paesi impedisca il funzionamento della politica monetaria per tutta l'area.

<sup>70</sup> [www.loscrutatore.it](http://www.loscrutatore.it) Draghi tra Falchi e Colombe, Economia Ottobre 2019. Falchi e colombe sono i termini utilizzati per classificare i responsabili politici e i consulenti all'interno di un comitato di una banca centrale in base alla loro probabile decisione di voto. Sono termini comunemente usati da analisti e trader prima delle riunioni di politica monetaria per aiutare ad anticipare l'esito di un voto.

I **falchi** votano per una politica monetaria più severa, vale a dire tassi d'interesse più alti, con l'obiettivo di tenere sotto controllo l'inflazione. Ciò va spesso a scapito della crescita economica, in quanto tassi d'interesse più elevati scoraggiano l'assunzione di prestiti e incoraggiano il risparmio.

Tassi d'interesse più elevati tendono ad avere un impatto negativo sui titoli e sugli indici dell'economia interessata, in quanto gli investitori vendono asset a favore di investimenti a basso rischio che offrono comunque elevati rendimenti. Ciò può a sua volta causare un aumento della valuta dell'economia in questione.

Le **colombe** votano a favore di una politica monetaria più flessibile, che mantenga bassi i tassi di interesse con l'obiettivo di stimolare la crescita economica. Ciò dovrebbe aumentare la spesa, a vantaggio dell'economia e dell'occupazione, ma potrebbe comportare il rischio di un aumento dell'inflazione.

<sup>72</sup> Il Presidente della BCE ha annunciato che "i tassi non sono stati modificati e rimarranno bassi ancora a lungo", sono sempre più chiare le strategie che vanno delineandosi nella mente di Mario Draghi. Il tasso di inflazione nell'eurozona è infatti crollato dall'1,3% all'1,1% di settembre ed è ormai da parecchi mesi lontano dal target del 2%. Sembra per questo sempre più vicino un intervento di Francoforte per una politica monetaria espansiva. Non tutti i membri del direttivo sono

## As Mario Draghi comes to the end of his term, ECB hints at rate cuts to come but holds the line

Per cent



Source: Refinitiv  
© FT

È evidente però, già all'inizio del 2012, che questo seppur importante cambio di rotta operato da Draghi, è un tentativo troppo timido per infondere fiducia ai mercati, ma soprattutto per convincere le banche ad assumere un nuovo rischio attraverso la concessione del credito.

L'esperienza della crisi si stava rivelando di fatto un trauma profondo da superare, sia per famiglie che per le imprese, ma ancor più significativamente per le banche.

Draghi intuisce subito che la politica monetaria da sola non sarebbe stata sufficiente ad arginare la crisi, ed esorta quindi costantemente i governi a intraprendere nuove manovre economiche a supporto degli investimenti, in modo da camminare in parallelo con la politica monetaria intrapresa dalla Bce<sup>73</sup>.

Nel frattempo, il riacutizzarsi della crisi greca riaccende le tensioni in Europa e il tema della stabilità dell'euro si fa sempre più vacillante.

però concordi su tempistiche e modalità degli interventi. La spaccatura in seno alla BCE è così evidente che Draghi si è sentito in dovere di sottolineare la differenza di visioni dei membri in conferenza stampa.

I venti più impetuosi della crisi finanziaria, che nell'emergenza mettevano tutti d'accordo, stanno progressivamente riducendo la loro forza, dando vita a nuove discussioni sul futuro degli interventi dell'Eurotower. È proprio per questo motivo che Draghi ad oggi continua a condividere le mozioni più attendiste. Infatti, se il tasso di inflazione continuerà a calare (immaginatoci che tocchi lo 0,5%), è evidente che tutti i membri del Consiglio Direttivo saranno concordi nell'approvare nuove politiche monetarie espansive. La BCE potrà a quel punto dispiegare interamente il suo potenziale e dare il suo contributo per la ripresa dell'economia, a partire da nuovi LTRO (prestiti alle banche a medio-lungo termine) e un nuovo taglio dei tassi di interesse.

<sup>73</sup>Economia e politica- rivista online di critica della politica economica E' Draghi – con gli acquisti di titoli di stato realizzati attraverso il sistema bancario – a lanciare un messaggio chiaro e semplice alla speculazione: tutti gli attacchi contro i debiti nazionali verranno sterilizzati. E infatti gli attacchi di colpo si arrestano. Spagna, Portogallo, Italia e tutta l'area dell'Euro non vengono contagiati da una crisi di matrice finanziaria che poteva avere effetti devastanti, ben più gravi di quelli che si sono avuti. Una sola vittima rimane sul campo: la Grecia.

La politica del rifinanziamento bancario, intrapresa da Draghi in quei mesi, aveva incontrato una serie di frizioni lungo il percorso che ne avevano condizionato significativamente il buon esito.

Con grande pragmatismo, il presidente della Bce decise di affrontare la questione da un altro fronte: in qualità di presidente dell'autorità Europea per il rischio sistemico (Esrb)<sup>74</sup>, aveva convenientemente scritto una lettera ai legislatori europei in cui incoraggiava una provvidenziale modifica negli strumenti di regolamentazione bancaria, con riguardo specifico ai limiti imposti dai "coefficienti di capitale"<sup>75</sup> definiti all'interno di Basilea II<sup>76</sup> ed in attesa di modifica nel futuro di Basilea III<sup>77</sup>. L'introduzione dei coefficienti di capitale aveva svolto un ruolo importante per la stabilità del sistema bancario, poiché vincolava le banche ad assumere un rischio di credito limitato, tutelando così depositanti e azionisti da un deterioramento delle attività, tuttavia ai postumi della crisi non lasciava grandi spazi al finanziamento dei soggetti più colpiti dalla recessione, quali piccole e medie imprese, diventate automaticamente i soggetti più rischiosi e quindi meno solvibili<sup>78</sup>.

*“L'Esrb chiede anzitutto che gli strumenti a disposizione della vigilanza a livello europeo e nazionale siano sufficientemente flessibili per prevenire o mitigare rischi specifici.*

*Nella sua lettera Draghi sostiene che dovrebbe esserci la possibilità di introdurre requisiti più severi, in via temporanea, sia a livello generale (sui livelli di capitale, la liquidità, la leva finanziaria) sia su rischi specifici in particolari settori o in diverse aree di operazione delle banche. Un singolo insieme di regole per l'Unione europea è essenziale, riconosce l'Esrb, ma al tempo stesso possono determinarsi situazioni in cui c'è bisogno di usare discrezionalità, soprattutto nei casi in cui i rischi siano diversi da caso a caso, da Paese a Paese.<sup>79</sup>”*

---

<sup>74</sup> Il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) è stato istituito nel 2010 con l'obiettivo di sorvegliare il sistema finanziario dell'Unione europea e di prevenire o mitigare il rischio sistemico.

<sup>75</sup> Il coefficiente di capitale o coefficiente di solvibilità rappresenta una misura sintetica del grado di investimento del patrimonio di un intermediario bancario o finanziario nella concessione del credito. Esso viene calcolato come rapporto percentuale tra il "patrimonio di vigilanza" dell'intermediario e il totale delle "attività ponderate per il rischio" (*risk weighted activities*, RWA) che si trovano nel bilancio dell'intermediario stesso a una certa data; le attività che si trovano all'interno del bilancio dell'intermediario, (costituite da crediti v/clienti, titoli obbligazionari, partecipazioni, crediti verso altre banche...) vengono ponderate per il rischio di credito, direttamente costituito dal grado di solvibilità della controparte dell'intermediario. Con l'attuazione del trattato di Basilea III, il livello minimo del coefficiente di capitale è stato fissato all'8%. – (“Istituzioni dei mercati finanziari” – Minshkin – Eakins, Pearson, 2019)

<sup>76</sup> **Basilea II** Nel 2008 i criteri del calcolo introdotti dal primo Accordo, furono riformati così da rendere la regolamentazione quanto più sensibile al rischio di ogni prestito, anche attraverso la differenziazione di diverse tipologie di rischio per tipologie di clienti identiche. Conseguenza di questo fu l'introduzione dei “rating”, ovvero dei giudizi assegnati dalla banca da cui far dipendere il requisito patrimoniale delle imprese. La definizione del rating è il frutto di una serie di calcoli matematici che includono fattori quantitativi (indici di bilancio, centrale di rischi e indici di andamento aziendale) e fattori qualitativi (prospettive settoriali e altre situazioni caratteristiche dell'azienda).

<sup>77</sup> **Basilea III** Nel 2010 L'obiettivo principale della riforma fu quello di aumentare ulteriormente il capitale che l'istituto di credito tiene da parte “per sicurezza”, aumentando la percentuale già stabilita dagli accordi di Basilea I e Basilea II. Perciò, le modifiche interessarono anche l'indicatore del rapporto tra il capitale e il rischio ponderato, che dal 2 per cento salì al 4,5 per cento.

<sup>78</sup> Stefano Venturato, “L'impatto del nuovo accordo di Basilea per Banche e PMI”, 2010

<sup>79</sup> Alessandro Merli, “Su Basilea 3 Draghi chiede un approccio più flessibile”, Sole 24 ore, 3 aprile 2012

Draghi sostiene inoltre la necessità che la politica di vigilanza macro-prudenziale sia svolta dalle autorità nazionali e che da queste vi sia un rapido scambio di informazioni con gli organismi europei, al fine di evitare errori di comunicazione o ancor più gravi politiche arbitrarie da paese a paese. È necessario d'altra parte considerare la situazione dei debiti dei paesi europei, poiché se da una parte con i requisiti di capitale si assicura la perfetta integrità dei bilanci delle banche, dall'altra si riduce l'efficacia delle manovre monetarie della banca centrale, volte a finanziare gli investimenti di piccoli e medi imprenditori che per molti paesi costituiscono la base per una nuova crescita. Tuttavia, anche la politica di Draghi, come capita sempre a chi sta al comando, è stata oggetto di critiche, ed anche questa volta la storia non fa eccezione.

Vi sono infatti tre scogli sulla sua rotta, che lo ostacolano tutti anche se in modo diverso: i banchieri tedeschi, i francesi e per ultimi, gli inglesi.

Nell'ordine, i primi auspicano una riduzione decisa dell'espansione monetaria, avvertendo i rischi che si corrono nel concedere alle banche di aumentare troppo le proprie riserve; se si supera una certa soglia, infatti, la politica monetaria diverrebbe inefficace sul controllo dell'inflazione.

I francesi all'opposto, si mostrano insoddisfatti della politica inflattiva messa in atto, suggerendo una maggiore aggressività nel finanziare le banche.

Infine, arriva puntuale il giudizio dei banchieri inglesi i quali, leggermente turbati dal tema dei coefficienti di capitale, si schierano in realtà al fianco di Draghi sull'idea di modificare i limiti di Basilea, ritenuti inadeguati ad agevolare la trasmissione della liquidità nell'economia.<sup>80</sup>

Tuttavia, Draghi inquadra il problema in altri termini: la lacuna principale per raggiungere una piena armonizzazione del sistema bancario europeo è rappresentata da una sostanziale nazionalizzazione del sistema delle regole e della vigilanza bancaria<sup>81</sup> che, sovente, si è rivelata un importante catalizzatore della crisi.

Le autorità prodotte dall'unione per il coordinamento bancario, sono estremamente deboli, in aggiunta operano arbitrariamente dalla politica della Bce, spesso

---

<sup>80</sup> Il presidente di Allianz, Oliver Bäte, dichiara al settimanale tedesco Der Spiegel che “la Bce sta svalutando il denaro dei risparmiatori”. Nikolaus von Bomhard capo di Munich Re ha lanciato un attacco che lo stesso giornale ha definito “selvaggio” contro la Bce, la quale “sta creando una bolla con un rialzo dei prezzi delle case e delle azioni a beneficio dei più ricchi. Non è più possibile tacere, i tedeschi non sono stupidi”, ha tuonato. Georg Fahrenschon, presidente dell'associazione bancaria, tocca corde sensibili: “Continuando così non pagheremo le pensioni e i tedeschi dovranno lavorare fino a 70 anni e oltre”.

Il Financial Times, sull'onda di queste dichiarazioni del sistema tedesco, riassume tutte le critiche mosse dai banchieri tedeschi contro il governatore della Bce, in un articolo dal titolo: “Germany: Draghi v the banks”

Le altre critiche sono contenute all'interno di un Memorandum della Bce sulla politica monetaria Monetary Policy firmato da: Herve Hannoun, ex primo vice governatore della Banca di Francia, Omtar Issing e Jurgen Stark, ex membri del Consiglio direttivo della Bce, da Klaus Liebscher ex governatore della banca centrale austriaca e da Nout Wellink, ex governatore della banca centrale olandese. – “Memorandum on ECB Monetary Policy by Issing, Stark, Schlesinger”, Bloomberg Economics, 4 Ottobre 2019

<sup>81</sup> L'ultimo miglio dell'unione bancaria, Donato Masciandaro, 05/11/2015 - Sole 24 ore

condizionati da influenze politiche e dalle autorità di controllo nazionali. L'EBA<sup>82</sup> è sotto gli occhi di tutti, il principale responsabile.

Conferire maggiori poteri alla BCE, in qualità di supervisore bancario, potrebbe essere una soluzione abbastanza pratica perché non richiederebbe alcun cambiamento dei trattati e nell'attività di credito, apporterebbe finanche grande rapidità, visto il rapporto diretto tra prestatore e prenditore di fondi.

Cionondimeno, i costi di questa scelta peserebbero sull'efficacia dell'attività principale della Bce, ovvero sulla politica monetaria.

Occorre in ogni caso che la Bce faccia la sua parte: bisogna comunicare agli stati europei la necessità di un tessuto economico attivo, fatto di politiche fiscali e strutturali a sostegno degli investimenti, affinché intendano quanto prima che in un periodo di crisi, politica monetaria e politica economica risultano quanto mai un binomio inscindibile<sup>83</sup>.

### 3.2 “Nuova rotta: *Whatever it takes*”

«Tutte queste insinuazioni sulla fine dell'euro mi hanno stufato»<sup>84</sup>.

L'affermazione che apre il capitolo è la conseguenza di mesi di pressioni e incertezze costanti sulla solvibilità e sulla stabilità dell'euro, nonché sui debiti degli stati al suo interno. Banchieri, legislatori, politici, investitori pubblici e hedge funds di tutto il mondo, per mesi non hanno fatto altro che agitare le acque e minare la credibilità della moneta unica. Quando Mario Draghi sale sul palco della Global Investment Conference a Londra il 27 luglio 2012 ha sulle spalle tutto questo e dopo sei minuti di introduzione pronuncia la famosa frase che cambiò la storia della crisi:

***“Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough ...”***

«Entro il suo mandato, la Bce è pronta a fare qualsiasi cosa sia necessario a preservare l'euro. E credetemi, sarà abbastanza».

Quelle parole, quel qualsiasi cosa, “whatever it takes”, come Churchill in “we shall never surrender”, suonarono alle orecchie dei mercati come un carillon sulla culla di

---

<sup>82</sup> L'Autorità bancaria europea, (European Banking Authority) , è un organismo dell'Unione europea che dal primo gennaio 2011 ha il compito di sorvegliare il mercato bancario del vecchio continente.

L'obiettivo dell'European Banking Authority - alla quale partecipano tutte le autorità di vigilanza bancaria della Ue - è proteggere l'interesse pubblico contribuendo alla stabilità e all'efficacia del sistema finanziario, alla trasparenza dei mercati e dei prodotti finanziari, nonché alla protezione di intermediari e investitori. Il presidente è l'italiano Andrea Enria. – Sole 24 ore

<sup>83</sup> “Per la ripresa il credito non basta, servono più fiducia e investimenti pubblici” – Repubblica – Economia e Finanza, 25 Settembre 2014

<sup>84</sup> Mario Draghi -Global Investment Conference 27.07.2012

un bambino in lacrime, facendogli, dopo anni di speculazione e tassi oscillanti, finalmente ritrovare la quiete.

Draghi in quel momento disse fermamente ed esattamente ciò di cui i paesi, i mercati e gli investitori avevano bisogno di sentirsi dire in quel momento.

Luglio 2012 era il mese critico in cui l'euro sembrava ormai irrimediabilmente condannato.

Ciò nonostante, quel discorso pronunciato da Draghi nella riunione londinese, apparentemente non al massimo della visibilità mediatica, ma agli occhi di un pubblico di investitori e industriali euroscettici, passò alla storia come la più grande presa di posizione di un banchiere centrale rispetto alle volontà degli altri paesi.

Da allora nasce tra le file della Bce una nuova arma non convenzionale, ma estremamente efficace: il linguaggio dei banchieri, che fu poi delineato nella “forward guidance”, ovvero negli annunci prospettici di medio-lungo termine. Per dirla con Ben Bernanke, l'inventore del *quantitative easing* (QE)<sup>85</sup> che ha portato l'America fuori dalla crisi finanziaria più bruciante dell'era moderna, il potere dei banchieri centrali è “per il 98% parole e per il 2% fatti”<sup>86</sup>.

Nessuna scelta operativa quindi, nessuna decisione concreta, ma soltanto parole che fanno da allarme alla speculazione di una battaglia a pieno campo ed a spese dell'euro. Il tutto viene infine rafforzato da un teatrale “believe me”, che Draghi pronuncia con sicurezza, guardando in faccia il suo collega britannico Mervyn King, governatore della Bank of England.

Quelle parole raggiungono immediatamente la sostanza dei mercati, lo spread arriva quasi a quota 600 in Italia, scende in mezz'ora a quota 480, come similmente si comportano i restanti spread dei paesi in crisi<sup>87</sup>.

Il rischio di ridenominazione dei titoli di stato, sembra essere, almeno per il momento, finalmente acqua passata.

---

<sup>85</sup> Il quantitative easing, che letteralmente significa “allentamento quantitativo” è una politica monetaria espansiva messa in atto dalle banche centrali attraverso l'emissione di nuova moneta sul mercato a cui segue una lunga operazione di trasmissione monetaria. Tra gli strumenti tipici vi sono finanziamenti a lungo termine alle banche, acquisti di titoli obbligazionari pubblici sul mercato secondario, tagli dei tassi di interesse sui depositi bancari e talvolta anche riduzioni dei coefficienti di riserva obbligatoria sui capitali delle banche.

Gli obiettivi che persegue una banca centrale attraverso questa politica possono variare a seconda dei contesti; spesso il QE viene intrapreso per “monetizzare” alti livelli di deficit pubblico, favorendo la ripresa dei consumi di beni e servizi, e del reddito, attraverso la spesa pubblica, altre volte per fornire liquidità al sistema quando le banche non prestano denaro a famiglie e imprese che subiscono una stretta creditizia e talvolta per mantenere gli obiettivi inflazionistici sotto i minimi ideali, ovvero intorno al 2%.

<sup>86</sup> affermazione di Ben Shalom Bernanke, Presidente della *Federal Reserve dal 2006 al 2014*: “La politica monetaria è per il 98% parole, per il 2% fatti” riportata a pagina 13 del libro “*Gli oracoli della moneta. L'arte del linguaggio dei banchieri centrali*” di Alberto Orioli, editorialista del *Sole 24 ore*

<sup>87</sup> Report di Piazza affari sulla asta di Btp e Bot – 27 Luglio 2012 “Effetti positivi quindi sugli spread con quello tra Btp e Bund sceso a un minimo di 456 bp, favorito anche dal buon esito dell'asta BOT a sei mesi: 8,5 miliardi di euro collocati con un rendimento in calo dal 2,954% al 2,454%.”

### 3.3 “Q.E, un arma non convenzionale”

La politica messa in atto dalla Bce dopo l’annuncio del “Whatever it takes” era stata dichiaratamente espansiva; prima con l’abbassamento dei tassi, sui depositi e sulle operazioni di mercato aperto, e poi con i piani di TLTRO (targeted long-term refinancing operations)<sup>88</sup>, volti a finanziamento a lungo termine di imprese e famiglie.

Tuttavia, nonostante gli sforzi intrapresi dalla Bce la trappola della liquidità non sembrava dare segni di cedimento.

Le nuove regole sui coefficienti di capitale espresse da Basilea III avevano fatto ulteriormente irrigidire le banche nella concessione del credito e pertanto i finanziamenti promossi dalla Bce tardavano ad arrivare.

A fare da spartiacque interviene come sempre Mario Draghi; a un giornalista tedesco che gli chiede, preoccupato dal whatever it takes del 2012, se il ruolo della Bce fosse ormai diventato quello di prestatore di ultima istanza dei governi, egli risponde con queste parole, illuminanti sugli obiettivi della banca centrale:

*“Ho io una domanda per lei: cosa le fa pensare che il fatto di far diventare la Bce prestatore di ultima istanza dei governi sia ciò che serve per mantenere unita l’eurozona?”<sup>89</sup>*

*No, io non credo che questo sia realmente il mandato della Bce. Il vero mandato è mantenere la stabilità dei prezzi guardando al medio termine.”*

Quest’ultimo è quindi l’obiettivo primario fissato da Draghi, che nella storia dell’economia solitamente si concretizza nel controllo dell’inflazione; quel giorno assunse tuttavia una forma diversa; il controllo del rischio deflazione.

Evidente è infatti lo stato di caduta dei prezzi alimentari e dell’energia, che non beneficiano di investimenti sufficienti.

La ripresa economica è quindi ancora in uno stato acerbo e sembra non risentire di fatto della politica monetaria.

Il problema diventa quindi combattere il rischio deflazione in una situazione di profonda stagnazione dovuta alla trappola della liquidità<sup>90</sup>.

---

<sup>88</sup> Il Targeted long term refinancing operation (TLTRO) o piano di rifinanziamento a lungo termine consiste in interventi finanziari effettuati dalla BCE guidata da Mario Draghi a seguito dell’inizio della crisi del debito sovrano dei paesi europei. Tale operazione può essere riconducibile alle operazioni di alleggerimento quantitativo effettuate dalla Fed.

Le TLTRO consiste in un’asta di liquidità in cui la BCE concede una serie di prestiti alle banche richiedenti, della durata di 4 anni e con un tasso di rifinanziamento molto basso e con la condizionale, appunto il “target” a erogare il denaro preso in prestito a famiglie e imprese, con lo scopo di rilanciare investimenti e consumi.

<sup>89</sup> Discorso di Draghi “Unemployment in the euro area” 22 Agosto 2014 - Sergio Cesaratto, “Sei lezioni di economia”, Rizzoli, Settembre 2016

<sup>90</sup> La trappola della liquidità è un fenomeno economico particolare ipotizzato dall’economista inglese John Maynard Keynes negli anni 30’, nel quale la politica monetaria di una banca centrale, una volta portati i tassi di interesse a un livello minimo, diventa inefficace nello stimolo degli investimenti, dei consumi e quindi dell’economia.

Nella trappola i finanziamenti promossi dalla banca centrale nei confronti delle banche, rimangono dunque intrappolati all’interno dei depositi, senza mai giungere all’economia reale. Sintetizzato brevemente con una metafora di Keynes, il concetto è che, “È possibile portare un cammello all’abbeveratoio, ma non lo si può costringere a bere”.

Inizia così una lunga battaglia monetaria intrapresa da Draghi per uscire dalla crisi, tornando a produrre, ad acquistare ed a tornare a dei prezzi da paesi in crescita. La strategia prende il nome di *quantitative easing*, letteralmente “alleggerimento quantitativo”.

La strategia di Draghi non comporta grandi rivoluzioni, ma una sostanziale evoluzione della politica monetaria espansiva già proposta, attraverso due mosse convergenti: la struttura dei tassi di interesse e i meccanismi di finanziamento alle banche, orientati entrambi a produrre un aumento del credito nell'economia.

L'obiettivo inflazionistico dichiarato da Draghi di per sé è abbastanza conservatore, mantenendosi su un'inflazione vicina al 2%<sup>91</sup>.

Per quanto concerne gli strumenti la Bce assume invece una posizione più radicale, concretandosi nell'effettivo azzeramento dei tassi sulle operazioni di rifinanziamento a favore delle banche, accompagnati dai rivoluzionari “tassi negativi” sui depositi detenuti presso le casse della Bce.

Questa posizione così radicale assunta dalla Bce assume tuttavia un carattere segnaletico, poiché quando i tassi abbassano fino a schiacciare lo zero e si permane in una situazione di trappola di liquidità, l'immagine e l'efficacia della politica monetaria, agli occhi dei mercati, inizia a svalutarsi.

Per questo si rivela necessario l'utilizzo di strumenti non convenzionali, come ad esempio operazioni di mercato aperto su titoli di stato di paesi al di fuori dell'unione europea, producendo così un effetto anche sul mercato dei cambi. Oppure, per avere un effetto più diretto sul mercato reale, operazioni di acquisto di titoli emessi dal settore privato.

Su quest'ultimo esempio la Bce delinea di fatto la sua strategia, disegnando dei crediti a lungo termine con la promessa di finanziamento dei fondi erogati al credito commerciale per famiglie e imprese.

Questa la strategia messa in campo dalla Bce per combattere il rischio deflazione<sup>92</sup>. A questa politica discernono come al solito due orientamenti, uno più attendista (dei falchi) e un altro più interventista (delle colombe).

---

<sup>91</sup> “L'obiettivo è quello di far risalire l'inflazione al 2 per cento”. «La politica monetaria resterà accomodante per lungo tempo e posso dirvi che l'esecutivo è unanime nell'impegno a usare gli strumenti a sua disposizione per riportare l'inflazione appena sotto il 2%», così afferma il presidente della Banca centrale europea, Mario Draghi, nel corso di una intervista all'emittente radio francese Europe1. – Corriere della sera / Economia, 24 Settembre 2014

<sup>92</sup> La strategia messa in atto da Draghi, attraverso tagli ai tassi di interesse e continue iniezioni di liquidità nel sistema economico, serviva soprattutto a scongiurare la terza fase messa in atto dalla crisi finanziaria, ovvero la deflazione del debito, che si verifica quando un calo generalizzato dei prezzi (deflazione) porta alla riduzione del reddito nominale. Poiché il livello nominale di debito e i tassi di interesse rimangono invariati, la deflazione da debito porta ad un aumento dell'onere del debito reale, provocando l'insolvenza di molti debitori.

Gli attendisti basandosi sul presupposto che l'economia si trovi in una situazione di perfetta trappola della liquidità, sostengono che la politica monetaria debba essere neutrale e che la crescita debba essere stimolata da politiche strutturali o fiscali promosse dai governi.

Le politiche strutturali inciderebbero infatti sull'offerta aggregata, potenziandone la produttività e la crescita, mentre le politiche fiscali darebbero nuovo ossigeno alla domanda, ma col rischio di pesare sui conti pubblici del paese.

Gli interventisti d'altro canto invitano la banca centrale ad intraprendere una manovra ancora più aggressiva attraverso operazioni non convenzionali su titoli pubblici e privati.

Draghi viene dunque messo a un bivio, davanti al quale non può sostare allungo; la trappola della liquidità incalza la strada della deflazione.

Due eventi shock colpiscono l'intero mondo economico nei mesi successivi.

Da un lato la caduta del prezzo del petrolio, causato da un calo del prezzo delle materie prime, che ha effetti su variabili reali e nominali, dall'altro lato si intravedono tensioni geopolitiche con effetti a catena sul tasso di cambio.

In aggiunta il continuo deprezzamento dell'euro non aveva per nulla prodotto risultati sul profilo delle esportazioni nette dell'Unione che, anzi avevano iniziato una decrescita.

La strategia moderata messa in atto sembra dunque insufficiente ed in ogni caso qualunque scelta posta in essere dalla Bce in questo contesto non troverebbe mai l'unanimità.

L'obiettivo d'inflazione per il momento sembra dunque non discostarsi dal 2%, ma la strada successiva continua ad essere espansiva.

Nel gennaio 2015, alla conferenza stampa della Bce a Francoforte sul mena, dopo aver dato il benvenuto nell'area euro alla Lituania, diciannovesimo paese dell'unione, Mario Draghi inaugura il nuovo anno con ulteriore passo verso la politica ultra-espansiva: lancia il programma di acquisto di attività (App).

Il programma prevede attraverso l'acquisto di titoli pubblici e privati sui mercati secondari, un'iniezione mensile di liquidità di sessanta miliardi di euro, salvo eventi straordinari, da marzo 2015 fino alla fine di settembre 2016, e comunque fino a quando non saranno raggiunti gli obiettivi inflazionistici prefissati.

La strada intrapresa dalla Bce è dunque dichiaratamente espansiva e questo basta a sollevare i primi dubbi sull'adeguatezza della manovra rispetto al suo mandato. In particolare, i falchi si appellano ai limiti imposti dalla Corte di giustizia europea rispetto ai gradi di libertà della manovra monetaria della Bce: eccezionalità e proporzionalità.

Questi due paletti volgono tuttavia spesso ad un conflitto di interessi.

Infatti, quanto più si concretizza una situazione eccezionale richiedente una manovra aggressiva, tanto più la proporzionalità della manovra rispetto alle circostanze ne va in difetto, oltrepassando spesso i limiti in termini di assunzione di rischi.

Draghi ribadisce comunque l'indipendenza della politica monetaria da dinamiche di breve periodo, come i temporanei rialzi dei prezzi.

La rotta è ormai definita su tre fari principali: i prezzi, i tassi di interesse e l'offerta di moneta nel medio-lungo periodo.

Già dopo qualche mese, nel consiglio direttivo della Bce inizia a farsi largo un altro tipo di rischio, destinato ad accompagnare la già presente trappola della liquidità: il rischio di una bolla finanziaria<sup>93</sup>.

### *3.4 Rischio bolla finanziaria e sfida della Bce*

I capisaldi dell'attività monetaria della Bce, come più volte ribadito da Draghi, sono e restano il controllo dei prezzi, dei tassi di interesse e dell'offerta di moneta.

Questi tre pilastri, come si studia sicuramente su ogni manuale di macroeconomia, sono correlati gli uni con gli altri, in altre parole si reggono a vicenda.

In condizioni normali di stabilità finanziaria e crescita contenuta o prossima allo zero, i tassi di interesse e l'offerta di moneta sono correlati negativamente, infatti all'aumentare della massa monetaria si osserva verosimilmente una discesa dei tassi e viceversa.

Quando però queste due variabili iniziano un cammino parallelo, ossia all'aumentare dell'una cresce proporzionalmente anche l'altra, l'economia di fondo non è più in condizioni normali.

Nello specifico se a tassi di interesse crescenti si accompagna una crescita della massa monetaria, ciò significa che a seguito della svalutazione di titoli e delle attività finanziarie provocata dalla crescita dei tassi, si innesca un meccanismo di bolla speculativa per cui tutti corrono a vendere le attività in portafoglio per ottenere liquidità<sup>94</sup>.

Al contrario, quando osserviamo un taglio netto dei tassi di interesse a fronte di una massa monetaria che non aumenta o peggio ancora diminuisce, ci troviamo chiaramente in una situazione di trappola della liquidità.

Alla metà del 2015 la Bce si trova dunque in una situazione dove coesistono entrambi i rischi sopracitati.

Rispetto al rischio di una bolla finanziaria la risposta di Draghi è immediata, e per certi versi indifferente.

La Bce deve continuare a preoccuparsi della propria battaglia per combattere la deflazione, con strumenti convenzionali e non convenzionali, contribuendo così a

---

<sup>93</sup> La bolla finanziaria in economia è una particolare fase di mercato caratterizzata da un aumento considerevole e ingiustificato dei prezzi, che può essere provocato da un eccesso di domanda o da un'eccessiva espansione monetaria, che conducono i prezzi delle attività a un livello tale che si innesca una fase di scoppio, in cui tutti iniziano a vendere e in cui si ripristinano i valori originali delle attività.

<sup>94</sup> Macroeconomia, Rudiger Dornbush-Fischer Stanley, editore McGraw-Hill education, 2016

riparare il meccanismo di trasmissione che va dai tassi di interesse alla crescita economica.

Quanto prima i governi attiveranno, con l'ausilio delle banche, le politiche strutturali, tanto più presto si potrà far ritorno ad una normalizzazione della politica monetaria.

Della stabilità finanziaria dovrebbero semmai preoccuparsene le autorità amministrative indipendenti che svolgono attività di vigilanza all'interno delle aree nazionali: come in Italia la Consob e l'Ivass e nei paesi esteri le equivalenti Quango nel Regno Unito e le Independent Regulatory Commissions negli States.

Lasciare tutta l'attività di vigilanza e la responsabilità della politica macro-prudenziale sulle spalle della Bce sarebbe ingiusto o quantomeno controproducente.

La Bce dovrà impegnarsi invece a mettere in atto una politica monetaria in grado di costruire un sentiero comune con le altre banche centrali mondiali, in modo da sfruttare una politica condivisa ed evitare fughe di capitali; ma questo è un concetto che vedremo meglio nel prossimo capitolo.

## **Capitolo 4 “Bce e Fed: due binari opposti”**

Quando si sente parlare in ambienti economici, troppo astrattamente e bene, di globalizzazione finanziaria spesso si pecca di fantasia o di mal riposta speranza. Ne è una prova quello che è successo nel dicembre 2015 allorché la Federal Reserve degli Stati Uniti, guidata dall'allora presidente Janet Louise Yellen, annunciò la possibilità di aumentare i tassi di interesse nell'anno a venire<sup>95</sup>.

La posizione dichiarata dalla Fed di attuare per la prima volta dal 2006 un aumento dei tassi di interesse risulta quindi diametralmente opposta alla politica intrapresa da Draghi fin dall'inizio del suo mandato, soprattutto a fronte del potenziamento del QE attuato all'inizio del 2015.

Questa dichiarazione ha tuttavia, ragioni economiche molto deboli e apparentemente paradossali, ma ragioni politiche molto forti.

In quel periodo infatti emergevano tensioni crescenti sull'operato della Fed: dall'opposizione politica repubblicana fuoriuscivano segnali di malcontento nei riguardi del “board of governors”<sup>96</sup>, la cui indipendenza appare sempre più discutibile. La fazione repubblicana, che da tempo non apprezzava la politica espansiva messa in atto a sostegno del periodo post-crisi, nello specifico, non solo auspicava un radicale cambio di rotta della politica monetaria, quanto un deciso cambio delle regole di condotta nei confronti della Fed.

---

<sup>95</sup> La Fed alza i tassi allo 0,25-0,50%. Yellen: «Fine di un'era straordinaria» Il Sole 24Ore, dicembre 2015

<sup>96</sup> Consiglio direttivo del Federal Reserve system, costituito da un'agenzia governativa centrale detta “Board of Governors of the Federal Reserve system”, con sede nella capitale Washington D.C. La commissione del Consiglio è composta da sette Governatori nominati dal Presidente degli Stati Uniti, e da dodici rappresentanti delle Federal Reserve Banks distrettuali - “The three key Federal reserve entities”, Federal Reserve official website (<https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-system.htm>)

La Banca Federale americana peraltro, a differenza della Bce, non gode di completa indipendenza politica; quel suo “*independent within the government*”<sup>97</sup> nel suo mandato che la obbliga a rendere conto delle sue politiche davanti al Congresso, la sottopone a mio parere ad una forma di indipendenza quanto mai deficitaria, sempre soggetta a pressioni e talvolta anche a sovraccarichi di responsabilità.

A ciò si aggiunga che, se ad essa si affidano simultaneamente obiettivi importanti come la tutela della stabilità monetaria, la promozione della crescita economica e per ultima la stabilità finanziaria<sup>98</sup> si rischia di ottenere soltanto fumo, anche dalla più grande banca del mondo.

I partiti americani più radicali sono probabilmente rimasti ancora molto scossi dalla crisi finanziaria del 2008; per questo motivo auspicano un ritorno alla normalità, anche attraverso il ripristino di regole esplicite sull’operato della Fed.

A questo si aggiunga che la grande disponibilità di liquidità in dollari a basso costo ha generato il cosiddetto “*carry trade*”, vale a dire il prendere a man bassa prestiti in dollari per poi usarli a scopo speculativo, ovunque nel mondo. Si stima infatti che a marzo 2015 il debito in dollari fuori dagli Stati Uniti, soprattutto quello delle imprese, abbia raggiunto i 9,6 trilioni di dollari, di cui un terzo nei Paesi emergenti.<sup>99</sup> Dal 2009 vi è stato un aumento del 50%.

Così tanta liquidità globale in dollari ha generato la crescita di bond ed altri titoli di debito in grado di creare instabilità.

Sempre nei primi mesi del 2015, a seguito delle svalutazioni delle monete locali, molti paesi hanno risposto attingendo alle proprie riserve e vendendo le obbligazioni denominate in dollari, provocando così un primo squilibrio finanziario per le banche d’affari americane.

Ciò che più preoccupa è dato da un’analisi compiuta dalla Banca dei Regolamenti Internazionali<sup>100</sup>, la quale stima che l’ammontare delle economie emergenti in valuta estera, potrebbe superare di gran lunga quello dei titoli acquistati dalla Bce.

Ciò ovviamente può determinare una competizione sul mercato globale delle obbligazioni in dollari ed in euro con effetti non secondari anche sui cambi, neutralizzando l’ipotizzato effetto positivo del QE europeo.

---

<sup>97</sup> Board of governors of the federal reserve system, “frequently asked questions” report by Federal reserve – March 1<sup>st</sup> 2017

<sup>98</sup> The Federal Reserve System Purposes & Functions (<https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/pf.htm>)

<sup>99</sup> “Il boomerang del carry trade per i Paesi emergenti” – Il Sole 24Ore , 30 agosto 2015

La crisi finanziaria del 2008 che ha spinto i tassi americani ai minimi storici, ha indotto i paesi emergenti ad utilizzare i dollari presi a prestito e convertirli nella valuta locale, guadagnando sul differenziale dei tassi tra i paesi con operazioni di carry trade. Speculazioni finanziarie contro politiche di investimento: le cifre della Bri indicano in 9 mila miliardi i dollari circolati nei paesi emergenti, compresa la Cina, dai 6 mila miliardi stimati prima della crisi finanziaria globale, nelle forme dello shadow banking, cioè al di fuori dei circuiti bancari regolamentati. - Il Sole 24Ore 30 agosto 2015

<sup>100</sup> “Il rafforzamento del dollaro mette sotto pressione le EME vulnerabili”, Relazione economica annuale BRI, 2018

Per questo e per tanti altri motivi di natura economica, un repentino ritorno a tassi alti sarebbe quanto mai prematuro, perchè pregiudicherebbe gli sforzi espansivi intrapresi fino a quel momento dalla Fed, rivelandosi soltanto un buco nell'acqua.

Manca forse ad entrambe le banche l'impegno ad accordarsi su manovre comuni, che superino le indubbie diversità di due grandi paesi, ma che forse gioverebbero all'economia mondiale, risparmiandogli talvolta qualche crisi di troppo.

#### *4.1 La Corte di giustizia appoggia la Bce*

Il concetto secondo il quale la politica monetaria non riscuota il consenso di un plebiscito elettorale dovrebbe essere, almeno per chi conosce e legge di economia, qualcosa di simile al suono di un disco rotto; se a questo si aggiunge che la politica monetaria ideata per un'unione di ben 19 paesi quanto mai diversi fra di loro, è affidata al timone di una personalità ferrea e indipendente come Mario Draghi, si può facilmente intuire come talvolta le manovre attuate provochino dissidi, malcontenti e purtroppo anche questioni di legittimità.

È questo il caso che vede protagonisti una larga compagine di cittadini tedeschi, tra cui economisti e deputati, insoddisfatti per l'annuncio della Bce di voler attuare operazioni di rifinanziamento straordinarie (OMT, outright monetary transactions), per tutelare la stabilità finanziaria di alcuni paesi fortemente in crisi e più in generale dell'euro stesso.

Dall'esperienza segue che, a fronte del malcontento provocato, la questione circa la legittimità della manovra compiuta dalla Bce per mettere in atto gli OMT, diventi oggetto di disputa tra la Corte Costituzionale Tedesca e la Corte di Giustizia dell'Unione Europea (CGUE)<sup>101</sup>.

Una sorta di primo grado di giudizio si sviluppa attraverso il ricorso alla Corte Costituzionale Tedesca per un esame che si sviluppa su due piani.

Da un lato, viene adita la Corte con l'accusa che il programma degli OMT non rientri nel mandato della BCE, in quanto violi il divieto di finanziamento monetario degli Stati membri della zona euro come stabilito nell'art. 123 del TFUE<sup>102</sup>.

Dall'altro, l'OMT viene considerato incostituzionale in quanto metterebbe a rischio la sovranità della Germania, esponendola a impegni finanziari eccessivi e contrari ai principi sulla solidità fiscale su cui dovrebbe reggersi il bilancio pubblico.

---

<sup>101</sup> "OMT e Corte Costituzionale tedesca", Rivista Il diritto dell'Unione Europea, Giappichelli 2016

<sup>102</sup> "E la Corte tedesca dà il via libera al piano Omt" La sentenza in quattro pagine chiude un procedimento aperto quasi quattro anni fa dopo il ricorso di decine di migliaia di euroscettici tedeschi contro il piano Omt lanciato dal presidente della Bce, Mario Draghi nell'estate del 2012, in seguito al suo annuncio che avrebbe fatto «tutto il necessario» per salvare l'euro. Anche se la sentenza contiene alcune condizioni, dà in sostanza la luce verde al piano che prevede l'acquisto, potenzialmente illimitato, di debito dei Paesi in crisi in cambio dell'adozione di un programma economico approvato dalle istituzioni europee.- Il Sole 24Ore, 22 giugno 2016

La Corte federale decide di accogliere le istanze e sollevare la questione pregiudiziale alla Corte di Giustizia Europea, circa la legittimità e la compatibilità degli OMT al diritto dell'Unione Europea, avvalendosi della riserva dell'ultima parola.

La tesi dei magistrati tedeschi argomenta che il programma avrebbe i connotati di una vera e propria politica economica (e non monetaria) evidenziando per l'appunto la minaccia di infrazione del sopracitato art.123 del TFUE.

L'esito di questo giudizio non sembra per niente scontato, ma indubbiamente rappresenta un lascia-passare fondamentale per il proseguimento della manovra Draghi alla Bce.

Nel giugno 2015 la Corte di Giustizia dà finalmente il via libera alle operazioni della Bce, affermando come gli effetti indiretti del programma sulla stabilità della zona euro, perseguito attraverso gli OMT, non possano essere ricondotti allo schema di una politica economica, bensì più propriamente agli obiettivi di una politica monetaria.

La sentenza specifica inoltre le condizioni da rispettare affinché l'OMT sia conforme all'art.123 TFUE; tra queste si evidenziano, in particolare:

un tetto massimo alle operazioni di acquisto verso un singolo Stato Membro ed il rispetto di un periodo minimo fra l'emissione delle obbligazioni da parte dei governi ed il successivo acquisto, in modo da impedire la distorsione delle condizioni di emissione<sup>103</sup>.

L'anno successivo, la sentenza definitiva della Corte Costituzionale Tedesca reitera il giudizio indicato dalla CGUE l'anno precedente, pronunciandosi a favore della legittimità del programma OMT.

L'esito finale del contenzioso rappresenta per il presidente Draghi l'equivalente di un importante goal segnato in una partita fondamentale, quella della legittimità della sua azione e soprattutto quella della credibilità della Bce.

Bisogna infine aggiungere che per quanto decisivo il goal segnato da Draghi non può essere considerato ancora risolutivo, anzi la partita rimane del tutto aperta.

Si può infine concludere che più a lungo durerà la situazione straordinaria di stagnazione, più diventerà stretto il sentiero della Bce per proseguire senza intoppi il suo mandato.

## ***4.2 “Bce salva la Grecia”***

---

<sup>103</sup> Possono esser acquistati solo titoli di Paesi che abbiano accesso ai mercati e solo in casi eccezionali i titoli possono essere detenuti fino a scadenza. “OMT e Corte Costituzionale tedesca”, Rivista Il diritto dell'Unione Europea, Giappichelli 2016

Dall'inizio della crisi dei debiti sovrani, che si può far coincidere con l'autunno del 2009, la Grecia aveva attraversato uno dei periodi finanziariamente e socialmente più sanguinosi della sua storia moderna.

Le conseguenze della socializzazione del debito, con perdite onerose per i paesi e le banche europee, avevano comportato condizioni durissime sulla spesa pubblica nonché l'adozione di pesantissime riforme strutturali, decretando per la Grecia una severa perdita di sovranità ed autonomia, barattata con una sostanziale dipendenza dalle istituzioni europee.

Fino al 2015 la Grecia aveva potuto beneficiare di due massicci salvataggi da parte dei paesi creditori dell'eurozona, attraverso l'EFSF (European financial stability facility), e da parte del Fondo monetario internazionale.

Il primo piano di aiuti internazionali risale al maggio 2010<sup>104</sup>, quando la Grecia, in seguito al declassamento delle agenzie di rating si trova nell'impossibilità di poter accedere ai mercati, con un debito che è stato poi etichettato come "titoli spazzatura". In quel contesto l'Europa ed il Fondo monetario internazionale, concedono 110 miliardi di euro in tre anni, per scongiurare l'insolvenza nei pagamenti, che avrebbe ripercussioni drammatiche per la tenuta dell'economia europea.

Il piano viene di fatto erogato non tanto per scongiurare il default della Grecia, sancendone la successiva uscita dall'euro, quanto per salvare le numerose banche europee esposte sul debito greco per centinaia di miliardi di euro<sup>105</sup>; nello specifico le banche francesi detenevano 78,82 mld, le banche tedesche 45 mld, le olandesi erano esposte per 12,21 mld<sup>106</sup>.

Il piano di aiuti è però subordinato ad un pesantissimo piano di austerità, che prevede tagli alle pensioni, ai salari, aumenti delle tasse e riforme strutturali, volte soprattutto a ridurre il potere di acquisto dei greci in modo da riequilibrare i conti import-export con l'estero.

Il secondo piano di aiuti "*bail-out*", approvato dall'eurogruppo nel febbraio del 2012 prevede una dotazione di 138 miliardi di euro, che serve a ridurre il debito dal 198 per cento al 120,5 per cento del pil, entro il 2020<sup>107</sup>.

---

<sup>104</sup> La crisi della Grecia e l'assistenza finanziaria internazionale – Cronache dal Diritto Internazionale LUISS

Il 23 aprile la Grecia chiede, ufficialmente, l'intervento del FMI e dell'UE. In un contesto di instabilità crescente, il 2 maggio 2010, l'Eurogruppo decide di accordare aiuti economici alla Grecia insieme con il FMI, per un ammontare complessivo di 110 miliardi di euro, di cui 80 miliardi provenienti da prestiti bilaterali degli altri Stati dell'area euro e 30 dal FMI.

<sup>105</sup> Gli aiuti alla Grecia dovranno essere erogati a rate fra maggio 2010 e giugno 2013, a seguito dell'attuazione delle riforme economiche concordate. Inoltre, per evitare che la crisi greca si estenda ad altri Stati euro, il 9 maggio l'ECOFIN decide l'istituzione di un fondo di stabilizzazione con una dotazione di 750 miliardi di euro, di cui 60 provenienti dalla Commissione, 440 dagli Stati e 250 dal FMI: il Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF). Cronache dal Diritto Internazionale LUISS

<sup>106</sup> L'esposizione di banche e Stati europei verso la Grecia, Il Sole 24Ore, 18 Febbraio 2015

<sup>107</sup> La crisi della Grecia e l'assistenza finanziaria internazionale – Cronache dal Diritto Internazionale LUISS

Nell'ottobre 2011, gli Stati dell'Eurozona decidono di concedere alla Grecia un secondo prestito da 130 miliardi di euro, subordinato non solo all'attuazione di un altro pacchetto di misure di *austerità* ma anche all'accettazione da parte di tutti i creditori privati di una ristrutturazione del debito greco, con una riduzione dell'onere del debito previsto da un 198% del PIL nel 2012 al 120,5% del PIL entro il 2020.

Inizia l'operazione PSI (*Private sector involvement*) con cui i detentori privati del debito accettano una svalutazione “*haircut*” pari al 53,5% del valore nominale dei titoli con una perdita complessiva pari al 75%<sup>108</sup>.

Il piano prevede inoltre una serrata campagna di privatizzazioni di beni pubblici che segna l'ingresso di aziende pubbliche europee (soprattutto francesi, tedesche e olandesi) nei più importanti settori strategici dell'economia greca: energetico, dei trasporti, ma primo fra tutti, il turismo.

Sono anni in cui la Grecia non accenna a risollevarsi; il Pil aveva subito un arresto del 27%, provocando già nel 2011 una disoccupazione del 15,9 %, con un tasso che arriva al 40% su quella giovanile. Il governo aumenta a più riprese le tasse sulla casa e taglia le pensioni, oltre a mettere in mobilità 30mila dipendenti statali.

Su tutto pesano gli errori del Fondo monetario internazionale, responsabile di aver sottostimato le conseguenze delle misure dell'austerità, che hanno poi determinato effetti devastanti. Il moltiplicatore fiscale (ovvero quanto diminuisce il Pil per ogni euro di contrazione della spesa pubblica) calcolato dal FMI, era stato infatti stimato su 0,5, rivelandosi poi in realtà almeno dell'1,5.

In questo contesto si afferma il ruolo della Banca Centrale Europea, la quale si presta ad essere un mediatore fondamentale nella concessione del terzo piano di finanziamenti alla Grecia, erogato il 13 luglio 2015<sup>109</sup>.

La strategia della BCE, storicamente indipendente dai governi, è questa volta legata ad un fattore largamente politico, per scongiurare una crisi bancaria, che avrebbe di fatto decretato l'uscita della Grecia dall'euro.

All'indomani dell'annuncio da parte del premier Alexis Tsipras di indire un referendum sul memorandum (condizionali all'erogazione dei prestiti) del terzo piano di aiuti, la Banca Centrale europea decide di bloccare la liquidità di emergenza alle banche greche, obbligando il governo greco a chiudere le banche per tre settimane, al fine di evitare fughe di capitali.

In questo modo chiarisce subito agli attori politici che la priorità, qualunque sia il risultato del referendum, sarà scongiurare la crisi bancaria, altrimenti la Bce non avrebbe più fornito il suo sostegno.

Gli scenari dipendono dalla volontà degli stati membri e della Grecia di trovare una soluzione cooperativa, che permetta alla Bce di mettere in atto la politica bancaria e monetaria senza ostacoli.

---

<sup>108</sup> Il caso Grecia Crisi finanziaria e dei debiti sovrani, F. Capriglione e G. Semeraro, Utet 2012, Milano

<sup>109</sup> La crisi della Grecia e l'assistenza finanziaria internazionale – Cronache dal Diritto Internazionale, Centro di ricerca sulle Organizzazioni Internazionali ed Europee LUISS

Il 13 luglio si raggiunge un accordo sul [terzo bailout](#) per la Grecia, che prevede un ulteriore prestito tra 82 e 86 miliardi di euro per i prossimi tre anni. Il prestito è subordinato all'attuazione di nuove misure da parte del governo di Atene per ottenere gli aiuti previsti, tra cui: la riforma delle pensioni, la liberalizzazione dell'economia, privatizzazioni, nuove leggi sul lavoro e sui licenziamenti collettivi, l'aumento dell'IVA in alcuni settori, maggiori controlli sulle banche.

Pochi giorni dopo il referendum, Tsipras conquista una maggioranza di contrari al memorandum imposto dalla Ue, ma nonostante la vittoria politica, il premier greco non riesce infine a imporsi nella contrattazione del debito coi creditori.

Così nella notte tra il 12 e il 13 luglio 2015, dopo 17 ore ininterrotte di negoziati, l'Eurozona dà il via libera al terzo piano di aiuti alla Grecia, approvato ad agosto.

La Bce dà a tali decisioni il massimo peso politico, considerandole come garanzia che i titoli greci, nonostante tutto, possono ancora essere considerati solvibili.

Questa scelta della Bce conferisce automaticamente nuova credibilità alle banche detentrici di tali titoli, dando la possibilità alla Bce di immettere nuova liquidità a favore degli istituti ellenici.

Così la Bce dà seguito al terzo piano di finanziamenti, iniettando sul mercato greco 86 mld di euro, che fanno lievitare il totale dei finanziamenti fino a 326 mld, di fatto il più grande salvataggio di sempre. Il sogno dei no euro è per il momento rimandato.

### *4.3 Duello tra banchieri centrali e organi di governo*

Da quando la crisi dei debiti sovrani ha colpito l'Europa l'orientamento della banca centrale europea sulla politica monetaria è stato sistematicamente espansivo.

Questo ha provocato una lunghissima serie di proposte e di contrasti interni sulla politica da attuare, per provare ad uscire dalla fortissima deflazione che da anni ormai abbatteva l'Europa; anche perché nonostante la Bce abbia costantemente immesso denaro liquido nelle banche e nelle casse degli stati per provare a far ripartire la crescita, la crisi ha senza dubbio fatto scoprire quali siano i limiti della politica monetaria.

Quando un sistema economico entra in situazioni recessive straordinarie come quella della trappola della liquidità, la politica monetaria può ben poco se non supportata da un tessuto economico attivo.

La trappola della liquidità, in questo come in altri casi, è spesso caratterizzata da una forte componente di avversione al rischio, che arrugginisce l'anello reale che va dai mercati monetari ad imprese e famiglie e non consente la ripartenza di un'economia.

Non esistono purtroppo soluzioni univoche per uscire dalla trappola della liquidità. La cosa più idonea che può fare la Bce è cercare di condizionare le aspettative degli agenti economici, provando a ridurre l'avversione al rischio.

Paradossalmente aumentare continuamente l'immissione di moneta in una situazione di trappola della liquidità può dare un segnale inverso,<sup>110</sup> ovvero che il quadro

---

<sup>110</sup> La trappola della liquidità, un rischio notevole - dott. Andrea Rizzini - Consulente ed Analista Finanziario Indipendente  
“di fatto immettere liquidità sui mercati, ovvero dare a banche ed investitori un sacco di soldi a prestito a costo zero o addirittura pagandoli per prendere a prestito questi soldi, non produce più effetti perché questi operatori “spenderanno”

economico sta progressivamente peggiorando e che i rischi di un ristagno delle attività e dei prezzi si fanno sempre più pressanti.

L'inefficienza della politica monetaria è stata inoltre elargita da una seconda trappola, quella di natura politica<sup>111</sup>.

Le continue dispute tra i banchieri nazionali sulla politica della Bce sono infatti un chiaro segnale delle diverse visioni politiche sulle necessità economiche che ogni singolo paese, avrebbe per ripartire.

Per contro un'unione di paesi che presenta evidenti diversità per lingue, culture, sistemi politici, fiscali ed economici evidenzia questo tipo di problemi; tanto più se ognuno di essi desidera marciare arbitrariamente nelle politiche economiche.

La battaglia della Bce per vincere la deflazione e la trappola della liquidità si gioca quindi ulteriormente con i governi nazionali.

La strategia indipendente della Bce però continua a fondarsi su quattro pilastri<sup>112</sup>:

- 1) combattere la deflazione, per non entrare nuovamente in recessione;
- 2) contrastare le aspettative depressive, alimentate dall'incertezza sui mercati;
- 3) mantenere la politica monetaria espansiva come condizione "necessaria", ma non sufficiente, per tornare alla crescita;
- 4) formare una solida coerenza con tutte le altre politiche: (economiche, di vigilanza macro-prudenziale, bancarie, assicurative)

In questo contesto, i governi dei paesi maggiormente indebitati accusano la Bce di essere eccessivamente prudente, auspicando una politica monetaria ancora più aggressiva.

I paesi che invece vorrebbero un'inversione di tendenza paesano costantemente i rischi di una bolla speculativa, insistendo nel fatto che le aspettative economiche cambiano solo se la politica monetaria si normalizza; per cui occorre fermare l'immissione di liquidità e tornare a tassi più alti e redditizi. Mantenere un tono espansivo, a detta dei falchi, non fa che confermare le aspettative di stagnazione economica.

Non è molto diversa da questo punto di vista la situazione in cui versano gli Stati Uniti; con le opportune differenze previste dal mandato della banca federale americana, anche la Fed subisce continue pressioni dalle forze politiche all'interno del congresso americano.

---

solo in parte questa massa monetaria aggiuntiva".(<https://www.studiocella.it/la-bussola-del-risparmio/2019/la-trappola-della-liquidità-un-rischio-notevole.html>)

<sup>111</sup> Inizialmente queste strategie di politica monetaria espansiva dovevano servire per dare liquidità ai paesi e agli operatori economici per concedere prestiti alle aziende alle famiglie, investire sulle imprese e rilanciare quindi investimenti, produzione e consumi, ovvero l'economia.

<sup>112</sup> "Relazione sulla gestione per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2015"-Banca Centrale Europea , rapporto annuale 2015.

Al suo interno vengono riassunti gli obiettivi fondamentali classici della Bce, quali il mantenimento della stabilità dei prezzi, attraverso l'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro, oltre al fondamentale controllo del (MVU) Meccanismo di vigilanza unico, per esercitare un'azione di vigilanza bancaria efficace e coerente che contribuisca alla sicurezza e alla solidità del sistema bancario nonché alla stabilità del sistema finanziario nell'UE.

La recente politica di normalizzazione dei tassi di interesse, dopo un lungo periodo di tassi prossimi allo zero, ha lasciato di fatto insoddisfatto l'intero sistema politico al governo.

I democratici, dalla loro, hanno contestato la Fed per eccessiva imprudenza nel rialzo dei tassi, a fronte di una ripresa economica ancora acerba, i repubblicani al contrario, hanno visto nell'alto sostegno monetario della Fed un segnale di eccessivo favore verso l'amministrazione uscente.

Il problema che segna da sempre i rapporti fra banche centrali ed organi di governo è storicamente condizionato dal vento delle opportunità ed il politico, per sua natura, disegna le leggi e assegna i compiti per volgere le opportunità a suo favore. La politica monetaria ne è un esempio eclatante.

Infatti, nei cicli economici in cui la politica monetaria ha rappresentato uno strumento comodo con cui implementare la tassazione, attraverso il controllo dell'inflazione, questa è rimasta sotto le mani dei governi; quando invece sono mutati i fattori esterni, si è rivelata uno strumento inefficace e quanto più complesso da gestire, ed è stata liberamente delegata ai banchieri centrali.

Durante la crisi, infatti, occorreva qualcuno che evitasse che le turbolenze finanziarie e bancarie producessero danni economici irreversibili, ma una volta passata la tempesta ecco che la politica monetaria torna a fare gola ai governi per gestire arbitrariamente la propria crescita.

L'unica strada percorribile dai banchieri centrali per continuare a preservare indipendenza e autorevolezza consiste nel rimanere coerenti con le regole del proprio mandato istituzionale: in Bce Draghi sembra averlo capito fin dall'inizio, la Yellen in America quasi per nulla.

#### *4.4 Effetti del QE e necessità di riforme strutturali per la crescita*

Per valutare se la strada intrapresa da Draghi e dalla sua collega Janet Yellen è stata in definitiva quella giusta, occorre fare opportunamente un balzo in avanti, un piccolo salto nel tempo che ci permetta di considerare con il giusto distacco, a posteriori, il reale corso delle cose.

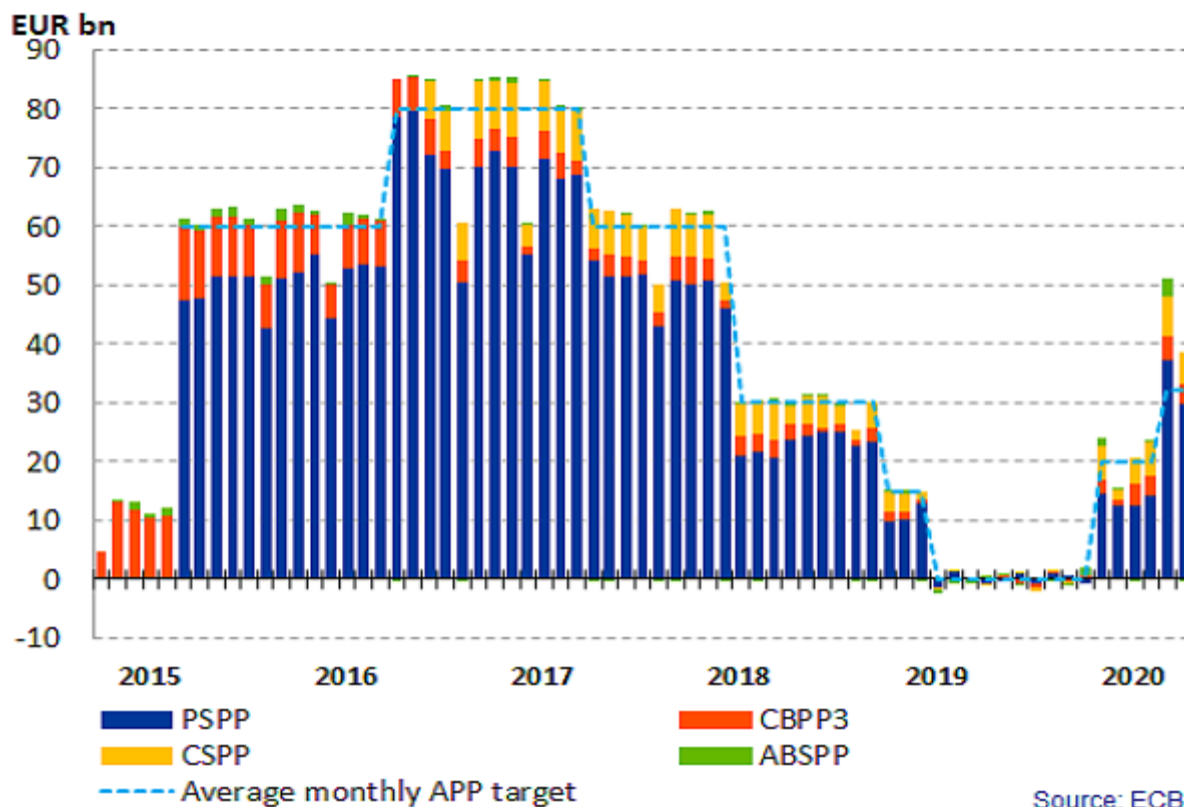
Dopo la scelta della banca centrale americana di intraprendere un rialzo dei tassi, anche la Bce ha seguito, a velocità ridotta, lo stesso percorso; dopo l'inaugurazione dell'“*asset purchase programme*” del gennaio 2015<sup>113</sup>, la Bce ha intrapreso una

---

<sup>113</sup> L'“*asset backed-security purchase programme*”, meglio conosciuto col nome di APP, è un programma di acquisto di titoli pubblici e privati, messo in atto dalla Bce all'inizio del 2015 quattro programmi di acquisto di titoli pubblici e privati:

- il terzo Covered Bond Purchase Programme (CBPP3 dal 20 ottobre 2014), per l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite;
- l'Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP, dal 21 novembre 2014), per l'acquisto di titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari;

progressiva normalizzazione della politica monetaria, protendendo verso una restrizione del *quantitative easing*, man mano che i risultati attesi si andavano concretizzando.



Dal grafico inoltrato dagli uffici statistici della Bce sul programma di prestiti in settore pubblico e privato, tra il 2015 e il 2019, si può notare una lenta restrizione dell'immissione monetaria, registrando nello specifico un calo del "monthly purchase pace average", (il livello di acquisto mensile di titoli pubblici attivato dalla Bce) passato da 120 mln del marzo 2015 a 30 mln dell'ottobre 2018.<sup>114</sup>

Dietro a questa strategia vi è in realtà un disegno logico ben preciso, nel quale si può facilmente rintracciare una qualche impronta della rigorosità dei falchi, tanto suggerita durante il corso del mandato di Draghi.

Nel vedere la politica monetaria perdere progressivamente efficacia, per ripristinare il meccanismo di trasmissione i banchieri del nord europa, hanno da sempre sostenuto che un eccesso di lassismo monetario non avrebbe giovato troppo alla crescita dell'eurozona, argomentando anzi, che questo avrebbe tutt'al più rafforzato le

- il Public Sector Purchase Programme (PSPP, dal 9 marzo 2015), per l'acquisto di titoli emessi da governi, da agenzie pubbliche e istituzioni internazionali situate nell'area dell'euro;
- il Corporate Sector Purchase Programme (CSPP, dall'8 giugno 2016), per l'acquisto di titoli obbligazionari e, da marzo 2020, commercial paper emessi da società non finanziarie dei paesi dell'area dell'euro.

Il programma APP ha effetti diretti sui rendimenti di mercato dei titoli pubblici e privati, favorendo lo spostamento di questi verso il basso, che si muovono in maniera inversa rispetto ai prezzi delle attività finanziarie e producendo un miglioramento delle condizioni di offerta del credito attraverso lo stimolo degli investimenti. - Report, European Central Bank, 2020 – (<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> )

<sup>114</sup> APP net purchases report, European Central Bank, 2020

aspettative di una crescita debole, frenando le scelte reali di investimento e di consumo da un lato e accentuando gli eccessi di cattivo indebitamento dall'altro.

Inoltre, sempre più paesi avrebbero finito per dare per scontato il sostegno monetario della banca centrale nei momenti positivi, aspettando di potergli addossare le colpe qualora le circostanze sarebbero cambiate a loro svantaggio.

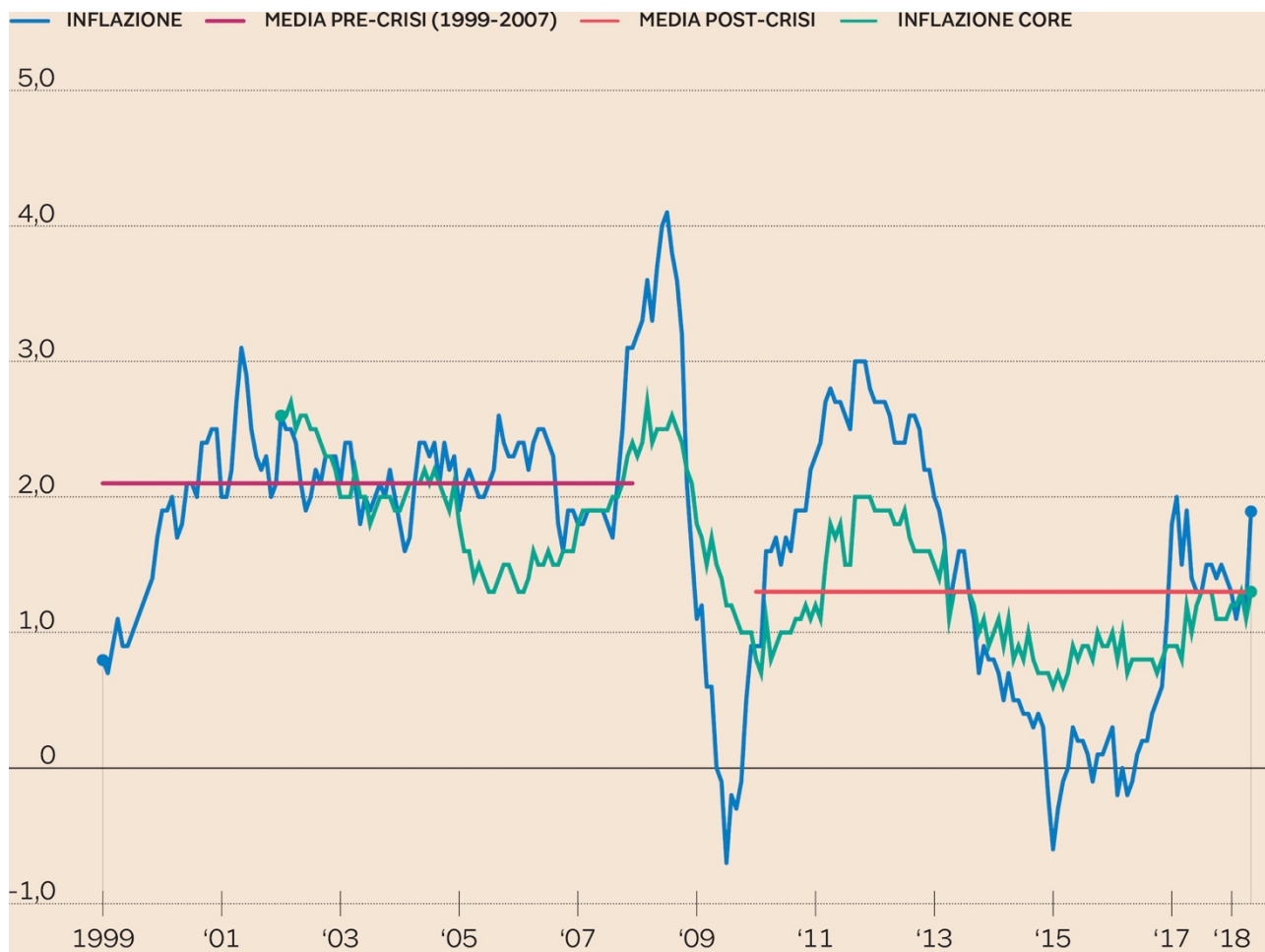
Pertanto, sovente si è sentito il bisogno di dare una sterzata decisa al timone della Bce, in modo da condizionare, non senza assumersi qualche rischio, le aspettative degli investitori.

Tirando i bilanci all'imbrunire del 2018, possiamo dire che i fatti hanno dato ragione al dinamismo di Draghi, che sebbene sia sempre rimasto indipendente da continue pressioni esterne, ci ha insegnato che la strategia di un banchiere non dev'essere mai statica, ovvero al cambiare di fattori economici esterni, bisogna saper correggere la rotta per continuare nella giusta direzione; passata quindi la tempesta dove era necessario il tanto usato bazooka<sup>115</sup>, un tiro più consono alle circostanze si rende quanto mai indispensabile.

I dati sull'inflazione ci dicono infatti che gli obiettivi della Bce sulla stabilità dei prezzi sono stati "pressocchè" raggiunti, constatando che nel corso del 2018 la crescita dei prezzi ha toccato per la seconda volta i livelli consoni del due per cento.

---

<sup>115</sup> Il primo piano di acquisto dei titoli, quello approvato nel 2015, è considerato il '**bazooka**' di Draghi, avendo previsto 60 miliardi di euro al mese di nuova moneta per rilanciare l'economia



Fonte Sole 24 ore, “Inflazione in Eurolandia”

Dall’annuncio del QE del 2015 anche la disoccupazione nell’area euro ha subito un importante flessione, passando da 11 punti perc. a 8,5 punti<sup>116</sup> nel 2018.

A fare da spartiacque interverrebbe il dato sul credito alle imprese, principale obiettivo non dichiarato della Bce, che mostra come grazie al Qe l’avversione al rischio delle banche si sia in qualche modo allentata; difatti registriamo anche qui un incremento di circa un centinaio di miliardi, dal gennaio 2014 all’aprile 2018.

<sup>116</sup> Disoccupazione nell’Eurozona (2015-2018), Eurostat



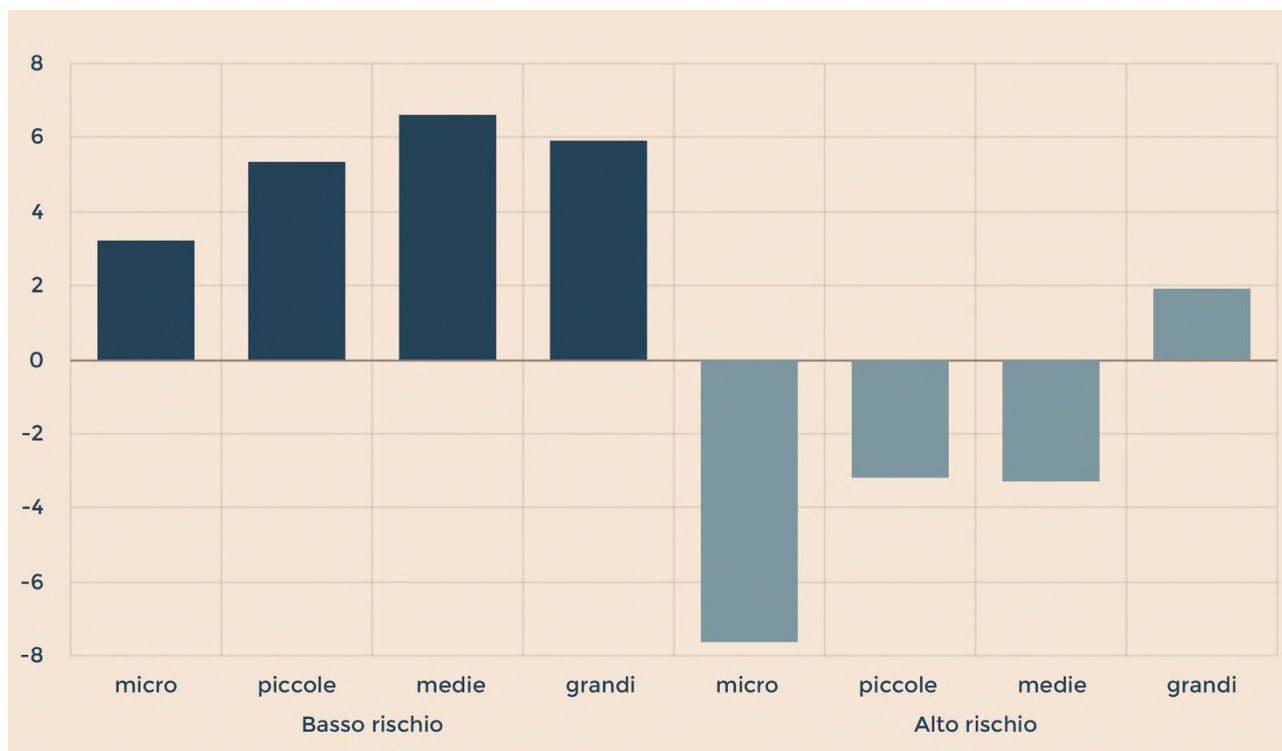
Così dopo essere rimasto per un lunghissimo tempo fermo, il credito alle imprese non finanziarie è finalmente iniziato a salire; il quantitative easing della Bce, che si è in realtà rivelato un credit easing, aveva proprio lo scopo di “liberare” i bilanci delle banche e incentivarle a concedere prestiti alle imprese. Sta avvenendo davvero questo? Può dirsi dunque conclusa la partita della banca centrale?

A lasciarvi un ulteriore dubbio, o spunto di riflessione che dir si voglia, vorrei proporre un ultimo argomento: il dato mostrato poc'anzi sull'andamento del credito alle imprese è sì un indicatore autentico, ma se approfondito leggermente, anche qui è possibile trovare un doppio fondo.

In Europa infatti la situazione è la seguente: in tre anni, la Bce ha comprato dagli investitori (banche e fondi) obbligazioni per 2.400 miliardi di euro, di cui 2.100 miliardi solo in titoli di Stato<sup>117</sup>, stabilizzando l'euro e salvando dal crollo i nostri BTp e le borse, ma a livello macro-economico e soprattutto industriale la ripresa è durata poco o niente, o come nel caso italiano quasi non si è vista.

La risposta possiamo trovarla nel giardino di casa, per essere esatti negli uffici della Banca d'Italia, che evidenzia opportunamente come l'aumento del credito alle imprese sia stato indirizzato tutto o in larga parte alle aziende finanziariamente più solide, laddove le Pmi di qualsivoglia paese si sono viste chiudere la porta in faccia.

<sup>117</sup> “Bce, annunciata la fine del Qe”, Sole 24 ore, 14 Giugno 2018



Fonte Sole 24 ore

Ecco svelato quindi uno dei motivi principali per cui in Italia e in molti paesi simili, la crescita tarda ad arrivare ; si potrebbe considerare che questa sia una conseguenza della mancanza di politiche fiscali e strutturali volte ad agevolare gli investimenti e quindi a ridurre il “credit risk” delle imprese , tuttavia sta di fatto che la finanza mondiale e le grandi banche d’investimento hanno preferito marciarvi sopra, sfruttando il ciclo espansivo della banca centrale, per ottenere liquidità aggiuntiva a basso costo.

Riportando l’analisi di BIS *quarterly review*<sup>118</sup>, rivista economica internazionale , le banche giapponesi, danesi e norvegesi, insieme agli hedge funds americani e inglesi, in tre anni hanno venduto BTp, Bonos e altro debito a basso costo per incassare il 90% dei 2.400 miliardi di euro che avrebbero dovuto rianimare l’economia europea, e aiutare le banche italiane a finanziare imprese e lavoro<sup>119</sup>; che dire, a livello macroeconomico non sarà giovato alla crescita dei paesi in crisi, ma siccome parafrasando Smith la mano invisibile va dove lo dice il mercato , da un punto di vista strettamente finanziario , che è poi il solo obiettivo per le banche in libera concorrenza, non si può che alzare le mani e dire .... Chapeau.

#### 4.5 Emergenza sanitaria 2020: possibili scenari

<sup>118</sup> La *BIS Quarterly Review* è una rivista economica internazionale che esamina gli sviluppi del mercato bancario e finanziario internazionale. Attraverso pubblicazioni a Marzo, Giugno, Settembre e Dicembre, essa analizza sul lungo termine i mercati di tutto il mondo, con particolari report sui fattori che condizionano l’andamento dei cicli economici.

<sup>119</sup> “Following the imprint of the ECB's asset purchase programme on global bond and deposit flows” , Bis quarterly review, 5 marzo 2019

Quello che mi accingo a scrivere in questo ultimo paragrafo della mia tesi universitaria, racconta i giorni straordinari che il mio paese e il mondo in generale, stanno vivendo in quest'anno paranormale; siamo nel 2020, perciò scrivo in diretta quelle che sono le mie impressioni, vissute attraverso il vetro di una finestra chiusa e dagli occhi di un vent'enne ormai stanco, che attende con ansia l'atto finale di questo dramma surreale.

Se dovessi dare un giudizio a priori non sarei molto attendibile, dal momento che è la mia prima esperienza con un lockdown e non avrei quindi molti paragoni a mia disposizione; se dovessi dare un giudizio a posteriori penso che mi sbaglierei perché a quanto sembra l'emergenza non accenna a interrompersi; posso dire quello che penso, posso scrivere quello che vedo, e così mi vien da dire, che qualunque cosa succeda, quest'anno non verrà mai dimenticato.

Quest'anno verrà dunque ricordato da tutti come l'anno del "Corona Virus", come l'anno che ha sconvolto e trasformato tutta la popolazione mondiale, riportando tutto a una dimensione più piccola, circoscritta all'interno del perimetro della propria casa; ma soprattutto riordinando la scala dei valori nella forma di quando non esisteva tutto questo, quando la salute non veniva messa in discussione e la libertà veniva purtroppo data per scontata.

Ma tralasciando l'aspetto umano dell'emergenza sanitaria, proviamo a soffermarci sull'aspetto economico; ciò che appare una costante dall'inizio dello scoppio della pandemia è il continuo tentativo di bilanciare correttamente la tutela della salute e la tutela degli interessi economici interni ad un paese.

L'avvento della pandemia è stato tuttavia differente per tempi e modi all'interno di ciascun paese; si sono succedute politiche differenti: dall'estremo rigore scientifico, ad un totale ottimismo fideistico per il quale il tanto allarmato virus non si sarebbe comportato molto diversamente da una normale influenza.

Occorre pertanto ripercorrere brevemente le tappe che hanno portato alla diffusione della pandemia, per provare poi a fare qualche considerazione sui possibili scenari che si svilupperanno alla sua fine.

Il 12 dicembre 2019, a seguito dei primi casi registrati all'interno della regione cinese dell'Hubei, l'emittente televisiva statale cinese comunica per la prima volta al mondo, che *"un nuovo focolaio virale è stato rilevato per la prima volta nella città di Wuhan, in Cina"*.

La notizia tuttavia viene accolta con scetticismo dall'opinione pubblica cinese, tanto che quando l'oculista cinese Li Wenliang, diffonde un messaggio a un gruppo di colleghi medici, secondo cui una nuova malattia simile alla SARS si sarebbe sviluppata nel suo ospedale alla fine di dicembre, questi viene dopo qualche giorno convocato in un commissariato locale con l'accusa di "aver diffuso false informazioni e alterato l'ordine sociale"<sup>120</sup>.

---

<sup>120</sup> Covid Reference International, Bernd Sebastian Kamps e Christian Hoffmann, Steinhauser Verlag 2020

L'impatto che avrebbe avuto la notizia sull'immagine e sull'economia cinese sarebbe stato devastante, se nuove fonti avessero provato l'esistenza del virus.

Così da quando l'OMS (Organizzazione mondiale della sanità) comunica al mondo i primi casi di coronavirus accertati dalle autorità cinesi, il governo cinese mette in atto una colossale operazione di chiusura e prevenzione sanitaria nazionale, mettendo in quarantena milioni di persone e chiudendo fisicamente in entrata ed in uscita tutta la circolazione ed i trasporti della regione dell'Hubei.

Si arriva così al 30 gennaio del 2020 quando, con quasi 9mila casi accertati in nove paesi di tutto il mondo (fra cui la Cina con 7711 casi, il Giappone, la Thailandia, la Corea del Sud, Singapore, il Vietnam, il Taiwan, il Nepal e gli Stati Uniti), l'OMS dichiara apertamente che il coronavirus rappresenta un'emergenza globale.<sup>121</sup>

Si assiste così alla prima seduta negativa per le borse mondiali a causa dei timori per la diffusione del virus; Piazza Affari, Francoforte, Londra e Parigi subiscono perdite borsistiche per oltre un punto percentuale<sup>122</sup>, ma si tratta di dati assolutamente insignificanti, considerando ciò che succederà da qui a poco.

Nel mese di febbraio, infatti, l'effetto del coronavirus inizia a manifestarsi sull'economia di tutto il mondo; in particolare su quella cinese che, con l'attività manifatturiera estremamente rallentata e la domanda di petrolio in netto calo<sup>123</sup>, dà una prima dimostrazione degli enormi danni economici che avrebbe portato lo sviluppo dell'epidemia.

Dopo il primo caso italiano, registrato il 20 Febbraio nell'ospedale di Codogno (Lombardia), il governo italiano inizia a chiudere le prime attività commerciali e sportive, chiudendo una serie di comuni nella cosiddetta "zona rossa".

Si arriva rapidamente. attraverso la chiusura di scuole e università, alla storica data di domenica 8 Marzo 2020, in cui il governo italiano guidato dal primo ministro Giuseppe Conte firma il primo decreto di misure nazionali contro il coronavirus, mettendo in quarantena 60mln di persone e dichiarando l'intero territorio italiano una zona protetta. A tutte le persone viene detto di rimanere a casa a meno che non debbano uscire per "comprovate ed urgenti esigenze lavorative o per motivi di salute", ed in poco tempo vengono chiusi tutti gli esercizi commerciali, al di fuori delle farmacie, edicole, tabacchi e degli esercizi alimentari.

L'esempio viene celermente seguito anche da Spagna e Francia, dove vengono adottate le prime misure di isolamento per interi Comuni e chiusura di scuole, asili nido e università.

A mio parere, fra le varie strategie adottate dai Governi europei, due posizioni in particolare, meritano di essere riportate non foss'altro che per essere state entrambe in forte controtendenza e divisione rispetto alle strategie mondiali: l'immunità di gregge

---

<sup>121</sup> "SARS-CoV-2: emergenza di sanità pubblica di rilevanza internazionale", Istituto Superiore di Sanità, 30 Gennaio 2020

<sup>122</sup> "Borse europee negative assieme a Milano", Sole 24 Ore, 30 Gennaio 2020

<sup>123</sup> "Coronavirus: crolla domanda cinese di petrolio", Sole 24 Ore, 3 Febbraio 2020

avanzata dal primo ministro inglese<sup>124</sup>, e la volontà del governo francese di chiamare 47 mln di cittadini alle elezioni, nel pieno della diffusione della pandemia.

Queste due notizie, ma soprattutto la prima, hanno fatto tanto discutere l'opinione pubblica di tutto il mondo, sollevando polemiche e confronti tra personalità tecnico-scientifiche e politici di ogni paese, col risultato di arrivare lentamente ad una politica condivisa per combattere in modo coeso la diffusione dell'ormai dichiarata "pandemia"<sup>125</sup>.

Con la diffusione globale del covid-19, così denominato in definitiva dall'OMS, l'obiettivo diventa sfruttare una strategia condivisa, così che le banche centrali, ed i Governi di tutto il mondo avanzano misure di sostegno all'economia per contrastare i danni provocati dal lockdown, ma soprattutto sostenere imprese e famiglie rimaste senza lavoro.

In tale contesto, vengono pubblicate da vari organismi internazionali, fra cui l'Ocse ed il Fondo monetario internazionale, le prime stime sull'impatto che la pandemia potrebbe avere sul prodotto interno lordo dei vari paesi.

L'Fmi annuncia di fatto per prima, l'arrivo di una recessione globale, stimando una decrescita dell'economia mondiale del (-3%) ed una contrazione più decisa invece sull'economia italiana del (-9%) del Pil, soltanto nel 2020, colpito maggiormente dal calo della domanda nel settore turistico e nel settore enogastronomico.

Si rappresenta di seguito il trend del virus nell'economia mondiale, con le relative variazioni del Pil dei vari paesi<sup>126</sup>.

|                | Pil, | var   | % annua |
|----------------|------|-------|---------|
|                | 2019 | 2020* | 2021*   |
| <b>Brasile</b> | 1,1  | -5,3  | 2,9     |
| <b>Cina</b>    | 6,1  | 1,2   | 9,2     |

<sup>124</sup> Immunità di gregge- la volontà di agevolare la diffusione del contagio da coronavirus, avanzata dal primo ministro inglese, Boris Johnson

<sup>125</sup> "L'Organizzazione mondiale della sanità dichiara il coronavirus pandemia", Ministero della salute , 11 Marzo 2020

<sup>126</sup> Fonte: Fondo Monetario Internazionale

|                       |            |             |            |
|-----------------------|------------|-------------|------------|
| <b>Eurozona</b>       | <b>1,2</b> | <b>-7,5</b> | <b>4,7</b> |
| <b>Francia</b>        | <b>1,3</b> | <b>-7,2</b> | <b>4,5</b> |
| <b>Germania</b>       | <b>0,6</b> | <b>-7,0</b> | <b>5,2</b> |
| <b>Giappone</b>       | <b>0,7</b> | <b>-5,2</b> | <b>3,0</b> |
| <b>ITALIA</b>         | <b>0,3</b> | <b>-9,1</b> | <b>4,8</b> |
| <b>India</b>          | <b>4,2</b> | <b>1,9</b>  | <b>7,4</b> |
| <b>Mondo</b>          | <b>2,9</b> | <b>-3,0</b> | <b>5,8</b> |
| <b>Regno Unito</b>    | <b>1,4</b> | <b>-6,5</b> | <b>4,0</b> |
| <b>Russia</b>         | <b>1,3</b> | <b>-5,5</b> | <b>3,5</b> |
| <b>Spagna</b>         | <b>2,0</b> | <b>-8,0</b> | <b>4,3</b> |
| <b>Stati Uniti</b>    | <b>2,3</b> | <b>-5,9</b> | <b>4,7</b> |
| <b>Unione Europea</b> | <b>1,7</b> | <b>-7,1</b> | <b>4,8</b> |

Dalle stime diffuse dal fondo monetario, ciò che lascia sperare è quindi il verificarsi di un effetto rimbalzo sul Pil nel corso del 2021, che sarà più o meno rapido a seconda della capacità organizzativa e produttiva di ciascun paese.

Il fondo monetario ribadisce che quello stimato è soltanto uno degli scenari possibili, anzi volendo parafrasare il concetto secondo “Candido” di Voltaire, quello stimato apparrebbe forse il “migliore dei mondi possibili”<sup>127</sup>, che potrebbe essere invece molto diverso, se la pandemia e le misure di contenimento dovessero prolungarsi oltre il 2020.

<sup>127</sup> Dalle idee filosofiche di Leibniz, nasce la concezione ottimistica secondo la quale l'uomo viva nel migliore dei mondi possibili; Voltaire in “candido” confuta, attraverso il dottor Pangloss, questa concezione, esaltando invece una visione disincantata del mondo che mira a considerare il reale soltanto per quello che è. – Storia della filosofia di Nicola Abbagnano, Volume III, Gruppo editoriale Espresso 2005

Diventa così fondamentale il ruolo dei governi e delle banche centrali, a cui è richiesta una risposta rapida e significativa per sostenere il mercato del lavoro.

Arrivano quindi tempestive le risposte delle banche centrali, le quali attraverso tagli ai tassi di interesse ed ai finanziamenti alle banche nazionali, mettono in atto tutta una nuova fase di “quantitative easing”, a sostegno dell’economia.

La politica monetaria espansiva investe quindi le banche centrali di tutto il mondo con un’influenza senza precedenti; tra queste spiccano:

1) la manovra della BCE, intrapresa nella notte del 18 marzo, che ha portato all'annuncio di un nuovo programma di acquisti da 750 miliardi di euro (il 6,3% del Pil) denominato 'Pandemic Emergency Purchase Programme' (PEPP)

2) la manovra della BoE (Bank of England) la quale comunica un taglio dei tassi di riferimento dallo 0,75% allo 0,25% con un'ulteriore riduzione allo 0,1, annunciando inoltre che riprenderà il QE, inattivo dal 2016, aggiungendo al proprio programma di acquisti, 200 miliardi di sterline per un totale di 645 miliardi di sterline in un arco di tempo non definito.<sup>128</sup>

3) La manovra della Federal Reserve, la quale lancia un nuovo Qe illimitato in collaborazione con il tesoro americano, con un tetto temporaneo di 700mld, per l’acquisto di titoli pubblici e per il sostegno di imprese e famiglie nell’economia reale.<sup>129</sup>

La conseguenza dell’insieme di questi annunci è stata un’inversione di tendenza dei mercati, che hanno visto una rapida decrescita degli spread sui titoli pubblici, come nel caso italiano,<sup>130</sup> oltre alla ripresa degli indici azionari di tutto il mondo.

È chiaro quindi che la fiducia dei mercati è un tema centrale nella battaglia contro la pandemia, ma forse ancora più centrale può rivelarsi la velocità con cui i finanziamenti verranno investiti all’interno dei paesi, condizionati soprattutto dalla capacità dei governi, di fornire in fretta le condizioni perché i nuovi progetti non risultino troppo rischiosi da indurre le banche a cadere in una nuova, disastrosa, “trappola della liquidità”.

Quello su cui sembrano essere d’accordo tutti è che per superare la crisi dovuta all’emergenza sanitaria, bisognerà riadattare temporaneamente il funzionamento delle economie mondiali, trasformando proporzionalmente la vita delle persone, al fine di trovare una soluzione che consenta di bilanciare la battaglia sanitaria e la tutela dell’economia.

Bisognerà quindi riadattare fabbriche e aziende investendo di più sulla creazione di spazi di lavoro aggiuntivi e sulla disinfezione degli ambienti, consentendo orari di

---

<sup>128</sup> “Le banche centrali stampano moneta per battere il Coronavirus”, Sole 24 ore, 14 Aprile 2020

<sup>129</sup> “Fed: Qe illimitato contro le devastazioni economiche e finanziarie del coronavirus”, Sole 24 ore , 23 Marzo 2020

<sup>130</sup> “Piazza Affari +7%, spread in calo. Bce e Commissione Ue promettono interventi”, Repubblica, 13 Marzo 2020

lavoro differenziati e sistemi di trasporto implementati per limitare gli assembramenti di persone e agevolare altresì la commercializzazione mediante e-commerce.

Bisognerà sfruttare al meglio le risorse produttive interne al proprio paese, senza dipendere troppo dal commercio internazionale, in modo da limitare i flussi con il mercato estero, ma senza neanche attuare un ritorno delle ideologie protezioniste.

L'effetto del lockdown ha inoltre fatto riscoprire al mondo quali sono i vantaggi sul fronte ambientale; il blocco delle industrie, il calo del traffico e la diminuzione del rumore artificiale hanno prodotto effetti straordinari per la cura dell'ambiente, registrando nel complesso un pianeta più pulito<sup>131</sup>, con effetti mai visti anche nelle abitudini di vita degli animali selvatici, tornati ad occupare indisturbati, il mondo abbandonato dall'uomo.

Tutto ciò dimostra quanto importante possa essere il supporto delle tecnologie e del progresso scientifico che, se sfruttati correttamente, possono fornire enormi mezzi alternativi, quali lo smart working e l'e-commerce, ultimi ambasciatori del passaggio dall'economia fisica all'economia digitale.

Dalla capacità di adattamento dell'uomo dipende quindi il futuro dell'economia mondiale; dipende l'istruzione della società emergente e lo sviluppo della società attuale.

Per quello che mi riguarda, sono comunque fiducioso nel futuro, un po' perché credo che le idee migliori tendano a svilupparsi più facilmente in condizioni di necessità ed anche perché citando Hawking, se è vero che l'uomo è un essere evoluto, "la sua intelligenza si vede dalla capacità di adattarsi al cambiamento"<sup>132</sup>.

---

<sup>131</sup> "La pandemia causata dal covid-19 ha costretto il mondo a fermarsi: chiuse le fabbriche, sparito il traffico, deserte le città. La natura ha iniziato a riappropriarsi di spazi occupati fino a pochi mesi fa solo dagli esseri umani. Animali selvatici sono stati filmati nelle città vuote, delfini e balene avvistati in acque per loro insolite. Acque tornate pulite perché anche il traffico marittimo è fermo. Solo sull'Europa, ad esempio, l'inquinamento da biossido di azoto si è ridotto del 30-40%, come dimostrano le immagini riprese dai satelliti. E così il pianeta Terra è tornato a respirare." -Earth Day -Repubblica, 22 Aprile 2020

<sup>132</sup> "Le mie risposte alle grandi domande", Stephen Hawking, Rizzoli, 2018

## Conclusioni

Al principio della scrittura di questo lavoro ho provato a descrivere la realtà italiana e le ragioni della crisi economica che si è registrata nell'autunno del 2009 in Europa, evidenziandone gli effetti più importanti : disoccupazione, aumento del debito pubblico, inflazione, che ne hanno incessantemente condizionato lo sviluppo.

Tali fattori, che si è visto, hanno accomunato negli anni le crisi economiche, hanno conseguentemente reso necessario l'intervento dello Stato nell'economia, che attraverso una politica di investimenti è riuscito lentamente e non senza qualche difficoltà, a ripristinare le fondamenta per la crescita .

Tale situazione si è poi ripetuta anche negli anni a venire, come una sorta costante storica: le notizie economiche, i dissidi politici e, le immagini generali del paese che sono emerse dalle televisioni negli ultimi anni, sono apparse molto simili a quelle dell'Italia di qualche epoca passata.

Immaginavo, quindi, di giungere a delle conclusioni, *forse scontate*, sulla crisi dei debiti sovrani e sulla evoluzione della crisi negli anni anche in relazione alle attività dei governi dei vari paesi e del fondamentale ruolo svolto dalle banche centrali.

Oggi però, per una strana serie di coincidenze, mi trovo a scrivere un finale diverso, dettato da un evento imprevedibile che ha mutato il corso delle cose.

Le conclusioni classiche, quelle che probabilmente sarà possibile ritrovare nella tesi universitaria di qualche mio collega laureando in economia, sono state inserite alla fine dell'ultimo capitolo, così da lasciare la possibilità a chi legge di chiudere il cerchio in anticipo, se lo ritenesse necessario.

Qualora non fosse così, lascio un breve seguito che chiuda definitivamente il discorso col passato, correggendo la rotta con uno sguardo al futuro.

L'intento di questa tesi è stato ripercorrere l'ultimo decennio di avvenimenti internazionali per riscoprire come le teorie economiche, gli eventi storici, le decisioni dei grandi personaggi politici e le problematiche che spesso ne conseguono, tendono spesso a ripetersi.

Non si fa in tempo a studiare gli errori commessi nella crisi appena passata, che si è investiti da un nuovo evento economico esorbitante.

Il continuo contrasto tra teorie interventiste, e dogmi di austerità è diventato un lento sottofondo nel corso di questi ultimi dieci anni, quasi come un inquinamento acustico durante un concerto di opera classica che va avanti per inerzia, dove anche uno spettatore distratto riconoscerebbe nel sottofondo la natura di due voci, peraltro in profondo disaccordo, e con la noncuranza del fatto che il tempo per la *querelle* ha un termine, mentre lo spettacolo, che sia piacevole o no, continua ad andare avanti.

Durante questi ultimi mesi lo spettacolo che ci è stato riproposto si è rivelato sicuramente più denso, più veloce degli ultimi lustri passati.

Abbiamo assistito al grido disperato di una città cinese che preannunciava l'arrivo di un pericolo sconosciuto, ed all'iniziale scetticismo con cui i paesi occidentali guardavano l'evolversi della vicenda, come un pubblico spettatore.

Abbiamo assistito ai comportamenti differenti di molti capi di Stato, nell'evidente tentativo di assicurare il proprio paese, ma anche nella palese difficoltà di mascherare la loro umana preoccupazione.

Abbiamo assistito alla tragica impotenza delle economie più industrializzate e potenti al mondo di fronteggiare quello che non è analiticamente prevedibile, come lo scoppio di una pandemia. Abbiamo assistito in diretta, alla conseguente difficoltà di adattamento dei sistemi di produzione verso un mercato la cui domanda si era trasferita, quasi perpetuamente, su beni necessari al mantenimento della salute o comunque di prima necessità.

Possiamo, credo, sapientemente concludere che il libero mercato nei periodi di crisi non basta a se stesso e che quindi il supporto dello Stato, e soprattutto della moneta unica, sono la ricetta fondamentale per finanziare gli investimenti necessari a rilanciare l'economia. Abbiamo assistito alla sostituzione dei dibattiti politici, con tematiche esclusivamente incentrate sull'ambito scientifico ed economico; al protagonismo di figure tecniche dal mondo medico e manageriale per gestire la nuova realtà che ci ha travolto.

Abbiamo quindi compreso la straordinaria mutevolezza degli eventi, delle priorità e della vita in generale, che tuttavia tende a ripetersi, perché per alcune cose purtroppo, gli uomini restano gli stessi.

Scriva Marai al termine del suo romanzo ambientato a Napoli, *“Il sangue di San Gennaro”*, *“gli uomini dimenticano in fretta, questa è la loro tragedia e allo stesso tempo la loro fortuna. Imparano lentamente, e quel poco che riescono infine a capire lo dimenticano subito”*.

Abbiamo trascorso anni a tentare di consolidare la nostra leadership, provando a combattere continuamente i flussi migratori e imponendo dazi reciproci sulle produzioni dei paesi vicini. Abbiamo investito la maggioranza delle nostre energie nel sostegno del digitale, esaltando con ogni sforzo una vita sempre connessa, e sempre più distante dal reale.

Ci siamo sentiti padroni del mondo attraverso il controllo dell'informazione e la libertà di diffondere *“fake news”* a portata di mano.

Quando infine dopo il disastro naturale in Australia<sup>133</sup> abbiamo temuto lo scoppio di una terza guerra mondiale dopo l'uccisione del generale Soleimani, la natura è intervenuta a farci notare l'assurdità del nostro comportamento, ridimensionando tutti

---

<sup>133</sup> Incendi boschivi in Australia sud-orientale a cavallo tra l'autunno 2019 e l'inizio del 2020 che hanno comportato la perdita di circa un miliardo di animali, nonché la vita di 33 cittadini australiani.

i problemi e riportando il mondo a uno stato pre-industriale, che non si vedeva da molto tempo.

La natura, di cui abbiamo iniziato a preoccuparci troppo tardi con una spasmodica attenzione al cambiamento climatico, ci ha dimostrato come su questo pianeta siamo soltanto di passaggio, e che alla fine dei conti, non decidiamo veramente nulla.

Abbiamo coltivato la corsa al possesso delle armi, trascurando la ricerca scientifica e anche qui la natura ci ha sconvolto.

Il vento ha portato in giro per il mondo la più potente e sofisticata arma di distruzione di massa, mettendo in ginocchio l'uomo e lasciando al mare le sue ceneri.

Adesso ci attende una nuova estate, in cui staremo a vedere cosa succederà, ma già oggi, mentre scrivo, aleggia in me il pensiero, che sempre il vento, con un soffio silenzioso, cancellerà ogni nostro ricordo.

## Bibliografia

- Abbagnano, N. *Storia della filosofia* (Vol. III). Gruppo editoriale Espresso. 2005
- Alighieri, D. *Divina Commedia, VI Canto Purgatorio*. 1321.
- Amighini, F. G. *la crisi del 2007 - 2010*.
- Andamento spesa pubblica paesi UE 2009-2015, *Eurostat*.
- Andamento spread anno 2011 (<https://www.maxsomagazine.it/2012/01/landamento-dello-spread-nel-2011.html>).
- Ansa. *the post*. <https://www.ilpost.it/2015/03/07/storia-spread/crisi-2>.
- BCE, annunciata la fine del Qe". *il sole24ore* - 14 giugno 2018.
- BCE: Draghi prepara la strategia per una politica monetaria espansiva - *Europae rivista di affari europei* -2013 .
- BCE. *Report, European Central Bank, 2020*  
(<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> ) 2020.
- BCE. *Relazione sulla gestione per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2015* -Banca Centrale Europea , 2015 .
- Blanchard. *macroeconomia*. il mulino 2009.
- Borsa Italiana. la crisi finanziaria della grecia- 2010.
- Borse europee negative assieme a Milano". *il sole24ore* - 30 gennaio 2020.
- Consob autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari. *la crisi finanziaria del 2007-2009*.
- Coronavirus: crolla domanda cinese di petrolio". *il sole 24ore*- 3 febbraio 2020.
- Cottarelli, C. L'osservatorio dei conti pubblici italiani. *manager italia*.
- Cottarelli, C. *pachidermi e pappagalli*.
- Critica della politica economica E' Draghi . *Economia e politica- rivista online*.
- D'Acunto S., D. S. *Gli effetti dell'austerità sulla dinamica del debito pubblico* - 2018.
- Dati index mundi* (<https://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=us&v=74&l=it>)
- Disoccupazione nell'Eurozona (2015-2018). *eurostat*.
- Distribution of income by quantiles'. (2013). *eurostat*.
- Draghi M. *Tra falchi e colombe*. (2019, ottobre). Tratto da [www.loscrutatore.it](http://www.loscrutatore.it).
- Draghi, M. l'obiettivo è quello di far risalire l'inflazione al 2%. (e. r. 1, Intervistatore) 24 settembre 2014
- Draghi. M. Discorso di Draghi "Unemployment in the euro area" 22 agosto 2014- "Sei lezioni di economia", Rizzoli, Settembre 2016. (Sergio Cesaratto, Intervistatore)
- E la Corte tedesca dà il via libera al piano Omt. *il sole24ore* -22 giugno 2016.
- Eakins-Beccalli, M. *istituzioni e mercati finanziari - storia della global financial crisis* (Vol. cap 5). Pearson. 2019
- Euronews. Giugno 2015
- Europa news – pubblicazione del centro europe direct Marche dell'Università degli studi di Urbino "Carlo Bo"*.
- Fed: Qe illimitato contro le devastazioni economiche e finanziarie del coronavirus". *il sole24ore*- 23 marzo 2020.
- Following the imprint of the ECB's asset purchase programme on global bond and deposit flows" . *Bis quarterly review*- 5 marzo 2019.

Galbraith, J. K. *The great crash 1954 - Consob – educazione finanziaria - la crisi del '29* ; (Vol. cap 2 pg 23)

Guarracino, S. *Le crisi dell'età contemporanea: 1929, 1973, 2008*. Novecento.org, n. 2. 2014

Hawking, S. *Le mie risposte alle grandi domande* . Rizzoli, 2018

Hemingway, E. *Per chi suona la campana- 1940*.

Hoffman, B. S. *Covid Reference International*. Steinhäuser Verlag 2020.

Il Sole 24ore , *Esposizione di banche e stati europei verso la Grecia*, 2015.

Il boomerang del carry trade per i Paesi emergenti”-. *il sole 24ore 30 agosto 2015*.

Il rafforzamento del dollaro mette sotto pressione le EME vulnerabili”, *Relazione economica annuale BRI 2018*.

Il Sole 24ore, il decreto salva italia - sì alla manovra, cambiano fisco e pensioni.

Il Sole24ore, lo zoo della finanza - falchi e colombe- 23 gennaio 2019

Il Sole24ore, pensioni, contributivo e stop alle anzianità- 17 dicembre 2011

il Sole24ore, disoccupazione grecia- 12 maggio 2011

Il sole24ore, i. taglio delle agenzie di rating alla grecia 28 luglio 2011.

*Internazionale*(915) 16 settembre 2011.

Jespen, J. L. Introduction: Crisis, policy responses and widening inequalities in the EU”. *International Labour Review*, 2012.

L'esposizione di banche e Stati europei verso la Grecia - *ilsole24ore*.18 febbraio 2015

La crisi della Grecia e l'assistenza finanziaria internazionale – *Cronache dal Diritto Internazionale, Centro di ricerca sulle Organizzazioni Internazionali ed Europee LUISS*

La crisi della Grecia e l'assistenza finanziaria internazionale – *Cronache dal Diritto Internazionale LUISS*.

la Fed alza i tassi allo 0,25-0,50%. *il sole24ore dicembre 2015*.

la pandemia causata dal covid. *Earth Day -Repubblica - 22 aprile 2020*

Lagarde, c. intervista di christine lagarde sulla crisi greca. (f. a. zeitung, Intervistatore)28 maggio 2015

Lagarde.- uscita dall'euro è una possibilità. *il sole24ore- 28 maggio 2015*.

Le banche centrali stampano moneta per battere il Coronavirus”. *il sole 24ore 14 aprile 2020*.

Lo spazio greco turco e il fattore occidentale della guerra fredda ad oggi bojkien sinaj. *euronews*, 67 - giugno 2015.

Longo, A. la politica monetaria ha implicazioni dirette sul bilancio. *l'unità europea - 2012*

Masciandaro D. *Falchi e Colombe*. Il Sole 24Ore.

“Memorandum on ECB Monetary Policy by Issing, Stark, Schlesinger” *Bloomberg Economics- 4 ottobre 2019*.

Merkel, A. *riunione consiglio europeo*. 16 dicembre 2010

Ministero delle Finanze *dpef 2009-2013*.

Ministero delle Finanze, *nadef 2013 - rapporto sui risultati conseguiti in materia di contrasto dell'evasione fiscale*.

Monti, M. discorso d'insediamento al senato. 17 dicembre 2011

Napoletano R. *La grande balla* . Editrice La nave di Teseo- 2020.

OMT e Corte Costituzionale tedesca. *il diritto dell'unione europea - giappichelli - 2016*.

Piazza Affari +7%, spread in calo. Bce e Commissione Ue promettono interventi” *Repubblica- 13 marzo 2020*.

*Quotidiano el pais “L'Europa senza Trichet”*  
(<https://voxeurop.eu/it/content/article/1030521-l-europa-senza-trichet>)

Quotidiano, i. f. fisco nel 2012 entrate tributarie per 424 miliardi.-11 marzo 2013  
 Report di Piazza affari sulla asta di Btp e Bot.  
 Rizzini, A. *La trappola della liquidità, un rischio notevole* -.  
 ”.(<https://www.studiocella.it/la-bussola-del-risparmio/2019/la-trappola-della-liquidità-un-rischio-notevole.html>).  
 Salute, m. d. *L'Organizzazione mondiale della sanità dichiara il coronavirus pandemia*”11 marzo 2020.  
*SARS-CoV-2: emergenza di sanità pubblica di rilevanza internazionale*”. Istituto  
 Superiore di Sanità 30 gennaio 2020.  
 Semeraro, F. C. *Il caso Grecia Crisi finanziaria e dei debiti sovrani*. utet milano- 2012.  
 Semeraro, F. C.–G. . *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani*. milano: utet 2012.  
 Simone, E. D. “*Storia economica. Dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica*” – . Franco Angeli editore. 2016  
 “Su Basilea 3 Draghi chiede un approccio più flessibile”. *Sole 24 ore- 3 aprile 2012*.  
 (<https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-system.htm>)  
 Stiglitz, J. oltre l'austerità:politiche alternative per l'occupazione e la crescita .  
 Treccani, E. . *la depressione del 1929 e la recessione del 2008, 2015*.  
 Treccani. *dizionario di storia 2010*.  
 Treccani. *enciclopedia treccani*.  
 Trichet. lettera - Draghi al governo italiano.  
*UBS, Euro break-up: the consequences, Global economic perspectives , 2011*.  
 Venturato, S. “L’impatto del nuovo accordo di Basilea per Banche e PMI” 2010.  
 1937, J. M.